

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 7
Suivi des sociétés analysées	page 9
News de nos sociétés	page 11
Analyse de la société Gravity Co., Ltd	page 19
Analyse de la société Snoozebox	page 23
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 27

Edito



Comment se préparer à une chute des marchés (qui n'aura peut être pas lieu)

Nouvelle année, nouvelles prévisions. Certains annoncent 2014 comme étant dans la continuité de 2013 où les marchés ont atteint de nouveaux sommets. Rien n'est moins sûr. Crise en Syrie, émergents rétrogradés en D2 (perte de confiance en Turquie, la dévaluation du Pesos argentin, une Ukraine au bord de l'explosion, le Brésil et l'Inde qui sont désormais des briques dans les portefeuilles, ...), fin des rachats d'actifs par la FED, ... Nouveau ciel bleu dans l'horizon boursier ou krach imminent, tous les scénarios sont possibles. Sans vouloir préjuger du futur, à la hausse ou à la baisse, vos serveurs se sont demandé comment se comporterait leur portefeuille en cas de gros temps.

Notre esprit, à l'opposé des consensus, nous a poussé à chercher le meilleur dans le pire. Les marchés les plus massacrés. Qui serait allé dans le photovoltaïque en 2011, en pleine crise de surabondance sur un marché saturé, dopé aux subventions publiques ? Qui serait allé chercher des valeurs italiennes en 2012 en plein marasme politico-économique d'un état de la « vieille Europe malade » ? Qui, en 2013, serait allé investir sur des mines d'or alors que les cours de l'or sont en pleine chute ? Pire, en persistant en 2014, en rachetant encore un couteau qui chute pour la 7ème fois, la dénommée Dundee Precious Metal, entreprise minière dont nous avons décerné la palme du producteur d'or le plus discount au monde ?

Oui, cher(e) abonné(e), vous avez reconnu la stratégie d'allocation du capital de votre équipe, contrarian dans l'âme et dans ses actes.

C'est aussi une approche à contre-courant qui a poussé votre équipe à s'intéresser à l'Asie du Sud-Est via deux holdings décotés (First Pacific et Jardine Strategic), notamment sur l'Indonésie, alors que les institutions internationales in-

Edito

diquaient que le pays connaissait un trou d'air économique. Nous avons enfoncé le clou avec un renforcement de First Pacific le 29 août 2013 à 5,03 USD par titre ainsi que le renforcement de Jardine Strategic le 12 décembre 2013 à 15,15 USD par titre.

Aujourd'hui, alors que l'ensemble des acteurs de marché fument de l'herbe, lunettes roses sur le nez (optimisme au beau fixe pour les mois à venir), il est légitime de se demander si le marché n'est pas en train de grimper les derniers mètres d'un grand huit pour atteindre le sommet avant la grande descente qui fait crier tout l'équipage. Certains crient, lèvent les bras, pleurent,... d'autres s'amusent.

Tout le monde préférera alors faire partie de la ribambelle de joyeux lurons qui rigolent quand les autres paniqueront. Ne soyons pas naïfs, si un krach, une chute des marchés - appelez « cela » comme vous le voulez - devait avoir lieu, bien entendu que tout le monde sera en souffrance.

Mais vous les daubasses, pas de problème, vous êtes protégés des chutes avec votre cash et vos positions sur l'or ?

Zoom sur la composition de notre portefeuille :

87,9% actions, dont 6,6% d'actions qui sont plus ou moins liées au cours de l'or (nos quatre minières et des titres de notre prêteur sur gage UK Albemarle & Bond)

1 option sur Kinross Gold (vente de 900 call à échéance du 14 février 2014 à un cours de 6 USD)

12,1% cash

Concernant notre position sur l'or, votre équipe souhaite apporter des éclairages. Notamment sur la chute du cours de l'or et de ses impacts à court et à long terme. Tout d'abord, les investisseurs qui achetaient tout ce qui touchait de près ou de loin au métal jaune, quand l'once d'or allait de sommet en sommet frôlant les 2 000 USD, ont disparus des radars. L'histoire a changé à 1 200 USD l'once. Les capitaux n'affluent plus en abondance dans le secteur minier. Et quand ils frappent discrètement à la porte, ils s'orientent vers des actifs qui se situent dans les pays où le risque géopolitique est le plus faible : Canada, USA et le Mexique pour ne citer que les plus importants.

Il y a un second phénomène. Les plus gros acteurs, plus visibles, vont continuer à pouvoir se financer, plus difficilement certes, mais suffisamment pour que le business ne s'arrête pas. Leur réseau de banquiers, les actionnaires historiques, ..., ne veulent pas que la fête s'arrête tout de suite. La principale conséquence de ce phénomène est que les plus petits acteurs disparaissent ou se font racheter faute de moyens d'assurer leurs explorations et leurs investissements de maintien de leur outil de production. Il y a un effet pervers plus surnois, mais aux conséquences tout aussi fatales. Les introductions en bourse de junior minières sont en chute libre. Sur le TSX Venture exchange (la bourse canadienne

Edito

spécialisée sur les petites capitalisations où plus de la moitié des 1 600 sociétés cotées sont des minières), la levée de capitaux a chuté de 54% sur un an glissant. Or, on sait que ce sont ces entreprises qui seront à l'origine des découvertes futures et qui alimenteront le marché en or dans les prochaines années. Ce sont d'ailleurs principalement ces juniors qui alimentent la croissance des gros poissons du secteur en se faisant racheter.

Il y a un troisième événement à considérer. Comme expliqué plus haut, les capitaux sont plus difficiles à lever dans un secteur en crise. C'est une tautologie. Cependant, il est important de rapporter ce point. Car, en effet, pour les non initiés au secteur minier, et notamment pour le secteur aurifère, la principale source de financement est la levée de capitaux par émission d'actions. Et, vous l'aurez deviné, quand la plupart des acteurs perdent de l'argent, ou réduisent fortement leur production, voire la stoppent du fait du cours actuel de l'once, les entreprises ont du mal à attirer de nouveaux investisseurs pour injecter de l'argent frais dans leur machine à rêves. Ce sont donc toutes les entreprises les moins solides financièrement et/ou avec les coûts d'extractions les plus élevés qui vont être amenées à se retirer de la partie.

Enfin, il y a un dernier effet qui résulte de la chute du cours de l'or. Il s'agit de la recherche des actifs les plus riches en or. C'est-à-dire que seuls les terrains facilement exploitables (type mines à ciel ouvert) et avec des concentrations importantes qui vont pouvoir continuer à produire et à générer des bénéfices. Il est fini le temps où le marché saluait à bras ouvert les projets avec des concentrations de 1,1 g / tonne de terre extraite (année 2 000), faisant miroiter à terme une réduction des coûts de production couplée à une hausse des cours de l'or pour envoyer des projections de profits à des niveaux lunaires. Aujourd'hui, les projets reviennent à des ratios de concentration considérés comme « standard », du moins avec un point mort relativement faible qui ne tient pas compte d'hypothétiques réductions potentielles future des coûts d'extraction et d'une même hypothétique hausse de l'or. Des niveaux proche de 3 g / tonne sont désormais la norme.

Dans ce nouveau paradigme, constitué entre autre de ces quatre éléments, vous aurez compris cher(e) abonné(e), que le secteur va mal. Et à court terme, cela va faire encore plus mal puisque de nombreuses minières vont devoir cesser leur activité si elles n'ont pas réussi à diluer totalement leurs actionnaires en leur vidant les poches à coup d'augmentations de capital à répétition. Pour l'investisseur, c'est donc la soupe à la grimace qui s'annonce. L'offre va aussi s'installer durablement sur des niveaux très faibles puisque les mines vont fermer et que les juniors qui développent les projets ont de plus en plus de mal à convaincre les marchés. A court terme et à moyen terme, l'investisseur doit donc s'attendre à souffrir. Mais comme le dit le dicton, « après la pluie, le beau temps ».

A demande plus ou moins constante, après ayant chuté et ensuite se stabilisant, l'offre va devenir trop limitée dans une perspective plus lointaine, et les

Edito

prix vont avoir tendance à reprendre des couleurs. Les bénéficiaires de ce futur plus porteur, dont la date est impossible à déterminer, seront les actionnaires des minières aux finances solides qui auront réussi à ne pas trop diluer leurs actionnaires par des émissions d'actions, et à conserver leurs appareils productifs (ou encore mieux à avoir pu racheter des acteurs moins en forme à bons prix).

S'il est possible que notre approche à contre courant du marché actuel nous apporte satisfaction à long terme, notre position « or » ne nous permettra donc pas de profiter d'un coup de baisse forte sur les marchés. Il s'agit donc d'un investissement *contrarian* avec des fondements valeur, car basé sur des décotes patrimoniales de réserves d'or liée à des coûts de production très faibles. Comme nous l'expliquions dans la lettre de août 2013, le but inavoué de cette partie du portefeuille est de tenter de limiter la volatilité du portefeuille, puisque historiquement l'or semble se comporter de façon opposé au marché quand ce dernier baisse. Ceci est de la théorie est votre équipe espère en tirer les enseignements avec sa propre expérience en cours.

Et qui dit moindre volatilité, dit impact psychologique d'un krach plus modéré. Quoi qu'il arrive, il faudra serrer les dents, ne pas craquer à la panique générale. Heureusement, pour nous aider, nous nous appuyerons sur du tangible : un *process* et une approche patrimoniale qui est censée ignorer les variations de prix pour se concentrer sur la valeur du bien.

Ce sera dans des moments de fortes volatilité que le cash devrait être l'allié du chasseur de daubasses. Le terrain de jeu devrait être abreuvé en gibiers de toutes sortes et il ne devrait alors pas être nécessaire de fouiller les recoins les plus obscurs pour dénicher de belles pièces, très décotées, sur des actifs tangibles conséquents.

En attendant cette idylle, nous vous présentons dans cette lettre deux nouvelles daubasses. La grande famille Daubasses a de nouveau frappé, puisque c'est notre abonné, notre ami Daniel, qui nous a rappelé au bon souvenir d'une entreprise coréenne, **Gravity**. Vous découvrirez dans l'analyse ce qui nous a poussé à acheter des titres pour notre portefeuille.

La deuxième analyse nous rapprochera de l'Europe, puisqu'il s'agit d'une valeur britannique : **Snoozebox**. Un jeune groupe hôtelier... plutôt atypique !

L'Equipe des Daubasses

Source des données chiffrées :

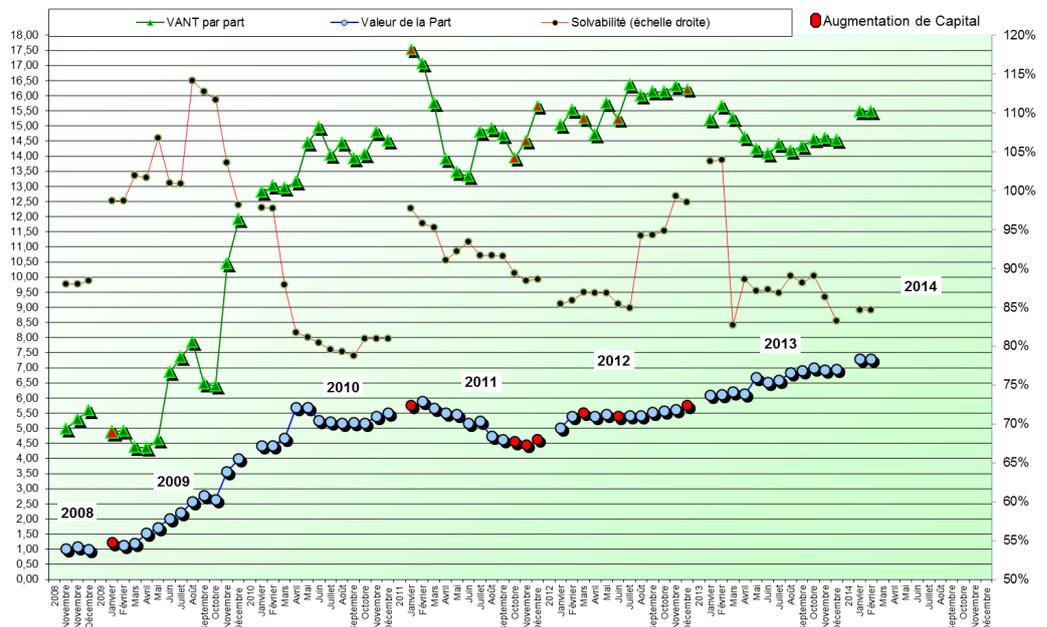
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4869ecf4-76c5-11e3-a253-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz2qRr2c0iO>

Portefeuille

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

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
31 janvier 2014	
Valeur d'une Part	6,95 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,78 €
Potentiel	112,75%
Solvabilité pondérée	84,61%
3,33% Pondération Max	10.571,96 €
Nombre total de positions	61
Répartition des Devises	
Euro	39,53%
Dollar Américain	34,60%
Livre Sterling	16,09%
Dollar Canadien	6,00%
Courone Suédoise	2,41%
Franc Suisse	1,38%
Variation des devises Yield	
	0,48%
Nombre de société vendue	84
Gain Moyen	2.154,43 €
Perte Moyenne	- 737,58 €
Société en Gain	56
Société en Perte	28
1 Euro investi a rapporté	5,84 €



Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos lettres précédentes, sous la même forme et avec les mêmes informations que dans notre portefeuille.

Sociétés Analysées									
	Ticker	Société	Cours Ouverture		Date	Cours Actuel		RendT	
			Devise	Euro		Devise	Euro		
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10.50	0.14	09/05/11	8.35	0.10	-25.85%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72.00	0.68	09/05/11	60.00	0.73	7.91%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70.00	0.79	09/06/11	85.00	1.03	31.34%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34.50	0.40	05/07/11	17.00	0.21	-48.06%
5	USD	ALCS	Alco Store	10.30	7.34	09/08/11	9.09	6.71	-8.63%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2.71	2.08	09/08/11	3.66	2.70	29.55%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4.05	4.05	08/09/11	3.64	3.64	-10.20%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14.69	11.06	07/10/11	29.00	21.40	93.45%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8.40	0.10	09/11/11	18.25	0.31	213.78%
10	USD	AEY	ADDvantage	2.04	1.52	07/12/11	3.29	2.43	59.52%
11	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1.01	1.01	08/02/12	1.28	1.28	26.24%
12	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0.18	0.18	08/02/12	0.22	0.22	19.89%
13	Euro	PVL.PA	Plastivoire	19.65	19.65	08/03/12	21.00	21.00	6.87%
14	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3.30	2.52	09/04/12	3.23	2.98	-5.33%
15	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2.51	1.91	09/04/12	2.39	1.76	-7.91%
16	USD	UUU	Universal Security Instrument	5.35	4.08	09/04/12	4.60	3.39	-16.84%
17	Euro	FFP.PA	FFP	25.69	25.69	05/06/12	43.00	43.00	67.38%
18	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0.23	0.23	05/06/12	0.31	0.31	34.78%
19	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155.50	20.48	05/06/12	187.50	22.14	8.11%
20	Euro	HF.PA	HF Company	5.15	5.15	06/07/12	5.99	5.99	16.31%
21	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3.90	3.90	06/07/12	3.60	3.60	-7.69%
22	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9.19	9.19	15/08/12	11.35	11.35	23.50%
23	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1320.00	1320	25.00%
24	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9.00	9.00	07/09/12	11.91	11.91	32.33%
25	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1.06	1.06	07/09/12	1.24	1.24	17.08%
26	Euro	VLA.MI	Vianaini Lavori	2.94	2.94	07/09/12	5.05	5.05	71.77%
27	GBP	JKK.L	JKX Oil	79.50	1.00	07/09/12	71.50	0.87	-13.23%
28	USD	JSHLY	Jardine Stratégic LTD	18.11	13.90	08/10/12	16.00	11.80	-15.09%
29	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47.25	0.59	08/10/12	11.50	0.14	-76.09%
30	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8.42	6.57	07/11/12	13.21	9.75	48.32%
31	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5.84	4.56	07/11/12	6.28	4.63	1.66%
32	Euro	ALCOI.PA	Coil	3.10	3.10	07/12/12	3.50	3.50	12.90%
33	USD	ELST	Electronic System Tech	0.35	0.27	08/01/13	0.42	0.31	15.61%
34	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37.00	0.43	06/02/13	37.55	0.46	7.10%
35	USD	FPAFY	First Pacific LTD	7.14	5.45	08/03/13	4.98	3.67	-32.54%
36	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28.92	28.92	08/03/13	27.50	27.50	-4.91%
37	USD	ZMTP	Zoom Telephonics	0.17	0.13	05/04/13	0.12	0.09	-34.87%
38	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166.10	134.93	09/05/13	184.50	151	11.81%
39	USD	UPG	Universal Power Group	1.69	1.28	09/05/13	1.17	0.86	-32.56%
40	CAD	HMM-A.TO	Hammond Manufacturing	1.15	0.85	06/06/13	1.40	0.93	9.40%
41	USD	LAKE	Lakeland Industries	4.52	3.41	06/06/13	6.56	4.84	41.80%
42	GBP	NCON.L	Norcon Plc	12.00	0.14	05/07/13	23.24	0.28	103.13%
43	USD	SSRI	Silver Standard Res.	7.50	5.61	09/08/13	7.83	5.78	3.06%
44	USD	KGCI	Kinross Gold Corp	5.20	3.89	09/08/13	4.58	3.38	-13.05%
45	Euro	DBT.PA	Encre Dubuit	2.66	2.66	06/09/13	2.33	2.33	-12.41%
46	USD	DDE	Dover Down Gaming	1.42	1.08	06/09/13	1.58	1.17	7.71%
47	Euro	CAPLI.PA	Capelli	1.60	1.60	08/10/13	1.64	1.64	2.50%
48	CAD	AR.TO	Argonaut Gold	6.15	4.39	08/10/13	5.02	3.32	-24.41%
49	Euro	IGV.MI	I Grandi Viaggi	0.40	0.40	05/11/13	0.46	0.46	15.50%
50	Euro	GE.MI	Gefran	3.24	3.24	05/11/13	3.05	3.05	-5.86%
51	CAD	SCP.TO	Sprott Ressources	2.37	1.62	09/12/13	2.53	1.67	3.04%
52	GBP	ABM.L	Albemar&Bond	20.25	0.24	07/01/14	9.75	0.12	-51.34%
53	Euro	D7S.F	Matica	1.23	1.23	07/01/14	1.19	1.19	-3.58%
Opération clôturée									
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1.30	0.9397	09/11/11	1.50	1.15	22.44%
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4.43	3.34	07/10/11	9.73	7.44	122.85%
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2.38	1.78	07/12/11	3.19	2.54	42.80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1.26	0.99	09/01/12	1.45	1.18	19.60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5.56	5.56	08/09/11	5.99	5.99	7.73%
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2.08	1.44	09/06/11	3.74	2.87	99.31%
7	GBP	PDX.L	Pursuit Dynamic (Vendu)	2.90	0.04	07/12/12	1.70	0.02	-45.56%
8	USD	AVHI	AV Homes (Vendu)	7.24	5.67	09/01/12	13.29	10.34	82.31%
9	USD	ASYS	Amtech (Vendu)	3.94	3.01	08/01/13	6.64	5.09	69.01%
10	USD	LEDS	SemiLed Corp (Vendu)	0.71	0.52	06/02/13	1.22	0.92	75.80%
11	USD	PTX	Performance Techno (Vendu)	0.84	0.65	07/12/12	2.19	1.64	153.74%
12	DKK	FFARMS.CO	First Farms (Vente)	47.00	6.32	08/03/12	44.10	5.91	-6.49%
13	Euro	CSP.MI	CSP International (Vente)	0.84	0.84	06/07/12	1.36	1.36	61.90%
14	USD	IFON	Infonsonics (Vente)	0.54	0.42	05/07/13	1.61	1.19	182.35%
Total pondéré a part égal								22.47%	

Du fait que les sociétés que nous analysons sont pour nous des cibles privilégiées pour nos futurs achats, nous avons décidé de « borner » cette liste en indiquant leur cours. Il est particulièrement intéressant pour nous de suivre leur évolution, cours, ratio et news quand il y en aura.

Ne vous étonnez donc pas cher lecteur, de retrouver dans notre portefeuille, à court terme, des sociétés analysées précédemment.

News de nos sociétés



Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

L'autorité de la criminalité économique norvégienne a ouvert une enquête pour « délit d'initiés » à l'encontre de notre holding dans le cadre de sa participation dans sa principale filiale « Aker Solutions ». Nous n'avons pas compris tous les détails mais il semblerait que le problème soit plus d'ordre juridique et administratif qu'un réel problème de délit d'initiés. La société dit collaborer pleinement et volontairement avec les autorités pour éclaircir cette affaire et le patron et principal actionnaire, Kjell Inge Roekke, a déclaré que, si une faute était avérée, il en porterait seul la responsabilité. Voilà en tout cas une attitude honorable, bien trop rare dans le monde des affaires. Notons que ce brave homme a l'habitude avec la justice : par le passé, il a déjà été condamné pour corruption.

Albermale & Bond (UK) Ticker : ABM.L

Le 27 janvier, le cours est divisé par 2 à 0,08 GBp. Les raisons sont simples : non seulement l'entreprise n'a pas (encore?) trouvé de repreneurs, mais la Direction se veut extrêmement pessimiste. En effet, dans un communiqué de presse, elle indique que les actionnaires ne doivent plus s'attendre à obtenir grand chose, que le délai pour trouver un repreneur a été rallongé et que pour faire face à ses besoins en liquidités, elle a déjà commencé à fondre les bijoux détenus en stock pour couler des lingots d'or ! Cette opération inédite dans l'histoire des daubasses est d'autant plus alarmante que le cours de l'or est loin d'atteindre des sommets.

Rappelons tout de même quelques chiffres. Le potentiel sur les actifs tangibles net de dettes est estimé à 0,895 GBp, soit un potentiel supérieur à x10. Mais nous pensons que les stocks sont surestimés dans les dernières publications. Néanmoins le potentiel est bien là.

Ces données sont à mettre en parallèle avec une valeur de mise en liquidation volontaire (VLMV) que nous avons calculée négative. Il n'est donc clairement pas exclu que la faillite se profile à un horizon... très proche. En fait, nous pensons plus que jamais que ce titre est une fusée. Il peut s'envoler, mais a de fortes chances d'exploser en plein vol.

Nous reprenons le couvert 2 fois en janvier, d'abord à 16,75 GBp le 2 janvier et à 0,09 GBp le 28 janvier.

News de nos sociétés

Asia Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC

Le dernier rapport financier (clôturé le 30/09) nous montre une baisse assez substantielle du bénéfice net de la société qui descend, pour les 9 premiers mois de l'année, à 0,22 usd par action (contre 0,42 pour les 9 premiers mois de 2012). En cause, essentiellement une baisse du taux de marge brute liée précisément à la baisse des ventes dans les produits à ... haute marge brute. Néanmoins, la VANT continue, discrètement, sa croissance. Elle s'établit à 11,30 usd, soit un potentiel de plus de x3 par rapport au cours actuel. Pas mal pour une société en bénéfice, qui dispose de liquidités et placements à court terme représentant 2 fois la capitalisation boursière et dont la direction a démontré dans un passé récent (rachat d'actions propres lorsque le cours est déprimé) qu'elle était soucieuse de l'enrichissement de ses actionnaires.

Capelli (France) Ticker : CAPLI.PA

Le promoteur / aménageur désormais européen (Luxembourg et Suisse) annonce pour 2013 une hausse des réservations de 11%.

Le Groupe prévoit de continuer à développer ses marchés internationaux, notamment sur la Suisse, et regarde les pays du Nord de l'Europe qui sont moins affectés par « La Crise ».

Par ailleurs, Capelli développe également en parallèle de son activité *corebusiness* de promoteurs une activité de marchand de biens (réhabilitation d'immeubles en appartements) que le management juge porteuse.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Pas de nouvelles particulières, mais le titre se réveille un peu ce mois-ci avec un sursaut de 16%. Le marché aurait-il réouvert les yeux sur ce dossier ?

Cottin Frères (France) Ticker : COTT.PA

Mais que font les frères Cottin? Voici le communiqué laconique nous expliquant un nouveau report de l'annonce d'un prix :

La préparation du projet d'offre publique nécessitant un délai supplémentaire, le dépôt du projet d'offre publique prévu au plus tard le 7 janvier 2014 auprès de l'Autorité des Marchés Financiers sera finalement décalé de quelques jours et reste envisagé courant janvier. Dans l'attente, la cotation du titre COTTIN FRERES reste suspendue.

Vous avez dit courant janvier, il ont dit courant janvier et nous sommes début février... Nous avons décidé chez les Daubasses de prendre la communication de Cottin en main. Après tout, nous sommes actionnaires. Cher(e) abonné(e), nous vous annonçons avec certitude que le prix de l'offre publique sera annoncé durant la prochaine semaine des quatre jeudis, soit le vendredi à 14h30 minutes GMT!

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Fidèle à notre *process*, nous n'avons pas cessé de rattraper ce couteau qui tombait à toute vitesse, avec un septième renforcement ce mois-ci, estimant que la minière la moins chère du monde en avait encore sous la pédale.

News de nos sociétés

Le gros doute sur le groupe canadien réside en son actif africain : sa fonderie namibienne qui ne fait qu'engendrer coûts sur coûts du fait de normalisation liée à une réglementation ultra exigeante. Ce qui explique d'ailleurs qu'il y en a très peu de cette taille au niveau mondial. Dundee va ainsi pouvoir raffiner ses métaux et a par ailleurs déjà signé un contrat avec un gros acteur du secteur : Rio Tinto. Elle devrait être opérationnelle rapidement avec une capacité qui va croître au fil des mois. L'activité fonderie devrait à terme représenter 25% de l'activité du Groupe avec des fortes marges, à horizon... 2017. C'est une activité de récurrence, relativement décorrélée de l'activité d'extraction de l'or. Ce que nous apprécions, même si pour l'instant, ce bel avenir ne représente que des coûts. Si l'essai est transformé, c'est-à-dire que cet actif passe du statut de centre de coûts à centre de profits, couplé au rendement des mines du Groupe, le cocktail devrait être savoureux. Rendez-vous en 2017.

Le titre rebondit de 50% sur le mois de janvier.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP

Le 22 janvier, le fonds spécialisé dans l'immobilier turc a vendu un immeuble (Yellow Building and Asmali Cumba) à Istanbul pour 1 568 k EUR, soit 2% en dessous de son évaluation au 30 juin 2013. Cet événement matérialise bien le fait que le fonds est en train de réduire la voilure en réalisant ses actifs.

Sur le mois, le titre perd 16% sur fond de fuite des capitaux des marchés émergents, Turquie en tête. Néanmoins, nous rappelons que la dernière valeur d'actif net (la NAV) au 30 juin était de 112,25 p. Soit au cours actuel de 60p, la décote est de 47%.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Incroyable, *amazing* ! Quelque chose se passe sur notre daubasse historique vosgienne.

En effet, il a été annoncé au cours du mois de janvier que Exacompta Clairefontaine vient d'acquérir 75% de la société *Photoweb*. Une société spécialisée dans le développement photo avec une spécialité pour les photos sur supports (agendas, cahier, ...). Une activité qui peut éventuellement permettre des économies d'échelle... sur le papier. Nous n'avons aucune donnée financière sur l'opération. Il est juste précisé dans le communiqué de presse que cette acquisition a été financée sur fonds propres et par financement bancaire.

Du côté des bonnes nouvelles, en espérant que cet achat a été réalisé à des niveaux corrects de prix, nous notons qu'elle permet de mettre le pied dans l'internet, de booster les marges (plus de 14% de marges opérationnelles en 2011 et en 2012) dans une activité en croissance. Le tout sans dette et avec des fondateurs qui conservent 25% du capital, ce qui devrait les motiver dans la durée à continuer à créer de la valeur.

Le titre prend 18% sur le mois de janvier.

First Pacific (Hong-Kong) Ticker : FPAFY

Nous constatons un phénomène assez étrange sur cette société. Alors qu'il avait été procédé à une augmentation de capital il y a quelques mois à peine,

News de nos sociétés

voilà que la holding se met à racheter des actions propres sur le marché.
Étrange comme politique ...

Gefran (Italie) Ticker : GE.MI

L'entreprise a annoncé en janvier avoir acheté sur le marché en 3 fois 4 406 actions à un cours moyen de 3,00 EUR. Une opération qui peut créer de la valeur si l'objectif est ensuite de les annuler car la VANT par action au 30 septembre 2013 était égale à 3,35 EUR. Ces acquisitions ont été réalisées avec une décote de 10% sur la VANT.

Le Groupe Gefran détient ainsi 171 926 actions, soit 1,19% de son capital.

HF Company (France) Ticker : HF.PA

Dans un communiqué de presse, la société annonce que ses ventes ont chuté de 15,40% sur l'année 2013. Les raisons avancées : la fin des switch-over en Europe et l'interruption du plus important contrat opérateur du pôle CPL. Raisons déjà avancée en 2012... Le blabla se poursuit avec des inversements de tendance amorcés. Et autres belles histoires entendues à diverses reprises en 2012 également. Pour notre part, nous attendons le rapport annuel détaillé pour tirer nos propres analyses.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Le titre continue son yoyo infernal... Et pour une fois, dans le bon sens pour l'investisseur, puisqu'il reprend 20% sur le mois écoulé. Les chiffres du premier trimestre ont été publiés. Le chiffre d'affaires est en forte croissance par rapport à l'année dernière (+10%) à 70,3 M USD. Mais ces bonnes ventes ne se traduisent pas dans les résultats qui sont en chute libre à cause notamment d'une dépréciation d'actif de 4,5 M USD sur l'usine d'Eau Claire (US) et d'une perte de change de 3,2 M USD. Ainsi, les pertes atteignent 16,2 M USD. Même retraités de ces événements exceptionnels, nous sommes rassurés, la perte serait encore bien enfoncée dans le rouge... Rien de neuf sous le soleil.

Au niveau du bilan, la VANT chute à 4,27 USD. Et après de multiples opérations et de mouvements à la hausse et à la baisse important le mercredi 29 janvier, notre ordre de vente est exécuté. C'est une histoire qui se termine donc avec une belle plus value de plus de 114%, hors les 6 opérations réalisées avec profits sur les options, dont 3 opérations qui n'ont pas été exercées réalisant des profits annualisés de 24%, 30% et 28% chacune.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

Comme attendu, l'exercice 2012-2013 (clôturé le 31/10) se termine par une perte pour notre exploitant de villages de vacances, de 0,1688 euros par action. La VANT se tasse à 1,80 euro par action.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Notre holding asiatique annonce avoir acquis une participation de 20 % au travers d'actions et d'obligations convertibles de la société cotée Zhongsheng Group Holdings Limited. Il s'agit de l'un des principaux concessionnaires automobile de Chine continentale au travers des plus grandes marques : Mercedes,

News de nos sociétés

Jaguar, Audi, Lexus, Porsche, Toyota et VW. Cet investissement a été financé sur fonds propres. Monsieur Keswick, membre de la famille contrôlant Jardine et également un de ses dirigeants a déclaré concernant cette acquisition : *Zhongsheng est l'un des principaux concessionnaires chinois et commercialise un grand nombre de marques de renommée internationale. Cet investissement stratégique à long terme nous offre une plus grande exposition au marché de Chine continentale dans un secteur que nous comprenons bien et au potentiel de croissance considérable. Nous nous réjouissons de développer notre relation avec la gestion de Zhongsheng.*

JKX Oil (UK) Ticker : JKX.L

L'entreprise a commencé l'exploitation de son site gazier ukrainien de Elizavetovskoye « 3-301 » le 15 janvier dernier. Le gaz produit (à terme avec un débit de 15 millions pieds cube) est transporté par un pipeline de 11 km sur le réseau de gaz ukrainien.

Par ailleurs la Deutsche Bank et la société Basso Holdings ont acquis des obligations convertibles et détiennent respectivement (si les instruments sont exercés) potentiellement 2,90 et 3,48% des droits de vote.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Comme annoncé par voie de presse ces derniers mois, les chiffres du premier semestre de l'exercice décalé arrêté au 30 novembre 2013 sont de bon augure avec un niveau d'activité en hausse, pour la filiale allemande comme chinoise. L'entreprise manufacturière a réalisé un bénéfice de 650 k GBP contre une perte de 166 k GBP l'année précédente sur la même période. La VANT évolue donc positivement à 0,47 GBP.

Le Groupe qui est géré par ses dirigeants actionnaires dans un but de création de valeur (comme ils l'ont déjà prouvé par le passé en rachetant des titres à des prix bradés sur le marché pour les annuler) annonce qu'ils sont à l'affût d'acquisitions. Pas forcément dans le secteur textile, mais dans un secteur dans lequel le management a une expertise et dans lequel ils pourront créer de la valeur. Dans ce dessein, aucun dividende ne sera distribué. Les perspectives n'étant pas facilement évaluables, la direction n'annonce pas de second semestre miraculeux, juste dans la droite ligne du S1. Une daubasse qui ne semble pas être dirigée par un management daubasse. La suite au prochain épisode.

Malteries Franco-Belges (France) Ticker : MALT.PA

Sur le premier trimestre clos au 30 septembre 2013, la société a vu son chiffre d'affaires augmenter de 28,3% à 26,1 M EUR. Cette très forte hausse s'explique à la fois par un effet prix (qui reflète la hausse du prix des matières premières de la dernière campagne) et d'un effet volume lié à la hausse des livraisons vers les pays tiers.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Il y a du mouvement au sein de l'équipe de notre dernière acquisition allemande. La direction semble vouloir booster son équipe commerciale avec le recrutement d'un Vice-Président (VP) du Marketing Produit recruté chez Evolis,

News de nos sociétés

Eric Bouvard, la nomination d'un VP Marketing Groupe qui a eu plusieurs responsabilités au sein du Groupe précédemment (Directeur régional Europe, Responsable des ventes Europe, ...), Harald Zinn et de la promotion de Luigi Pirserchia en qualité de Directeur régional des ventes pour l'Europe après avoir occupé des responsabilités commerciales sur l'Europe de l'Ouest au sein du Groupe.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Changement de commissaire aux comptes chez MBL ... Mais cette info ne nous semble d'aucune utilité quant à nos décisions d'investissement ... à moins que notre « morte-encore-un-peu-vivante » ne cherche un auditeur plus accommodant ?

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Notre fabricant de meubles de standing (quoique le segment standing soit de plus en plus en perte de vitesse) vient d'engager comme directeur commercial l'ancien CEO de BWM-Italie. Espérons que ce sang neuf parvienne à redynamiser cette société dont le déclin se prolonge un peu trop à notre goût ...

Plaza Centers NV (Pays-Bas) Ticker : PLAZ.L

Cela bouge peut-être sur Plaza.

Le 13 janvier, la Direction annonçait la vente de 50% de sa participation dans un centre commercial de Budapest. Le cash dégagé par cette transaction est de 2,35 millions d'euros.

Le 15 janvier, nous apprenions que le *hedge fund* Davidson Kempner Capital Management LLC a acheté 16 478 999 actions, représentant 5,54% du capital. Ce *hedge fund* est spécialisé entre autre dans les prêts aux entreprises en difficulté: fusions, scissions, liquidations, recapitalisations!

Pas d'autres infos au moment où nous écrivons ces news et difficile de se lancer dans une interprétation de l'entrée de ce *hedge fund* au capital de Plaza. Mais nous comprenons mieux pourquoi le cours a remonté de 5 Gbp à 12 Gbp durant le mois de janvier !

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

La société a publié son rapport annuel arrêté au 30 septembre 2013. Et nous avons ainsi pu vérifié - enfin ! - si les prévisions de l'équipe dirigeante ont été atteintes. Court rappel des faits. En juin, alors que la prévision du résultat opérationnel avait été annoncé à 7,8 M EUR, le management annonçait déjà la couleur : -0,1 M EUR pour le premier semestre. Alors, malins, ils ont revu leurs projections pour l'exercice de nouveau à la baisse : 5 M EUR. Et maintenant, l'heure a sonné. Va t'on passer la famille Girod sur le grill ? Suspense... Les résultats opérationnels 2013... atteignent... 4,7 M EUR. Nous savons désormais à quoi nous en tenir des futurs prévisions de résultat.

Un dividende de 1,60 EUR sera proposé lors de la prochaine assemblée générale, soit un rendement brut de 5,8% au cours du 31 janvier (27,50 €).

Au niveau du bilan, la décote sur la VANE est toujours importante : 44,99 EUR et le potentiel sur la VANT, évaluée à 57,27 EUR, ressort à +108%.

News de nos sociétés

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Pour le dernier trimestre, la direction annonce une production d'argent record pour sa seule mine en exploitation (Pirquitas en Argentine). Elle pense que les coûts d'extraction diminueront encore en 2014 pour s'établir à +/- 13 usd l'once. Cette nouvelle nous semble très bonne puisque dans notre analyse d'août 2013, nous avons valorisé cette mine pour 0 en raison d'une anticipation de coûts d'extraction à 18 usd. Après cette nouvelle « cerise », passons à présent à la « casserole » : un de nos fidèles abonnés attire notre attention sur les créances de TVA que Silver Standard détient sur l'Etat argentin. Ces créances sont en monnaies locales qui se déprécient au rythme d'un tango endiablé. Et ce qui nous inquiète, c'est que ces en-cours ne semblent pas se réduire avec le temps. De là à craindre dans un futur proche une réduction de valeur conséquente, voire, carrément, un défaut pur et simple, c'est une éventualité que nous pouvons envisager. Nous restons donc circonspect sur ce poste qui représente +/- 0,80 usd par action.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1 860.59 euros, en baisse de 1,34% par rapport au mois passé.

Sprott Resources (Canada) Ticker : SIL.TO

Grosse surprise pour nous : la holding canadienne a vendu l'intégralité de son stock d'or physique au cours du mois de novembre. Une partie du produit de la vente a déjà été réinvestie d'une part dans un renforcement de la filiale One Earth Oil and Gas et d'autre part, dans l'achat de droits de royalties de forage d'une société pétrolière qui n'est pas citée. L'énergie devient donc réellement l'axe central du groupe avec, en diversification, l'agriculture. Un bon deal sur les « actifs tangibles » avec une décote intéressante : au 28/01, nous calculons sa valeur intrinsèque à 3,79 CAD, en tenant compte de l'opération « vente d'or ».

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Selon une dépêche, les ventes de fin d'année n'auraient pas été terribles, avec un recul de 5.40%.

Ukraine Opportunity Trust PLC (UK) Ticker : UKRO.L

La NAV du fond est de 6.46\$. En recul de 0,15% par rapport au mois précédent.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,874 USD au 27 janvier 2014, en hausse de 7,7% par rapport au mois dernier. Soit une décote de 24%, avec le cours de clôture du 31 janvier (1,42 USD).

Durant le mois de janvier, la société a racheté en 3 fois 146 179 titres à un cours moyen de 1,42USD, soit avec une décote sur la dernière NAV de 24%. Nous tirons une fois encore notre chapeau au management pour cette création de valeur.

News de nos sociétés

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Un changement de direction est annoncé chez Zoom. Pour une daubasse, c'est toujours une excellente nouvelle.



Analyses de société

Gravity Co., Ltd

(Nasdaq, Ticker: GRVY / ISIN : US38911N1072)

I. Introduction



Gravity est une société coréenne fondée en 2000. Elle est cotée sur le Nasdaq sous la forme de certificats ADR, un certificat valant 1/4 d'actions.

L'entreprise édite et développe des jeux en ligne au départ du Japon, de Taiwan, des Philippines et de la Thaïlande. Ils sont distribués dans le monde entier. La principale source de revenu est néanmoins le Japon qui pèse pour 40 % du chiffre d'affaires. La Corée vient en deuxième position (24 %) et ensuite les Etats-Unis (9%). Le 4e marché est Hong Kong avec 3,7 % des ventes.

Une grande part des ventes dépend d'un seul produit : *Ragnarok* (55 % des ventes 2012) mais la direction tente de diminuer cette dépendance en lançant des nouveaux jeux. A l'heure actuelle, elle en édite différents. Une partie de ces jeux ont été développés par des tiers mais Gravity s'occupe de leur diffusion.

Depuis la mi 2012, Gravity connaît des problèmes constants et récurrents de rentabilité. Notamment, *Ragnarok II* (censé prendre la succession de *Ragnarok*) ne semble pas tenir ses promesses avec la résiliation d'un contrat de licence en Chine et des ventes très décevantes en Corée.



Ces résultats décevants ont découragé la plupart des investisseurs et le cours se trouve, pour l'heure, tout près de ses plus bas.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 30/09/2013. Nous calculons les données par certificat ADR et non par action.

Le 14 janvier, nous avons acheté 4 350 certificats ADR à un coût de revient, taxe de bourse et frais de courtage inclus, de 0,989 USD.

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

Nous relevons un actif courant de 2,14 usd par certificat. Nous déduisons les intérêts des minoritaires et l'ensemble du passif pour obtenir une valeur d'actif net net de 1,53 usd.

Analyses de société

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

Gravity n'étant pas propriétaire des immeubles qu'elle occupe, nous ne pouvons pas calculer cette valeur.

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal qui est, heureuse surprise, le **cash** et les **placements de trésorerie**. Ces deux rubriques représentent 1,69 usd par certificat mais il y a mieux : en soustrayant l'ensemble du passif et les intérêts des minoritaires, nous obtenons une valeur de 1,08 usd. Nous sommes donc en présence d'une **triple nette** : même si tous les autres actifs ne valent rien, il y a moyen, rien qu'avec la cash, de rembourser tous les créanciers de la société et de distribuer un montant de cash aux actionnaires supérieur au cours de bourse. Une situation qui nous semble particulièrement confortable.



L'autre poste important de l'**actif courant** est constitué des **créances commerciales** (des licences et des redevances facturées aux clients et qui sont encore à encaisser). En moyenne, les factures sont payées à 49 jours, en légère augmentation par rapport à la moyenne des exercices précédents. Les provisions pour créances douteuses actées par la direction sont insignifiantes. Par prudence devant cette dernière information, nous préférons prendre une marge de sécurité importante sur ce poste nonobstant le fait que les délais de paiements moyens sont corrects. Nous l'amputons de 25 %, soit 0,06 usd par action.

Nous n'avons pas le détail des **autres actifs courants** dans le rapport trimestriel. Mais si nous remontons au dernier rapport annuel, nous constatons qu'une bonne part d'entre eux sont composés d'**impôts différés** ... que nous décidons, fidèles à nos bonnes résolutions, d'ignorer complètement. Nous déduisons donc la somme de 0,23 usd par certificat.

Parmi les postes de l'**actif fixe**, nous relevons les **installations** et **meubles de bureau** que nous reprenons pour 10 % de leur valeur aux comptes, soit 0,01 usd. Sachant que ce poste est déjà amorti à 85 %, nous pensons faire preuve, ici aussi, de beaucoup de prudence.

Il y a également des **cautionnements en garantie d'obligations** de l'entreprise représentant 0,19 usd.

Analyses de société

Nous trouvons aussi beaucoup d'**incorporelles** et encore des **impôts différés** que nous ne valorisons pas.

Hors bilan, nous relevons les **engagements à payer des leasings opérationnels futurs** pour 0,16 usd.



Nous tenons compte également d'une série de **litiges** exposés dans les annexes pour un total de 0,11 usd. Même si la direction pense raisonnablement qu'elle obtiendra gain de cause.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de Gravity en cas de **mise en liquidation volontaire** à 1,17 usd.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices comptables, la société a certes généré des profits certaines années mais ceux-ci sont insuffisants pour compenser les pertes des deux dernières années. Nous ne pouvons donc pas calculer de VCB.

VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 0,989 usd, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

- 35 % sur la VANN
- 15 % sur la VLMV

Le vrai décollage de Gravity aura lieu si la société parvient, enfin, à faire de Ragnarok II le vrai successeur de Ragnarok. Les ventes de Ragnarok déclinent, de manière assez logique mais Ragnarok II et les autres jeux développés ou obtenus par acquisition externe ne parviennent pas à compenser cette chute en termes de marge bénéficiaires.

Nous remarquons aussi que la direction avait acté, fin 2012, une énorme réduction de valeur sur des licences obtenues lors d'une acquisition réalisée quelques années plus tôt.

Néanmoins, nous pensons qu'avec Gravity, quelque chose de bien peut se passer.



Analyses de société

Outre les marges de sécurité sur le patrimoine tangible exposées ci-dessus, nous remarquons aussi l'importance des frais de recherche et développement : notre « ratio technologique » est de 81 %. Ce ratio nous permet d'évaluer à la grosse louche le savoir-faire technique d'une Daubasse et ainsi de pouvoir la comparer avec une autre. Ce qui facilite nos décisions d'investissement si nous hésitons sur plusieurs cibles à l'achat.

Ce ratio est calculé de la manière suivante :

Dépenses de Recherche & Développement des 5 dernières années
capitalisation boursière

Avec un tel ratio, nous pensons que Gravity dispose malgré tout de connaissances techniques nous permettant d'envisager peut-être que la marge de sécurité sur cet investissement soit, en réalité, supérieure à ce que nous avons calculé en ne tenant compte que des actifs tangibles.

Et ce know-how pourrait peut-être, intéresser un concurrent ...

Enfin, si Ragnarok II semble, petit-à-petit, s'avérer être un échec (nous n'osons pas encore utiliser le terme « fiasco »), rien ne dit que Gravity ne sortira pas un jour un « Ragnarok III » qui pourrait, quant à lui, réellement relancer la création de richesse pour les actionnaires.

En attendant, nous voyons que la société a de quoi « tenir » : outre sa très confortable trésorerie, nous constatons aussi que son ebitda reste positif, ce qui signifie que, hors opération d'investissement, elle ne consomme toujours pas de sa précieuse trésorerie pour assurer la poursuite de ses opérations.



Analyses de société

Snoozebox

(London Stock Exchange, Ticker: ZZZ.L / ISIN : GB00B7D66J40)

I. Introduction



Les investissements dans des daubasses qui ont des projets innovants nous ont souvent réussi. C'est la raison pour laquelle nous nous intéressons à Snoozebox, une société hôtelière britannique.

Qu'est-ce que l'hôtellerie a d'innovant ? Vous avez perdu la tête chez les daubasses ?

Pas du tout ami(e) lecteur(trice) ... enfin, nous l'espérons ...

En réalité, les hôtels de Snoozebox sont mobiles : il s'agit de séries de containers aménagés en chambres avec salle de restaurant et autres aménagements, tout comme dans un véritable hôtel.

La société construit ses hôtels mobiles sur lieux d'évènements ponctuels, comme des courses automobiles ou des festivals de musique. Elle a même construit des hôtels mobiles pour le jubilé de la Reine et s'est internationalisée en étant présente aux 24 heures du Mans.

La société a été introduite en bourse en 2012, à 43 Gbp et a atteint un plus haut de 75 Gbp en janvier 2013.

Après avoir déclaré une première perte comptable et procédé à une augmentation de capital, le cours s'est littéralement effondré. Au cours de 2013, le fondateur de la société a été licencié puis est décédé et le CEO, le CFO et le COO ont tous été virés.

La nouvelle direction s'est engagée dans un programme de restructuration qui combine réductions de coûts et croissance des ventes. Notamment, elle pense étendre ses services hors de la zone « récréative » en se développant notamment dans les secteurs de la construction, des soins de santé ou du logement temporaire par les collectivités locales.

Techniquement, Snoozebox n'est pas une daubasse : sa VANN est inférieure à son cours de bourse et elle ne détient pas d'immeubles à proprement parler. Normal, puisque par définition, ses containers sont mobiles.

Néanmoins, nous avons décidé d'inclure ceux-ci comme des immeubles dans notre méthode de valorisation : il s'agit d'investissements qui « s'usent » très peu avec le temps et qui peuvent être réalisés au profit d'une autre activité que celle à laquelle ils sont destinés au départ.

Analyses de société

Nous avons donc considéré ces containers comme des « immeubles mobiles » et avons calculé la VANE sur cette base. Mais, mesure de prudence supplémentaire, au lieu de les valoriser avec notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % sur la valeur d'acquisition, nous avons opté pour une marge plus élevée, de 50 %.



Le 21 janvier, nous avons acheté 36 000 actions Snoozebox à un coût de revient de 7,24 GBp, taxe de bourse et frais de courtage inclus.

A ce cours, nous avons donc payé moins de 10% du plus haut historique mentionné ci-dessus, ce qui nous donne l'impression de nous trouver typiquement devant le cas de ce que Paul Sonkin nomme une « introduction

pourrie » (Paul Sonkin est un gérant « value » spécialisé dans les small caps et co-auteur de « [Investir dans la valeur](#) », ouvrage auquel nous faisons souvent référence).

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

Nous relevons un actif courant de 9,75 GBp par action, duquel nous amputons les dettes de 6,06 GBp par action. La VANN s'établit donc à 3,69 GBp par action.

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

Comme nous l'avons expliqué plus haut, nous tenons compte des « hôtels mobiles » de Snoozebox pour 50 % de leur valeur d'acquisition. Nous les reprenons donc pour 8,59 GBp. La VANE s'établit donc à 12,27 GBp.

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

Grâce à l'augmentation de capital qui a eu lieu au cours du premier semestre, la société est assise sur un confortable matelas de **cash** : il représente 8,89 GBp, une somme plus élevée que notre coût d'achat.

Parmi les autres postes de l'actif courant, nous relevons les **créances commerciales**, payées en moyenne à 40 jours, en forte baisse par rapport à la moyenne des exercices précédents. Nous les retenons avec une petite marge de sécurité de 10 % et amputons donc la VANE de 0,09 GBp.

Et, mis à part les **containers**, nous ne voyons pratiquement aucun autre actif d'intérêt.

Voici donc probablement la société qui pré-



Analyses de société

sente la structure d'actif la plus simple depuis que nous investissons en daubasses : du cash, des containers-hôtels, un tout petit poste de créances et puis c'est tout ...



Hors-bilan, nous tenons compte d'un litige non provisionné avec un fournisseur pour 0,51 Gbp même si la direction estime qu'elle ne devra rien payer.

En fonction de ce qui précède, nous établissons donc la **valeur** de Snoozebox en cas de **mise en liquidation volontaire** à 11,67 Gbp.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société n'ayant pas généré de profits depuis son IPO, nous ne calculons pas cette valeur.

VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 7,24 Gbp, nous avons acquis des actions Snoozebox avec une marge de sécurité de :

41 % sur la VANE « relookée »
38 % sur la VLMV

Le problème avec cette société sera de vérifier qu'elle va pouvoir rentabiliser son actif plantureux et ce, dans un avenir pas trop éloigné : la réserve de cash semble confortable mais elle représente l'équivalent de moins de deux fois la perte du 1er semestre 2013.



Le président du conseil d'administration qui semble faire office de nouvel « homme fort » du groupe semble en tous cas y aller « au bazooka » : après la réorganisation (nous devrions dire « la révolution ») dans le management men-

Analyses de société

tionnée ci-dessus, nous notons quelques éléments positifs : la reconversion des hôtels vers des activités moins récréatives et plus opérationnelles que son domaine de prédilection (un premier contrat a d'ailleurs été signé avec une société énergétique au mois de septembre) et le fait que le programme de réservations évolue favorablement.

Le niveau élevé des actifs nous semble être le point fort de cette société même si nous devons sans doute nous attendre à l'une ou l'autre augmentation de capital supplémentaire, ce qui ne nous gênerait pas outre mesure : une autre « britannique » de notre portefeuille, Barratt Development, avait connu le même évènement et ça ne nous avait pas empêché de pouvoir réaliser, après quelques années, notre investissement à plusieurs multiples de notre prix d'achat ... Seule différence notable, l'augmentation avait dans ce cas été réservée à l'ensemble des actionnaires de Barratt alors que celle qui a eu lieu sur Snoozebox a été réservée à quelques privilégiés... Espérons que les possibles (probables ?) prochaines opérations de ce genre soient proposées à l'ensemble des actionnaires ordinaires ...



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

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

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

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

Approche Bottom up :

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

Capitaux permanents :

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

Collatéral :

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

Délai moyen de paiement des clients :

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

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

Fonds de roulement :

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

Franchise :

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

Goodwill :

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

Ratio de solvabilité « maison » :

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

Rotation des stocks :

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

Triple net :

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

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

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

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

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

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

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

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

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

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

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

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

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



Avertissements!

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

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

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

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

Daubasses.com

© Tout droits réservés