

# Investir Intelligemment



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 11</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 13</a>
Analyse de la société Continental Materials Corp. ....	<a href="#">page 25</a>
Analyse de la société Melcor Developments Ltd. ....	<a href="#">page 29</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 34</a>

# Edito



Warren, quand est-ce qu'ils comprendront ?

Le mois de mars c'est le mois de Warren, le mois du pèlerinage des « vrais » investisseurs value à Omaha. Le mois de la lettre de Warren Buffett, que tous les « vrais » investisseurs value attendent. C'est en quelque sorte le Noël et la Pâques condensés de l'investisseur value. Et puis c'est enfin le mois des « vrais » commentateurs value, tous les journaux et même les blogs ont leur spécialiste value rappelant ce que doit trouver un « vrai » investisseur value : un futur gagnant sur le long terme, un avantage sur la concurrence, une direction honnête qui travaille dur pour enrichir l'actionnaire, une entreprise facile à comprendre qui pourrait être dirigée par le premier passant comme Coca Cola ou IBM et puis le nirvana, à savoir rester assis et ne rien faire une vie entière, incarné plus puissamment par l'expression anglaise *buy and hold*. Alléluia ! Tout un programme, toujours le même. Histoire de donner l'envie... aux quatre coins du monde, de devenir milliardaire, et surtout de faire comme Warren ! Les pigeons se comptent par milliers dans ce casse-pipe. Ils deviennent d'abord fans de Buffett et puis investisseurs. Enfin, ils le croient et c'est le principal. L'homme sachant se cacher à lui-même, très longtemps, la réalité de sa médiocrité sur certains sujets et parfois même tous les sujets.

*Mais qui êtes vous, la bande à gogo des daubasses, et je mets un petit « d » exprès, pour parler avec une telle condescendance de l'immense Warren Buffett ?*

Cher rédempteur, nous sommes juste 4 ex-pigeons qui sommes allés au casse-pipe, des fans de Warren qui croyaient être des « vrais » investisseurs value et qui se sont retrouvés sans maillot plus d'une fois, alors que la mer ne devait pas

# Edito

se retirer car on avait appliqué à la lettre et très très sérieusement, nous insistons, tous ce que nous avons pu lire sur Warren. De l'analyse d'une banque à l'avantage concurrentiel, en passant par une évaluation de l'honnêteté de la direction ! Cher rédempteur, c'est donc avant tout de nous-même que nous nous moquons et c'est grâce au fait que nous étions fans de Warren Buffett, et finalement grâce à Warren, que nous sommes sur le tard devenus de vrais investisseurs en retournant en arrière et surtout en commençant par le début ! A la décharge de notre erreur, quand nous avons fait ce pas en arrière, pour devenir de vrais investisseurs, la biographie officielle de Warren n'existait pas encore. Il n'existait que le mythe de Warren dans quelques livres qui induisent en erreur, hormis « les écrits de Warren Buffett » qui reprend les lettres aux actionnaires de Warren et qui a été écrit par Lawrence Cunningham. Et les livres qui induisaient en erreur étaient confortés par ce fatras d'articles à date fixe, chaque année en mars, pour entretenir le mythe : une machine à pigeons bien rodée.

Après la biographie de Warren Buffett que nous avons lue et parfois même, pour certains passages, bien relue, nous avons essayé au mieux de comprendre et de vous en résumer l'essentiel sur notre blog. Après cette biographie, personne n'a plus trop d'excuses et surtout les spécialistes qui écrivent dans les journaux et sur les blogs. Ce livre, la biographie officielle de Warren Buffett écrite par Alice Schroeder et intitulé « l'effet boule de neige », explique quand même bien tout le parcours de Warren. Et comme dans tout parcours, il y a un début, un milieu, une fin, même si cette fin n'est pas encore complète !

**Au début**, il y a eu Benjamin Graham et les mégots de cigares. Warren compose non pas à 15% l'an avec les mégots de cigares, mais à 40-50% voire plus et se remplit rapidement les poches. Et il a même déclaré plus récemment que s'il devait recommencer aujourd'hui sur des mégots de cigare, c'est à 100% l'an qu'il composerait. Qui dit mieux ?

**Au milieu**, il achète la Daubasse la plus célèbre de tous les temps et qui le restera encore pour des siècles, l'usine textile dénommée Berkshire Hathaway, qui versera même une seule fois un dividende après une belle commande et un profit annuel, un seul également et que Warren essaye de redresser. Mais il n'y arrive pas et jette le gant en investissant progressivement dans des compagnies d'assurance qui vont lui procurer avec leur « float » du cash en permanence... pour d'autres investissements.

**A la fin**, encore incomplète, le Berkshire Hathaway est un conglomérat bien diversifié (plus de 100 sociétés cotées et non cotées) dont la capitalisation est de plus de 300 milliards de dollars.

Ce que nous ne comprenons pas chez les Daubasses, cher(e)s abonné(e)s, c'est qu'aucun professionnel de l'information et du conseil financier, pas un seul, n'explique à l'investisseur débutant, voire l'investisseur qui s'est fourvoyé dans une admiration sans borne pour Warren, d'au moins commencer comme War-

# Edito

ren a commencé. Nous avons au contraire l'impression depuis notre retour à la réalité, qui date de 2007-2008 (après, pour certains d'entre nous, plus de 10 ans de fans de Warren) et surtout après cette magistrale biographie que les pros de l'information financière et les vendeurs de rêves font toujours commencer par la fin de ce qu'a fait Warren.

Nous avons donc mis au point une grille, pour les plus sceptiques d'entre vous, qui vous permettra de comprendre si vous êtes capables ou non de commencer par la fin de ce qu'a fait Warren Buffet.

1° Cette année, nous apprenons que l'évolution de Berkshire a fait que l'ensemble des sociétés contrôlées à plus de 50% sont plus importantes que les sociétés où Berkshire est minoritaire. La question est donc: dans votre portefeuille de big caps comme Buffett, avez-vous plus de 50% de sociétés sous votre contrôle? C'est-à-dire où vous êtes actionnaire à plus de 50% ?

Si la réponse est non, on peut dire que cela commence très mal pour vous et que vous accusez un premier décalage important avec Warren.

Si la réponse est oui, bravo vous tenez le bon bout et votre portefeuille est vraiment prometteur.

2° Pour concentrer un portefeuille qui est toujours un point d'achoppement entre « vrais » investisseurs Value et les autres « value » (avec un petit v), parfois des spéculateurs value... bouuuuu !..., un point s'impose réellement, même si dans la réalité Warren n'a jamais été vraiment concentré, tout au plus 20% du temps et encore, et dans toute sa carrière, la concentration est donc un mythe entretenu. Pour être concentré même sur un laps de temps de 20% sur toute votre carrière d'investisseur, il est important de connaître la direction de vos sociétés, ce qu'elles font par rapport à ce qu'elles déclarent, qui sont les hommes ou les femmes qui dirigent vos paris « mammouth » ? La question est donc combien de fois par mois déjeunez-vous avec les CEO des sociétés de votre portefeuille ou combien de fois par mois jouez-vous au golf avec les CEO des sociétés de votre portefeuille, ou encore combien de fois jouez-vous au bridge avec les CEO des sociétés de votre portefeuille ?

Si votre réponse est que vous ne savez ni jouer au bridge, ni au golf et seulement être capable de manger au déjeuner, c'est un second décalage avec Warren qui a par exemple passé des heures à jouer au Bridge avec Katherine Graham et sa suite, quand il a investi massivement dans le Washington Post à très bon prix, et qui est pote de chez potto avec tous les CEO de ces boîtes. Et ce second décalage est déjà éliminatoire. Aller plus loin c'est vous façonner un monde imaginaire.

Si la réponse est que le bridge, le golf et les bons repas n'ont aucun secret pour vous et que vous passez au moins 2 fois par mois à vous adonnez à ces plaisirs bien mérités avec les CEO des sociétés de votre portefeuille, vous êtes vraiment

# Edito

au top. Et nous sommes admiratifs.

## En conclusion

Vous aurez tous compris, cher(e)s abonné(e)s, que nous admirons toujours autant Warren Buffett, qui restera sans aucun doute un éternel OVNI du monde de l'investissement... Mais nous ne l'admirons plus de la même manière qu'avant, en fans et en voulant à tous prix le copier. Nous avons simplement compris que copier Warren Buffett, ce n'est pas possible quoi que puissent en dire tous les spécialistes dans la presse et ailleurs depuis plusieurs décennies. Le vrai défi pour chaque investisseur c'est de trouver une méthode d'investissement qui lui convienne le mieux, et qui fait vraiment sens pour lui, pas pour les autres mais pour lui. Cette recherche n'est pas simple car c'est une vaste composition entre de multiples éléments qui sont propres à chacun. Cela va de l'argent dont vous disposez, au temps de travail que vous pouvez consacrer à l'investissement en passant par un nombre de détails tous aussi importants les uns que les autres et qui vous permettront de répondre à toutes les questions que vous vous posez.

## Compte-rendu mensuel

Dans un marché attentiste, sur fond de cours du pétrole stabilisé autour de 40\$ et d'un cours du métal jaune stabilisé autour de 1250\$ l'once, notre portefeuille a poursuivi sa progression emmené par nos sociétés para-pétrolières, matières premières et nos mines d'or. Notre portefeuille devance son Benchmark alors que nous pensions une nouvelle fois nous faire rattraper.

## Mouvements mensuels

Nous ne sommes pas restés les bras croisés en mars, ou nous avons effectué 7 mouvements : 3 ventes et 4 achats.

Le **1 mars 2016**, nous vendons notre première RAPP, la société suisse **Bell AG**, car sa rentabilité est descendue sous le seuil fixé par notre process. Le 8 janvier 2015, le marché nous l'avait proposée à 2406.63 CHF frais inclus par action et nous l'avons revendue ce premier mars à 3 959 CHF hors frais par action. Notre plus value en euros, frais inclus, a été de +89.69% en 418 jours. Avec le recul, nous devons avouer avoir été surpris par le traitement qu'a réservé mooooooooosieur le marché à ce marchand de salamis. Nous pensions qu'un cours qui double pratiquement dans un laps de temps aussi court (1 an et 2 mois), c'est plutôt réservé à de la techno, de la biotech, du massacré, des net-net, ... Mais pas à une société suisse de salaisons et rentable ! Nous remercions donc chaleureusement les vendeurs du 8 janvier 2015.

Ce même jour, nous enchaînons avec la vente de notre fond fermé actif dans les participations minoritaires de sociétés en Inde : **Elephant Capital Plc**. En ef-



# Edito

fet, nous avons appris qu'il avait liquidé toutes ses participations conformément à ce que le gérant avait annoncé... et que pour éviter les frais, la société allait être retirée de la cote. Cette fois, c'est une perte de -33.69% en euros que nous actons. Nous avons acheté ce fond le 28 juin 2011. C'est notre trente huitième perte. Et c'est toujours énervant.

Le **2 mars 2016**, nous renforçons pour la troisième fois la société chinoise de Macao, **Deswell Industries**, à un cours de 1.40\$. Avec des liquidités de 1.83\$ par action, un endettement de 0.77\$ et de l'immobilier pour une valeur de 2.11 \$ au coût d'acquisition, nous avons jugé que le couple risque limité / potentiel de 234% était intéressant.

Le **3 mars 2016**, nous achetons 100 000 actions de la société **SnoozeBox Holding Plc** active dans le container-logement ou, pour faire plus chic dans un dîner, le logement-mobile ! Pour nous c'est un bis, puisque nous l'avions déjà achetée une première fois en janvier 2014, pour revendre en hâte avec une petite plus value en avril 2014, après avoir appris que l'augmentation de capital allait nous diluer fortement. Snooze Box a un petit côté cyclique, une activité plus importante en été avec les Festivals de musiques, et les événements sportifs, même si la société diversifie de plus en plus sa clientèle.

Ce jour là, nous vendons aussi notre minière **Silver Standard Ressources** avec une plus value de + 14.23% qui sonne presque comme un échec. Sur un pur plan arithmétique, c'est une plus value indéniable qui, réalisée en 967 jours, est tout sauf excellente. Ce qui attise notre amertume, c'est surtout le fait que la valeur des ces actifs est descendu trop bas pour que nous la gardions en portefeuille et de ce fait la société ne pourra pas jouer le rôle d'amortisseur en cas de krach que nous lui avons convié.

Le **28 mars 2016**, nous renforçons pour la quatrième fois notre chinoise de Taiwan **Asian Pacific Wire & Cable** au cours de 1.56\$. La société dispose de 2.86\$ de liquidités et est propriétaire d'immeubles dont leurs valeurs d'acquisitions sont de 4.09\$. Nous ne comprenons toujours pas pourquoi le marché propose ce cours pour une société dont la valeur d'actif net tangible est de 9.45\$. Ce n'est pas parce que nous ne comprenons pas ce cours, par rapport aux actifs nets de dette de la société, que nous aurons forcément raison. Mais tout comme pour Deswell, nous considérons qu'un risque relativement limité, face à un potentiel de 500%, est attrayant.

Le même jour, nous achetons la société canadienne **Melcor Development Ltd** active dans l'immobilier. Il semblerait une nouvelle fois que notre *process* nous emmène là où les bulles se dégonflent et où le massacre des cours est déjà en cours... En fait là où les acheteurs se font rares et les vendeurs de plus en plus nombreux !

Le même jour encore, nous constatons que nos actions de **Global Tech Advanced Innovation** ont été apportées à l'offre à un cours de 8.85\$ hors frais. Nous

# Edito

avons acheté un premier lot de Global Tech le 17 octobre 2012 et nous avons renforcé ensuite à 3 reprises, pour une somme totale de 11 098.53€ frais inclus. Ce 28 mars, nous avons donc encaissé 16 575.03€ net de frais. C'est donc une performance de + 49.34% en 1258 jours. Dans un premier temps, nous nous sommes dit que c'était toujours cela de pris mais que ce n'était quand-même pas fameux... C'est en actualisant nos statistiques et donc en détaillant nos différents achats que nous avons revu notre avis, en passant de « pouvons mieux faire » à « pas mal du tout ». En fait, nous avons acheté les 4 lots de manière suivante (les rendements sont nets de frais et en euros):

- 1° Le 17 octobre 2012, et ce premier lot a généré +110.94% en 1258 jours, soit +24.12% annualisé
- 2° Le 30 septembre 2014, et ce second lot a généré +76.55% en 542 jours, soit +46.03% annualisé
- 3° Le 5 août 2015, et ce troisième lot a généré + 70.15% en 233 jours, soit en moins de 8 mois
- 4° Le 4 janvier 2016, ce quatrième lot est l'arbitrage de début d'année quand l'OPR a été annoncée. Il a généré 3.71% en 81 jours. Si nous étions capables de placer de l'argent à 3.71% tout les 81 jours, le taux annualisé de ce placement serait de 16.51%.

Alors pourquoi cette première impression négative? C'est en fait d'ordre psychologique, puisque l'offre à 8.85\$ s'est faite à plus de 50% sous la VANT de 18.51\$. Ensuite, le rendement global de +49.34% calculé très simplement par rapport à l'argent déboursé lors des achats (frais inclus) et à l'argent encaissé lors de la vente net de frais, ne tient pas compte du facteur temps des différents lots.

Si l'on inclut l'opération d'arbitrage, la plus faible rentabilité annualisée est donc de 16.51%. Mais nous ne jugeons pas l'opération d'arbitrage représentative car particulière. Et le rendement annualisé est virtuel et donc à titre purement informatif. Si nous excluons l'opération d'arbitrage, la plus faible rentabilité annualisée est de 24.12%. Peut-on réellement juger « à la limite du pas terrible » une rentabilité annualisée de 24.12% sur un investissement qui a très moyennement tourné, puisque la VANT était de 18.51\$ et l'OPR n'a déboursé que 8.85\$ ? Nous pensons que non et c'est un peu la force d'une Daubasse : ce n'est pas nécessairement parce que les choses tournent vraiment moins bien que prévu que votre investissement est franchement médiocre. Au contraire, et cette opération le prouve, même si ce n'était pas visible à premier vue.

## Les tops et les flops, focus performance du mois de mars 2016

### Top 3

- 1° Diversification Value : Dundee Precious Metal = +84.21%
- 2° Net Estate : Civeo Corp = +37.43%
- 3° Diversification Value : Great Eagle Holding Ltd = +31.43%



# Edito

## Flop 3

1° Net Estate : STR Holding = -33.33%

2° Net Net : Rubicon Technology Inc = -15.12%

3° Net Net : Giga Media Ltd = -10.56%

## **Généralités sur le portefeuille**

Historiquement, sur 7 années pleines, de 2009 à 2015, le portefeuille du club a dégagé +1.45% de performance moyenne sur les mois de mars. La performance de mars 2016 du portefeuille de +2.06% est donc supérieure à la moyenne.

Si l'on tient compte des achats et des ventes (achats - ventes) de ce mois, nous avons un solde négatif de -15 559.56 €, avec 4 achats et 4 ventes. Sur l'année 2016, nous avons acheté pour la somme de 34 479.98 € et effectué des ventes pour 39 846.70 €. Le solde achats - ventes est donc négatif de -4 367.02 €. Nos liquidités ont par conséquent une nouvelle fois augmenté ce mois-ci et pèsent, au 31 mars, 20.30% du portefeuille.

## **Suivi par catégorie sur l'année 2016, et en ce mois de mars**

1° Diversification Value = +11.59% (sur le mois = +12.76%)

2° RAPP = +3.08% (sur le mois = -0.30%)

3° Net Estate = -0.20% (sur le mois = +2.36%)

4° Net Net = -6.53% (sur le mois = +0.06%)

Sur les 14 sociétés composant la catégorie « diversification dans la valeur », seules Luxempart et Jardine Strategic affichent une très légère performance négative. Et 8 sociétés sur les 14 ont une performance à deux chiffres sur le mois qui varie de +13.74% à 84.21% (pour Dundee Precious Metal). Après la contre performance de -22% de 2015, c'est donc un juste retour des choses. La catégorie Rapp a stagné ce mois-ci, mais affiche toujours un peu plus de 3% de performance sur 2016. Les Net Estates enregistrent la seconde meilleure performance du mois et sont presque à l'équilibre sur 2016. Quant aux Net-Net, elle ne semblent pas en grande forme, mais comme c'est la catégorie des surprises fulgurantes, rien n'est jamais joué d'avance avec ces sociétés.

## **Qu'est-ce qu'on raconte sur le blog des Daubasses ce mois-ci ?**

Nous proposons à tous nos lecteurs, notre réflexion sur les sociétés liées directement ou indirectement aux matières premières. Tous nos abonnés ont bénéficié de ces réflexions en primeur dès janvier dans un PDF envoyé par mail.

[Lire l'article.](#)

[Lire l'article.](#)

# Edito

## La rubrique culturelle

C'est le mois de Warren Buffett dans la presse !

[La missive annuelle de Buffett](#)

[Dans sa lettre aux actionnaires, Warren Buffett donne une leçon d'optimisme aux Américains](#)

[Pourquoi il faut lire la lettre de Warren Buffett](#)

[Warren Buffett affiche un optimisme sans faille face à la sinistrose sur les marchés](#)

[L'économie américaine ne va pas si mal, estime Warren Buffett](#)

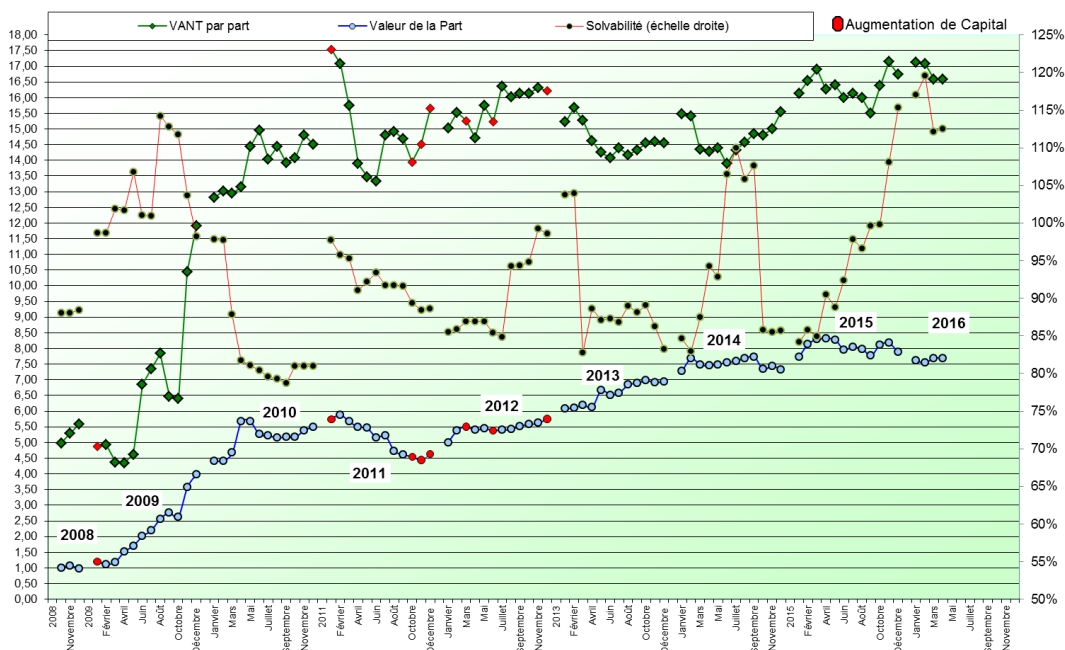
L'équipe des Daubasses



# 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	
1 avril 2016	
Valeur d'une Part	7,88 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,99 €
Potentiel	115,69%
Solvabilité pondérée	112,51%
3,33% Pondération Max	11.166,95 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	43,67%
Dollar Américain	34,42%
Livre Sterling	14,31%
Dollar Canadien	6,84%
Courone Suédoise	1,09%
Franc Suisse	0,00%
Variation des devises Yield	-2,75%
Nombre de société vendue	122
Gain Moyen	1.754,38 €
Perte Moyenne	- 364,61 €
Société en Gain	84
Société en Perte	38
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,81



# Portefeuille

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

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

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

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
0	2	2	38%	Trans World Entertainment	518%	1,36%	2	0	2	520%	Avalon	-17%	0,90%
0	1	1	30%	Leeds Group Plc	110%	2,48%	3	3	6	327%	Exacompta - Clairefontaine	-1%	1,96%
3	1	4	170%	Vianini Industria	-8%	2,65%	0	3	3	67%	Gevelot	378%	4,46%
0	0	0	31%	Jemtec	-66%	0,24%	3	2	5	142%	Irce	39%	1,27%
0	0	0	0%	BFS Entertainment&Multimédia	-100%	0,00%	3	1	4	110%	Natuzzi	-28%	1,60%
2	2	4	90%	MBL Group	2%	0,74%	0	3	3	67%	Peel Hotels	177%	4,46%
3	1	4	440%	Asian Pacific Wire & Cable	-26%	2,19%	0	2	2	63%	Hammond Manufacturing	85%	1,44%
3	1	4	191%	Deswell Industries Inc	-3%	2,71%	2	2	4	97%	Encre Dubuit	44%	2,75%
0	2	2	43%	Velcan Energy	36%	0,62%	3	2	5	247%	Dover Downs Gaming	4%	1,97%
1	2	3	73%	Norcon Plc	23%	1,57%	2	0	2	103%	I Grandi Viaggi	10%	2,17%
2	1	3	168%	Gravity Corp Ltd	-39%	1,20%	3	1	4	336%	SunLink Health System	-49%	0,99%
3	3	6	441%	Emerson Radio	-39%	1,09%	2	0	2	832%	STR Holdings inc	-92%	0,04%
3	1	4	156%	Enteq Upstream Plc	-13%	1,78%	3	2	5	318%	Signaux Girod	-19%	1,57%
2	3	5	90%	Richardson Electronics Ltd	-13%	0,86%	3	3	6	116%	Amrep Corp	23%	2,01%
3	0	3	507%	Rubicon Technology Inc	-37%	0,67%	3	1	4	180%	Gafisa S.A.	-23%	1,52%
3	0	3	112%	GigaMedia Ltd	4%	1,07%	3	1	4	543%	Civeo	-29%	1,54%
1	0	1	23%	CDI Corp	27%	1,27%	3	3	6	156%	Thalassa	-12%	1,84%
							1	2	3	68%	Hyduke Energy Services	65%	1,41%
							3	2	5	149%	Bernard Loiseau	2%	1,02%
							3	1	4	277%	Allied Health Care Products	-43%	0,57%
							3	1	4	106%	O2 Micro International Limited	4%	0,99%
							3	0	3	217%	Snoozebox Holding Plc	-6%	0,98%
							3	1	4	110%	Melcor Development Ltd	2%	1,04%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
1	1	2	96%	Eastern European Property	-27%	0,54%	3	3	6	126%	GEA	-2%	0,92%
0	2	2	22%	Luxempart	31%	1,36%	2	3	5	72%	Global Sources Ltd	35%	1,45%
2	2	4	14%	Dundee Precious Metal	-66%	1,10%	1	2	3	63%	FutureFuel	-6%	1,03%
0	3	3	12%	Sofragi	35%	0,87%	3	1	4	198%	ADL Partner	-30%	0,74%
1	3	4	45%	(ADR ) First Pacific Ltd	-30%	0,84%	3	3	6	153%	Dillard's Inc	-10%	0,88%
1	3	4	23%	(ADR ) Jardine Stratégic Ltd	0%	1,19%	3	3	6	145%	Kohl's Corporation	-1%	1,02%
2	1	3	49%	Argonaut Gold	-63%	0,50%							
3	1	4	110%	Sprott Ressources Corp	-69%	0,60%							
0	1	1	62%	Socfinaf	-17%	0,91%							
1	3	4	66%	Great Eagle Holdings Ltd	14%	1,15%							
0	2	2	48%	Symphony International Holdings L	8%	1,07%							
3	1	4	72%	Bonheur ASA	-29%	0,77%							

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



### **ADL Partner (France) Ticker : ALDP.PA**

Comme déjà annoncé de nombreuses fois via les précédents communiqués de presse, la rentabilité est en berne, malgré une activité stable. Ainsi, du fait des coûts de structure en très forte augmentation du fait du déploiement des activités de courtage d'assurances, les bénéfices sont divisés par 3 à 3,4 M EUR par rapport au 10 M EUR de 2014. Un fait marquant 2015, nous noterons aussi le rachat d'actions pour un montant de 1,4 M EUR. Une allocation de capital qui est toujours bien avisée quand un titre est décoté. Enfin, malgré tout, le Directoire proposera un dividende représentant 1,04 EUR, soit 46% du résultat. Nous attendons la publication des résultats annuels qui ne devraient pas tarder pour faire tourner notre moulinette pour recalculer notre objectif de cours RAPP.

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

Le conglomérat norvégien annonce avoir conclu un accord avec la Norway Royal Salmon pour développer un nouveau concept d'aquaculture qui permettrait de développer des fermes d'élevage de saumons dans des zones maritimes qui, jusqu'à présent, n'étaient pas exploitables. En attendant, la NAV de la société fait preuve d'une certaine résistance malgré sa dépendance au pétrole : elle n'a baissé que de 10,7 % depuis notre dernier pointage le 24/12 pour s'établir à 243 NOK.

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

Le résultat 2015 est affecté par des réductions de valeur sur les actifs miniers, ce qui a lourdement plombé la rentabilité de la société faisant plonger la perte nette à -2,62 CAD par action. Hors effet de cet élément « non cash », la perte aurait tout de même été relativement conséquente à -0,63 CAD.

Avec le rapport financier et le rapport d'exploration, nous pouvons enfin mettre à jour l'évaluation de l'entreprise. Cette évaluation s'avérerait importante puisque le périmètre de la mine d'or a été fortement modifié avec les différentes acquisitions et opérations de fusion qui ont été opérées courant 2015. Notamment, les projets turcs qui constituaient le principal actif du groupe se trouvent complètement dilués : le profil de risque de la société s'en trouve ainsi réduit mais le levier à la hausse si ces projets s'avéraient réussis l'est tout autant.



## News de nos sociétés

Toutes ces acquisitions ont été faites sur des projets dont les coûts d'extraction futurs estimés sont supérieurs à ceux des projets turcs, ce qui a réduit la marge de sécurité par rapport au prix de vente de l'or sur le marché. Ajoutons à cela une hausse des besoins futurs en investissement et nous obtenons une valeur de ... 0,32 CAD par action, soit la démonstration que ces acquisitions ont détruit de la valeur pour les actionnaires, sauf si les cours de l'or repartaient durablement et fortement à la hausse.

La juste valeur s'établissant en dessous du cours actuel, nous avons décidé de vendre cette ligne. Vous avez évidemment été prévenu en temps réel de cette opération.

### **Allied Healthcare Products (USA) Ticker : AHPI**

La société a reçu une information du Nasdaq. Si le cours ne repasse pas les 1,00 USD pendant 10 jours consécutifs avant le 26 août 2016, le titre de la société devra aller se faire coter ailleurs.

Et pour en rajouter une couche, la Cour Suprême de New-York a condamné en appel la société sur le fait qu'elle produise elle-même de l'électricité sur son site industriel de Stuyvesant Falls. Allied Healthcare Products veut se battre contre cette décision, car de l'électricité est produite sur ce site depuis plus de 100 ans.

### **Amrep (USA) Ticker : AXR**

Le bilan du premier trimestre clôturé au 31 janvier 2016 n'est pas très bon, la valeur patrimoniale de la société étant en recul à 9.41\$. La conversion d'une société de services et de médias en une société de services et d'immobilier est lente et prendra un certain temps. Les pertes sur le trimestre, comparées aux pertes de voici un an sur le même trimestre, sont passées de -0.04\$ à -0.07\$ par action. Le chiffre d'affaires est en recul de 9%. Mais comme l'activité est composée de deux segments sans aucun rapport, une lecture un peu plus fine s'impose. C'est en fait la partie services qui est prédominante dans ce chiffre d'affaires et qui est en recul de 20% sur le trimestre. Et ce recul a diminué son poids (au premier trimestre de 2015 le segment services pesait 76%, il n'en pèse plus de 66% aujourd'hui). Par contre le segment immobilier a progressé de 72% et son poids dans le chiffre d'affaires a évidemment également progressé en passant de 14% à 26%. Nous pouvons donc conclure que si la partie immobilier est occupée à prendre de l'importance comme l'a décidé la direction, même en forte progression, elle n'est pas encore capable de faire le contrepoids face aux revenus des services en train de méchamment s'éroder. Jaugée sous cet angle, nous pensons que la situation est relativement claire... et plutôt positive. Si le segment immobilier poursuit son développement, ce qu'il faudra observer dans les prochains trimestres, les chances de voir le cours atteindre sa valeur d'actif net tangible iront en augmentant. La VANT de la société s'établit avec ce rapport à 9.41\$. Nous estimons qu'à un cours de 4.35\$ au moment où nous écrivons ces news, le rapport potentiel/risque est assez intéressant, même si le seul potentiel estimé de 116% n'est pas décoiffant.



# News de nos sociétés

## **Argonaut (Canada) Ticker AR.TO**

La mine d'or a présenté un résultat 2015 fortement déficitaire à -1,17 CAD par action. Cette perte est néanmoins à relativiser puisqu'elle est entièrement due à une réduction de valeur exceptionnelle des actifs miniers afin de les mettre en ligne avec les cours actuels de l'or mais aussi, hélas, à une diminution de leur espérance de vie.

Suite au rapport annuel, nous avons mis à jour notre juste valeur pour Argonaut qui s'établit à 2.90 CAD.

## **Avalon (USA) Ticker : AWW**

Avec ce bilan annuel 2015 clôturé au 31 décembre, nous constatons une nouvelle fois que rien n'a changé dans le bilan de la société et donc dans sa gouvernance. Les variations sont millimétriques avec pour cette année un peu moins de pertes que l'année précédente (-0.19\$ au lieu de -0.28\$). La valeur patrimoniale est en léger recul à 10.98\$. Cela reste décevant.

## **BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V**

Dans notre lettre de mars, nous annonçons que la direction souhaitait arrêter les activités et nous espérons que les actionnaires pourraient, malgré tout, en sortir par le haut ... Hélas, il n'en sera vraisemblablement rien : l'entreprise a été déclarée en faillite. Pour notre part, nous allons d'ores et déjà reprendre cette ligne pour 0 dans notre portefeuille.

## **Bonheur (Norvège) Ticker : BON.OL**

Le projet de fusion avec Ganger Rolf a été approuvé par l'Assemblée Générale.

## **Deswell Industries (Macao) Ticker : DSWL**

Le bilan du troisième trimestre de la société, clôturé au 31 décembre 2015, est plutôt encourageant avec un bond de 20% des ventes, une augmentation de la marge bénéficiaire brute et une division par 4 des pertes. Les efforts entamés par la direction semblent porter leurs fruits mais restent bien sûr à confirmer : sur les 9 premier mois de l'année cette embellie n'apparaissant pas encore. La valeur patrimoniale de la société est stable à 4.89\$ et le matelas de cash reste toujours important à 1.83\$.

## **Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE**

Avec son bilan annuel 2015 clôturé au 31 décembre, notre casino signe sa plus belle année après trois ans difficiles, en dégageant un profit de +0.06\$ par action après une perte de -0.02\$ en 2014 et un minuscule gain de quelques milliers de dollars en 2013. La valeur de l'actif net tangible de la société est en progression et passe de 3.61\$ à 3.71\$. Nous notons que la société a réduit son endettement de 14% et augmente par la même occasion sa solvabilité à un peu plus de 70%. Dans le compte de résultats, malgré un recul de -1.20% du chiffre d'affaires, c'est sur les dépenses que des efforts très sérieux ont été faits, permettant de multiplier par 4 le résultat opérationnel. Par la même occasion, le cours qui a végété sous les 1\$ de décembre 2015 à février 2016, soit dans la zone de *delisting*, est repassé en zone « normale » à 1.11\$ aujourd'hui.

# News de nos sociétés

Un cercle vertueux semble s'être mis en place au cours de l'année 2015 au niveau de la gestion, ce qui est un premier pas vraiment positif. Mais nous pensons qu'il faudra sans doute un autre évènement positif et externe à la société pour propulser le cours plus haut.

Dernier point, la société a reçu une note de la SEC stipulant que la menace de *delisting* était levée puisque la société a coté depuis plus de 30 jours au-dessus de 1\$.

## **Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO**

Le groupe minier a publié l'évaluation de ses réserves au 31 décembre 2015. Les modifications concernent uniquement la mine phare Chelopech (située en Bulgarie). Les réserves probables et prouvées sont légèrement en baisse (avant le résultat de nouveaux sondages liés à une extension de la mine, précise le management...) et cela impacte négativement notre évaluation. Toutes choses égales par ailleurs, si nous modifions uniquement le paramètre « réserves » de notre évaluation, nous passons d'un objectif de cours de 2,67 CAD par action à un objectif de 2,46 CAD. Ce cours cible devrait néanmoins fortement bouger avec les résultats du T1 2016 car le changement de périmètre récent (vente de la mine Kapan) aura des impacts sur le désendettement du Groupe. Également, l'embellie récente des cours de l'or pourrait modifier nos estimations de valeurs. Affaire à suivre dans les prochaines lettres.

## **Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L**

Le fonds continue de liquider un par un ses actifs. Mi-mars, ce sont les murs d'un magasin en rez-de-chaussée à Istanbul qui ont été cédés pour 372 000 USD, conformément aux évaluations des dernières publications financières.

## **Exacompta (France) Ticker EXAC.PA**

Un mois riche en annonces pour cette société habituée au calme vosgien. Tout d'abord, l'annonce de l'acquisition de la société Rainex spécialisée sur « le classement à base de cartes » en Europe. Exacompta Clairefontaine consolide elle-même son secteur.

Par ailleurs, les résultats annuels ont été annoncés. L'activité est en hausse de +3,6% à 571,1 M EUR. Cependant, le bénéfice du groupe est en retrait de -9,0% à 10,4 M EUR. Cette baisse s'explique par une hausse des pâtes à papier en euros, du fait de la faiblesse de l'euro par rapport au dollar. La VANE est donc rentable et se négocie à moins de 8x ses profits annuels. Le dividende proposé est en forte hausse, puisqu'il passe de 1,15 EUR par action à 2 EUR par action.

Nous adapterons tous nos ratios financiers lors de la publications des comptes annuels détaillés et verrons ce qu'il en est alors en terme de décote.

## **First Pacific (Honk Kong) Ticker : FPAFY**

Le rapport financier 2015 n'est pas encore disponible mais nous apprenons que le résultat consolidé de l'ensemble du groupe augmente de 5,3 %, ce qui nous semble très correct avec l'environnement économique actuel dans cette zone géographique. Nous attendons le rapport financier complet pour mettre à jour notre calcul de « juste valeur ».

# News de nos sociétés

## **Future Fuel (USA) Ticker : FF**

Le producteur de chimie fine et de biocarburants a présenté un résultat qui nous semble tout-à-fait acceptable compte tenu de l'environnement difficile pour les biocarburants mais aussi pour l'industrie pétrolière dont sont issus certains de ses clients. Des ventes en baisse de 12 % et un bénéfice par action de 1,06 USD donc en baisse de 13 % sont les éléments importants à retenir.

Une autre bonne nouvelle est le rétablissement des crédits d'impôts pour les producteurs de biocarburants.

Suite à ce rapport financier, nous établissons notre nouvel objectif de cours à 18,52 USD.

## **Giga Media Ltd (Taiwan) Ticker : GIGM**

Le bilan annuel de la société clôturé au 31 décembre nous montre une valeur patrimoniale en baisse à 5.94 \$. Même si le cash de la société est toujours pléthorique avec 6.46\$ par action pour un endettement total de 1.41\$ qui en fait une triple net au cours de 2.85\$ (tout ceci après reverse split 5:1), ce bilan ne nous emballe pas trop. S'il est possible dans un premier temps de dire c'est pas mal, la perte ayant été divisée par 2, on se dit ensuite très vite que ce n'est pas possible avec un chiffre d'affaires qui a seulement augmenté de 4.80%, ce qui est quand même positif mais insuffisant pour diviser la perte finale par deux. En fait, pour parvenir à diviser sa perte annuelle en deux, on voit que la société a vendu toutes ses actions cotées pour 20 millions de dollars, soit 1.81\$ par action. En 2015 elle en avait déjà vendu pour 0.72\$ par action. Sans cette vente, la perte 2015 serait donc de 2.04\$ par action au lieu de 0.23\$. Et retraitées de cette manière, les pertes de 2014 seraient de 1.20\$ par action au lieu de 0.48\$. Nous pensons donc que la perte n'a pas diminué mais bien augmenté de près de 70%. Pour les choses un peu plus positives, il faut observer le rapport du seul dernier trimestre 2015 dans lequel nous pouvons voir que les ventes sont en progression de 17% et où les profits bruts sont de +0.09\$ par action, au lieu de -0.05\$ par action en 2014. Bien entendu, le compte n'y est pas pour clôturer le trimestre en zone positive, mais nous retenons quand-même et pour l'instant, ce petit point positif.

Que s'est-il passé sur ce trimestre qui expliquerait ce petit point positif ? La direction indique qu'elle a lancé, depuis septembre 2015, un nouveau jeu s'adressant aux femmes dans une tranche d'âge de 20 à 40 ans. Il s'agit, toujours selon la direction, d'un marché de niche. Le jeu s'appelle « Yume 100 » et a généré depuis son lancement, un chiffre de 1 million de \$, soit grosso modo 0.09\$ par action. Autorisé au Japon, la direction fonde beaucoup d'espoir pour sa commercialisation dans d'autres pays asiatiques.

L'affaire est bien entendu à suivre de près, mais il n'est pas interdit de penser que ce petit point positif pourrait devenir à terme un gros point positif... En tous cas nous l'espérons.

## **Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL**

Nous remettons les compteurs à jour avec la publication annuelle des résultats de l'exercice 2015. L'activité a baissé à 171 M USD et le profit fortement augmenté à 24,8 M USD (vs. 16,9 M USD en 2014) notamment du fait d'un élément

## News de nos sociétés

exceptionnel lié à une importante plus-value réalisée de +9,8 M USD liée à la cession d'un immeuble à Hong Kong. Malgré cela, notre cours cible RAPP baisse de -21,2%, à 10,92 USD.

Ce que nous retiendrons du mois de mars sont des éléments liés à la gouvernance de l'entreprise. Alors que ces dernières années la société n'a cessé de racheter ses propres titres sur le marché par des Offres Publiques de Retrait (OPR), nous apprenons que le CEO a décidé de partir en retraite, tout comme 2 administrateurs indépendants. Si on ajoute à ces éléments l'âge du capitaine (le fondateur et premier actionnaire de la société) Merle Allan Hinrichs (71 ans), nous avons beaucoup d'ingrédient réunis pour une opération sur le capital de la société...

### **Hammond Manufacturing (Canada) Ticker : HAMM-A.TO**

Malgré un léger tassement au cours du dernier trimestre, l'année 2015 se termine positivement pour l'industrielle canadienne : des ventes en hausse de 2,4 %, un taux de marge brute en augmentation, un résultat opérationnel en hausse de 11,9 % et un bénéfice par action en légère baisse à 0,31 CAD par action. Ce qui n'est pas si mal pour une entreprise qui, comme beaucoup au Canada, voit son volume d'activité partiellement dépendant de la bonne santé de l'industrie pétrolière.

### **I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI**

La société exploitante de villages de vacances a présenté une nième perte pour le 1er trimestre 2016, clos le 31/01, équivalente à -0,0546 euros par action. Ce qui constitue, malgré tout, une réduction de la perte de 32 % par rapport au même trimestre de l'année précédente. L'entreprise n'a donc bénéficié qu'en partie de la baisse des prix des produits pétroliers mais a souffert, selon la direction, de la hausse du dollar qui a rendu plus attractives certaines destinations concurrentes.

A noter la forte baisse du chiffre d'affaires qui s'explique en partie par la mise en location d'un site en Italie que l'entreprise n'exploite plus directement. En attendant, la VANE, qui constitue notre objectif de cours, s'établit à 1,73 euros.

### **Irce (Italie) Ticker : IRC.MI**

Les résultats annuels 2015 font part d'une dégradation du marché de IRCE sur le 4ème trimestre et neutralise donc le gain d'activité sur la première partie de l'année à une variation nulle en comparaison annuelle, pour atteindre 349,9 M EUR vs 350,6 M EUR en 2014. Contrairement à ce que l'on pourrait croire, les volumes augmentent au Brésil et baissent en Europe, où la demande ralentit. Ainsi, les bénéfices chutent fortement de 34% par rapport à 2014 mais restent positif à 3,7 M EUR. A noter que les résultats sont impactés par la chute du cours du cuivre sur le T4 2015 qui adonné lieu à une dépréciation des stocks de câbles. Malgré les vents contraires sur ses marchés, nous noterons que le Groupe a investi 4,1 M EUR en 2015, en forte hausse par rapport aux investissements de 2,7 M EUR en 2014. Le Board proposera à l'AG un dividende constant de 0,03 EUR par action.

# News de nos sociétés

Au niveau de la valeur patrimoniale, elle est en baisse de -0,9% sur le T4 avec une VANT = 4,56 EUR par action. La solvabilité reste bonne à 62% et la décote de plus de 40% sur la VANE (ratio VANE = 0,54) nous permet d'attendre patiemment que « quelque chose de bon se passe ».

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

Fort logiquement, notre holding « Asie Pacific » continue de souffrir du ralentissement chinois mais aussi et surtout de la faiblesse persistante de la roupie indonésienne.

Si on consolide l'ensemble de ses participations, le bénéfice hors variation de la juste valeur du parc immobilier diminue de 11 %, pour s'établir à 1,19 usd par certificat ADR (soit, au cours actuel, un PER de 12,2). Par contre, si on tient compte des variations de valeur des immeubles, le résultat est en hausse de 8 %, à 1,63 USD par certificat.

Nous calculons la juste valeur d'un certificat ADR à 22,45 USD.

## **Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V**

Les données semestrielles arrêtés au 1 janvier 2016 sont sans surprise : avec une nouvelle perte (même si elle presque divisée par 2 à -48 486 CAD), la valeur patrimoniale s'érode au compte goutte mais *métroniquement*, trimestre après trimestre, au rythme de la consommation du cash. La VANT (en baisse de -2,3%) atteint 0,42 CAD par titre pour une solvabilité de 810%. La décote s'amenuise et nous tablons sur une issue plutôt pessimiste sur ce dossier *illiquide*. Seul un nouveau versement de dividende exceptionnel pourrait rattraper la mise.

## **Kohl's Corporation (USA) Ticker : KSS**

Le bilan de l'année 2015 clôturé au 31 janvier nous montre un compte de résultats en légère perte de vitesse. Le chiffre d'affaires est en très légère augmentation de +0.95% par rapport à 2014. Mais comme le coût des produits a lui aussi augmenté de 1.40%, les profits bruts sont pratiquement équivalents à 2014. Au niveau des dépenses opérationnelles, nous notons une augmentation des coûts fixes de 2.34% et des provisions pour dépréciations ainsi qu'un amortissement en hausse de 5.40%. Les profits opérationnels sont en baisse de 8% par rapport à 2014. L'ardoise s'alourdit légèrement avec le rachat d'une dette senior avec perte de 0.91\$ par action. Au final, le profit net est de 3.46\$ au lieu de 4.24\$ un an plus tôt.

Sans cette perte ponctuelle sur le rachat de leur dette, les profits auraient été en légère augmentation.

## **LeapFrog Enterprises (USA) Ticker : LF**

Nos abonnés ont été prévenu par mail que nous apportons nos actions à l'offre de Vtech d'1\$ par action. Nous allons donc subir une perte qui va tourner autour de -35%.

## **Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L**

Un nouveau petit rachat ce mois-ci : 25 000 actions à un cours moyen de 37,75 pences. Le flottant devient réellement riquiqui sur une valeur déjà très peu li-

# News de nos sociétés

guide. Espérons que le *Board* fasse dans quelques temps une opération sur le capital, en sortant par exemple la valeur de cote, afin d'assurer une sortie convenable aux quelques porteurs tiers sur ce titre...

## **Lumber Liquidators (USA) Ticker : LL**

Le distributeur de « parquets cancérigènes » a publié un rapport financier 2015 logiquement catastrophique. Mais la catastrophe va même un peu au-delà de ce que nous avons anticipé ... au point que notre calcul « maison » de la RAPP nous donne à présent une valeur ... négative.

Nous cessons donc le suivi de cette société que nous n'avions d'ailleurs jamais achetée en raison des risques non mesurables liés à ces affaires de parquets chinois.

## **Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP**

La holding nous annonce avoir investi, fin 2015, dans 5 sociétés cotées mais non dévoilées (à quand le « bas les masques » ?) situées en Allemagne et en Suisse. Il s'agit d'entreprises « produisant des biens ou des machines de haute technologie destinés essentiellement au secteur de l'automobile, de la santé, de la construction ou de l'industrie des semi-conducteurs ». Au cours du 1er semestre 2016, la société est restée tout aussi active acquérant une participation majoritaire dans Eurochiller, une société italienne active dans la production et la distribution de refroidisseurs à eau ou à air et thermorégulateurs. Mais aussi 10 % de Nanogate, une société allemande cotée productrice de revêtements multifonctionnels destinés à l'industrie automobile et médicale.

Enfin, le 15 mars, Luxempart a, à nouveau, vendu quelques titres de ce qui a longtemps été sa principale participation : SES.

Sur base des informations disponibles, nous valorisons Luxempart, au 04/04/2016, à 49,61 euros par action.

## **Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ**

Depuis des mois, nous vous parlons de notre intuition quant à la réalité du redressement de notre fabricant de meubles. Avec le rapport financier de l'année 2015, cette intuition tend à se transformer en confirmation ... Jugez-en plutôt :

- Les ventes sont en hausse de 5,9 %, tirées par les USA et l'Asie-Pacifique, Chine en tête.
- Le taux de marge brute passe de 27,8 % à 32,3 %.
- Le poids des frais généraux se réduit, passant de 19,5 % du chiffre d'affaires à 17,5 %
- L'Ebitda devient positif depuis très longtemps
- La perte d'exploitation a été divisée par 5

Certes, le redressement d'une société de la taille de Natuzzi et présente dans le monde entier prend plus de temps que pour une PME d'une centaine de travailleurs : au final, il reste une perte nette de 0,34 USD par action.

Mais nous ne pouvons que constater qu'avec Natuzzi, la direction fait ce qu'elle dit. La dernière VANT s'établit à 3,28 USD par action.



# News de nos sociétés

## **Northamber (UK) Ticker : NAR.L**

A l'issue du premier semestre arrêté au 31 décembre 2015 qui se solde par une perte de plus de 0,5 M GBP, le distributeur de matériel informatique britannique se veut prudent à court terme avec une très faible visibilité qui devrait impacter ses résultats. Néanmoins, le président et principal actionnaire reste confiant dans la capacité de son entreprise à générer des bénéfices sur un horizon moyen / long terme.

Au niveau du bilan, nous toujours une belle décote, avec une VANT de 70,74 pences, une VANE de 68,57 pences pour une solvabilité confortable de 74%.

## **Paradise (Honk Kong) Ticker : PDSSF**

Notre analyse de la société remonte à 2011 et le cours était à 14\$. Durant ces 5 années le cours a atteint des plus hauts de 31\$ sans jamais atteindre sa VANT qui a augmenté dans le temps et est aujourd'hui à 40\$, pour un cours de 23\$. Nous n'avons jamais possédé la société en portefeuille car elle cotait sur l'OTC et sa liquidité ne s'est jamais améliorée dans le temps. Nous avons décidé de ne plus suivre cette société.

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

Le rapport financier consolidé de 2015 n'est pas encore disponible mais nous apprenons déjà que le conseil d'administration ne proposera pas de versement de dividende cette année en raison de la faiblesse persistante des prix des matières premières.

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

- Au 31 janvier 2016, la société offrait une répartition d'actifs suivante :

51.70% d'actions

28.70% d'obligations

19.60% de liquidités ou placements court terme

- Au 29 février, la société offrait une répartition d'actifs suivante :

51.04 % d'actions

29.81 % d'obligations

19.15 % de liquidités ou placements court terme

Pas de changement majeur à constater. Le gérant nous explique dans sa lettre mensuelle que les deux achats les plus importants sont obligataires en février, avec deux lignes obligataires de +/-5% chacune sur l'opérateur de téléphonie espagnole Telefonica et la société Casino, active dans la grande distribution.

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

Le conglomérat présente, sans surprise, des résultats médiocres pour l'année 2015. Même si le contexte est peu porteur en raison de la dépression sur les produits énergétiques, la sous performance de la société ne cesse de nous décevoir.

Nous apprenons d'une part qu'une OPA a été lancée sur la principale participation de Sprott Resources, la société Long Run à un cours de 0,52 CAD par action. Si ce prix est significativement plus élevé que le cours au moment de l'annonce, il n'en reste pas moins que la moins-value sera conséquente. Une fois de plus,

# News de nos sociétés

nous ne pouvons acter qu'une destruction de valeur définitive. Seul point positif : cette vente permettra de rembourser la quasi-totalité des passifs de la société.

Au 04/04, nous établissons la NAV de la société à 1,26 CAD.

## **STR Holding (USA) Ticker : STRI**

Le bilan annuel clôturé au 31 décembre nous montre une VANT en léger recul à 2.61\$. Dans l'absolu, une perte de -0.74 \$ par action ne peut pas être considérée comme une chose positive. Mais si l'on compare à la perte de -2.08\$, on comprend quand même que celle-ci a été divisée par plus de 2, ce qui devient alors une signe positif. Nous observons aussi que la société a réduit sa dette en la faisant passer de 0.57\$ à 0.32\$ par action. Les ventes sont en recul de 25%, mais le coût des produits est également en recul de 29%. Ce qui reste le plus préoccupant c'est que le chiffre d'affaires reste inférieur au coût des produits.

## **Symphony International (Singapour) Ticker :SIHL.L**

La société d'investissement asiatique a vu sa VL progresser durant l'année 2015 de 13,4 %, à 1,317 USD., ce qui nous semble remarquable dans le contexte actuel. Nous attendons le rapport financier complet pour mettre à jour notre modèle de calcul et actualiser avec les tout derniers chiffres. Une chose nous semble cependant certaine : c'est que la décote reste importante et ce phénomène nous semble assez incompréhensible en regard de la gestion qui ne nous semble guère « daubasses ».

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

Aussi étonnant que cela puisse paraître dans le contexte actuel, le PDG (et principal actionnaire) Sokun annonce fièrement la couleur : les résultats 2015 atteignent des plus hauts historiques. Il se dit confiant dans l'avenir, qu'avec les prix bas du baril, il faut considérer ce nouveau paradigme comme un terrain de chasse pour saisir des opportunités à prix bradés. Les faillites à répétition qui résultent des baisses de l'investissement des majors pétroliers vont permettre d'assainir le terrain concurrentiel et Thalassa n'en sortira que plus forte. L'activité est en hausse de +21% par rapport à 2014 et atteint 18,9 M USD. La marge opérationnelle (EBITDA) explose à la hausse, puisqu'elle représente 19,5% du CA vs. 1,2% en 2014. Les charges exceptionnelles représentent 13 M USD et sont pour la plupart de simples écritures comptables, sans impacts "cash". Nous verrons si le marché est capable de distinguer cette double lecture. Car la perte comptable est de -12,3 M USD.

Au niveau du bilan, notre objectif de cours se tasse de 25% suite aux dépréciations d'actifs. La VANT est de 74,16 pences vs. 98,42 pences. La trésorerie est en hausse sensible à 20,3 M USD. La solvabilité pérennise le court terme avec un niveau de 238%. Thalassa semble bien armée pour faire face aux turbulences de marché. Notons, enfin, que la société a été en grande partie remboursée du prêt qu'elle avait octroyé à l'une de ses sociétés mères (1,5 M USD vs 7,1 M USD au 31 décembre 2014). Un point qui nous semble important car en terme de gestion, nous trouvons ce mélange des genres quelque peu "limite".

# News de nos sociétés

La marge de sécurité actuelle sur le titre nous semble assez bonne car Thalassa Holdings cote sous sa valeur triple nette (trésorerie - ensemble du passif) de 43,58 pences par action.

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

Le rapport annuel n'étant pas encore disponible, nous nous contenterons d'un compte rendu dans la presse financière. Le quatrième trimestre de la société s'est terminé avec un profit de 0.32\$ sur le trimestre et un profit de 0.09\$ sur l'année 2015. La société a donc sauvé son année 2015 avec les fêtes de fin d'année et un excellent dernier trimestre. Nous reviendrons sur ces résultats dès le 10K disponible.

## **Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA**

Deux nouvelles ce mois-ci: une bonne et une moins bonne.

La moins bonne : la construction de la centrale électrique de Sukrane à Sumatra en Indonésie est pour le moment en arrêt complet, sur fond de mésentente sur qui rachète l'électricité produite. Le contrat qui devait arriver 30 jours après le décret autorisant la construction de la centrale n'est toujours pas parvenu au siège de la société Velcan. Ce problème, nous le jugeons assez courant dans un pays émergent, où tout contrat avec une société étrangère devient un enjeu politico-économique âprement disputé. L'issue réelle n'est jamais certaine, mais les chances d'accords avec l'une des deux parties locales qui convoitent le projet sont les plus probables. Arrêter définitivement le projet signifierait que toutes les parties ont perdu ! Pour la société c'est assez ennuyeux à court terme, mais cela ne change pas grand chose à moyen et long terme quel que soit le gagnant local.

La seconde nouvelle qui découle peut-être de la première et qui nous semble très intéressante, c'est que la société a décidé de prospecter dans l'énergie solaire pour monter des centrales à énergie verte. Les communiqués nous semblent vraiment clairs et les arguments de bon sens. En fait la direction explique deux choses. Les prix actuels des panneaux et d'une centrale solaires ont chuté de 80% ces 5 dernières années, et la construction et la mise en service d'une centrale à énergie solaire sont beaucoup plus rapides. A long terme, nous explique la direction, l'énergie hydroélectrique qui peut être produite avec les mêmes infrastructures pendant 100 ans est beaucoup moins chère que du solaire, mais par contre cette énergie solaire aujourd'hui répond peut-être plus à la demande de pays émergents en besoin urgent.

Affaire à suivre bien entendu...

## **Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI**

Nous prenons connaissance des résultats au 31 décembre 2015. La valeur du holding se déprécie fortement (-18,4%) sur le 4ème trimestre, car les valeurs de marché de ses principales participations (l'assureur Generali et le cimentier Cementir SPA) ont sensiblement baissé depuis le début de l'exercice 2016. Voici un récapitulatif de la décomposition de la valeur, en EUR par action :

+ cash = 0,95

+ stocks = 0,08

# News de nos sociétés

+ créance (avec décote 30 %) = 0,25  
 + immobilier valeur acquisition (décote 20 %) = 0,55  
 + Parted 1982 (décote 20 %) = 0,51  
 + Cementir (cours de bourse) = 0,39  
 + Generali (cours de bourse) = 0,77  
 - passif = -0,34  
 TOTAL = 3,16

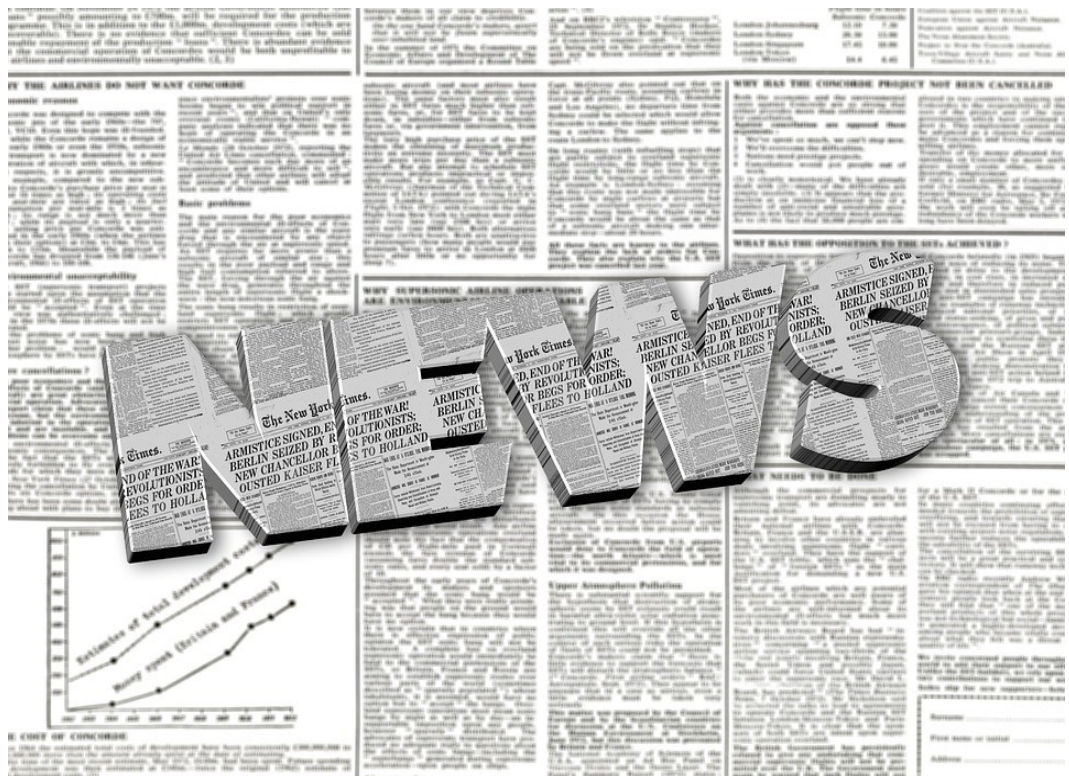
La décote sur le cours (1,15 EUR) reste substantielle puisqu'elle est de 64%.

Le Board va proposer la distribution d'un dividende identique à 2014, à savoir 0,02 EUR par action.

## Viel (France) Ticker : VIL.PA

Le groupe financier a présenté des résultats d'excellente facture pour l'exercice 2015 avec un bénéfice en hausse de 50 % ! Pour 2016, la direction envisage de profiter de la consolidation du secteur pour tenter d'acquérir l'un ou l'autre acteur dont la taille serait trop réduite pour assumer l'ensemble des évolutions réglementaires.

Nous ne disposons pas encore du rapport financier complet mais nous pensons que le périmètre de consolidation n'a pas dû évoluer significativement, ce qui nous permet d'établir la juste valeur de la holding, en fonction des cours au 04/04, à 5,35 euros par action.



# Analyses de société

## Continental Materials Corp.

(NYSE, Ticker: CUO / ISIN : US2116153071)

### I. Introduction



Continental Materials est une société américaine fondée en 1954. Comme son nom l'indique, il s'agit d'un petit conglomérat actif dans la fabrication de différents produits destinés à la construction.

Ainsi, l'entreprise fabrique des éléments aussi divers que des fours muraux au gaz, des systèmes de ventilation, des portes, de la quincaillerie, des serrures de sécurité, des systèmes de conditionnement d'air et de refroidissement, des mélanges sur mesure de bétons frais pour les projets d'infrastructure, des agrégats de construction (graviers et sable) issus de carrières en propriété. Elle fournit aussi les barres d'armature en acier pour réaliser les ferraillages des ouvrages en béton.

L'entreprise commercialise ses produits en Amérique du Nord au travers de grossistes mais aussi de détaillants. Aucun client ne représente, à lui seul, plus de 10 % du chiffre d'affaires.

Ces 4 derniers exercices comptables se sont soldés par des pertes d'exploitation.

Nous travaillons avec le rapport financier arrêté au 30/09/2015.

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

Nous relevons un actif courant de 28,38 USD, duquel nous retirons l'ensemble du passif de 17,99 USD. La VANN de Continental Materials s'établit donc à **10,39 USD**.

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

La société détient une bonne partie de ses immeubles et terrains d'exploitation en propre. Ces actifs ont été acquis pour un coût de 14,18 USD par action.

Nous prenons notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et les ajoutons à la VANN. La VANE de Continental Materials s'établit à **21,73 USD**.



# Analyses de société

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste le plus important, celui des **créances commerciales**. Elles sont en moyenne payées à 57 jours, en légère diminution par rapport aux années précédentes. Des provisions pour créances douteuses ont été constituées pour 1,2 % du total. Compte-tenu de ce qui précède, nous prenons une marge de sécurité additionnelle de 10 % sur ce poste, soit 1,41 USD.



Le 2e poste en importance est constitué par les **stocks**. Ceux-ci sont constitués d'éléments de construction qui nous semblent potentiellement résistants aux risques d'obsolescence technologique ou d'effets de mode. Les produits restent dans l'inventaire en moyenne pendant 63 jours, plus ou moins en ligne avec la moyenne des exercices précédents. Un peu plus de la moitié du stock est constitué de matières premières. Malgré ces éléments plutôt rassurants, nous prenons une marge de sécurité de 25 % sur le montant repris aux livres, soit 3,12 USD.

Dans une optique de mise en liquidation volontaire, nous ne tenons pas compte des **actifs courants d'impôts différés** que nous déduisons en totalité (0,05 USD).

Les autres postes de l'actif courant sont anecdotiques et nous les reprenons tels quels.

A l'actif fixe, outre l'**immobilier** repris dans la VANE, nous relevons des **installations et outils de production** que nous reprenons pour 5 % de leur coût d'acquisition, soit 2,37 USD.

Mais Continental Materials est aussi propriétaire des **deux carrières** qui lui fournissent les agrégats de construction. Nous pensons que ces deux actifs seraient plus aisément négociables que de simples outils de production (notamment en raison de leur caractère « immobilier » précisément). Nous n'avons pas trouvé d'informations concernant leur état de déplétion. Pour cette raison, nous les reprenons pour 20 % de leur coût d'acquisition, soit 0,74 USD.

Nous ne tenons pas compte des **autres actifs tous aussi intangibles** les uns que les autres, et notamment, d'un énorme montant de **goodwill**.

Si la société est impliquée dans **divers litiges** inhérents à ses activités, la direction estime qu'ils n'auront aucun impact substantiel sur la situation patrimoniale de l'entreprise.



# Analyses de société

Hors bilan, nous relevons des **engagements de loyers futurs à payer** pour la somme de 2,60 USD par action. Nous reprenons cette somme pour la moitié, soit 1,30 USD par action.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de Continental Materials à **18,96 USD** par action.

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

L'entreprise ayant généré des pertes conséquentes ces dernières années, il n'est pas possible de calculer une quelconque capacité bénéficiaire.

## VI. Conclusions

Au cours actuel de 11,74 USD, il est possible d'acheter des actions Continental Materials avec une marge de sécurité de :

46 % sur la VANE  
38 % sur la VLMV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 22,27 USD) est de : **90 %**. Notre calcul de solvabilité maison ressort à **61,81 %**.

Par rapport à ce cours de 11,74 USD, nous aimerions obtenir un peu plus de marge de sécurité supplémentaire pour procéder à un achat.

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

Comme nous l'avons déjà signalé, les pertes à répétition ont eu raison de la patience des actionnaires les plus fidèles.

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

Si les pertes se perpétuent au niveau des dernières années, la VANT poursuivra son érosion et la valeur que nous pensions avoir acquise s'évaporerait.

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

Le catalyseur le plus évident nous semble être un retour à la rentabilité. Nous constatons que la direction semble avoir pris les choses en main. Ainsi, en 2014, le bail d'une carrière de sable et de graviers qui était structurellement déficitaire, à Pueblo dans le Colorado, a été arrêté, entraînant des frais exceptionnels. En dehors de cette opération, le résultat de 2014 aurait été à l'équilibre.

## Analyses de société

Nous constatons aussi une meilleure maîtrise des frais généraux, ceux-ci qui représentaient encore 87 % des ventes en 2013 n'en représentent plus que 81 % fin septembre 2015. A cette date, le résultat d'exploitation est d'ailleurs positif et ce, malgré des frais de contentieux lié à l'arrêt de la carrière du Pueblo (pour la coquette somme de 0,59 USD par action).



# Analyses de société

## Melcor Developments Ltd.

(Toronto Stock Exchange, Ticker: MRD.TO / ISIN : CA5854671032)

### I. Introduction



Melcor Developments est une société canadienne créée en 1923, active dans l'immobilier. Elle a été fondée par la famille Melton qui reste l'un des principaux actionnaires et dont deux

membres siègent au sein du Board.

Les activités de l'entreprise sont multiples, puisque Melcor détient et gère en direct des communautés, des quartiers résidentiels « à l'américaine ». Elle possède également des immeubles industriels, commerciaux et de bureaux. A côté de cela, elle a une activité de promoteur immobilier. Elle construit des immeubles qu'elle vend à des tiers ou alors qu'elle décide de détenir ensuite en propre pour les louer, notamment via sa filiale Melcor REIT. Enfin, Melcor Developments gère quelques terrains de golf dont elle est propriétaire. C'est une activité mineure, tant en termes d'actifs que de résultats.

Les chiffres de la présente analyse sont issus du rapport annuel 2015 clôturé au 31 décembre 2015.

Nous avons acquis 367 titres à prix de revient (frais inclus) de 13,69 CAD. Nous tenons compte dans notre analyse de l'effet potentiel dilutif de 54 488 options.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 27,77 CAD par action et l'ensemble des dettes représente 27,55 CAD par action. La valeur d'actif net-net est donc égale à **0,22 CAD** par action.

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

Nous prenons en compte, en tant qu'immobilier, les valorisations en juste valeur au livre des actifs détenus dans le but d'être loués ou en cours de développement, ainsi que la valeur des actifs de la société Melcor REIT (détenues à 56,7%) et les terrains et bâtiments des golfs à leur coût d'achat historique. Le tout avec une marge de sécurité de 20% sur ces montants, ce qui représente 22,03 CAD par action. Ajoutons ce montant à la VANN et nous obtenons une VANE de **22,25 CAD**.

# 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 commençons par l'**actif courant**, composés des actifs les plus liquides. Et le plus important poste parmi les actifs qui seront réalisés à moins d'un an est constitué des **stocks de terrains**.

Pour se prémunir d'un effet de bulles, nous allons appliquer une marge de sécurité de 30% sur ce poste et retenons alors **14,70 CAD** par action.



Nous passons au **poste client**. Sans surprises, les créances commerciales et financières ont été payées en moyenne à 237 jours en 2015, en ligne avec la moyenne des 3 dernières années de 232 jours. Ce délai paraît long, mais il est typique de l'activité de promoteur avec une clientèle de constructeurs et clients finaux qui paient généralement lors de la livraison finale du bien. Par conservatisme face à une dégradation

possible de la solvabilité des clients, nous choisissons de prendre une marge de sécurité de 20% sur ce montant, et nous retenons donc une valeur de **4,12 CAD** par action.

Le troisième poste de l'actif courant est composé de la **trésorerie et placements à court terme** pour **1,54 CAD**, que nous reprenons comme tels.

Nous terminons l'actif courant sur le poste « **autres actifs** » composés de paiements en avances, de dépôts bancaires, de stocks et de « tenant incentives ». Ne sachant pas exactement quelle est la valeur économique de ces actifs, nous allons couper la valeur au bilan par 2 et donc retenir uniquement **0,76 CAD** par action.

Nous passons à présent aux **actifs fixes**. Tout d'abord, nous valorisons les **immeubles** et **terrains** avec une marge de 20% tels que nous les avons repris dans le calcul de la VANE ci-dessus, c'est-à-dire **22,03 CAD** par action.

Pour les autres actifs immobilisés, tels que les **équipements** et **machines**, au vu des faibles montants en jeu, nous ne les valorisons pas.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente **27,55 CAD** par action.

# Analyses de société

En **hors bilan**, nous n'avons trouvé ni litiges en cours ni des obligations financières diverses.

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

## Actif courant

- + Stocks de terrains : 14,70
- + Créances clients : 4,12
- + Trésorerie et équivalents : 1,54
- + Autres actifs : 0,76

## Actif immobilisé

- + Terrains et immeubles : 22,03
- + Équipements de production : 0

## Passif

- Total passif : -27,55



Ce qui nous donne donc une VMLV de **15,60 CAD** par action.

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

La société a réalisé en moyenne un bénéfice opérationnel de 116 M CAD sur les cinq derniers exercices. Si nous actualisons ce montant à 12% et que nous ajoutons la trésorerie nette (qui est en réalité une dette nette), et que nous retranschons un impôt forfaitaire de 35%, nous obtenons une VCB de **7,58 CAD** par action.

## **VI. Conclusions**

Par rapport à notre cours d'achat de 13,69 CAD, nous avons obtenu les marges de sécurité suivantes :

- 38% sur la VANE de 22,25 CAD
- 12% sur la VMLV de 15,60 CAD

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 29,48 CAD) est de : **+115%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à **53%**.

Ratio technologique = 0%

La société ne réalise aucune dépense de R&D.



# Analyses de société

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

Le marché immobilier canadien, et notamment en Alberta, est à l'image de toute l'économie canadienne, c'est-à-dire porté par la hausse des cours des matières premières. Les cours élevés récents des matières premières (métaux précieux, pétrole et gaz) sur la période 2000 - 2011 ont en effet enrichi fortement les canadiens et ont fait flamber l'immobilier. Le marché sanctionne donc un effet de bulle sur le marché immobilier canadien, en plus de sanctionner l'ensemble du marché actions canadien perçu à juste titre comme un marché fortement lié au pétrole. Une matière première qui touche des niveaux historiquement très faibles à 40 USD le baril.

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

Impossible de savoir si les prix de l'immobilier vont chuter, et puis, peut-être continuer à chuter par rapport aux niveaux actuels. Mais il est sûr que le principal risque repose sur le maintien d'un bon niveau de prix de l'immobilier. Et Melcor serait doublement sanctionnée, puisque certains des immeubles que la société loue à des tiers pourraient voir leurs taux de vacances augmenter. Pour ce qui est de l'activité promotion immobilière, elle pourrait fortement freiner également, si la demande en biens neufs se tasse. Donc le potentiel de croissance serait nul en plus de voir ses stocks de terrains et de logements être fortement dépréciés faute de trouver des acquéreurs.

Également, la société distribue un dividende depuis 1969. Et si elle était amenée à le couper pour sécuriser sa structure financière (solvabilité dans les clous > 40%, mais pas exceptionnelle non plus à 53%), ce pourrait être un signe très mal perçu par Mr Le Marché.

Pour terminer, comment réagirait le marché immobilier en cas de hausses des taux d'intérêt ?

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

Si le management réussit à passer sereinement le creux de la vague 2016 en limitant le ralentissement, voire en maintenant des bénéfices, le marché pourrait reconnaître que la décote sur les actifs tangibles est excessive.

Il se pourrait même que la société profite des turbulences du marché pour saisir des opportunités à bon prix. Le management soutient que Melcor a été capable de faire face pendant 90 ans à des cycles économiques parfois contraires et a aussi pu profiter à longs termes des marchés mouvementés, même quand les conditions à court terme étaient mauvaises.



# Analyses de société

Enfin, l'achat récent d'immeubles aux États-Unis (Denver au Colorado et à Phoenix en Arizona) est un premier signe de diversification dans des zones « hors matières premières ». Les États-Unis représentaient 7,7% de l'activité en 2015 vs. 4,6% en 2014.



## 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 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**