

# Investir Intelligemment



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 9</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 11</a>
Analyse de la société HMG Courtland Properties INC .....	<a href="#">page 22</a>
Analyse de la société Zamano plc .....	<a href="#">page 26</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 35</a>

# Edito

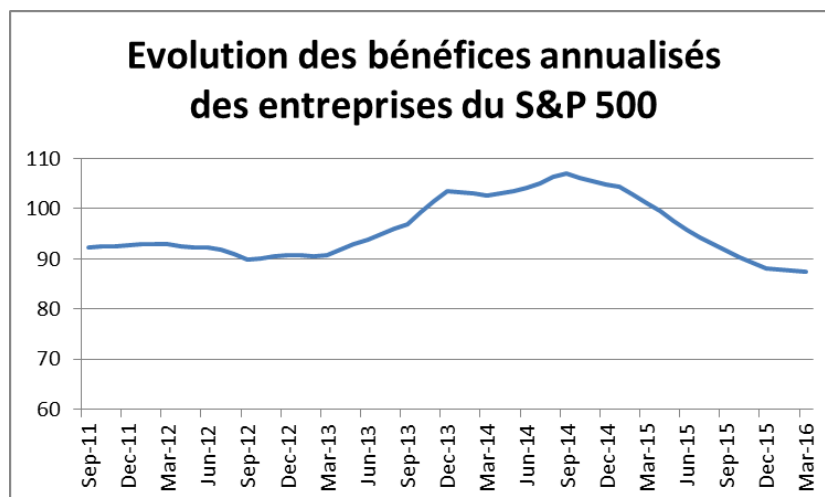


## Septembre 2016. Rapport de gestion

Petit à petit, dans la douceur estivale, les vacances ont pris fin. Les exploits olympiques des Teddy Riner, Penny Oleksiak, Nafissatou Thiam ou Fabian Cannella ne sont déjà plus qu'un doux souvenir.

Voici donc le retour à la réalité ... et avec l'actualité financière. Qui, finalement, nous revient avec exactement le même thème qu'il y a deux mois, à savoir : les interventions des banques centrales sur les marchés.

Les agitations de ces dernières semblent, globalement, tarder à montrer leurs effets dans l'économie réelle comme nous pouvons, par exemple, le constater avec le tableau ci-dessous reprenant l'évolution des bénéfices réalisés par les entreprises du S&P500.



# Edito

Néanmoins, ces politiques (très) accommodantes auront un impact à court et à long terme sur la marche d'un grand nombre d'entreprises. Ainsi, nous apprenons que Munich Re va stocker, dans ses propres coffres, de l'argent liquide. Ou que certaines grosses sociétés se voient appliquer d'ores et déjà un taux négatif sur leurs dépôts bancaires.

Comme dans chaque situation macro-économique, il y a des gagnants et des perdants. Les perdants ont souvent été cités dans la presse financière : ce sont les assureurs (surtout les branches « vie » qui doivent octroyer un taux garanti) et les banques qui ont quelques difficultés à maintenir leurs marges bénéficiaires. Mais il y a aussi des gagnants. Nous pensons par exemple aux fabricants de coffres-forts qui voient leur demande exploser, ou aux consultants en informatique qui sont appelés par les institutions financières pour adapter leurs systèmes au nouvel environnement.

Et puis, il y a les investisseurs évidemment ...

*« Les investisseurs ? Comment cela ? »*

Eh bien, ami(e) lecteur(trice), à partir du moment où l'on considère que l'application d'un taux d'intérêt sur un capital est destiné à compenser l'inflation et l'incertitude du futur, on peut aussi considérer que les taux négatifs signifient que d'une part, il n'y a plus d'inflation et d'autre part que le futur est plus certain que le présent ...

*« Et ensuite ... ? »*

Un futur sans inflation et sans incertitude, n'est-ce pas le rêve de tout investisseur ?

*« Vous vous moquez de moi là ? »*

Pas vraiment cher(e) lecteur(trice), il s'agit surtout pour nous de démontrer le caractère très particulier de la situation que nous vivons.

En attendant, ces taux négatifs ont au moins un avantage pour certaines sociétés de notre portefeuille : il rend plus intéressant certains actifs ne produisant pas de flux de trésorerie puisqu'ils sont moins pénalisés que les actifs en produisant, la baisse des taux ramenant le montant des flux à portion congrue.

C'est ainsi que depuis le début de cette année, tant l'or que le pétrole ont gagné 25 %, surperformant une bonne partie des autres classes d'actifs.

Et pendant ce temps-là, la VL de notre portefeuille a progressé de 6,11 % pour s'établir à 8,36 (+ 1,17 % sur le mois d'août).

# Edito

Au cours du mois écoulé, le portefeuille a subi un change défavorable de -0.17 %. Depuis le début de l'année, il a également subi un change défavorable de -3.12 %.

Notre benchmark, le tracker MSCI World (dividendes réinvestis) a progressé de 0,26% sur le mois d'août. Sur l'année 2016, sa performance est de +1.02 %.

## Mouvements mensuels

Nous avons effectué 2 mouvements sur le mois d'août : une vente et un achat.

La vente de **Vianini Industria**, le 3 août 2016, a été pénible et stressante.

Pénible car l'information sur le changement de statut de la société et l'offre de rachat n'a pas été clairement communiquée, tant et si bien que pas mal d'organismes financiers, dont celui avec lequel nous travaillons d'habitude, n'ont pas signalé à leurs clients l'opération de rachat lancée par la direction et ne semblaient d'ailleurs pas au courant...

Stressante parce que nous avons 3.33% du portefeuille en jeu, soit autour de 9 000€ investis et que nous ne voulions pas prendre de risque en conservant cette ligne : au cours des 2 115 jours de détention (soit 5 ans et 10 mois), la Direction n'a pas créé la moindre valeur et nous n'avons pas la moindre information détaillée sur la nouvelle entité. Une nouvelle fois, le risque de perte nous a semblé plus important que les gains potentiels et c'est avec un véritable soulagement que nous avons finalement « largué » cette société de notre portefeuille.

Nous avons acheté un premier lot d'actions de la société le 19 octobre 2010 et ensuite renforcé à trois reprises : le 12 décembre 2011, le 22 juillet 2013 et le 24 mars 2014 pour un investissement total frais inclus de 9 604.19€. Et nous avons encaissé, au cours de ces 5 ans et 10 mois, un dividende net de double taxation de 335.72€, qui ajouté à la vente de nos 7 550 actions nous a permis d'encaisser 9 241.89 € et d'acter une perte de -3.77% après déduction des taxes, impôts et frais, sur cette « vraie » daubasse.

Les achats de sociétés actives de près ou de loin dans l'immobilier se sont faits plus rares ces derniers mois, en tous cas, bien plus rares qu'au lancement de notre club d'investissement. Nous pensions que, malgré quelques sociétés qui « traînaient » encore dans nos listes souvent bien au-dessus de nos critères, nous ne serions plus en mesure d'acheter ce type d'entreprise avant longtemps. Et pourtant ... Le 16 août 2016, nous avons acheté 385 actions d'une REIT US du nom de **HMG Courtland Properties Inc.** pour la somme de 3 623.51 € ou 4 083.33 \$ frais inclus, représentant 1% de notre portefeuille.

# Edito

Cette foncière présente une décote d'un peu moins de 50 % sur sa valeur d'actif net tangible et une solvabilité de pratiquement 200%. Plusieurs éléments intéressants, de notre point de vue, en font une REIT hybride, une REIT sortant des sentiers battus ... et comme nous aimons toujours le « hors sentiers », nous sommes servis. En effet, si HMG détient quelques immeubles en « dur », elle possède aussi des participations dans d'autres foncières diversifiées, mais aussi dans des sociétés de capital à risque. Dans ces dernières, on ne trouve pas que des REIT mais aussi des sociétés technologiques.

HMG Courtland Properties a donc la particularité d'être sans doute une rare REIT à ne pas être concentrée à 100% sur l'immobilier.

*« Mais dans quelle boîte noire vous mettez les pieds les gars, avec ce fichu capital risque ? »*

En réalité, nous avons surtout l'impression d'avoir trouvé et donc mis en pratique, ce que nous avons appris et compris de l'asymétrie, expliquée par Nassim Nicholas Taleb.

Dans ce cas, nous sommes même dans un investissement individuellement asymétrique, lui-même intégré dans un ensemble qui joue sur l'asymétrie ... une sorte de jeu de poupées russes.

En gros, la diversification de notre portefeuille dans le cadre de notre process joue sur l'asymétrie que l'on pourrait formuler en une phrase de cette manière : « pile », cela tourne mal et je perds au maximum 3.33% du portefeuille, « face » cela tourne bien et mon gain est illimité.

Dans cette diversification, HMG Courtland Properties concentre cette asymétrie dans ses propres activités. Sa Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est de 20.84\$ par action. Sa « boîte noire » (ses participations dans des sociétés de capital à risque) dans laquelle on retrouve des sociétés immobilières et technologiques, est de 3.76\$ par action. Elle pèse donc 18% de la VANT, ce qui ne nous semble pas démesuré. Et en 2013, cette asymétrie a joué à plein pot : lors d'une énorme plus-value réalisée sur la vente d'une participation, le cours de HMG Courtland Properties a été multiplié par 4 et un plantureux dividende exceptionnel a été distribué. Toute heureuse surprise de cet ordre dans le futur constituerait évidemment une belle cerise sur ce « gâteau immobilier ».

Tout n'est évidemment pas rose (comment pourrions-nous l'acheter avec une telle décote dans le cas contraire ?). Notre analyse permet déjà de comprendre que la direction n'est pas un modèle en soi et qu'un certain risque lié à des engagements hors bilan est bien réel. Malgré cela, nous avons le sentiment d'être dans un cas de figure, potentiel / risque intéressant.

# Edito

## Le portefeuille en détail

Durant le mois d'août,

Nous avons acheté pour la somme totale de 3 623.51 €

Nous avons vendu pour la somme totale de 9 604.19 €

Depuis le début de l'année 2016,

Nous avons acheté pour la somme totale de 66 732.84€

Nous avons vendu pour la somme totale de 80 817.44€

Les liquidités pèsent en fin de mois 19.94 % du portefeuille et sont en augmentation par rapport au mois de juillet.

La performance par catégorie sur l'année 2016, au mois d'août :

1° Diversification Value = +26.21 % (sur le mois = - 6.77%)

2° Net Estate = +7.56 % (sur le mois = +3.70 %)

3° Net Net = +6.37 % (sur le mois = +4.43 %)

4° RAPP = +2.18 % (sur le mois = -0.13 %)

Au cours de ce mois, ce sont les « daubasses classiques », c'est-à-dire les « net net » et les « net estate », qui nous ont apporté le plus de satisfaction.

### Net-Net

Cette catégorie nous a procuré un rendement de 4,43 % sur le seul mois d'août et 6,37 % depuis le début de l'année. Elle profite de la belle progression du cours d'**Emerson Radio**, un distributeur de matériel électronique qui, après une hausse de son cours de 18 % en juillet, a poursuivi sur sa lancée en s'appréciant de **25 %** au cours du mois écoulé. **Enteq** et **Richardson**, en hausse respectivement de **14** et **12 %** ont également soutenu la partie « net net » du portefeuille. A l'opposé, **Rubicon**, toujours pénalisée par une surabondance d'offre sur le marché du saphir, et **CDI**, perdent **12** et **10 %** respectivement.

### Net Estate

Globalement les « net estate » n'ont pas particulièrement brillé au cours de ce mois ... Et pourtant, la catégorie gagne 3,70 % ! En réalité, elle profite presque exclusivement de la vente avec plus-value réalisée par **Sunlink Health System** sur l'un de ses hôpitaux. Suite à cette annonce, la société a vu son cours s'apprécier de **84 %**, portant à elle seule la rentabilité de l'ensemble des « net estate ».

### RAPP

Un mois « plat » pour les sociétés achetées pour leur rentabilité bon marché, avec un rendement de - 0,13 % (et + 2,18 % depuis le début de l'année). La belle hausse de **11 %** d'une de nos dernières acquisitions, **Holland Colours**, est compensée par la baisse de **8 %** de **Dillard's** qui semble toujours affectée par le climat négatif autour des distributeurs de vêtements aux USA et ce, malgré que

# Edito

nous avons constaté que le fonds « value » Barrage Capital en ait acquis quelques titres.

## Diversification Value

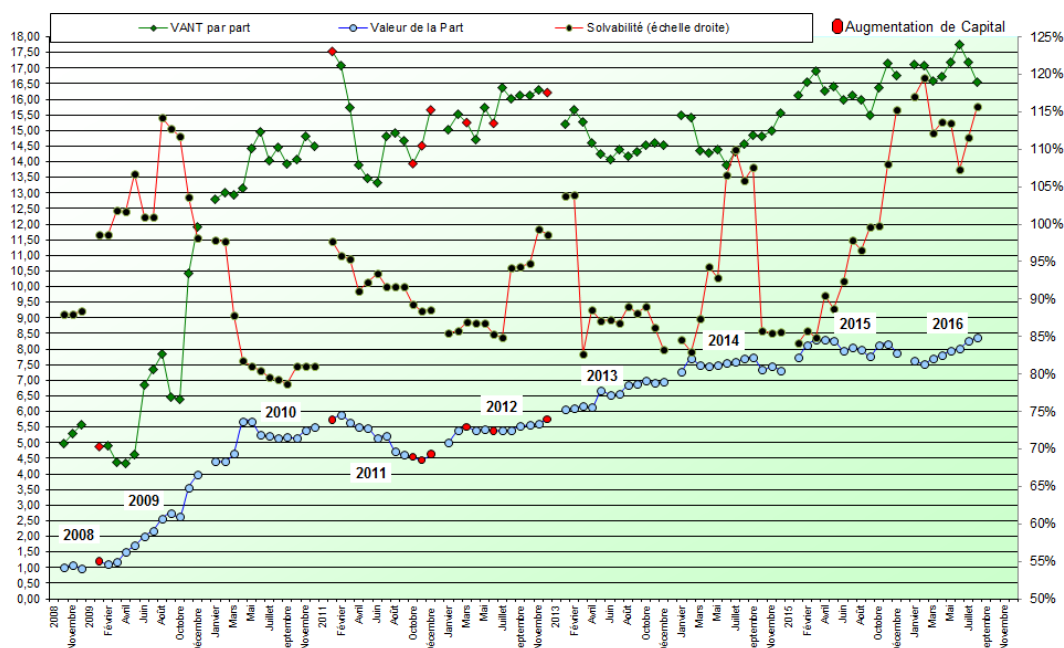
Après nous avoir apporté de belles satisfactions depuis le début de l'année, les actions de « diversification value » sont les mauvais élèves de cette veille de rentrée scolaire : - 6,77 % sur le mois. La cause principale en est évidemment la consolidation des cours de l'or au cours de ce mois qui ont entraîné dans un bel ensemble nos 3 mines d'or vers le bas : celles-ci subissent effectivement une baisse de leur cours comprise entre 11 et 18 %. Ajoutons aussi la nouvelle contreperformance de **- 18 %** réalisée par notre cancre permanent, **Sprott Resources**, et vous comprendrez que la bonne tenue du seul bon élève du mois, **Jardine Strategic**, en hausse de **6 %**, n'était évidemment pas suffisante pour soutenir cette partie du portefeuille.



# 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	
31 août 2016	
Valeur d'une Part	7,88 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,60 €
Potentiel	98,04%
Solvabilité pondérée	115,78%
3,33% Pondération Max	11.902,03 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	37,91%
Dollar Américain	38,74%
Livre Sterling	14,46%
Dollar Canadien	7,08%
Courone Suédoise	1,02%
Franc Suisse	1,17%
Variation des devises Yield	-3,12%
Nombre de société vendue	132
Gain Moyen	1.682,63 €
Perte Moyenne	- 391,47 €
Société en Gain	88
Société en Perte	44
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,30



# 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	51%	Trans World Entertainment	518%	1,27%	3	1	4	262%	Exacompta - Clairefontaine	15%	2,14%
0	1	1	40%	Leeds Group Plc	99%	2,20%	2	2	4	84%	Gevelot	317%	3,63%
0	0	0	32%	Jemtec	-66%	0,22%	3	3	6	164%	Irce	29%	1,10%
0	0	0	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-51%	0,51%	3	2	5	117%	Natuzzi	-27%	1,50%
0	0	0	7%	MBL Group	76%	1,19%	0	2	2	44%	Peel Hotels	200%	4,51%
3	0	3	314%	Asian Pacific Wire & Cable	3%	2,87%	0	3	3	72%	Hammond Manufacturing	77%	1,29%
3	0	3	169%	Deswell Industries Inc	5%	2,73%	3	1	4	269%	Dover Downs Gaming	0%	1,77%
1	1	2	74%	Velcan Energy	12%	0,48%	1	0	1	86%	I Grandi Viaggi	16%	2,13%
0	1	1	56%	Gravity Corp Ltd	-8%	1,69%	2	2	4	42%	SunLink Health System	46%	2,62%
3	2	5	142%	Emerson Radio	-38%	1,03%	3	1	4	249%	Signaux Girod	-5%	1,70%
3	1	4	96%	Enteq Upstream Plc	6%	2,03%	1	3	4	50%	Amrep Corp	63%	2,50%
0	3	3	43%	Richardson Electronics Ltd	22%	1,13%	3	1	4	198%	Gafisa S.A.	-6%	2,66%
3	1	4	484%	Rubicon Technology Inc	-44%	0,56%	3	1	4	587%	Civeo	-29%	1,44%
3	0	3	130%	GigaMedia Ltd	-4%	0,93%	3	3	6	136%	Thalassa	-10%	1,74%
0	0	0	29%	CDI Corp	17%	1,10%	0	2	2	57%	Hyduke Energy Services	38%	1,10%
							3	1	4	176%	Bernard Loiseau	-9%	0,85%
							3	1	4	343%	Allied Health Care Products	-52%	0,45%
							0	2	2	73%	O2 Micro International Limited	18%	1,06%
							3	1	4	101%	Melcor Development Ltd	6%	1,01%
							2	0	2	71%	Pittards Plc	32%	1,34%
							1	3	4	60%	CPH Chemie und Paper Holdir	24%	1,17%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	1	4	111%	Eastern European Property	-35%	0,45%	2	3	5	101%	GEA	10%	0,97%
0	2	2	28%	Luxempart	42%	1,38%	1	2	3	71%	Global Sources Ltd	38%	1,38%
0	1	1	24%	Dundee Precious Metal	-46%	1,63%	1	2	3	64%	FutureFuel	-1%	1,02%
0	3	3	2%	Sofragi	38%	0,84%	0	1	1	61%	ADL Partner	-19%	0,81%
2	3	5	62%	(ADR ) First Pacific Ltd	-22%	0,87%	3	2	5	261%	Dillard's Inc	-33%	0,62%
1	3	4	25%	(ADR ) Jardine Stratégic Ltd	12%	1,25%	3	1	4	161%	Kohl's Corporation	-1%	0,96%
0	2	2	66%	Argonaut Gold	-39%	0,77%	3	1	4	106%	Graine Voltz	-7%	0,86%
2	0	2	58%	Sprott Ressources Corp	-70%	0,53%	3	3	6	307%	Apollo Education Group	-5%	0,89%
3	1	4	307%	Aurico Metals Inc	7%	0,98%	2	2	4	92%	Holland Colours NV	9%	1,09%
3	3	6	86%	Great Eagle Holdings Ltd	47%	1,37%	3	2	5	112%	Millenium & CopThorne Hotels	1%	1,01%
1	2	3	35%	Symphony International Holdings L	13%	1,05%							
1	2	3	29%	Bonheur ASA	-37%	0,64%							

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



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

Le bilan annuel clôturé au 30 avril nous présente une valeur patrimoniale en recul à 8.53\$. Le chiffre d'affaires est en recul de 16% par rapport à 2015. La société signe une perte de -1.27\$ par action et semble éprouver la plus grande difficulté à gérer sa restructuration.

Le CEO Edward B Cloues nous explique que la restructuration est terminée. Il semble satisfait que la structure de la société soit simplifiée, plus que nous en tous cas. Et déclare qu'il va se concentrer sur la recherche d'opportunités de croissance. L'affaire est donc à suivre pour voir si les mots vont se traduire dans les futurs bilans de la société.

### **Apollo Education (USA) Ticker : APOL**

Les résultats du T3 2015-2016 arrêtés au 31 mai 2016 sont catastrophiques. L'activité baisse de -17,5% et le résultat opérationnel, bien que positif est divisé par 3 à 31,2 M USD. Les résultats sont impactés par une baisse de l'activité doublée de charges de restructurations en hausse. Si on ajoute à cela une petite dilution supplémentaire, notre objectif de cours RAPP concède -7,9% à 33,34 USD. Un niveau bien supérieur au cours de 10 USD proposé par l'OPA. Nous dormons donc sur nos deux oreilles.

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

Les résultats du 1er semestre de la mine d'or sont en demi teinte. Si le premier trimestre s'était clôturé par un bénéfice symbolique, le second est, quant à lui, en très léger déficit, ce qui nous laisse perplexe alors que les conditions de marché de l'or se sont tout de même nettement améliorées. C'est du côté des coûts d'extraction qu'il faut regarder pour comprendre ce phénomène : ceux-ci ont augmenté pour s'établir à 776 USD l'once, plus haut que l'année précédente mais, finalement, en ligne avec les estimations de la direction qui les projetait à 775 USD l'once.

# News de nos sociétés

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

Malgré une baisse des ventes de 11 %, Asian Pacific Wire and Cable confirme son retour aux bénéfices en ce 1er semestre : le résultat net est positif pour 0,23 USD par action (vs une perte de 0,26 USd l'année précédente). Mais lorsqu'on examine en détail celui-ci, il est à relativiser : le retour aux bénéfices est dû presque exclusivement à une reprise de réduction de valeur sur les stocks et à la vente avec plus-value d'un immeuble. Nous avons néanmoins la confirmation que l'immobilier vaut effectivement plus que sa valeur aux livres ... on se console comme on peut ...

En attendant, la VANT continue de prendre un peu d'embonpoint en approchant les 10 USD par action, laissant un potentiel d'appréciation théorique assez appréciable.

## **Aurico Gold (Canada) Ticker : AMI.TO**

Notre investisseur en royalties sur l'or a procédé à une augmentation de capital. Celle-ci s'est faite plus ou moins au cours de bourse ... ce qui n'empêchera pas une dilution des actionnaires historiques, puisque la juste de valeur de la société se situe significativement au-dessus de ce cours de bourse. La direction compte utiliser le produit de cette opération pour acquérir d'autres royalties et financer les investissements nécessaires à la mise en service de la mine de Kemess, l'unique projet opérationnel de la société.

Au cours du 1er semestre, la perte reste contenue à 0,02 CAD par action et la direction annonce des prévisions en augmentation en ce qui concerne les redevances à encaisser pour l'ensemble de l'année 2016.

## **Aviat Network (USA) Ticker : AVNW**

A annoncé le 10 août des partenariats stratégiques avec des fournisseurs de logiciels et les institutions de recherche pour l'automatisation et le contrôle avancé des réseaux de micro-ondes.

Aviat a choisi MetaSwitch Networks pour fournir des solutions logicielles intégrées riches en fonctionnalités .

## **Blur Group (UK) Ticker : BLUR.L**

Le premier semestre de la société clôturé au 30 juin est assez médiocre, avec une VANT en recul de près de 40% à 10.73 Gbx. Le chiffre d'affaires a quant à lui chuté de 62%. Heureusement que les coûts des produits sont flexibles et sont donc également en recul de 51%, tout comme les frais fixe qui ont été pratiquement réduits de moitié. Au final, nous avons une perte de -0.06,\$ comparée à une perte de -0.09\$ sur le même semestre de 2015. Nous précisons que les compte de la société sont publié en USD alors que la société est cotée sur la bourse de Londres en Gbx. Ce rapport trimestriel est donc paradoxal sur le fait que le chiffre d'affaires a été littéralement dynamité, mais que les pertes finales sont moindre, l'ensemble comparé au même semestre en 2015.

Nous rappelons aussi pour ceux qui ne connaîtraient pas l'activité de l'entreprise, que Blur offre des services de management aux entreprises et propose une plateforme qui met en relation les fournisseurs de services et des clients «

## News de nos sociétés

corporate » potentiels. L'analyse de la société a été présentée dans la lettre n° 58 de février 2016.

C'est le CEO de la société, Philip Letts, qui nous a fourni les explications pour mieux comprendre le paradoxe de ce rapport trimestriel. En fait la direction a compris que multiplier les petits clients augmente les frais à tous les niveaux et donc que les marges bénéficiaires sont rognées par ces coûts. Elle a donc décidé d'abandonner ses clients de petite taille pour se concentrer sur des sociétés internationales, ce qui va lui permettre de réduire les coûts et donc d'augmenter ses marges bénéficiaires...

Nous sommes donc, et en conclusion, devant une restructuration marketing d'ampleur!

### **Continental Material (USA) Ticker : CUO**

L'action progresse de plus de 38% sur le seul mois d'août profitant d'une excellente publication trimestrielle au 16 août 2016. La VANT progresse de +4,4% à 24,10 USD par action. Le cours actuel de 24,70 USD dépasse largement la VANT et nous ne suivrons donc plus cette valeur que nous avons analysée en mars 2016 sans acheter de titre. Le cours a progressé de +110,4% depuis notre analyse, à un cours de 11,74 USD (soit 6 mois).

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

L'année 2015 a été moyenne pour la société, c'est ce que dévoile le bilan annuel clôturé au 31 mars 2016. Même si la VANT est en très léger recul à 4.78\$ et que le chiffre d'affaires a augmenté de 17%, le coût des produits a lui aussi augmenté de 17% et un change défavorable fait signer à la société une perte de -0.31\$ au lieu de -0.17\$ sur l'année 2015. Nous pouvons commencer à dire à ce stade que rien de ce qui a été annoncé par la direction ne s'est concrétisé et les embellies que nous avons détectées aux fils des rapports trimestriels de 2015, n'étaient pas très consistantes.

Le crédit que nous accordons à cette direction est de plus en plus mince et des doutes de plus en plus importants quant à sa faculté à créer de la valeur pour l'actionnaire, même temporairement, sont quand même permis, même si avec une daubasse tout peut toujours et encore arriver.

### **Dillard's (USA) Ticker : DDS**

Sur le T2 2016 clôturé au 30 juillet 2016, Dillard's accuse un recul de ses ventes de 4% par rapport au T2 2015. Comme évoqué pour Kohl's, le secteur est exposé à une surabondance de centres commerciaux sur le territoire américain. La concurrence croissante d'Amazon n'arrange rien. Le résultat s'en trouve par ailleurs impacté, puisque même s'il reste largement positif à 169 M USD sur les 6 premiers mois de l'exercice, il est en baisse de -30%.

Heureusement, le management continue de racheter des titres sur le marché pour les annuler. En y consacrant 54 M USD sur le T2, ce sont 900 000 actions qui ont été annulées. Sur le programme de rachat d'actions de 500 M USD, il reste encore 387,5 M USD d'autorisation.

Du fait de bénéfices, certes réduits, mais bénéfices tout de même et de la ré-

# News de nos sociétés

duction du capital, notre objectif cours RAPP progresse donc de +1,9% à 227,77 USD par action.

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

Notre casino signe un bon semestre clôturé en juin et voit sa VANT augmenter à 3.73\$. Le chiffre d'affaires est en progression de 1.45%. Le chiffre d'affaires segment jeu progresse de +2.05%, alors que le service hôtelier est en recul de -2.18%. Nous voyons donc concrètement se poursuivre l'embellie entamée voici un an. La chasse à la réduction des coûts fixes menée par la direction se poursuit avec un recul de -7.50% sur le semestre. Au final, le profit est de +0.02\$ alors qu'il était de +0.01\$ un an plus tôt sur le premier semestre 2015.

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

Deux bonnes nouvelles sur août. Tout d'abord, le redémarrage de la fonderie namibienne le 13 août après 3 semaines d'arrêt. La deadline fixée a été respectée.

L'autre nouvelle est l'accord donné par les autorités bulgares pour le projet de la mine de Krumpvgrad. Petit à petit, ce projet poursuit son chemin.

## **Emerson Radio (USA) Ticker : MSN**

Sans surprise, avec la perte des nombreux contrats (dont Target qui pesait plus de 50% du business), l'activité est sensiblement impactée. Le chiffre d'affaires est divisé par 3, à 6M USD. Étrangement, la Daubasse ne semble pas avoir un management trop « daubasse » car la perte opérationnelle est symbolique à -84 000 USD et la perte trimestrielle est de -54 000 USD. Ce qui permet à la société de maintenir son incroyable niveau de cash de 52,9 M USD, soit 1,95 USD par action pour un cours actuel de 0,88 USD.

Ainsi, la VANT est stable à 2,06 USD par action et représente un potentiel de +133%. La solvabilité est encore excellente avec notre ratio maison qui atteint 664% ! Le titre a repris en août (+25%) un peu du terrain perdu depuis le début de l'année.

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

Les résultats opérationnels du holding asiatique sont relativement décevants puisque, si le chiffre d'affaires consolidé de l'ensemble des filiales augmente de 3 %, le bénéfice consolidé baisse, quant à lui, de 19 %. C'est essentiellement la principale participation, Philippine Long Distance Telephone Company, qui est la cause de cette contre performance.

Mais dans un holding, ce qui nous intéresse surtout, c'est sa valeur intrinsèque et celle-ci a relativement bien progressé : nous calculons la valeur du certificat ADR à 7,55 USD, ce qui, malgré la hausse du cours du certificat depuis le début de l'année, nous offre toujours une décote de plus de 50 %.

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

L'embellie se confirme pour le chimiste-producteur de biocarburant. Et, de manière un peu surprenante (en tout cas pour nous), c'est précisément le segment biocarburant qui booste le rendement, la partie « chimie » étant confrontée à

# News de nos sociétés

la contraction de l'activité dans les secteurs des énergies et de l'agriculture qui constituent ses principaux débouchés.

Fin juin 2016, le chiffre d'affaires se contracte de près de 28 % ... mais le bénéfice explose en multipliant par 3,5 par rapport au 1er semestre 2015. Relativisons malgré tout : l'essentiel de cette hausse provient de crédits d'impôt obtenus en raison même des activités de biocarburant.

Mais ne boudons pas notre plaisir : ces bons résultats nous permettent d'ajuster notre objectif de cours pour cette RAPP à la hausse de 6 %, à 19,33 USD.

## **Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA**

Si la VANT augmente de +7,2% sur le deuxième trimestre 2016, c'est essentiellement dû au change. En effet, le BRL s'est apprécié de près de 10% sur les 3 derniers mois. La VANT ressort à 4,54 USD par action ADR, soit un potentiel de +204 au cours actuel de 1,49 USD. Le ratio de solvabilité reste sous surveillance à 50,6%. Il est en légère baisse puisqu'il était de 50,8% à l'issue du T1 2016.

Enfin, le serpent de mer sur la vente de la filiale Tenda qui avait été initié il y a plusieurs années, puis abandonné... revient sur le devant de la scène. Le Groupe Gafisa a engagé la banque Rothschild pour créer de la valeur pour les actionnaires, soit par une vente directement de la filiale à un industriel du secteur ou à des financiers, ou bien, par une mise sur le marché de Tenda. Si cette opération a lieu dans de bonnes conditions (c'est-à-dire à des niveaux de valorisation correctes), ce serait un très bon catalyseur. Affaire à suivre...

## **GEA (France) Ticker : GEA.PA**

GEA a publié un chiffre d'affaires pour son 3ème trimestre de l'exercice fiscal 2015-2016 de bonne qualité. Il progresse en effet de +47,3% à 11,77 M EUR vs 7,99 M EUR sur le T3 de l'exercice précédent. Même si la direction se veut prudente sur le fait que niveau d'activité en hausse ne signifie pas « marges en hausse », nous sommes tout de même plutôt agréablement surpris, d'autant plus que le management est toujours « trop prudent », notamment sur son matelas de cash dont il ne sait que faire... Sur 9 mois, le CA est en hausse de +3,6% à 36,16 M EUR.

## **GigaMedia Ltd (Taiwan) Ticker : GIGM**

Le rapport semestriel clôturé au 30 juin nous montre une VANT en léger recul à 5.86\$. Par rapport à juin 2015, les revenus ont diminué de 25%. La perte est de -0.19\$ par action alors qu'un an plus tôt il y avait un profit de +0.12\$, ce qui rend difficilement intelligible le commentaire du manager Collin Hwang qui justifie sa perte en expliquant que le second trimestre est généralement très faible. Pourquoi dans ce cas le résultat était-il quand-même positif en juin 2015 ? A partir de là, nous avons difficile à croire les déclarations suivantes du CEO qui nous dit que les prochains trimestre seront positifs...

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

Avec les nouvelles pertes du 2ème trimestre de -2,8 M USD vs -1,4 M USD au T2 2015, la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) de la société techno coréenne baisse de -6,9%, à 6,64 USD par action ADS. Par contre, le cash est particulière-

# News de nos sociétés

ment bien géré, puisque la trésorerie et ses équivalents sont en hausse et atteignent 9,34 USD par titre coté qui se négocie sur le NASDAQ à 5,20 USD. La solvabilité est excellente, elle progresse à un niveau record de 283%. Si la croissance et la rentabilité de la société ne sont pas assurées, sa structure financière lui assure de passer encore quelques trimestres avec une grande sérénité.

## **Great Eagle Holdings (Hong Kong) Ticker : GEAHF**

Notre holding immobilier / hôtelier asiatique a publié ses résultats semestriels. La NAV baisse un peu à 10,37 USD par action, mais elle ne tient pas encore compte des cessions immobilières qui ont été effectuées sur les propriétés immobilières. A noter également de nombreux projets hôteliers qui sont prévus sur les 4 prochaines années. En tout, pas moins de 18 nouveaux hôtels pour plus de 4 400 chambres, avec toujours la même stratégie : être propriétaire des hôtels sur les marchés occidentaux (US, Tokyo, ...) et des délégations de gestion pour la Chine continentale. Une approche approuvée à 100% par l'Équipe des Daubasses qui ne serait pas à l'aise de détenir des actifs au sein d'une dictature communiste.

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

Les résultats du 1er semestre se tassent de manière assez conséquente avec un bénéfice par action de 0,10 CAD vs 0,16 CAD l'année précédente. Le programme d'investissement entraîne, sans surprise, une diminution de la solvabilité de la société qui reste correcte à 53 %. La VANT est stable à 3,78 CAD. La direction explique que ce sont l'impact négatif de l'évolution des taux de change et les incertitudes qui entourent l'industrie pétrolière (un des principaux clients d'Hammond) qui expliquent cette déception. Le coût du programme d'investissement, un peu à contretemps, et les difficultés rencontrées pour sa mise en service, pèsent également sur le résultat. Manifestement, les coûts de lancement des nouvelles lignes de production continueront à obérer les résultats pour le reste de l'année. Reste à espérer que des gains de productivité seront engrangés pour les années à venir...

## **Hyduke Energy Service (Canada) Ticker : HYD.TO**

En comparant le rapport du T2 2016 publié le 12 août avec le T2 2015, les chiffres ne sont pas flatteurs : l'activité chute de -20% avec une perte trimestrielle de -1,6 M CAD. On pourra se satisfaire d'une seule chose: les frais généraux qui ont été réduits de plus de -20% sur la période, conformément aux objectifs fixés par la direction. Maigre consolation... La VANT est en baisse de -12% à 0,39 CAD par action. Et la solvabilité ressort à 58,3%. Pour notre parapétrolière, il est plus que grand temps que le baril remonte durablement à des niveaux porteurs pour l'industrie pétrolière canadienne... et plus particulièrement pour le carnet de commandes d'Hyduke. Car le bilan de la société se dégrade très rapidement.

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

Un nouveau trimestre (T2 arrêté au 30 juillet 2016)... de bénéfices pour notre retailer US ! Ce n'est pas une nouvelle forcément évidente, car bon nombre des

# News de nos sociétés

concurrents sont en difficulté. En fait, il y a une surcapacité évidente sur le marché US avec des supers centres commerciaux qui vendent de moins en moins. Le nombre de visiteurs a par exemple baissé de 50% entre 2010 et 2013, et si on l'en croit [cet article](#), 15% des centres commerciaux devraient disparaître chez l'Oncle Sam.

Kohl's s'en sort avec des bénéfices (0,77 USD par action), mais a quand même dû fermer plusieurs magasins. Il est prévu d'en fermer 18 en 2016. Ainsi, la société a ainsi reconnu 119 M USD de charges sur le T2 liées à ces fermetures. Notre objectif de cours RAPP se maintient à un niveau bien supérieur au cours actuel à 115,63 USD par action.

Enfin, nous restons vigilants sur le ratio de solvabilité qui s'approche dangereusement de notre limite des 40% puisqu'il est de 41,2% à l'issue de ce T2.

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

Avec les données annuelles 2016 arrêtées au 30 mai 2016, nous avons mis la fiche de la société à jour. Le principal fait marquant de l'exercice et qui modifie grandement le bilan est l'augmentation de +3,9 M GBP de la valeur des terrains et immeubles qui s'explique par l'acquisition et l'extension de l'entrepôt de la filiale allemande. Ainsi le ratio VANE à 0,81 à une valeur de 0,45 *pences* et la VANT augmente de +9,0% à 0,49 *pences*, représentant encore un potentiel de +45% au cours actuel. La solvabilité se détériore un tout petit peu de 4 points à 74%, soit largement au delà des 40% que nous exigeons pour notre ratio de solvabilité maison.

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

Quelques mouvements au sein du portefeuille du holding se sont déroulés au cours du 1er semestre 2016 : l'allègement de la ligne en SES (déjà annoncée précédemment) mais aussi dans RTL Group.

En *private equity*, l'achat d'actions d'Euroschiller, une société italienne active dans les systèmes de refroidissement avait été annoncé, mais pas celui d'une participation dans Marilink, la branche « communications » d'Airbus. La participation dans O3b a été cédée à SES (il semble que Luxempart se désengage finalement fortement de ces activités satellitaires) et des positions dans le capital de Inseec (France) et Deutsche Fachpflege ont été initiées.

Nous notons aussi que l'investissement dans Kaufman & Broad, le promoteur immobilier français, semble se classer plutôt dans les investissements d'accompagnement à long terme.

Au 16/08, la valeur intrinsèque du holding s'établit, selon la direction, à 56,38 euros. Dans la prochaine lettre, nous ferons nos propres calculs « maison » (rendus de plus en plus difficiles par l'opacité de plus en plus grande dans le détail des participations détenues).

## **MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L**

Cette fois, la *recovery* que nous pressentions prudemment lors de la présentation des résultats du 1er semestre semble belle et bien confirmée par la publication des résultats de l'année complète. Jugez-en vous-même : hausse du

# News de nos sociétés

chiffre d'affaires de 13 % à périmètre comparable et bénéfice de 0,4 GBX par action (vs une perte de 5,7 GBX l'année précédente).

Conformément à la stratégie mise en place, c'est la division « jardinage » qui tire la croissance du groupe, la direction ayant décidé de gérer la division « loisirs » en déclin et de réduire la dépendance du groupe à celle-ci.

Comme toujours, la direction reste nébuleuse sur les perspectives se contentant de déclarer « qu'elles sont conformes aux attentes ».

## **Melcor Developments Ltd (Canada) Ticker : MRD.TO**

Sur le T2 2016, Melcor Developments a généré un résultat opérationnel de 10,5 M CAD, en baisse de -44% par rapport au T2 2015. Ce fort recul s'explique principalement par une dépréciation de la valeur de la foncière détenue à 56,7% Melcor REIT.

A cause du versement du dividende sur la période de 0,12 CAD par action, la VANT est en baisse de -0,05 CAD (-0,2%) à 28,81 CAD. Ce qui laisse tout de même un potentiel de hausse de plus de 100% au cours actuel ! Le ratio de solvabilité est stable à un niveau relativement sécurisant de 51,6%.

## **Millennium & Copthorne Hotels (UK) Ticker : MLC.L**

La direction n'y va pas par 4 chemins et nous explique clairement qu'elle est déçue de la performance du 1er semestre. Les hôtels à New York et Singapour notamment ont pesé sur le résultat pour le réduire de 17 % par rapport à l'année précédente, à 9,3 GBX par action.

Si nous apprécions la franchise « cash » des managers du groupe, nous aimons moins les explications un peu « faciles » avancées ensuite : les risques terroristes et le brexit ...

Néanmoins, ceux-ci nous expliquent qu'ils comptent adopter une attitude prudente vu l'incertitude ambiante et qu'ils vont *checker* les dépenses en investissement qui avaient été prévues.

Notre objectif de cours pour cette RAPP s'établit à 9,14 GBP.

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

Le fabricant de meubles poursuit sa mue et sa lente réorganisation, en séparant ses activités en deux entités distinctes.

L'une comprend les produits de marques « Natuzzi » et sera dirigée par un nouveau manager qui a une longue expérience dans le « luxe » avec, entre autres, des passages chez Hugo Boss, Darty ou Baccarat. L'autre entité se dénommera « Softaly » et comprendra les marques privées du groupe.

Enfin, nous apprenons que la dernière vague de réduction des effectifs est en cours.

Nous déduisons de tout ceci que Natuzzi serait, en principe, en ordre de bataille pour entamer l'année 2017 ... du moins nous l'espérons.

## **Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN**

Avec le rapport du semestre clôturé le 30 juin, nous constatons un nouveau recul de la VANT à 3.86\$. Le chiffre d'affaires est en recul de 52%... C'est grâce à

# News de nos sociétés

un léger effet de change que les pertes sont en léger recul à -0.59\$ au lieu de -0.65\$ voici un an sur le même semestre.

Du côté du CEO Bill Weismann, toujours le même constat : un excédent de saphir sur le marché, une orientation vers le secteurs du saphir optique et industriel, et de possibles solutions de rechange pour essayer de créer de la valeur pour l'actionnaire. Quand la chanson commence à être connue, ce n'est jamais bon signe et nous avons l'impression de commencer à connaître la chanson de Bill Weismann.

## **Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA**

En publiant un CA sur neuf mois en baisse de seulement -0,8% à 27,0 M EUR, et surtout parfaitement stable sur le T3 2015-2016 par rapport à la période 2014-2015, c'est plutôt une bonne surprise que nous constatons. Et le management d'ajouter : « Le chiffre d'affaires consolidé, en légère avance sur nos estimations, confirme les perspectives d'amélioration du résultat pour cet exercice ». Plutôt de bon augure !

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

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

62.13 % d'actions

26.76 % d'obligations

10.22 % de liquidités ou placements court terme

0.89% dépôts de garantie

- Au 31 juillet 2016, la société offrait une répartition d'actif suivante :

60.19% d'actions

26.10% d'obligations

12.46% de liquidités ou placements court terme

0.85% dépôts de garantie

Nous n'observons pas grand changement dans le rapport de juillet par rapport au mois de juin. Le seul élément que nous notons, est une baisse de la partie actions de 2% au profit des liquidités.

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

En lisant l'annonce des résultats du 1er semestre, nous avons le sentiment que la direction se moque un peu de nous et nous apprécions très peu ce genre d'humour.

En effet, elle nous explique presque triomphalement que « (la société) a fait des progrès dans le repositionnement du portefeuille pour profiter d'une reprise dans le secteur des ressources naturelles ». C'est vrai que Sprott Resources profite magnifiquement de la reprise : alors que le cours du pétrole a gagné 40 % depuis le début de l'année, la valeur intrinsèque de Sprott a perdu 20 % pour s'établir à 0,89 CAD.

En attendant, Long Run a été vendue et l'endettement a été ramené à des proportions convenables.

# News de nos sociétés

## SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

Nous vous rappelons ici la grosse nouvelle que nous vous avons fait parvenir par mail le 24 août dernier :

*« En pleine période estivale, les marchés continuent de vivre à l'image de la société SunLink Health Systems qui a annoncée la cession d'un de ses hôpitaux : le Chestatee Regional Hospital à Dahlonaga. Cette vente à environ 15 M USD générera une plus-value de l'ordre de 7 M USD selon le management. Soit l'équivalent de la capitalisation boursière de la société avant l'annonce.*

*Évidemment, le titre a fortement rebondi dans la foulée avec des pics à +120% en séance lundi dernier.*

*Fidèles à notre approche, nous restons stoïques face à cette envolée. Notre objectif de vente qui est la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) devrait progresser de plus de +0,50 USD par action - même en tenant compte d'une éventuelle perte sur le deuxième trimestre - et dépasser largement les 2,00 USD par action. Nous attendrons les prochaines publications financières pour confirmer cela.*

*Nous vous souhaitons une excellente fin d'été. »*

A noter au passage que le titre a retrouvé un cours supérieur à 1 USD. Ce qui la sauve temporairement du *delisting*. Un point également positif pour les investisseurs.

## Symphony International (Iles Vierges Britanniques) Ticker : SIHL.L

Lors de la publication du rapport du 1er semestre 2016, nous apprenons que la société a allégé partiellement sa plus grosse position : il s'agit d'actions de Minor International, un géant asiatique de l'hôtellerie et de la restauration.

Malgré cette opération, Minor reste la plus grosse participation, pesant +/- 50 % de la juste valeur totale du groupe, juste valeur que nous établissons fin août à 1,27 USD par action.

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

La société va récupérer une partie de la somme d'une vieille créance, soit 0,75 M USD . La société abandonne ainsi ses poursuites envers la société débitrice. Une autre nouvelle qui ne nous rassure pas trop, car elle signifie des capitaux investis à risque... Thalassa Holdings a dépensé 400 000 GBP pour acquérir 40 000 000 actions de Papua Mining PLC à 1 pence. C'est une société cotée sur la place de Londres depuis mars 2012 avec pour code PML. La société cote actuellement à 1,75 *pences*. A priori, l'opération ne semble pas trop mauvaise. Une augmentation de capital va être proposée à tous les actionnaires de Papua. S'ils exercent tous leurs droits, Thalassa détiendra ainsi 22,4% du capital de la société.

Qu'est-ce que Papua Mining PLC ? C'est un producteur d'or et de cuivre en Papouasie de 9,3 M USD de fonds propres, essentiellement constitués de dépenses d'explorations capitalisés (plus de 17 M USD de dépenses cumulées avec 12 licences sur un total de 2 435 km<sup>2</sup>). Thalassa prend part, certes à un prix défiant toute concurrence, mais sur un business très risqué, sans visibilité lié à l'exploration minière. Dont des potentiels résultats ne sont attendus que dans X années, après Y augmentations de capital... Une tournure inédite dans l'histoire de toutes les sociétés que nous avons pu suivre.

# News de nos sociétés

## The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Le second trimestre de la société se clôture par un profit de 0.01\$ par action alors qu'un an plus tôt sur le même trimestre, la perte s'élevait à -0.08. La VANT est en très légère progression et s'établit à 5.16\$. Sur le semestre, le chiffre d'affaires est toujours en recul de 8%, le coût des produits étant également en recul de 8%. L'effort est surtout produit sur les coûts fixes en recul de 17% par rapport au second semestre 2015. La perte a fondu comme neige est n'est plus que de -0.04\$ par action, au lieu de -0.14\$ un an plus tôt sur la même période.

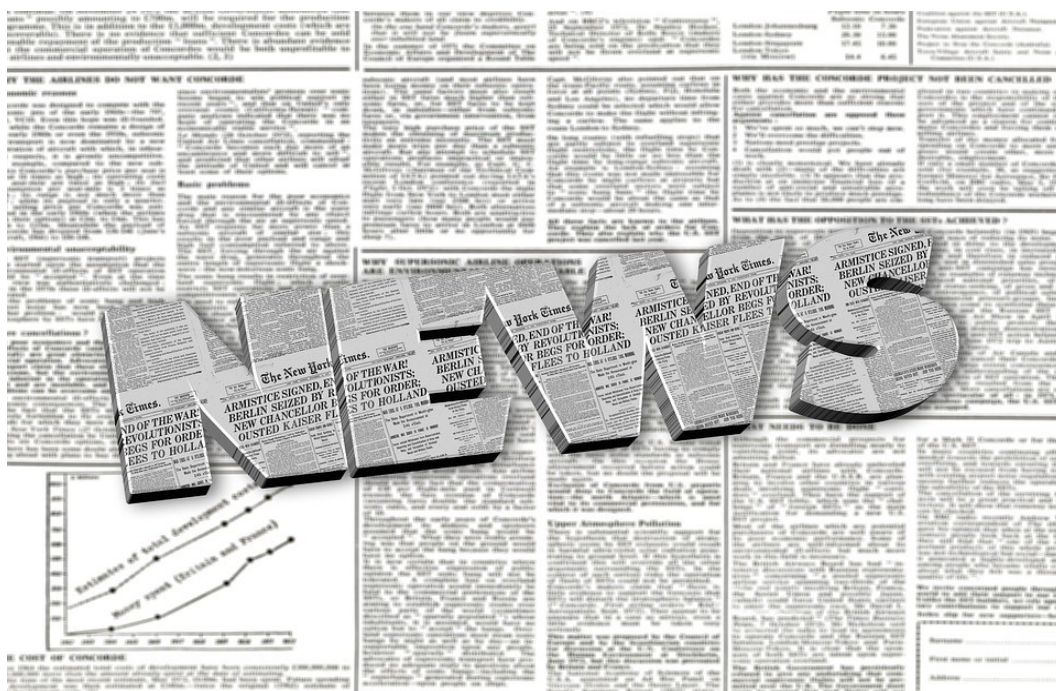
## Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Notre vendeur de cassettes VHS à l'origine, que nous détenons depuis maintenant plus de 7 ans, continue de nous étonner dans le bon sens du terme ! A défaut de réaliser des bénéfices comme un métronome trimestres après trimestre, la société a annoncé lors de la publication des résultats du 2ème trimestre qu'elle allait ouvrir 18 nouveaux magasins avant la saison de vacances, en plus de la reconfiguration de 14 autres magasins. Nous n'avons pas encore les données détaillées du bilan, mais nous avons déjà les résultats opérationnels du 1er semestre. L'EBITDA se dégrade de près de 1 M USD au 30 juillet 2016 à -2,1 M USD du fait de pertes qui s'accroissent malgré un gain de +0,8 M USD sur la période liée à un avis juridique favorable.

Nul doute que ces mauvais résultats vont impacter négativement la VANT de la société.

## Zwahlen & Mayr (Suisse) Ticker : ZWM.SW

Au vu des volumes anémiques sur ce titre, l'équipe a décidé à l'unanimité que ce titre n'était pas achetable du fait des volumes d'échange, malgré la décote. Aussi, nous ne suivrons désormais plus cette société dans les prochaines lettres.



# Analyses de société

## HMG Courtland Properties INC

(AMEX, Ticker : HMG / ISIN : US4042321004)

### I. Introduction

**HMG / Courtland Properties, Inc** Une fois n'est pas coutume, c'est une REIT que nous vous proposons dans cette analyse.

Kesako une REIT ? En très résumé, il s'agit d'une société qui, selon le droit américain, bénéficie de certains avantages fiscaux à condition de satisfaire à certaines obligations, la principale étant que l'essentiel de ses actifs soit constitué d'immeubles mis en location.

HMG Courtland, puisque c'est d'elle qu'il s'agit, est une société américaine créée en 1972 et qui détient un portefeuille d'immeubles de placement.

Néanmoins, comme vous allez le constater à l'analyse des comptes, HMG Courtland n'est pas tout à fait une société immobilière puisque la majeure partie de son actif est constituée de titres cotés dont un gros poste de participations dans d'autres REIT. On peut donc considérer qu'il s'agit plutôt d'une société patrimoniale.

Nous travaillons avec les comptes au 31/03/2016.

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

Nous relevons un actif courant de 21,80 USD par action, duquel nous amputons les intérêts des minoritaires et l'ensemble du passif. La VANN s'établit donc à 15,58 USD.

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

HMG détient de l'immobilier acquis pour 1,16 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20 % sur ce poste, ajoutons la VANN et obtenons une VANE de 16,50 USD.

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal qui est constitué des **placements de trésorerie**. Il représente 10,18 USD par action. 82 % de ce poste est constitué d'investissements dans d'autres REITS, c'est-à-dire d'autres sociétés immobilières. Le solde est constitué de fonds de placements, d'actions cotées ou de titres de dettes négociés en bourse. Nous n'avons hélas pas le détail des participations. Tout au plus la direction nous affirme-t-elle qu'il est très di-

# Analyses de société

versifié. Ce poste est évalué à la valeur de marché des titres détenus au moment de la clôture de l'exercice. Nous décidons de prendre une marge de sécurité de 20 % sur ce poste et amputons sa valeur aux livres de 2,04 USD.

Le second poste de l'actif courant est constitué de **liquidités détenues en banque**. Il représente 6,12 USD et n'appelle aucun commentaire particulier.

Mais ce n'est pas tout : nous trouvons aussi un poste intitulé « **autres investissements** » qui représente 3,76 USD par action. Il s'agit d'investissements dans des fonds de capital à risque dans lesquelles HMG Courtland est associé passif. L'accent est mis essentiellement sur les secteurs des technologies mais aussi, forcément, de ceux liés à l'immobilier. Il y aurait une quarantaine de lignes différentes. Ce poste est évalué au coût d'acquisition amputé de réduction de valeur si des moins-values sont constatées (mais il n'est pas tenu compte des plus-values éventuelles). Nous amputons ce poste d'une marge de sécurité de 20 %, soit 0,75 USD.

Enfin, le dernier poste que nous avons repris dans l'actif courant est composé de **deux créances**, l'une constituant le solde à recevoir sur la vente d'une participation et l'autre étant une avance à un promoteur immobilier. Toutes deux sont productives d'intérêt. Vu le peu de diversification et surtout d'information quant à la solvabilité des débiteurs, nous les reprenons pour la moitié de leur valeur aux livres, soit 0,60 USD.

Passons à présent à l'**actif fixe**.

Hormis l'**immobilier** abordé dans la VANE (essentiellement un immeuble de bureaux), nous trouvons une **participation dans un projet d'immobilier résidentiel** en Floride. Ce poste est évalué au prorata des fonds propres détenus. Nous prenons une marge de sécurité de 20 % et le valorisons à 1,80 USD.

Enfin, on trouve aussi une **participation de 49 % dans TGIF**. Il s'agit d'une société qui sert à prêter de l'argent ... au PDG de Courtland directement ou par l'intermédiaire de sa société holding. Une relation « incestueuse » qui n'est pas pour nous plaire. Ces avances sont productrice d'intérêts (3,5 % par an au 31/12/2015) et sont, en principe, exigibles à tout moment. TGIF détient également 10 200 actions de Courtland. Nous reprenons cette participation pour 50 % de sa valeur aux livres, soit 1 USD.

Après vérification, il existe quelques **stock-options** au profit de Maurice Wiener (le CEO) mais leur prix d'exercice se situe largement au-dessus du cours actuel et nous n'en tenons pas compte.

Par contre, en examinant les petits caractères des annexes au rapport financier, nous constatons que HMG Courtland s'est **portée garante des prêts bancaires** contractés par le promoteur immobilier en Floride dont il est question ci-dessus. Cette garantie s'élève à 11,11 USD par action. En cas de défaillance du

# Analyses de société

promoteur immobilier, nous ne pensons pas que HMG Courtland devrait intervenir pour l'entièreté de la garantie puisqu'il y aurait malgré tout des actifs immobiliers pour rembourser, au moins partiellement, les créanciers. Mais vous connaissez notre prudence de sioux et c'est bien pour ne pas la démentir que nous prenons en compte cette garantie octroyée pour 50 % de sa valeur, soit 5,56 USD.

En fonction de ce qui précède, nous attribuons à HMG Courtland une valeur de 10,35 USD dans le cadre d'un scénario de mise en liquidation volontaire.

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

Vu le peu d'activités opérationnelles qu'elle exerce, il nous est impossible de calculer la VCB de la société.

## **VI. Conclusions**

Au cours de notre achat à 10,50 USD, il est possible d'obtenir les marges de sécurité suivantes :

33% sur la VANN

36% sur la VANE

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 20,84 USD) est de : **+98%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **198 %**.

Ratio technologique = 0%

La société ne réalise aucune dépense de R&D.

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

Le fait que la société aligne les pertes comptables depuis plusieurs exercices, et aussi la relative opacité quant aux intentions finales de la direction, sont sans doute les principales raisons qui expliquent la faiblesse persistante des cours. L'actionnariat verrouillé par notre ami Maurice qui détient directement ou indirectement 55 % du capital empêche toute prise de contrôle hostile. Ajoutons pour couronner le tableau la faible capitalisation boursière d'à peine 10 millions de dollars qui tient à distance tous les « zinzins » qui ont besoin comme de pain de liquidité et nous aurons sans doute fait le tour des causes du peu d'attrait de HMG Courtland pour le marché.

# Analyses de société

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

La faillite du promoteur immobilier dont HMG garantit les dettes constitue sans doute le principal catalyseur potentiellement négatif. Le risque que le CEO pourrait « pomper » à son propre et unique profit la valeur créée doit aussi être pris en compte.

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

Il est très difficile de déterminer quelle est la juste valeur d'une série d'actifs : l'immobilier détenu en direct ou le *private equity* par exemple qui ne sont pas évalués à leur valeur de marché mais, en principe, sur une base très prudente. Quelques cessions avec plus-value pourraient bien faire passer les résultats comptables de HMG dans le vert.

C'est d'ailleurs ce qui s'était passé en 2013 lorsque la société avait vendu avec une énorme plus-value comptable ses intérêts dans un complexe immobilier récréatif : le cours avait été multiplié par 4, la décote sur la *book value* avait disparu et un dividende de 4 USD avait été distribué...



# Analyses de société

## Zamano plc

(Londres, Ticker: ZMNO.L / ISIN : IE00B1G17W46)

\*\*\* Eligible au PEA \*\*\*

### I. Introduction



Zamano est une société irlandaise cotée sur la bourse de Londres qui a pour activité tout ce qui s'articule autour des nouvelles technologies numériques et sur 3 métiers : des messageries instantanées pour les entreprises à base de Cloud (ou « informatique nuagique » pour les férus de français), des solutions de paiements sur mobile ainsi que des offres de marketing sur mobiles. Le terrain de jeu de la société est essentiellement le Royaume-Uni et l'Irlande. Par exemple, le géant Vodafone est l'un de ses clients.

Précurseur lors de sa création en 2000 avec pour objectif d'attaquer le marché du téléphone portable, la société s'introduit en 2006 à la bourse de Londres en levant 5,9 M EUR. Ce qui a permis un bon nombre d'acquisitions plus ou moins heureuses. La société emploie désormais 22 salariés, dont 9 sont consacrés à la Recherche et au Développement (R&D).

Le capital n'est pas exagérément verrouillé par un gros actionnaire, puisque 7 fonds d'investissement différents détiennent environ 57% du capital. Le flottant, qui est la part dans le publique, ou dit encore autrement, détenue par les petits porteurs et qui s'échange sur la bourse de Londres, représente 43% des titres constituant le capital.

Une des subtilités pour appréhender les données financières de Zamano réside dans les comptes en EUR pour un titre qui cote en pences (ou GBX) sur le marché britannique.

Le dernier rapport de référence utilisé pour nos calculs est le rapport semestriel clôturé au 30 juin 2016.

Nous avons retenu comme cours de référence le derniers cours coté du mardi 30 août 2016, soit 10,23 pences, que nous avons converti en EUR et qui devient donc 0,1202 EUR.

# Analyses de société

## II. Gestion

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

### 1. Évolution du nombre d'actions (en milliers)

2015	100 638
2014	99 586
2013	99 619
2012	96 175
2011	96 173
2010	96 052
2009	84 977
2008	85 078

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

En bonne société technologique qui se respecte, Zamano a dilué son capital au fil des ans pour rémunérer ses talents via des octrois d'actions et autres systèmes de stock options. Sur la période, le nombre d'actions en circulation a augmenté de +18,3%.

### 2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

2015	9,0%
2014	10,7%
2013	15,2%
2012	15,2%
2011	22,4%
2010	24,2%
2009	17,4%
2008	16,1%

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

C'est l'une des (rares) bonnes surprises de notre analyse. Si le niveau d'activité (cf. point 3.2. sur le chiffre d'affaires) a fortement baissé depuis 2008, la structure s'est amplement allégée. Un point que nous ne pouvons que saluer, car l'effet économie d'échelle ne joue plus du tout en faveur de la société avec une réduction significative du CA.

# Analyses de société

## 3. Rotation des stocks

**RAS**

*L'observation de l'évolution de ce ratio permet de vérifier que la direction gère ce poste de l'actif courant de manière optimale. Un ralentissement de la vitesse de rotation des stocks peut signifier un stock obsolète et/ou géré de manière peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.*

De par son activité essentiellement intellectuelle et numérique, la société ne possède aucun stock physique.

## 4. Création de valeur sur 8 années : -22,2%, ou -3,5 % par an

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

C'est la première fois que nous présentons une RAPP qui détruit de la valeur. Au-delà de la première lecture, il faut nuancer la chose. Tout d'abord, ce chiffre est minoré par le fait que la société a dilué les actionnaires historiques sur la période. Ensuite, de nombreuses acquisitions passées ont été dépréciées dans les comptes. Ce qui a amené Zamano à produire des exercices 2008 et 2010 extrêmement déficitaires. Dans une vision optimiste, en retraitant les dépréciations de Goodwill de ces 2 exercices, soit respectivement 12,7 M EUR et 5 M EUR, on améliorerait un petit peu les chiffres ci-dessus avec une création de valeur de +28,9% ou encore +3,7% par an...

**Conclusions** : On ne peut pas dire que l'actionnaire de Zamano ait été particulièrement choyé sur la période. Le management n'ayant pas réussi à créer beaucoup de valeur sur les 8 dernières années. La bonne gestion des frais généraux est quand même un signe positif de relative bonne maîtrise des coûts. Le problème semble être autre part... les acquisitions par exemple.

## **III. Solidité bilantaire**

(nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle)

### 1. Ratio courant : 1,85

*Ce ratio compare les actifs courants de la société avec ses passifs à court terme. Il nous permet d'apprécier la capacité de la société à faire face à ses échéances*

# Analyses de société

*financières à court terme et à disposer de suffisamment de liquidités pour pouvoir tourner.*

Les actifs courants couvrent 1,8x les passifs courants. La société finance donc largement ses besoins à court terme avec ses ressources de court terme. Il ne devrait pas y avoir de pression financière particulière dans les mois à venir.

## 2. Trésorerie nette par action : 0,0738 EUR

*Nous calculons ce montant en amputant le cash et les placements de trésorerie de l'actif, de l'ensemble des dettes financières du passif, qu'elles soient à long ou à court terme.*

La trésorerie nette représente 61% de la valorisation actuelle de la société. Zamano dort sur un matelas de cash de 7,4 M EUR et n'a aucun endettement.

## 3. Rapport free cash-flow moyen /dette long terme : 0

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

La société n'a aucun engagement à long terme

## 4. Ratio de solvabilité :102%

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

La solvabilité de l'entreprise est excellente. Elle est bien capitalisée, elle utilise peu de levier avec des capitaux propres qui représentent 67% du bilan, est en possession d'un niveau élevé de trésorerie et n'a recours à aucun endettement bancaire.

**Conclusions** : La société a un bilan très très solide. Il faut maintenant voir ce qu'il en est de sa capacité bénéficiaire.

# Analyses de société

## IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

### 1. Bénéfice par action (pour rappel en EUR)

2015	0,0212
2014	0,0190
2013	0,0172
2012	0,0365
2011	-0,0061
2010	-0,1383
2009	0,0103
2008	-0,0426

Après des années de vaches maigres liées à des acquisitions non rentables sur la période 2008 - 2011, les 4 années suivantes de 2012 à 2015 ont permis de largement redresser la barre.

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

2015	0,2414
2014	0,1995
2013	0,1610
2012	0,1997
2011	0,1561
2010	0,1644
2009	0,2951
2008	0,4868

Le CA de 2015 est en fort repli si on le compare avec le CA de 2008 et de 2009. Mais que vaut un CA élevé s'il ne permet pas de marger derrière ?

### 3. Free cash-flow par action

2015	0,0224
2014	0,0187
2013	0,0180
2012	0,0383
2011	-0,0056
2010	-0,0130
2009	0,0314
2008	-0,0402

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son ac-

# Analyses de société

*tif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.*

Les seules années de FCF négatifs sont les années de croissance externe. Ce ne serait pas un élément alarmant si ces acquisitions avaient in fine créé de la valeur... et encore, nous ne vous présentons pas l'exercice 2007 durant lequel la société a acquis une société pour 14,5 M EUR... avec les résultats désastreux que nous avons vu plus hauts sur les bénéfices.

Une fois cette ère de diversification passée, à partir de 2012, on repart sur de bons niveaux de génération de flux de trésorerie.

## 4. Dividende par action

**RAS**

La société n'a jamais distribué de dividende... elle préfère investir et notamment réaliser de la croissance externe (!) avec ses capitaux excédentaires.

## 5. Marge d'exploitation

2015	10,2%
2014	11,2%
2013	13,9%
2012	10,7%
2011	-2,2%
2010	-81,5%
2009	6,0%
2008	-6,7%

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

Ici, encore, on voit le résultat des dépréciations de Goodwill (« survaleurs » en français) qui résultent des acquisitions passées peu pertinentes sur les exercices 2008, 2010 et 2011.

La barre a été nettement redressée à partir de 2012 en dépassant une marge de 10% depuis cette date. C'est un très bon niveau.

**Conclusions** : Il apparaît clairement 2 tendances. La première, de 2008 (et même 2007) à 2011, à marche forcée. La croissance externe a permis d'augmenter significativement le niveau de CA... mais les marges n'ont pas du tout été au rendez-vous ! Faire de la croissance, c'est bien. De la croissance rentable,

# Analyses de société

c'est mieux.

Ensuite, de 2012 à 2015, Zamano est restée concentrée sur ses métiers sans folie dépensière. Et là, cela a clairement payé sur l'amélioration de la marge.

## **V. Rentabilité**

(nous mesurons ici la capacité de l'entreprise à dégager de la rentabilité)

### **1. ROE**

2015	18,4%
2014	20,2%
2013	23,2%
2012	62,7%
2011	-28,9%
2010	-506,9%
2009	25,9%
2008	-47,6%

*Le Return On Equity compare le bénéfice net aux fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est satisfaisant.*

Si on exclut une nouvelle fois les « années catastrophes » 2008, 2010 et 2011, le ROE est excellent puisqu'il dépasse les 20% en moyenne. Et c'est un niveau d'autant plus surprenant que la société est surcapitalisée avec sa grosse position de trésorerie qui tire le ratio vers le bas.

### **2. Rapport free cash flow/dividende**

**RAS**

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

La société ne distribue pas de dividende.

**Conclusions** : La rentabilité est excellente.... quand la société ne doit déprécier dans ses comptes ses anciennes mauvaises acquisitions.

# Analyses de société

## VI. Valorisation

(nous donnons ici quelques éléments de valorisation de la société)

1. **PER 2015** : 5,7 (PER moyen des 8 dernières années : -9,7)
2. **Rendement dividende** : -
3. **Price to book 2015** : 1,04 (price to book moyen des 8 dernières années : 1,12)
4. **Price Net cash ratio** : 1,63 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus).
5. **Objectif de cours** de l'équipe des Daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour Zamano s'établit à **0,2694 pences** (= 26,94 GBX).

## VII. Conclusions

Zamano nous donne une impression bizarre... Elle a une rentabilité exceptionnelle quand elle se concentre sur ses activités et ne cherche pas à acquérir des sociétés à tout prix. L'allocation du capital ne semble pas terrible. D'après notre expérience professionnelle, c'est tout à fait typique des situations où des fonds d'investissement sont fortement présents au capital.

Aujourd'hui, la société a une très grosse tirelire : 7,4 M EUR. Et ce qui nous fait un peu peur repose dans un communiqué publié début août (et confirmé dans le rapport semestriel) dans lequel est précisé que les marges sont attendues en baisse dans les 3 métiers de la société. Et pour compenser cette baisse de marge attendue, devinez quelle solution est envisagée ? Allez, un effort, nous pensons que vous avez trouvé...

Hé oui ! Lors de la revue stratégique du 4 août, « *un petit nombre de potentielles acquisitions ont été identifiées dans les 3 secteurs* ». En espérant que l'histoire ne se répète pas.

La stratégie idéale qui créerait le maximum de valeur pour l'actionnaire serait selon nous :

- un retour aux actionnaires du trésor de guerre sous forme d'un gros dividende
- une concentration sur ses activités actuelles avec peut être des toutes petites acquisitions de niche

# Analyses de société

- se concentrer sur la marge des activités actuelles.

Mais impossible de dire quel chemin sera pris *in fine*. Et cette incertitude est trop élevée pour que nous devenions (pour l'instant ?) acquéreur d'actions de Zamano.

Enfin, terminons sur une note positive. Zamano emploie 9 ingénieurs en R&D, soit près de la moitié de ses 22 salariés. 41% pour être précis. Et sur les seules 5 dernières années, ce ne sont pas moins de 3,7 M EUR qui ont été consacrés à la recherche et au développement. Ce qui représente environ 30% de la valorisation boursière actuelle. Qui sait, peut-être que la société va développer quelque chose de *disruptif*, comme adorent à appeler les « start-upers », les business qui changent le monde ?



## Pour mieux appréhender « les Daubasses »



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

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

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

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

### **Approche Bottom up :**

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

### **Capitaux permanents :**

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

### **Collatéral :**

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

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

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

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

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

## Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

### **Fonds de roulement :**

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

### **Franchise :**

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

### **Goodwill :**

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

### **Rentabilité A Petit Prix (RAPP) :**

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

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

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

### **Rotation des stocks :**

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

### **Triple net :**

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

## Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## **Avertissements!**

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

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

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

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

**Daubasses.com**

**© Tout droits réservés**