

**Les Daubasses**  
selon Benjamin Graham



Numéro 37

Mai 2014

# INVESTIR INTELLIGEMMENT



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 6</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 8</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 10</a>
Analyse de la société STR Holdings, Inc .....	<a href="#">page 18</a>
Analyse de la société Hyduke Energy Services Inc. ....	<a href="#">page 22</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 25</a>

# Edito

## « Point haut ! » : Sommet, attention à la chute

**« Encore en bas... », on n'est qu'au début d'une nouvelle ère.  
Le paradigme a changé !**

Droite, gauche... Deux pas arrière. Une industrie chinoise en croissance ralentie... STOP. Des biotechs qui crèvent le plafond... STOP. Les technos US, cigares aux lèvres, lunettes rose sur le nez... STOP. Ukraine en phase de rétrécissement. Poutine agrandit son pas de porte... STOP. La France revoit sa croissance à la hausse : 1% pour 2014... STOP.

**LE MARCHÉ EST CHER. SOYEZ PRUDENTS !**

**Allez-y, le marché action est en phase d'ascension. Il serait dommage que les particuliers ne participent pas à la fête.**

**A** la une...

Tout est bon pour croire que rien n'est certain. Il n'a jamais été aussi sûr que le marché soit une entité mouvante imprévisible. Et nul doute que la bourse, le temple des regrets, va continuer à surprendre.

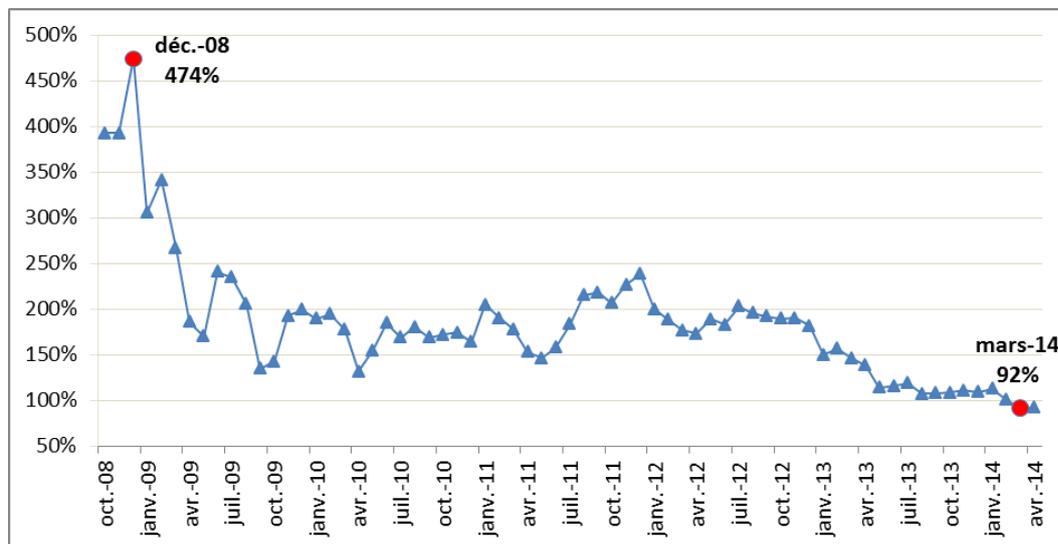
Votre équipe des Daubasses ne sait pas ce qui se passe. Ni comment cela va se passer. Pour prendre un petit peu de recul, nous nous sommes retranchés dans l'arrière chambre de notre laboratoire Daubasse. La bête expérimentale - notre portefeuille - a désormais plus de 5 bougies au compteur (début de l'expérience fin novembre 2008). Jeune, certes. Peut être adolescent. Quoi qu'il en soit, nous avons accumulé des données statistiques.

Sous couvert de ces données, rationnellement, nous pouvons illustrer à posteriori, certes, que le marché semble aujourd'hui plus cher (en ce début mai 2014) qu'en fin d'année 2008.

*Merci les Daubasses, vous nous rendez là un bien utile service avec ce bilan...*

Minute papillon ... Nous vous invitons, cher(e) abonné(e), à lire le graphique à la page suivante. Il s'agit de la synthèse historique mensuelle fin de mois, du potentiel moyen de notre portefeuille. Ce potentiel est estimé par la VANT moyenne du portefeuille, ou encore la valeur tangible moyenne pondérée de l'ensemble de nos participations cotées : nos actions.

# Edito



Potentiel mensuel moyen du portefeuille, représenté par la VANT

ANNEE	VANT/Cours
2008	420%
2009	218%
2010	172%
2011	193%
2012	189%
2013	124%
2014	99%

VANT moyenne annuelle du portefeuille

Que constatons-nous ?

Que le plus haut a été atteint en décembre 2008 avec un potentiel de +474%. Et le plus bas en mars 2014, à +92%. On peut parler de tassement. Simple analyse de faits chiffrés.

En tout cas, cela traduit la difficulté que vos serviteurs ont actuellement à remplir leur panier de candidats pour les passer dans la moulinette du « process daubasse » et en sortir ensuite avec le label certifié « daubasse ». Difficile, certes, mais pas impossible !

En parallèle de notre travail récurrent pour faire grossir notre liste de prétendants qui manquent encore quelque peu de maturité (c'est-à-dire qui doivent encore chuter de quelques % pour être murs à cueillir), nous arrivons contre vents et marrés à dénicher les (derniers ?) bastions de valeurs patrimoniales décotés. Toujours la même recette : une équipe qui passe le marché au tamis, retournant pierre après pierre le marché ; et une famille daubasse qui continue de fonctionner, au plus grand bénéfice de tous.

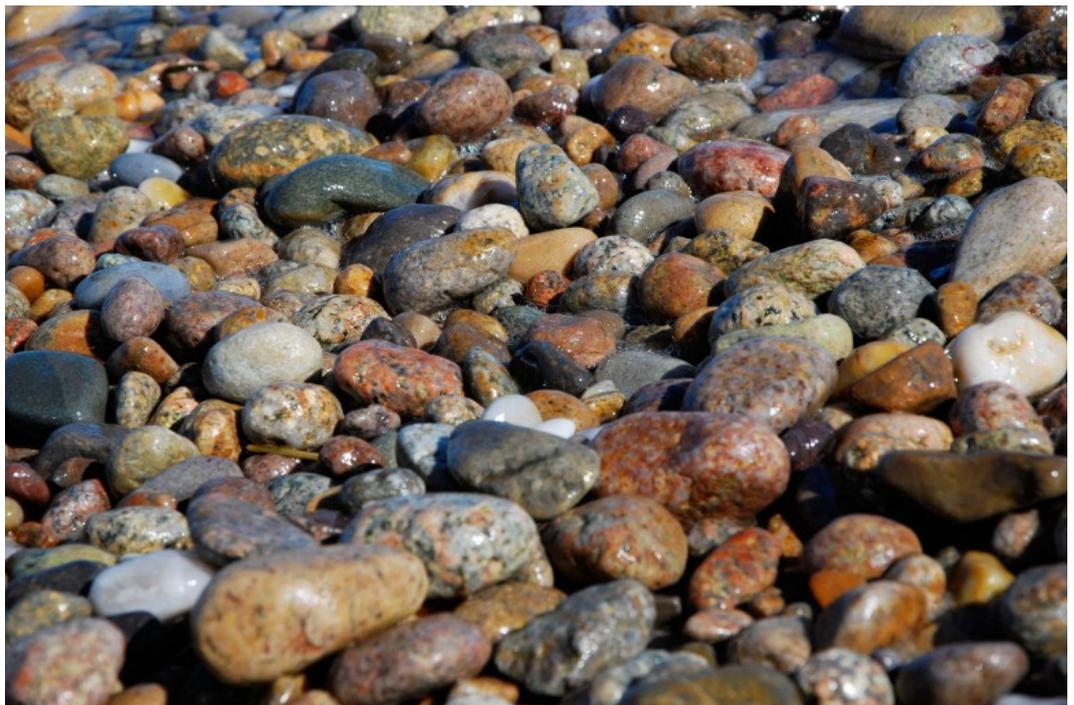
# Edito

Ce mois-ci, nous vous proposons ainsi la valeur canadienne Hyduke Energy Services. Une pétrolière cyclique qui a fièrement passé le test du *process* daubasse, avec un diplôme « daubasse VANE » à la clef. Elle a intégré le portefeuille avec un potentiel de +149%. Souhaitons-lui la bienvenue et un beau parcours dans les mois à venir. En espérant qu'elle ne fasse pas sa timide en tant que première parapétrolière pure du portefeuille.

Nous vous proposons ensuite, en second plat de résistance, une daubasse techno, avec un management de qualité, qui est à deux doigts de se qualifier pour le portefeuille. Encore un effort, et elle sera en passe de participer à la fête, en intégrant le portefeuille. Il s'agit de STR Holding. Nous remercions au passage Daniel, un fidèle abonné, de nous avoir menés sur la piste. Vous pouvez d'ailleurs trouver sur notre blog l'interview de Daniel en deux parties, « [Qui peut battre la performance des Daubasses ? Nos abonnés !](#) ».

Avant de passer au vif du sujet avec les analyses, nous souhaitons vous rappeler un dernier point. N'oubliez pas que les Daubasses, ce sont des lettres mensuelles, un blog, des mails pour vous prévenir de vos mouvements, mais aussi une communauté ! N'hésitez donc pas à participer aux débats à travers les commentaires du blog en bas de chaque article.

L'Equipe des Daubasses

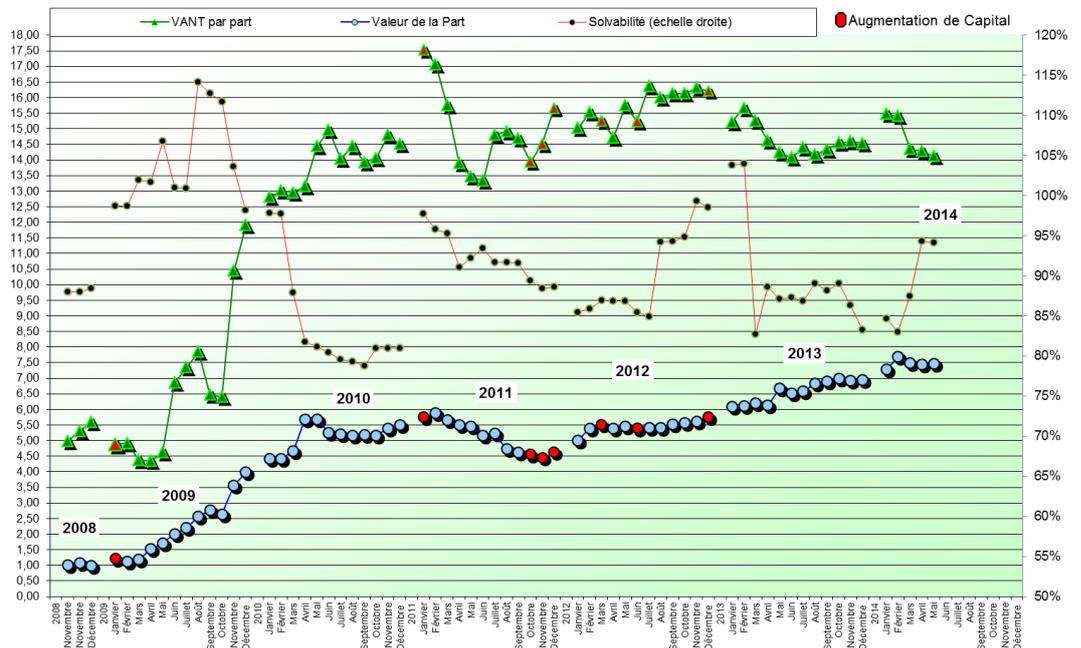


# Portefeuille

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

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
2 mai 2014	
Valeur d'une Part	7,47 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,13 €
Potentiel	89,12%
Solvabilité pondérée	94,13%
3,33% Pondération Max	10.852,11 €
Nombre total de positions	61
Répartition des Devises	
Euro	50,63%
Dollar Américain	29,62%
Livre Sterling	9,39%
Dollar Canadien	6,37%
Courone Suédoise	2,73%
Franc Suisse	1,26%
Variation des devises Yield	-0,42%
Nombre de société vendue	91
Gain Moyen	2.328,22 €
Perte Moyenne	- 737,58 €
Société en Gain	63
Société en Perte	28
1 Euro investi a rapporté	7,10 €



# Portefeuille

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

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

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

Portefeuille au 2 mai 2014 / Notations												
Notation		Potentiel (0 = faible , 3 = élevé)	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio		
Potentiel	Risque	Globale	Net-Net	Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate				
		Risque (0 = très risqué , 3 = peu risqué)				Cours						
Net-Net	1	1	2	Sport Haley Inc	1.4453	0.42	77.71%	24/11/08	155%	1.5582		
	0	3	3	Coast Distribution System	5.0217	0.66	63.58%	25/11/08	79%	5.9055		
	1	0	1	Taitron	1.9887	0.51	102.23%	26/11/08	199%	3.0465	2,9119	0.3503
	2	3	5	Trans World Entertainment	5.2919	0.61	105.72%	08/06/09	86%	5.9583		
	0	3	3	Leeds Group Plc	39.6900	0.76	81.57%	27/08/10	56%	46.69	45,00	0.6667
	3	3	6	Vianini Industria	1.1865	1.26	231.79%	19/10/10	164%	3.9600	1,6761	0.8949
	3	1	4	MBL Group	20.8500	0.38	133.61%	05/07/11	179%	22.2800		
	3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	6.8440	0.37	52.05%	15/03/12	342%	11.2267		
	3	1	4	Deswell Industries Inc	3.2688	0.64	131.19%	15/03/12	178%	5.7873		
	3	1	4	Vet Affaires	11.8029	0.82	54.30%	16/07/12	138%	23.1598		
	0	1	1	Velcan Energy	13.4350	0.90	309.47%	22/08/12	40%	16.8267		
	3	0	3	Plaza Centers NV	44.89	0.28	37.58%	27/09/12	365%	58.10		
	3	0	3	Global Tech Advanced Inovation	12.34	0.47	94.33%	17/10/12	276%	22.04		
	0	1	1	Electronic Sytem Technology	0.52	0.84	373.98%	02/01/13	21%	0.53		
	3	0	3	Zoom Telephonics	0.32	0.41	65.10%	02/04/13	181%	0.37		
	0	2	2	Norcon Plc	24.52	0.80	67.83%	09/07/13	30%	25.35		
	0	0	0	Albemarle & Bond	55.80	0.00	58.94%	19/12/13	0%	81.75		
	3	1	4	Matica Technologies	1.68	0.68	82.28%	27/12/13	157%	2.95		
	3	0	3	Gravity Corp Ltd	1.15	0.81	163.65%	13/01/14	105%	1.90		
	Net-Estate	3	2	5	Avalon			91.72%	02/09/09	119%	9.91	8,2588
1		0	1	Bodisen Biotech			95.18%	10/11/09	1933%	0.6302	0,0363	0.8540
3		0	3	Blonder Tongue Laboratories			66.53%	16/11/09	106%	1.8541	1,4688	0.6127
3		2	5	Exacompta - Clairefontaine			62.78%	30/11/09	273%	298.58	196,25	0.4076
1		2	3	Gevelot			77.58%	09/12/09	25%	139.91	102,72	1.0904
2		2	4	Irce			57.80%	31/05/10	123%	4.7689	3,0827	0.6929
1		2	3	Natuzzi			58.08%	19/01/11	69%	5.2541	5,2587	0.5895
3		2	5	Alco Store			31.83%	27/07/11	146%	24.742	15,1361	0.6640
1		1	2	Crown van Gelder			56.09%	12/10/11	88%	7.332	6,8019	0.5719
3		3	6	Peel Hotels			58.01%	12/10/11	110%	157.640	87,4300	0.8578
0		2	2	ADDvantage Technologies			106.94%	23/11/11	15%	3.722	3,6433	0.8920
3		1	4	Ceramiche Ricchetti			39.22%	09/01/12	395%	1.398	1,6102	0.2019
0		2	2	Panania Group			42.56%	12/01/12	64%	2.480	0,7415	2.0337
3		0	3	Plastivaloire			36.73%	27/02/12	112%	48.809	32,5319	0.7070
3		0	3	Coil			59.30%	14/11/12	109%	7.267	4,3465	0.7983
1		3	4	Loeb Holding			72.40%	23/04/13	96%	339.909	258,36	0.6696
3		2	5	Hammond Manufacturing			60.42%	04/06/13	108%	2.916	2,20	0.6363
3	1	4	Encre Dubuit			50.37%	14/08/13	125%	5.324	4,00	0.5926	
3	1	4	Dover Downs Gaming			64.62%	26/08/13	140%	3.524	3,30	0.4449	
3	2	5	I Grandi Viaggi			55.46%	16/10/13	122%	1.272	1,46	0.4507	
0	3	3	SunLink Health System			51.35%	21/02/14	60%	2.218	2,05	0.6777	
3	2	5	Hyduke Energy Services			63.71%	14/04/14	80%	0.970	0,73	0.7394	
VANTre	2	0	2	Jemtec			1425.31%	25/01/11	103%	1.2762		
	3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia			60.72%	25/01/11	180%	0.4627		
	0	1	1	Malteries Franco-Belge			85.59%	14/04/11	17%	265.91		
	3	0	3	Universal Security Instruments			106.40%	26/03/12	149%	10.48		
Fonds	3	0	3	Eastern European Property				28/04/11	88%	118.43		
	1	0	1	Elephant Capital Plc				28/06/11	83%	33.00		
	1	0	1	Vietnam Holding				04/11/11	33%	2.02		
Diversification	0	2	2	Luxempart				28/06/11	37%	42.88		
	3	2	5	Dundee Precious Metal				14/10/11	199%	10.90		
	0	3	3	Investor AB				29/12/11	11%	273.78		
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	27%	1770.50		
	0	2	2	(ADR ) First Pacific LTD				11/02/13	48%	8.29		
	1	3	4	(ADR ) Jardine Stratégic LTD				11/02/13	40%	25.01		
	3	1	4	Silver Standard Ressource				10/07/13	79%	18.22		
	3	1	4	Argonaut Gold				18/09/13	358%	18.42		
	1	2	3	Sprott Ressources Corp				07/11/13	36%	3.45		
	0	2	2	(ADR ) Henderson Land LTD				13/12/13	25%	7.52		
1	3	4	Socfinaf				19/02/14	37%	25.27			
1	2	3	Alamos Gold				05/03/14	49%	13.90			





## News de nos sociétés



### **Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL**

La holding a donc finalement été condamnée par l'autorité de la criminalité économique norvégienne dans l'affaire « Aker Solution ». Une amende de 0,70 NOK devra être payée. Même si l'impact sur la valeur totale de la société reste limité, ce genre de « bourde » n'est quand même pas le signe d'une gestion de la plus grande rigueur. Ceci mis à part, le rapport financier 2013 ne nous a pas appris beaucoup d'événements que nous ne connaissions déjà. Retenons que sa valeur de holding a augmenté de 3,4 % sur l'année (auquel il faut ajouter le dividende qui reste substantiel), que Aker Solution, la parapétrolière, reste la première ligne du groupe (pesant près 34 % du total de l'actif) devant Det Norske (exploration et forage pétrolier) qui représente 15 % de l'actif et Ocean Yield (mise à disposition de navires destinés à l'exploration pétrolière) pour 11 % de l'actif.

### **Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO**

Au premier trimestre, notre mine d'or nous annonce un bénéfice symbolique de 0,02 USD par action (comparé à 0,21 usd il y a un an). C'est surtout la hausse des coûts d'extraction, à 617 USD l'once (vs 449 l'année précédente), qui explique la baisse des profits. Ces chiffres restent plus ou moins en ligne avec ceux que nous avons utilisés pour notre valorisation. Nous remarquons aussi que la direction annonce une augmentation de 31 % des réserves prouvées et probables détenues par la société, mais nous n'avons pas encore suffisamment de détails pour déterminer si cette nouvelle aura un impact ou non sur sa valorisation globale. Nous attendons une mise à jour des réserves, site par site, pour nous prononcer.

### **Asian Pacific Wire & Cable (Taiwan) Ticker : APWC**

Les comptes 2013 sont disponibles. Le dernier trimestre n'est pas d'excellente facture mais reste appréciable. Au total de l'exercice, la société a dégagé un bénéfice par action de 0,42 usd. La VANT s'établit à 11,23 USD. Nous regrettons un peu que la direction ne mette pas à profit les cours « super-décotés » actuels pour racheter quelques actions propres.

# News de nos sociétés

**Avalon (USA) Ticker : AWX**

Le dernier trimestre 2013 de notre spécialiste « gestion des déchets-gestion de club de golf » est très légèrement décevant : le chiffre d'affaires est stable et la perte également. Ce dernier trimestre n'est pas traditionnellement un trimestre fort, ce qui permet à l'ensemble de l'exercice d'être positif (EPS de 0,12 USD/action et chiffre d'affaires en hausse de 21 %). La VANT s'établit à 9,88 USD par action. Un petit regret : nous n'avons que peu d'infos sur la manière dont ont débuté les nouvelles activités d'assainissement des eaux issues de fracturations hydrauliques.

**Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L**

L'annulation de capital prévue et annoncée a été effectuée pour 2,1 M GBP. Désormais, ce sont 96 358 420 actions qui sont en circulation.

**Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR**

Le dernier trimestre 2013 de la société a été à l'image de l'année 2013 : plutôt décevant avec une nouvelle baisse des ventes et une nouvelle perte. Sur l'ensemble de l'exercice comptable, le chiffre d'affaires a diminué de 9 % et la perte par action s'élève à 0,45 USD. « Pas grave, dit la direction, car nous investissons dans l'avenir ». Ouais ... mais la perte de valeur continue pour cette « foutue » société qui n'a, finalement, à son palmarès qu'une acquisition dont nous n'avons jamais fait que nous demander quelle en était l'utilité. La nouvelle VANT s'établit à 1,85 USD. Seul point positif (ou plutôt moins négatif) que nous relevons : le fait que la perte est presque entièrement couverte par les frais de recherche et de développement. Si ces dépenses sont judicieuses, il est possible que la société ne perde, en réalité, pas véritablement de la valeur ... mais cette supposition n'est jamais ... qu'une supposition.

**Coil (France) Ticker : ALCOI.PA**

Le calendrier financier proposé par la société annonçait la publication des résultats annuels 2013 et le chiffre d'affaires du premier trimestre 2014 le mardi 29 avril. Or, par voix de presse, la société a annoncé que pour « des raisons d'agenda », le Conseil d'administration qui devait arrêter les comptes n'a pas pu se tenir et « a dû être reporté à la mi-mai ». Comprendre : la saint Glin-Glin. Une fois de plus, le management nous démontre avec force qu'il mérite son appellation Daubasse.

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

Avec la mise à disposition du rapport annuel, nous avons pu prendre connaissance des valeurs historiques actualisées des terrains et immeubles, soit 22,55 M EUR. Ce qui nous donne une VANE de 6,84 EUR.

**Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L**

Notre fonds d'investissement spécialisé sur l'Inde continue de céder ses actifs. En avril, c'est ainsi le solde de ses titres de la société Mahindra CIE Automotive Limited qui ont été cédés, pour un montant de 0,74 M GBP.

## News de nos sociétés

La réflexion est toujours en cours pour savoir comment retourner tout ce cash aux actionnaires, dans un procédé qui permettra d'optimiser la fiscalité des porteurs. Et nous savons que nous pouvons faire confiance aux managers anglais, qui ont le souci de la création de valeur pour l'actionnaire et de limiter au maximum le matraquage fiscal. Pour preuve, la belle initiative de la feu daubasse PV Crystalox qui avait créé des actions nouvelles au lieu de distribuer un dividende. Un exemple parmi d'autres.

### **Encres Dubuit (France) Ticker : DBT.PA**

Face au manque de nouvelles sur la société et plus précisément son rapport annuel, nous rappelons que la société a communiqué, voici plusieurs mois, que le rapport annuel serait retardé en raison de problèmes survenus dans la filiale brésilienne de la société. Ce rapport, d'après un dernier communiqué, devrait apparaître normalement fin juin, voir début juillet.

### **Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA**

Belle hausse du titre ce mois-ci : +60%. Il faut dire que le marché redécouvre cette daubasse. Et les raisons sont multiples.

Tout d'abord, des résultats 2013 qui sont au rendez-vous avec des profits de 5,7 M EUR versus une perte de -7,9 M EUR en 2012. Et ceci malgré une nouvelle dépréciation d'actifs (donc une écriture comptable sans impacts cash) de -5,4 M EUR. Ensuite, un programme de rachats d'actions en vue de leur annulation qui se poursuit. Ainsi, ce n'est pas moins de 6% de son capital que la société s'est donnée comme limite. Enfin, et ce n'est pas des moindres, récemment une opération bien particulière a eu lieu sur une de ses filiales. Le plus simple est de se référer au communiqué de presse :

*« Dans le cadre de la mise en œuvre d'un pacte liant les actionnaires de la société canadienne KUDU, notre filiale PCM a reçu fin mars 2014 une offre d'achat de sa participation de 45 % du capital de KUDU émanant des actionnaires majoritaires de cette dernière pour une somme globale de 116,5 MCAD (soit actuellement environ 76 M€) valorisant 100 % du capital de KUDU pour une somme de 250 MCAD (soit environ 164 M€) assortie d'un Earn Out de 10 MCAD (6 M€). En application des dispositions de ce pacte, notre filiale PCM a décidé de refuser l'offre d'achat et, en revanche, d'acquiescer les 55 % du capital de KUDU détenus par les actionnaires majoritaires pour un prix de 143,5 MCAD (soit environ 94 M€) déterminé sur les mêmes bases de valorisation que leur offre initiale. L'offre d'achat de PCM a été formulée le 22 avril 2014 dans le délai stipulé par le pacte.*

*A l'issue de cette opération, PCM détiendra 100 % des actions composant le capital de KUDU et les cèdera à un tiers. »*

Nous retiendrons, prudemment, que la quote-part de cette filiale KUDU est valorisée dans les comptes 2013 pour 10 M EUR. Et que dans la vision la plus pessimiste, cette valeur comptable est sous estimée de 66 M EUR. Hors cette dernière nouvelle, la VANT ressort à 137,91 EUR par action au 31.12.2013, soit un potentiel de +37%. En intégrant les 66M EUR qui ne « figurent pas encore au bilan comptable », la VANT retraitée atteindrait 212,46 EUR par action, soit un

# News de nos sociétés

potentiel de 107%. A noter que le cours est au niveau de la VANE, soit 102,71 EUR.

## **Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY**

Le rapport annuel de notre société coréenne préférée n'est pas terrible. La VANT est en recul à 1.9029\$. La valeur net-net est de 1.1480\$. L'endettement est en recul de 15% et la société dispose toujours de 1.45\$ de cash par action, heureusement. Tout le problème vient des ventes en baisse de 35% par rapport à 2012. Le coût des produits est identique. Tandis que les coûts fixes sont en recul de 29%, ce qui permet quand même à la société de creuser sa perte en douceur... à 17 milliards de Won au lieu d'une perte de 14 milliards en 2012.

## **HF Company (France) Ticker : HF.PA**

HF Company a réalisé un chiffre d'affaires de 20,9 millions d'euros au 1er trimestre de son exercice 2014, en recul de 5,4% comparé à la même période en 2013.

## **Investor (Suède) Ticker : INVE-A.ST**

Le rapport du 1er trimestre de la holding ne nous apprend pas grand-chose si ce n'est que les participations non cotées se portent bien, notamment Mölnlycke Health Care qui fabrique des pansements et des compresses. Les free cash flow dégagés sont impressionnants mais Investor qui détient la toute grosse majorité du capital, ne souhaite pas en recevoir des dividendes mais bel et bien des réinvestissements de ces excédents de trésorerie dans la société elle-même. Mölnlycke représente 8 % du patrimoine total de la holding (c'est la plus grosse position non cotée) mais Investor compte racheter des actions détenues par la direction et donc se renforcer encore un peu.

## **Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY**

Les résultats du premier trimestre de la filiale indonésienne Astra, deuxième en terme de pondération parmi les participations de Jardine, sont relativement mitigées : la faiblesse de la roupie pèse toujours sur les bénéfices une fois ceux-ci exprimés en dollars et les perspectives pour le reste de l'année sont plutôt prudentes, notamment pour les branches automobile et charbon.

## **JKX Oil (UK) Ticker : JKXOY**

Dans le cadre du plan d'octroi d'actions au management, nous apprenons que les 4 plus hauts dirigeants (Dr Paul Davies, Cynthia Dubin, Peter Dixon et Martin Miller) vont se voir offrir de nombreux titres si l'objectif de performance est atteint. Soit plus de 16,2 millions de titres. Avec 172 millions de titres en circulation, c'est une dilution potentielle de près de 4%. Surtout que le prix d'exercice est fixé à 59,75 GBPX alors que le cours actuel est d'environ 55 GBPX. L'exercice pourra être réalisé entre le 28 mars 2017 et le 28 mars 2024. On ne peut pas dire que les ambitions de créations de valeur soient élevées avec des prix d'exercice à des niveaux si faibles...

# News de nos sociétés

## **Lakeland Industries (USA) Ticker : LAKE**

Nous observons dans le rapport annuel de la société un recul de la VANT à 7.16 \$. Les valeurs net-net et net-estate sont également en recul, à 5.05\$ et 6.66\$ respectivement. Dans les comptes de résultats, le chiffre d'affaire est en recul de 4.3%. Le coût des produits est également en recul de 2%. Au niveau des coûts fixes, la baisse est importante à -12%. La perte 2013 enregistrée pas la société est de -0.02\$, comparé à une perte de -4.97\$ en 2012. On peut donc dire que la direction est parvenue à redresser la barre et à gommer les problème de 2012 au Brésil qui avaient pesé lourdement.

La direction nous explique qu'il n'ont finalement pas eu gain de cause devant la justice brésilienne et vont devoir acquitter 5 millions de \$ supplémentaires au directeur brésilien, à coups de 250 000 \$ par trimestre. Mais ce problème avait déjà fait l'objet de provisions en 2012. Par contre, nouveau coup dur sur le Brésil: un stock obsolète dû à la mise sur le marché brésilien d'un nouveau tissu local a été constaté et une provision de 0.46\$ a été enregistrée. La direction espère toutefois que les activités brésiliennes seront rentables en 2015.

La société a dépassé sa VANT en séance du 1er mai, à 7.32\$ en clôture. Elle quitte donc la liste des sociétés analysées et ne fera plus l'objet d'un suivi. Depuis la publication de l'analyse le 5 juin 2013 et après la clôture virtuelle de cette opération en date du 2 mai conformément à notre *process*, la plus value potentielle aurait été de +51.94%. N'ayant pas investi en juin 2013, jugeant le potentiel peu attractif, nous sommes forcés de reconnaître que cette très belle plus value en un peu moins de 11 mois, nous a échappé.

## **Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE**

Matica Technologies et son ancien PDG Gerd Schäfer ont réglé à l'amiable un litige concernant des cessions de titres de ce dernier sur le marché. Les frais judiciaires vont être partagés entre les deux parties et l'ancien dirigeant va retirer son dépôt initial de plainte.

Au-delà de ce fait qui est tout de même anecdotique dans la vie de la société, nous remarquons que les résultats financiers 2013 sont toujours absents et qu'aucune annonce n'a été effectué par la société, malgré un agenda financier qui précisait que les résultats préliminaires 2013 étaient prévus courant mars et les résultats définitifs, fin avril. Une situation qui est loin de nous rassurer sur la qualité de la direction.

## **Norcon (UK) Ticker : NCON.L**

Le rapport financier de notre société de consultance en télécom nous apprend que la perte a été relativement contenue (3,99 Gbp par action) et l'Ebitda est resté positif. Les ventes se sont tassées de 7 %. La direction poursuit son travail de sape pour réduire la dépendance excessive de la société au marché saoudien. L'Europe et les USA montent, doucement mais sûrement, en puissance et sa présence en Asie se confirme de plus en plus (l'Asie qui représente 42 % des investissements mondiaux en téléphonie, c'est dire s'il est important d'être positionné sur cette région). La direction a prévu d'engager quelques personnes-clé en 2014 afin de porter la croissance géographique du groupe et elle estime

# News de nos sociétés

que c'est à partir de 2015 que le plan de restructuration portera pleinement ses fruits. Néanmoins, la VANT se tasse un peu, à 25,35 GBp par action.

## **Socfinaf (Luxembourg) Ticker : 7463**

Le rapport financier 2013 nous apprend l'acquisition d'une concession de 4 900 hectares sur l'île de Sao Tomé et Principe, dont 2 000 hectares sont plantés mais pas encore productifs. Le résultat net s'est fortement tassé sur cet exercice avec un bénéfice par action passant de 4,93 euros à 0,61 euros. Les raisons principales de cette contre-performance résultent essentiellement dans la chute des prix des matières premières vendues, la faiblesse du dollar mais aussi une perte de valeur des actifs biologiques (ceux-ci sont évalués en fonction des cash-flow futurs qu'ils vont générer, une baisse des prix de vente de leurs productions va automatiquement entraîner une baisse de leur valeur d'actif). La nouvelle VANT s'établit à 28,08 euros.

## **Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA**

La valeur liquidative de la société est de 1961.62 euros, en hausse de 1.23% par rapport au mois passé.

## **Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO**

Toujours beaucoup de gesticulations dans ce conglomérat « énergie-agriculture ». Nous apprenons que Sprott Resources va vendre, hors marché, une partie des actions qu'elle détient dans sa principale participation, Long Run, au prix de 5,35 CAD (soit +/- le cours de bourse actuel). Apparemment, la direction de Sprott surveille plusieurs opportunités potentielles et souhaite faire le plein de cash pour redéployer son portefeuille. C'est environ un tiers de la ligne Long Run qui est ainsi cédée.

## **Taitron (USA) Ticker : TAIT**

Dans son rapport annuel, notre marchand de pièces électroniques montre une nouvelle fois que rien n'a changé. La valeur patrimoniale de la société est en très légère baisse, à 3.04\$. La valeur net-net également à 1.98\$ et la valeur net-estate aussi à 2.91\$. Au niveau du bilan, les ventes sont en baisse de 14%. Le coût des produits est également en baisse de 13%. La seule relative bonne nouvelle est une baisse de 6% des coûts fixes. La perte annuelle s'élève à 0.17\$ par action alors qu'un an plutôt elle était de 0.14\$ par action. Nous notons toutefois qu'une provision sur le stock de 0.16\$ par action a été actée, mais c'est une chose habituelle dans le bilan annuel de Taitron.

Un seul point à retenir dans les commentaires de la direction qui sort du sempiternel discours que les ventes des semi-conducteurs sont en panne depuis 20001 et que c'est dû à la conjoncture .

Ils expliquent donc qu'une partie de leur stock et notamment de semi-conducteurs contenant du plomb, ne correspond pas au normes européennes et il leur est donc impossible de vendre ces pièces sur le territoire européen. Ce n'est pas la première fois qu'ils en parlent, mais ils ajoutent aussi et sans doute pour la première fois, qu'il ne peuvent pas encore estimer le coût causé par

## News de nos sociétés

l'interdiction sur ces produits qu'ils essaient d'écouler aux USA et qui finiront par devenir obsolètes.

Notre interprétation de cela c'est que sur un stock d'une valeur de 10 millions de dollars, ils pourraient encore se permettre des provisions pour dépréciation ou obsolescence du stock pendant quelques années, à coup de 900 000 \$ par an et donc profiter de ce problème pour amener les profits à zéro ou un peu moins, comme réalisé depuis que nous suivons la société. D'autre part, cela nous conforte dans l'idée que nous sommes devant une direction de triple zéros, qui n'a cure de régler ce problème, en un an voire deux, en passant une voire deux provisions importantes pour purger ce problème et enfin créer de la valeur pour les actionnaires. L'esprit humain est parfois étonnant et complètement hermétique, puisque cette même direction a racheté depuis 1 an un beau paquet d'actions, sans doute pour que la société ne soit pas délistée, puisque son cours est descendu à de nombreuses reprises sous les 1\$ obligatoires pour maintenir sa cotation sur le Nasdaq...

D'autre part, nous nous posons la question de savoir si de telles dépréciations peuvent être prolongées « éternellement ». La réponse est difficile, mais quand le stock est composé de 10 000 pièces, comme c'est le cas de Taitron, il nous semble possible quand le problème du plomb et des semi-conducteurs sera passé, de trouver un autre problème... et de répéter les choses....

Si par contre, nous cherchons quand-même le dernier « nanomètre » d'optimisme, sur la société, nous pourrions penser qu'une fois le problème du plomb passé, disons dans un an ou deux (à vue), le bilan de la société pourrait être tout autre, avec des ventes boostées par l'Europe, si les produits sont en conformité avec les lois européennes, des profits sérieux, autre que ce semi-maquillage « magouillo-comptable », en gros un bilan dynamique. Un autre Taitron est encore possible...

### **Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC**

Le rapport annuel de la société n'est pas mal du tout. La VANT est en progression de 10% à 5.9586\$. La valeur net-net également à 5.2919\$. De nouveaux profits en 2013 et le rachat d'un million d'actions propres, sont les principaux artisans de cette progression. Sans compter la chasse au coût toujours menée avec âpreté par la direction. Nous allons donc comparer les chiffres de 2013 avec ceux de 2011, pour que tous ces éléments soient bien clairs. Tout d'abord, le chiffre d'affaire est en recul sur 3 ans de 28%. Le coût des produits est aussi en recul de 29%. Comme nous l'avons souvent souligné, c'est sur les coûts fixes que cette direction sensée a fait toute la différence, puisque ils ont été réduits de 29% également. En 2011, avec donc un chiffre d'affaire de 37% supérieur, la société a généré un profit net de 0.07\$, alors qu'en 2013 elle a généré un profit net de 0.25\$, soit 3.5 X plus. Cette société est pour nous un cas d'école depuis longtemps. En plus, à ce stade, la société possède 4.07\$ de cash avant la distribution du dividende que nous venons d'encaisser, soit plus de 100% de son cours actuel de 3.39\$. Mais reparlons de ces dividendes distribués par une direction concentrée sur son activité et qui n'est pas décidée à claquer le trésor de guerre de la société n'importe comment. En 2012, un dividende exceptionnel de 0.47\$ par action avait déjà été distribué, et nous avons reçu le 3 avril

## News de nos sociétés

2014 un nouveau dividende exceptionnel de 0.50\$ par action, correspondant à 14% du cours actuel. Mais dans notre portefeuille, nous avons acheté des actions de la société le 6 juin 2009 au prix de 0.75\$ l'action, ce qui signifie en gros que la société nous a reversé 100% de notre investissement en euros en 5 ans, à ajouter à la plus value de 350% en euros au cours de 3.39\$! Si l'on soustrait ce dividende 2013 de la VANT, le potentiel est de 61%. C'est un potentiel assez limité, pour un risque certes limité. Par contre, sur un coup de tabac des marchés et un recul du cours sous les 3\$, nous n'écarterons pas la possibilité d'enfin renforcer la société, chose que nous n'avons jamais osé faire, vu son activité *has been...*

### **Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L**

Fait rare pour être souligné. Une fois n'est pas coutume, ce mois-ci la société n'a pas racheté ses titres pour les annuler. Nous nous étions presque habitués. Est-ce que cela signifie que nous approchons un top ?

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,962 USD au 25 avril 2014, en baisse de -3,1% par rapport au mois dernier. Soit une décote de 22%, avec le cours de clôture du 28 mars (1,52 USD).



# Analyses de société

## STR Holdings, Inc.

(NYSE, Ticker: STRI / ISIN : US78478V1008)

### I. Introduction



STR Holding existe depuis 1944 et était active dans l'industrie plastique. C'est à partir de 1975 qu'elle commence à être active dans son activité actuelle : le photovoltaïque. STR signifie «

Specialized Technology Resources ».

Si l'entreprise est bien américaine, elle dispose de 5 sites d'exploitation dans le monde : en Espagne, en Inde, en Malaisie (en voie de fermeture), au Japon et en Corée du Sud.

Elle fournit à des fabricants de panneaux photovoltaïques des « modules d'encapsulation ». Il s'agit d'un composant situé à l'intérieur des panneaux solaires, entre la couche de verre extérieure et les cellules photovoltaïques proprement dites. Ce composant est destiné à protéger les semi-conducteurs de l'humidité, des chocs ou des rayons UV.

Le déclin de l'industrie solaire depuis 2011 a considérablement obéré la rentabilité de l'entreprise et la fin de leur plus gros client, First Solar, n'a rien arrangé. De plus, la société a perdu une très grande partie de ses débouchés : en 2010, la part du marché mondial de STR était de 30 %, aujourd'hui, elle est réduite à 3 %.

Début 2013, la société s'est proposée à la vente mais la direction estime qu'aucune offre intéressante n'a été formulée.

Ensuite, elle a souhaité profiter de sa trésorerie plantureuse pour racheter l'un ou l'autre concurrent mais, là aussi, ce projet a fait « chou blanc ».

Mais cette direction n'en manque pas d'idée : pas échaudée pour deux sous face à ces échecs, elle a tenté de se transformer en entreprise d'installation de panneaux solaires par l'acquisition d'une entreprise active dans ce secteur et, corollaire de ce choix, l'abandon des activités de fabrication de modules d'encapsulation. Mais ici aussi, elle n'a trouvé aucune opportunité intéressante.

Enfin, fin 2013, il semble que l'entreprise ait enfin trouvé sa voie avec le « China Tolling Plan ».

Ce plan consiste pour STR à faire fabriquer par des sous-traitants chinois, les modules d'encapsulation qui sont destinés aux fabricants chinois de panneaux. Ce plan présente l'avantage d'être peu consommateur de cash pour sa mise en œuvre et permet de retourner une partie du cash excédentaire aux action-

# Analyses de société

naires.

Le retour de cash aux actionnaires s'est fait par un rachat d'actions propres. Ainsi, début 2014, 15 664 117 actions ont été rachetées à un prix de 1,54 usd. Cette opération à un cours inférieur à la VANT de l'entreprise, a donc été très relatif pour les actionnaires qui n'y ont pas participé.

Début 2014, un premier contrat de licence a été conclu avec un « encapsulateur » chinois.



La direction explique très clairement que cette stratégie présente des risques importants en raison tant du ralentissement du marché du solaire mais aussi des spécificités « chinoises ».

Nous apprenons aussi que ce segment est très concurrentiel avec une dizaine de concurrents sérieux dans le monde.

Nous allons à présent tenter de valoriser la société sur base des comptes 2013 mais en tenant compte de l'opération « rachat d'actions propres » qui s'est déroulée au cours du premier trimestre 2014.

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

Nous relevons un actif courant de 2,39 usd, duquel nous retirons le passif pour 0,66 USD. Notre formule automatique, qui nous oblige à contrôler la vitesse de rotation des stocks et des créances commerciales, constate un fort ralentissement et nous oblige à réduire la valeur de ces deux postes de, respectivement, 0,11 et 0,15 USD. En fonction de ces éléments, la VANN de STR s'établit donc à 1,47 USD.

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

La société est propriétaire d'immeubles (dont une partie sera mise en vente dans le cadre du plan de restructuration). Ceux-ci ont été acquis pour un coût de 0,83 USD. Après déduction de notre marge de sécurité de 20 % et ajout à la VANN, nous obtenons une VANE de 2,14 USD.

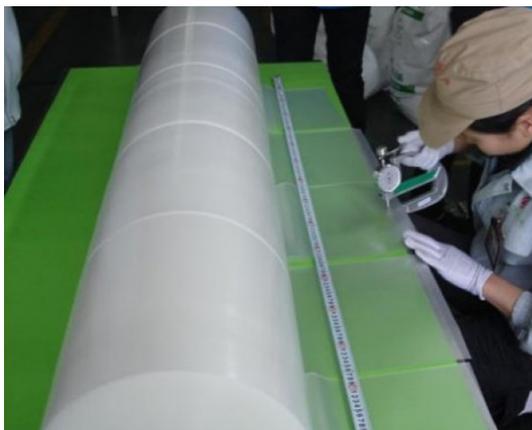


## IV. La Valeur en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VLMV)

Nous revenons à l'**actif courant** et son poste principal qui reste, malgré les rachats d'actions propres, le **cash disponible**. Il représente 1,30 USD par action (85 % de la capitalisation boursière !).

# Analyses de société

Le **stock** est composé pour 2/3 de matières premières et pour 1/3 de produits finis. Il y a probablement un risque important d'obsolescence technologique sur les produits finis, risque peut-être moindre sur les matières premières. La marchandise reste en moyenne 91 jours en stock, en forte augmentation par rapport à la moyenne des trois derniers exercices. Pour tenir compte de ces éléments et malgré une marge de sécurité « automatique » de 33 % prise dans la calcul de la VANN, nous réduisons encore la valeur de ce poste de 10 %, soit 0,03 USD.



Les **créances commerciales** sont payées en moyenne à 54 jours. Ce n'est pas indécemment mais nous constatons malgré tout que c'est, ici aussi, en forte augmentation par rapport aux autres exercices. Néanmoins, nous constatons que la direction a déjà acté des provisions pour créances douteuses de 30 % par rapport à la valeur brute de ce poste. De plus, notre formule automatique nous a aussi obligés à réduire la valeur restante de ce poste de 82 %.

Dans ces conditions, nous pensons que le montant que nous avons pris en compte pour les créances dans le calcul de la VANN est suffisamment prudent.

Un autre poste important de l'actif courant, c'est le poste de **créances fiscales**. Nous n'avons pas trouvé de précisions sur le ou les débiteurs. Par prudence et vu l'importance relative de cette rubrique du bilan, nous prenons une marge de sécurité de 20 %, soit 0,09 USD.

Nous éliminons aussi de l'actif courant le poste d'**impôts différés** qui représente 0,08 USD.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre les **immeubles** déjà abordés dans la VANE, nous tenons compte, symboliquement, des **installations de production** pour un montant équivalent à 5 % de leur valeur d'acquisition, soit 0,09 USD.

A noter que la société a entièrement déclassé ses **actifs immatériels** fin 2012 (à part les impôts différés) : le portefeuille clients (évalués à 1,96 USD), les marques acquises (évaluées à 1,27 USD) et le savoir-faire technologique (évalué à 1,94 USD) ont vu leur valeur dans les comptes ramenée à 0.

**Hors bilan**, nous relevons des **engagements de loyers futurs à payer** dont nous tenons compte pour la moitié de leur montant, soit 0,01 USD.

Mais surtout, il existe des risques que la filiale espagnole du groupe soit dans l'**obligation de rembourser tout ou partie des subventions reçues** pour non-

# Analyses de société

respect du volume de l'emploi. Ce risque représente un maximum de 0,15 USD et n'est pas provisionné dans les comptes.

Compte tenu de tous ces éléments, nous établissons la Valeur de STR Holding en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 1,87 USD.

## **V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)**

Avec l'accumulation des pertes de ces 3 derniers exercices, il nous est impossible de calculer une quelconque valeur pour la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices.

## **VI. Conclusions**

Au cours actuel de 1,55 USD, nous pouvons obtenir une marge de sécurité de :

- 27 % sur la VANE
- 17 % sur la VLMV

**Le potentiel cours/VANT s'établit à 78 %.**

STR nous semble typiquement être une daubasse frappée d'un double problème : un marché en crise et une possible obsolescence technologique. Mais nous avons aussi affaire à une direction qui « se démène » pour créer de la valeur pour les actionnaires.

Et puis, n'oublions pas la cerise sur le gâteau : le savoir-faire technologique de l'entreprise. S'il est, peut-être, en passe d'être « ringardisé » (quoi que, la signature d'un contrat de licence en Chine pourrait démontrer le contraire), il doit bien malgré tout, valoir quelque chose : le ratio technologique ressort à 18 % (ce qui signifie que les dépenses des 5 dernières années en R&D représentent 18 % de la capitalisation actuelle).



# Analyses de société

## Hyduke Energy Services Inc.

(Toronto, Ticker: HYD.TO / ISIN : CA4489431003)

### I. Introduction



Hyduke est un fournisseur canadien d'équipement de forage et d'entretien des puits. Elle fabrique des plates-formes terrestres de forage, des pompes, des treuils, des grues, ... Elle fournit aussi des équipements « clés en main » et des services après-vente.

La société existe depuis 1972 et est active pratiquement partout dans le monde : Amérique du Nord et du Sud, Russie, Afrique du Nord, Moyen-Orient, Australie et Asie du Sud-Est. 45 % de ses clients sont situés hors Canada.

Une forte diminution du chiffre d'affaires et du taux de marge brute ont mis la société dans le rouge en 2013 nous offrant une « fenêtre de tir ».

La direction ne nous explique pas réellement les raisons de cette baisse du volume d'activité si ce n'est par le fait que les clients de la société ont eux-mêmes connu une année 2013 difficile. Il est possible que les faibles prix du gaz naturel en Amérique du Nord aient entraîné l'arrêt de programmes d'exploration, jugés non rentables à ces niveaux.

Néanmoins, en juin 2013, il y a eu plusieurs grosses modifications dans la composition du conseil d'administration d'Hyduke et la direction s'est lancée dans une restructuration importante : fermeture de 3 divisions non rentables (une fermeture est effective depuis fin 2013 et les deux autres le seront en 2014), réduction des frais généraux et recentrage des activités sur son marché national.

Le 16 avril, nous avons acquis 10 000 actions Hyduke à un prix de revient, frais de courtage et taxes de bourse inclus, de 0,395 CAD.

Les valorisations qui suivent ont été réalisées sur base des comptes arrêtés à fin 2013.

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

L'actif courant s'élève à 1,25 CAD. Nous amputons ce montant du total du passif, soit 0,72 CAD, mais aussi d'un « redressement automatique » du poste de stock en raison d'un ralentissement important dans sa vitesse de rotation. Le montant de ce redressement s'élève à 0,09 CAD. En fonction de ces éléments, nous établissons la VANN de Hyduke à 0,44 CAD.

# Analyses de société

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

La société est propriétaire de terrains et constructions acquis pour un coût total de 0,43 CAD par action. Après application de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajout à la VANN, nous obtenons une VANE de 0,79 CAD.

## IV. La Valeur en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VLMV)



Nous revenons à l'**actif courant** et à son poste principal qui est constitué des **créances**. Celles-ci sont payées en moyenne à 76 jours, montant qui nous semble relativement élevé mais qui se situe dans la moyenne des 3 derniers exercices comptables. 44 % des créances est due par seulement 2 clients. En outre, une créance qui représente 0,12 CAD est contestée, quant à l'ampleur de son montant, par le débiteur. Néanmoins, nous constatons que la direction a déjà acté des provisions pour créances douteuses pour un montant qui représente 0,07 CAD par action, soit 12 % de leur montant brut. Tenant compte de cela, nous pensons qu'en prenant une marge de sécurité supplémentaire de 30 %, nous nous montrons suffisamment prudents. Nous amputons donc la valeur de la VANE de 0,14 CAD supplémentaires.

Les **stocks** tournent en moyenne à 85 jours, en forte augmentation par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices comptables. Nous ne connaissons pas le montant total des réductions de valeur actées par la direction mais nous savons qu'il y en a bel et bien (0,003 CAD sur l'année 2013). La grosse majorité de l'inventaire est composée de produits finis ou semis finis.

Malgré la réduction de valeur automatique adoptée lors de l'établissement de la VANN, nous pensons qu'une marge de sécurité supplémentaire doit être adoptée sur ce poste. Nous réduisons donc sa valeur de 35 % supplémentaire, soit 0,18 CAD.

Parmi les **actifs fixes**, outre les **immeubles** repris dans le calcul de la VANE, nous tenons compte des **installations de production** pour 5 % de leur coût d'acquisition, soit 0,03 CAD.

Pas mal de hors bilan dans cette société, notamment des **risques de pénalités pour des retards de livraison**, pénalités non provisionnées dans les comptes et qui s'élèveront au maximum à 0,13 CAD. Même si la société estime que la plus grande partie de cette somme ne sera pas due, nous prenons en compte 70 % de cette somme, soit 0,09 CAD.



# Analyses de société

Il existe des **stock-options** mais leur prix d'exercice est supérieur tant au cours actuel qu'à la VLMV de la société et nous n'en tenons donc pas compte.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la Valeur d'Hyduke, dans le scénario d'une Mise en Liquidation Volontaire, à 0,37 CAD.

## **V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)**

Si la société a bel et bien généré des profits au cours des 5 derniers exercices, les pertes l'emportent sur la période. Il n'y a donc pas de VCB à calculer.

## **VI. Conclusions**



A notre coût de revient de 0,395 CAD, nous pouvons obtenir une marge de :

10 % sur la VANN

50 % sur la VANE

**Le potentiel cours/VANT s'établit à 165 % et la solvabilité est confortable à 63 %.**

D'après ce que nous avons compris de l'activité de la société, il semble que celle-ci soit victime des faibles prix du gaz naturel en Amérique du Nord, faiblesse des prix à laquelle s'est, sans doute, ajoutée la faiblesse de l'ancienne direction.

Il nous semble donc qu'un investissement sur Hyduke soit surtout un investissement sur une société cyclique, dont la rentabilité est partiellement liée au cours d'une *commodity* et qui est en phase de restructuration. La remontée progressive des cours du gaz depuis la mi 2012 devrait permettre la réouverture de certaines opérations d'exploration et doper ainsi le carnet de commandes d'Hyduke.

Ajoutons que la société détient bel et bien un savoir-faire et que les dépenses en recherche et développement sont bien présentes ... même si les données dans le rapport financier ne nous permettent pas de les déterminer avec précision. Tout au plus, savons-nous qu'une partie est « activée » sous forme d'immobilisation incorporelles (ce montant a représenté la somme dérisoire de 0,02 CAD au cours des 5 dernières années) et qu'une autre partie, d'un montant « inconnu » est considérée comme des frais généraux.

Reste à voir si la nouvelle direction réussira son opération « terminator » sur les frais généraux ...

## Pour mieux appréhender « les Daubasses »



### **Actifs courants (ou actifs circulants) :**

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

### **Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :**

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

### **Approche Bottom up :**

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

### **Capitaux permanents :**

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

### **Collatéral :**

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

### **Délai moyen de paiement des clients :**

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

### **Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :**

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

## Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

### **Fonds de roulement** :

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

### **Franchise** :

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

### **Goodwill** :

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

### **Ratio de solvabilité « maison »** :

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

### **Rotation des stocks** :

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

### **Triple net** :

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

### **Valeur d'Actif Net Estate (VANE)** :

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

## Pour mieux appréhender « les Daubasses »

### **Valeur d'Actif Net Net (VANN) :**

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

### **Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :**

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

### **Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :**

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

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

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

### **Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :**

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

### **Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :**

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



## **Avertissements!**

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

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

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

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

**Daubasses.com**

**© Tout droits réservés**