

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 Socfinaf	page 20
Analyse de la société SunLink Health Systems Inc.	page 25
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 31

Edito



*D*éveloppe en toi l'indépendance à tout moment, avec bienveillance, simplicité et modestie.

Marc Aurèle

Nous voudrions, avec cet éditto du mois de mars 2014, approfondir avec vous le concept de l'investisseur « *Dikkenek* ». Ce n'est certes pas un sujet facile et c'est donc pour cette raison que nous avons structuré ce texte à la manière d'un hamburger : viande hachée, fromage, cornichon, mayonnaise entre deux morceaux de pain à la mie fine, stoïcienne et intellectuellement gustative, les citations de l'empereur romain Marc Aurèle et d' Epictète, le philosophe grec.

Ceux qui nous connaissent depuis 5 ans savent pertinemment que l'Equipe des Daubasses ne fait pas vraiment comme tous les investisseurs que l'on croise sur le net, et nous ne parlons pas ici de notre *process* mais plutôt de la forme ou de la manière de présenter ce que nous faisons en tant qu'investisseur. Dès le départ, nous avons expliqué en long et en large sur notre blog ce que nous allions faire à partir de ce que nous avons compris des théories de Benjamin Graham, notre mentor. Nous pensions qu'une performance, si performance il y avait, ne pouvait réellement être comprise par d'autres investisseurs que si nous étions transparents, sur le *process* appliqué. Mais pas seulement, il nous semblait aussi obligatoire d'apporter la preuve par 4 et dans tous les détails, en publiant notre portefeuille et l'ensemble des mouvements que nous réalisons. Nous n'avons pas éprouvé la moindre difficulté à essayer les quelques ricanements qui ont fusé ça et là. Plus encore, nous avons décidé dès le départ de travailler de manière professionnelle, avec le plus de sérieux possible, tout en ne nous prenant pas au sérieux et nous ne devons pas vraiment nous forcer, c'est même

Edito

plutôt une sorte de trait de caractère que nous avons en commun... Au départ donc, notre blog nous a permis de partager notre aventure avec tous ceux qui le désiraient. Sur la partie commerciale de notre histoire, nous n'avons jamais eu la volonté de former qui que se soit, car nous pensons que chaque investisseur doit se former seul, comme un grand, et ce d'autant plus que toute la théorie que nous appliquons est facile à comprendre et peut être modelée selon la personnalité de chaque investisseur. En n'oubliant pas de répéter à chaque fois que nous le pouvons, que le seul professeur que nous connaissons vraiment est Benjamin Graham. C'est donc un travail de recherche que nous proposons à nos abonnés et rien d'autre et les analyses que nous vous proposons sont pour nous le moyen de vous expliquer en détail pourquoi nous pensons que cet investissement correspond à la méthode que nous appliquons. C'est aussi pourquoi nous répétons sans arrêt que nous expliquons ce que nous faisons, pourquoi nous le faisons, mais pas ce que vous devez faire et c'est un peu notre illustration de la citation de Marc Aurèle. Car nous comprenons que vous n'avez pas le temps nécessaire pour effectuer la recherche de sociétés de type Daubasse ou que vous vouliez éventuellement confronter vos analyses aux nôtres. Tout le reste vous pouvez le faire aussi bien que nous, voire mieux. Nous en reparlerons. Tout le reste vous appartient donc pleinement, de la décision d'investir jusqu'à la performance que vous générez.

Il nous a donc semblé important de vous rappeler en vitesse les lignes de bases de ce que nous sommes et avons montré jusqu'à présent et ce que nous vous proposons, pour tous ceux qui nous connaissent depuis peu de temps, avant de revenir au thème principale de cet édito qui est : faire preuve de réalisme quelle que soit votre performance.

Le concept de l'investisseur « *Dikkenek* », qui traduit du Bruxellois en français signifie littéralement « gros cou », induit bien entendu la notion de : « grande gueule », « pèteur », « prétenbard », « imbu de soi même », ...

C'est en fait le marché qui crée l'investisseur Dikkenek, et plus précisément un marché haussier. On pourrait même dire que c'est la loi du marché de faire croire à un certain moment et au plus grand nombre possible d'investisseurs, qu'ils sont des génies de la bourse, des cadors de l'investissement, des Buffett en puissance. Les leçons fusent alors de toutes parts, avec la preuve de X% de performance à deux ou trois chiffres et plus le temps est court dans la réalisation de cette performance, moins il y a de place pour la discussion, le *process*, l'analyse sérieuse, le travail,... Dans l'euphorie des marchés, il n'y a plus que des maîtres, des professeurs, des donneurs de leçons... Le « *Dikkenek* » devient finalement un « *Tripledikkenek* »! Avant que ce même marché ne le fasse perdre copieusement, voire lui reprenne tout ce qu'il a engrangé et même plus!!!

Comme notre performance, au moment où nous rédigeons cet édito (21 février 2014), est de +8.91% depuis le début de l'année, soit en 37 jours de bourse, nous avons essayé de trouver quelque part dans ce que nous faisons et pas dans ce que font ou disent les autres, une vraie raison de rester réaliste avec

Edito

cette performance, que tout le monde sauf nous, aurait tendance à juger excellente et même plus. N'allez pas imaginez que c'est de la fausse modestie car nous sommes bien conscients que sur 5 ans et 89 jours, tout notre travail a généré +645.68% de performance. Et nous en sommes très satisfaits, et éprouvons également une certaine fierté. Car nous avons la sensation du travail bien fait, ce que la performance traduit.

C'est donc dans l'une de nos listes que nous avons trouvé cette raison de rester réaliste. En fait, depuis le début d'année 2014, nous avons décidé lors de nos recherches de Daubasses, de constituer en plus de notre *watching list* habituelle, une *watching list* « hors critères ». Ces sociétés n'ont donc pas la moindre décote sur leur valeur Net-Net, ni Net-Estate. Leur solvabilité est toujours supérieure à 40% et le potentiel est assez faible, parfois quelques pourcents. Nous avons également noté le cours de ces sociétés lorsqu'elles ont intégré cette liste hors critères, pour calculer combien le cours devait perdre avant que la société ne soit digne d'intérêt et entre dans au moins l'un de nos critères. L'idée de cette liste est donc de nous permettre d'être le plus réactif possible, sur chute des marchés, voir sur chute ponctuelle, d'une des sociétés de cette liste.

Nous avons actuellement dans cette liste 28 sociétés intégrées, du 6 janvier au 19 février. Le ratio net-net moyen de cette liste est de 3.31. En gros, leur cours est de 3.31X leur valeur Net-Net. Le ratio moyen Net-Estate est de 1.19, leur cours est donc de 1.19 X leur valeur Net-Estate. La solvabilité moyenne est de 158%. Et le potentiel équipondéré de cette liste est de 22%. Sur les 28 sociétés, la moitié ont des cours inférieurs au cours enregistré à la date d'entrée dans la liste, et l'autre moitié ont des cours supérieurs au cours enregistré à la date d'entrée dans la liste.

Vous aurez donc compris, cher(e) abonné(e), que toutes ces sociétés sont bien trop chères actuellement. Et pourtant, par pure curiosité, nous avons calculé la performance de cette liste comme si chaque société était équipondérée dans un portefeuille fictif. Le résultat, c'est que si un investisseur avait acheté les sociétés de cette liste au fur et à mesure de sa constitution, il aurait généré, depuis le 6 janvier 2014 et jusqu'au 21 février 2014 : 8.80% de performance. Oui, vous avez bien lu, c'est +8.80%!!!

En gros, nous pourrions reprendre la métaphore des détracteurs de Buffett expliquant qu'un singe lançant des fléchettes au hasard pouvait arriver au même résultat. Et c'est donc vrai! Mais ajoutons quand-même et surtout, que le contexte du marché est haussier et que cela se passe sur seulement deux mois!

Mais en attendant, ce constat nous permet de rester réalistes avec notre performance de +8.91% que nous jugeons bonne. Car ce qui nous intéresse vraiment, c'est ce que nous possédons en portefeuille et qui va construire la performance de demain, la performance à long terme. Si l'on extrait les deux sociétés du portefeuille qui sont à moins de 10% de leur Valeur d'Actif Net Tangible et

Edito

donc de leur seuil de vente, nous avons un ratio net-net pondéré de 0.71, un ratio pondéré net estate de 0.60, un potentiel pondéré de 115% et une solvabilité de 85%. Rien à voir donc avec les ratios et chiffres de notre liste hors critères. Nous possédons donc bien des collatéraux solides que le marché n'a pas encore reconnu. Et l'avenir, quel qu'il soit, nous importe finalement peu.

Avant de découvrir les sociétés que nous avons analysées dans cette lettre, il est peut-être temps, si vous le désirez, de méditer de votre côté, sur la réalité de votre performance et surtout la décote des actifs tangibles que vous possédez en portefeuille. Et nous espérons que cette dernière citation vous sera utile dans ce travail d'introspection!

« Ne demande point que les choses arrivent comme tu les désires, mais désire qu'elles arrivent comme elles arrivent, et tu prospéreras toujours. »

Epictète

L'Equipe des Daubasses

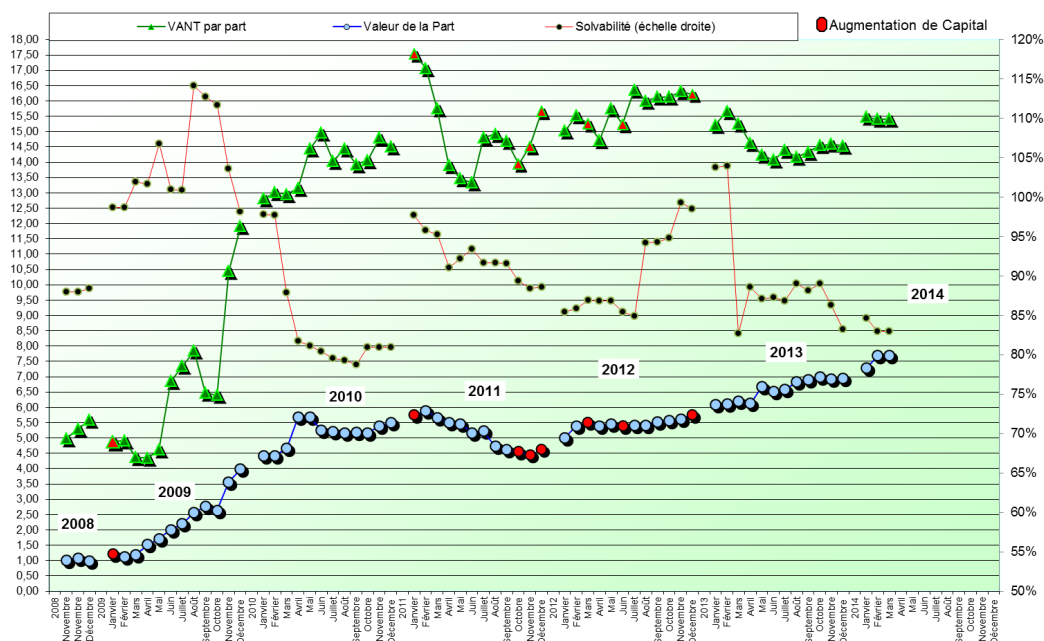


Portefeuille

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

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
28 février 2014	
Valeur d'une Part	6,95 €
Valeur des Actifs Net Tangible	13,93 €
Potentiel	100,51%
Solvabilité pondérée	82,99%
3,33% Pondération Max	11.166,86 €
Nombre total de positions	61
Répartition des Devises	
Euro	39,01%
Dollar Américain	34,49%
Livre Sterling	16,37%
Dollar Canadien	6,41%
Courone Suédoise	2,42%
Franc Suisse	1,29%
Variation des devises Yield	0,04%
Nombre de société vendue	86
Gain Moyen	2.154,42 €
Perte Moyenne	- 737,58 €
Société en Gain	58
Société en Perte	28
1 Euro investi a rapporté	6,05 €



Portefeuille

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

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

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

Portefeuille au 28 février 2014 / Notations												
	Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	
	Potentiel	Risque	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate			
			Risque				Cours					
			Globale									
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)									
Net-Net	2	0	2	Sport Haley Inc	1,4453	0,38	77,71%	24/11/08	183%	1,5582		
	0	3	3	Coast Distribution System	5,0738	0,70	69,90%	25/11/08	63%	5,7965		
	3	0	3	Taitron	2,0033	0,53	100,26%	26/11/08	190%	3,1027	2,9251	0,3658
	0	2	2	Trans World Entertainment	4,1031	1,02	84,54%	08/06/09	30%	5,4481		
	0	2	2	SigmaTron International	2,9077	3,68	46,57%	13/11/09	2%	10,8887	5,4051	1,9815
	0	3	3	Leeds Group Plc	39,6900	0,81	81,57%	27/08/10	45%	46,69	45,00	0,7139
	3	3	6	Vianini Industria	1,1299	1,33	220,21%	19/10/10	152%	3,7700	1,6761	0,8943
	3	1	4	MBL Group	20,8500	0,41	133,61%	05/07/11	162%	22,2800		
	0	1	1	PV Crystalox Solar	7,7284	3,20	62,60%	05/11/11	8%	26,7005		
	3	2	5	Asian Pacific Wire & Cable	7,2749	0,40	54,87%	15/03/12	286%	11,3600		
	3	2	5	Deswell Industries Inc	3,2688	0,69	131,19%	15/03/12	155%	5,7873		
	3	0	3	Vet Affaires	10,0026	1,05	49,29%	16/07/12	114%	22,4877		
	0	2	2	Velcan Energy	14,2220	0,95	317,60%	22/08/12	32%	17,7954		
	3	0	3	Plaza Centers NV	57,23	0,22	42,77%	27/09/12	595%	86,89		
	3	1	4	Global Tech Advanced Inovation	11,92	0,52	112,90%	17/10/12	255%	22,12		
	0	0	0	Electronic Sytem Technology	0,51	0,79	204,47%	02/01/13	25%	0,51		
	3	0	3	Zoom Telephonics	0,32	0,38	65,10%	02/04/13	202%	0,37		
	0	3	3	Norcon Plc	26,07	0,71	56,72%	09/07/13	46%	27,09		
	3	0	3	Albemarle & Bond	55,80	0,13	58,94%	19/12/13	1033%	81,75		
	3	1	4	Matica Technologies	1,68	0,70	82,28%	27/12/13	150%	2,95		
	3	0	3	Gravity Corp Ltd	1,53	0,75	115,66%	13/01/14	83%	2,10		
Net-Estate	2	3	5	Avalon			91,72%	02/09/09	75%	9,91	8,2588	0,6841
	1	0	1	Bodisen Biotech			95,18%	10/11/09	3020%	0,6302	0,0363	0,5565
	1	0	1	Blonder Tongue Laboratories			65,63%	16/11/09	84%	1,8889	1,4055	0,7321
	3	1	4	Exacompta - Clairefontaine			62,78%	30/11/09	312%	298,58	196,25	0,3694
	3	3	6	Gevelot			74,26%	09/12/09	100%	137,12	90,75	0,7554
	3	2	5	Irce			55,08%	31/05/10	155%	5,0716	3,3024	0,6023
	2	2	4	Natuzzi			62,66%	19/01/11	117%	5,8963	5,7325	0,4745
	3	2	5	Alco Store			31,83%	27/07/11	142%	24,742	15,1361	0,6759
	2	1	3	Crown van Gelder			56,09%	12/10/11	84%	7,332	3,0672	1,2976
	2	3	5	Peel Hotels			58,01%	12/10/11	88%	157,640	87,4300	0,9568
	0	3	3	ADDvantage Technologies			106,94%	23/11/11	32%	3,722	3,6433	0,7768
	3	1	4	Ceramiche Ricchetti			40,56%	09/01/12	640%	1,527	1,6935	0,1352
	3	3	6	Panaria Group			46,33%	12/01/12	104%	2,769	1,1939	1,1391
	3	0	3	Plastvaloire			36,73%	27/02/12	124%	48,809	32,5319	0,6701
	0	1	1	Cottin Freres			50,37%	14/06/12	83%	6,602	0,0000	0,0000
	3	1	4	Coil			59,30%	14/11/12	112%	7,267	4,3465	0,7868
	2	3	5	Loeb Holding			80,42%	23/04/13	83%	330,926	242,53	0,7463
	3	0	3	Hammond Manufacturing			58,91%	04/06/13	108%	2,824	2,10	0,6473
	3	2	5	Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	120%	5,324	4,00	0,6051
	3	1	4	Dover Downs Gaming			62,19%	26/08/13	122%	3,463	3,17	0,4917
	2	0	2	I Grandi Viaggi			58,00%	16/10/13	87%	1,322	1,47	0,5361
VANTre	0	1	1	Snoozebox Plc			117,56%	21/01/14	7%	18,890	12,27	1,4442
	2	3	5	SunLink Health System			51,35%	21/02/14	79%	2,218	2,05	0,6046
Fonds	2	0	2	Jemtec			1104,66%	25/01/11	127%	1,3366		
	3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia			60,72%	25/01/11	110%	0,4627		
	0	3	3	Malteries Franco-Belge			82,51%	14/04/11	21%	266,99		
	3	0	3	Universal Security Instruments			106,40%	26/03/12	135%	10,48		
Diversification	1	0	1	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	57%	6,4700		
	3	0	3	Eastern European Property				28/04/11	88%	118,43		
	1	0	1	Elephant Capital Plc				28/06/11	83%	33,00		
	1	0	1	Vietnam Holding				04/11/11	29%	1,87		
	0	3	3	Luxempart				28/06/11	35%	38,69		
	3	3	6	Dundee Precious Metal				14/10/11	100%	10,90		
	0	3	3	Investor AB				29/12/11	15%	255,34		
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	28%	1669,50		
	1	2	3	(ADR) First Pacific LTD				11/02/13	53%	7,66		
	1	3	4	(ADR) Jardine Stratégic LTD				11/02/13	22%	20,50		
	3	2	5	Silver Standard Ressource				10/07/13	77%	18,22		
	3	2	5	Argonaut Gold				18/09/13	282%	22,03		
	1	3	4	Sprott Ressources Corp				07/11/13	38%	3,33		
	0	3	3	(ADR) Henderson Land LTD				13/12/13	25%	6,98		
	1	3	4	Socfinaf				19/02/14	54%	26,91		

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	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10.50	0.14	09/05/11	8.50	0.10 -24.47%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72.00	0.68	09/05/11	63.00	0.77 13.38%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70.00	0.79	09/06/11	83.65	1.02 29.35%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34.50	0.40	05/07/11	18.00	0.22 -44.96%
5	USD	ALCS	Alco Store	10.30	7.34	09/08/11	10.23	7.46 1.69%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2.71	2.08	09/08/11	3.56	2.60 24.62%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4.05	4.05	08/09/11	3.98	3.98 -1.73%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14.69	11.06	07/10/11	27.30	19.92 80.09%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8.40	0.10	09/11/11	24.75	0.39 294.11%
10	USD	AEY	ADDvantage	2.04	1.52	07/12/11	2.83	2.06 35.65%
11	Euro	PAN.MI	Panania Group	1.01	1.01	08/02/12	1.36	1.36 34.65%
12	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0.18	0.18	08/02/12	0.23	0.23 27.22%
13	Euro	PVL.PA	Plastvalore	19.65	19.65	08/03/12	21.80	21.80 10.94%
14	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3.30	2.52	09/04/12	2.94	2.15 -14.79%
15	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2.51	1.91	09/04/12	2.27	1.66 -13.50%
16	USD	UUU	Universal Security Instrument	5.35	4.08	09/04/12	4.47	3.26 -20.16%
17	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0.23	0.23	05/06/12	0.40	0.40 73.91%
18	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155.50	20.48	05/06/12	197.50	23.84 16.39%
19	Euro	HF.PA	HF Company	5.15	5.15	06/07/12	6.42	6.42 24.66%
20	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3.90	3.90	06/07/12	3.60	3.60 -7.69%
21	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9.19	9.19	15/08/12	10.50	10.50 14.25%
22	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1305	1305 23.58%
23	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9.00	9.00	07/09/12	13.48	13.48 49.78%
24	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1.06	1.06	07/09/12	1.50	1.50 41.42%
25	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2.94	2.94	07/09/12	5.80	5.80 97.28%
26	GBP	JXX.L	JXX Oil	79.50	1.00	07/09/12	61.50	0.75 -25.31%
27	USD	JSHLY	Jardine Stratégic LTD	18.11	13.90	08/10/12	16.75	12.22 -12.10%
28	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47.25	0.59	08/10/12	12.50	0.15 -74.00%
29	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8.42	6.57	07/11/12	13.19	9.62 46.46%
30	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5.84	4.56	07/11/12	6.24	4.55 -0.15%
31	Euro	ALCOL.PA	Coil	3.10	3.10	07/12/12	3.42	3.42 10.32%
32	USD	ELST	Electronic System Tech	0.35	0.27	08/01/13	0.41	0.30 11.32%
33	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37.00	0.43	06/02/13	38.50	0.47 9.88%
34	USD	FPFAY	First Pacific LTD	7.14	5.45	08/03/13	5.00	3.65 -33.02%
35	Euro	GRO.PA	Signaux Girod	28.92	28.92	08/03/13	26.70	26.70 -7.68%
36	USD	ZMTX	Zoom Telephonics	0.17	0.13	05/04/13	0.12	0.09 -32.81%
37	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166.10	134.93	09/05/13	180.50	148 9.89%
38	USD	UPG	Universal Power Group	1.69	1.28	09/05/13	1.17	0.85 -33.31%
39	CAD	HMM-A.TO	Hammond Manufacturing	1.15	0.85	06/06/13	1.36	0.89 5.61%
40	USD	LAKE	Lakeland Industries	4.52	3.41	06/06/13	6.53	4.76 39.59%
41	GBP	NCON.L	Norcon Plc	12.00	0.14	05/07/13	18.50	0.23 61.82%
42	USD	SSRI	Silver Standard Res.	7.50	5.61	09/08/13	10.31	7.52 34.20%
43	Euro	DBT.PA	Encre Dubuit	2.66	2.66	06/09/13	2.42	2.42 -9.02%
44	USD	DDE	Dover Down Gaming	1.42	1.08	06/09/13	1.56	1.14 5.16%
45	Euro	CAPLI.PA	Capelli	1.60	1.60	08/10/13	1.70	1.70 6.25%
46	CAD	AR.TO	Argonaut Gold	6.15	4.39	08/10/13	5.76	3.78 -13.80%
47	Euro	IGV.MI	I Grandi Viaggi	0.40	0.40	05/11/13	0.79	0.79 97.38%
48	Euro	GE.MI	Gefran	3.24	3.24	05/11/13	3.40	3.40 4.94%
49	CAD	SCP.TO	Sprott Ressources	2.37	1.62	09/12/13	2.42	1.59 -2.05%
50	GBP	ABM.L	Albemarle&Bond	20.25	0.24	07/01/14	7.21	0.09 -63.97%
51	Euro	D7S.F	Matica	1.23	1.23	07/01/14	1.18	1.18 -4.07%
52	USD	GRVY	Gravity Corp Ltd	0.99	0.73	05/02/14	1.15	0.84 14.58%
53	GBP	ZZZ.L	SnoozeBox	7.00	0.08	05/02/14	17.72	0.22 155.33%
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	LesNouveauxConstructeurs	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	PTIX	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	Infononics (Vente)	0.54	0.42	05/07/13	1.61	1.17 179.22%
15	Euro	FFP.PA	FFP (Vente)	25.69	25.69	05/06/12	47.80	47.80 86.06%
16	USD	KGC	Kinross Gold Corp (Vente)	5.20	3.89	09/08/13	5.16	3.78 -2.81%
Total pondéré a part égal							28,04%	

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 cher lecteur, de retrouver dans notre portefeuille, à court terme, des sociétés analysées précédemment.

News de nos sociétés



ADD Vantage (USA) Ticker : AEY

L'entreprise a annoncé avoir cédé une branche d'activité non stratégique pour une somme de 2 millions de dollars. La Direction ne nous donne pas suffisamment d'explications sur l'impact patrimonial de la transaction, mais il semble qu'il soit insignifiant.

Par contre, les résultats du 1er trimestre 2014 (clôturés le 31/12) ne nous semblent pas d'excellente facture : une baisse du chiffre d'affaires de 28 % et un bénéfice par action divisé par 4 (0,02 usd). La VANT s'établit à 3,66 usd.

Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Rien de particulier à signaler lors de la publication des résultats 2013, si ce n'est la confirmation du renforcement de la participation dans Aker Solutions qui devient, plus que jamais, la principale ligne de la holding et pèse près de 35 % de la valeur totale.

Albermale & Bond (UK) Ticker : ABM.L

Rien à signaler au niveau des nouvelles. Le petit point positif peut être le fait que les cours de l'or se reprennent. Et si la direction est en train de vendre les bijoux sous le manteau, il est possible qu'elle en récupère un tout petit peu plus que prévu il y a encore quelques semaines.

Alco Store (USA) Ticker: ALCS

La prochaine assemblée général risque d'être mouvementée pour la direction d'Alco. En effet, une association d'actionnaires va tenter de mettre à l'ordre du jour un vote pour remplacer cette direction. Nous espérons que cette démarche sera couronnée de succès, car rappelez-vous voici quelques mois que cette direction de bras cassés était prête à vendre la société à un fonds à prix bradé, sans se soucier des actionnaires.

Axa Property Trust (UK): APT.L

Le processus de réalisation des actifs se poursuit avec la vente d'un immeuble à Montabaur (Allemagne) pour un montant équivalent aux précédentes évaluations comptables, soient 6 M EUR.

A noter qu'en ce sens, une résolution extraordinaire a été votée afin de permettre à la société de racheter ses actions sur le marché pour les annuler.

News de nos sociétés

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.

Cottin Frères (France) Ticker : COTT.PA

Game Over!!! L'offre proposée aux actionnaires est de 4.07€. Cette offre durera 21 jours. D'après le fascicule de 52 pages, que nous n'avons pas lu dans son entièreté, les actionnaires seront prévenus de la date de début et de la date de fin de l'offre.

Ce n'est évidemment pas cher payé, mais on s'en doutait. Nous sortirons toutefois de cette position avec un peu plus de 25% de plus value.

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

Les résultats annuels sont de nouveau de très mauvais niveau, à -13 M EUR.

Certes, il y a 5 M EUR de dépréciations d'actifs dans les comptes, mais les résultats tant attendus ne sont pas au rendez-vous. De nouveau, le management annonce un exercice 2014 sous les meilleurs auspices. Nous nous permettrons à présent un certain pessimisme.

La VANT est en forte baisse à 7,33 EUR, soit un potentiel légèrement supérieur à +80%.

Deswell Industries (USA) Ticker : DSWL

Le rapport du troisième trimestre clôturé au 31 décembre n'est pas terrible. La valeur patrimoniale de la société est en recul de 6%, à 5.78\$. La valeur net-net ressort à 3.27\$ et la valeur net-estate à 4.96\$. Une nouvelle perte de 0.09\$ par action vient donc peser sur les pertes déjà existantes de 2013, même si la perte de ce troisième trimestre est un peu moins importante que sur le même trimestre un an plus tôt. Sur les 9 premiers mois, le chiffre d'affaire est en baisse de 25%. Le coût des produits lui aussi est en baisse de 20%. Les frais de fonctionnement sont quant'à eux en hausse de 3%. Sur 9 mois, la perte est de 0.27\$ alors qu'un an plus tôt sur la même période, la société dégagait un très léger bénéfice de 0.0005 \$ par action! La Direction n'est pas très explicite puisqu'elle nous raconte que les pertes sont dues à une baisse des ventes du segment électronique et métallique et les causes sont les conditions actuelles de marché et donc la crise. C'est une ritournelle que nous connaissons par cœur, mais qui ne nous satisfait en aucun cas. Espérons qu'ils seront plus explicite sur les causes dans le rapport annuel et surtout que la Direction prendra quelques mesures permettant de relancer la machine.

News de nos sociétés

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Avec les résultats annuels 2013, nous avons de bonnes nouvelles, puisque le coût de production moyen d'une once d'or (net des produits liés au cuivre et à l'argent) s'est maintenu à un bon niveau : 329 USD versus 117 USD en 2012. L'EBITDA a été impacté par la baisse des cours des métaux précieux puisqu'il est de 121 M USD pour l'exercice 2013 alors qu'il atteignait 173 M USD en 2012. Du fait des programmes d'investissement revus à la hausse pour 2014 et 2015, nous prévoyons désormais des investissements moyens par année de 150 M USD, au lieu des 100 M USD initialement prévus. Les coûts de ces développements intègrent le projet minier de Krumovgrad Gold et la fonderie Tsumeb. Chose rare et suffisamment importante pour le souligner : les investissements ne seront pas financés par une traditionnelle augmentation de capital comme aiment le faire les minières cotées en général. Du moins, c'est en ce sens que la direction communique. Les liquidités seront apportées par une ligne de crédit non utilisée de 130 M USD, le cash disponible - si besoin par cession des titres détenus dans des participations cotées ; Dundee Precious Metal détient en effet 53% de Avala, 46% de Dunav et 12% de Sabina - et son EBITDA. A même niveau de cours des métaux, avec les développements en cours, le management s'attend à un EBITDA pour 2017 de plus de 350 M USD. Notre calcul de solvabilité maison ressort à 80% avec les données du 31/12/2013. Nous attendons la publication des données minières pour recalculer notre objectif cible.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP

La société a racheté 655 000 de ses propres actions à un cours de 61p dans le but de les annuler. Bonne opération pour l'actionnaire avec des fonds propres par action de 112,25 p au 30 juin 2013.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Le fonds spécialisé a publié ses résultats 2013 arrêtés au 31 août 2013 (!). La NAV a chuté de 25% sur 1 an, à 33p par titre. La bonne nouvelle est que le management prévoit de liquider l'ensemble de son portefeuille dans les prochains mois. Au cours actuel de 18p, si la liquidation se passe dans de bonnes conditions, le potentiel est donc estimé à +83%. Au delà du rendement, c'est surtout une bonne nouvelle pour la liquidité du titre. Car les échanges sur le marché sont presque inexistants.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Le CA annuel 2013 est stable à 523,7 M EUR vs. 524,9 M EUR en 2012. Nous connaissons très vite les résultats annuels qui seront publiés le mois prochain. A noter que le titre progresse de plus de +15% sur le mois et sur 6 mois, le titre reprend 50%.

News de nos sociétés

Gefran (Italie) Ticker : GE.MI

Sur le mois de février, le titre continue sur son élan en prenant plus de 13%. Les résultats préliminaires 2013 étaient attendus le 17 février au matin. Nous n'avons pas eu de documents financiers à disposition, mais à la place... l'annonce du départ du PDG, Alfredo Sala, qui sera effective lors de la prochaine AG, soit le 29 avril prochain.

La société a de nouveau acheté ses actions : 1 239 titres à un cours moyen de 3,012 EUR. Notre dernière VANT calculée étant de 3,35 EUR (30.09.2013), cette opération crée donc de la valeur pour l'actionnaire. Gefran détient 1,203% de ses propres titres.

Global Tech Advanced Innovations (USA) Ticker : GAI

Le rapport semestriel de fin septembre 2013 nous apprend que la valeur patrimoniale de la société est en baisse à 22.11\$. La valeur net-net est à 11.62\$ et la valeur net-estate à 19.31\$. La chute des ventes de 41% par rapport à la même période en 2012 est assez sévère. Le coût des produits a chuté de 31%. Ce qui est le plus énervant, ce sont les coûts fixes en hausse de 15%. La société signe une perte de 2.21\$ par action alors que sur les 6 premiers mois de 2012, elle était en gain de 0.08\$!

Que nous explique Le CEO John Sham, sur ce léger carnage ? John nous annonce d'abord la fermeture d'une usine EMS (Electronic Manufacturing Services) et donc l'abandon de cette activité. Le ralentissement du marché intérieur chinois serait en cause, mais également la hausse des coûts salariaux, conjuguée à une pression baissière sur les prix, exercée par les clients les plus importants de la société. De manière à la fois générale et plus précise, monsieur Sham nous explique que la plupart de leurs clients et notamment leurs plus gros clients, ont réduit leurs stocks de pièces électroniques, impactant donc directement les ventes de la société. Point positif, enfin même si le ralentissement de la demande joue également un rôle négatif, la production de leur nouveau produit : COB (*chip-on-board*) est en hausse. Mais de nombreux clients ont demandé de retarder la livraison, pour le trimestre suivant.

Concernant l'usine EMS ou la production s'est arrêtée, John a l'idée de la mettre en location afin d'en tirer des revenus: un bon point.

Nous restons un peu sur notre faim quant'à la stratégie future mise en place pour contrer cette diminution de la demande intérieure chinoise dont est dépendante la société. C'est vrai qu'une phrase du type : « *Notre objectif est d'accroître la valeur pour l'actionnaire et nous allons faire au plus vite pour trouver d'autres possibilités pour améliorer le résultat d'exploitation...* » peuvent peut-être convenir à certains actionnaires... mais pas vraiment à nous, qui préférons des faits plutôt que des mots.

Cela dit, tout n'est pas négatif dans ce « léger carnage », puisque la Direction a pris des mesures rapides en fermant une activité qui n'est plus rentable aujourd'hui et qui génère des pertes. C'est de manière générale, un signe qui désigne les directions de qualité, bien que nous n'ayons pas suffisamment d'éléments aujourd'hui pour avancer un jugement pertinent.

News de nos sociétés

Comme la société dispose toujours de 11.70\$ de cash en caisses, soit pratiquement deux fois le cours actuel et que sa solvabilité est de 112%, nous attendons assez sereinement le prochain rapport pour un nouveau point de la situation.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

L'exercice 2013, clôturé le 31/10 se clôture avec un tassement des ventes d'un bon 10 % et une perte abyssale de 0,17 euro par action. Néanmoins, nous constatons que sur le dernier trimestre, la société s'est maintenue à l'équilibre et à cesser de creuser son trou (mais il faut dire qu'il s'agit là d'une période propice à ces activités très saisonnière). La VANT s'établit à 1,85 euros. La Direction s'attend toujours à une année 2014 difficile.

Investor AB (Suède) Ticker : INVE-A.ST

Lors de la publication des comptes annuels de cette belle suédoise, nous apprenons que des réductions de valeur ont dû être actées pour la filiale non cotée Aleris, active dans les soins à domicile. Elle a aussi été recapitalisée à hauteur d'un milliard de SEK. Ceci mis à part, la VL de la holding poursuit son petit bonhomme de chemin avec une croissance plus ou moins en ligne avec les marchés boursiers. Néanmoins, le cours a opéré un rattrapage par rapport à cette VL et la décote se situe à présent autour de +/- 25 %.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Si le rapport financier de la holding n'est pas encore disponible, nous pouvons prendre connaissance des résultats d'Astra, une des plus importantes participations active dans de multiples secteurs (mais essentiellement dans la distribution automobile) en Indonésie. Malgré la crise qui a touché le pays, les résultats sont stables avec un bénéfice par action quasiment équivalent à celui de l'exercice précédent (à 480 roupies pour un cours actuel de 6 800 roupies) et le chiffre d'affaires a augmenté de 8 %. Des résultats que nous trouvons satisfaisants. Néanmoins, vu la faiblesse de la roupie indonésienne, sa valeur relative dans Jardine va mécaniquement baisser.

Kinross (USA) Ticker : KGC

La mine d'or a publié une perte de 0,02 usd par action pour son 4e trimestre 2013 mais l'ensemble de l'exercice est, malgré tout, resté bénéficiaire (0,28 usd par action). Néanmoins, nous prenons connaissance d'une très mauvaise nouvelle : les réserves prouvées et probables détenues par la société ont fondu comme neige au soleil. Sur base de notre modèle d'évaluation, la juste valeur de la société devient négative, ce qui nous a décidé à liquider cette ligne sans trop de casse puisque nous nous en sortons avec une légère plus-value. Une nouvelle preuve qu'une énorme marge de sécurité à l'achat protège partiellement des déconvenues futures.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Dans un communiqué du 21 février, la société annonce que le Directeur Financier, Fabrizio Armone, a décidé de quitter la société pour suivre des intérêts personnels. Le départ sera effectif le 28 février. Est-ce un limogeage ou un dé-

News de nos sociétés

part réellement volontaire ? Hélas, les investisseurs externes à la société que nous sommes sont incapables de savoir ce qu'il en est...

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Nous apprenons que [Donald Smith](#), un des derniers gestionnaires professionnels de fonds « *deep value* », a accumulé, au travers des fonds qu'il gère, une position de près de 6 % du capital de notre fabricant de meubles à la dérive.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Toujours dans des petits montants (quelques milliers d'euros), la famille continue de se renforcer au capital de la société.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

De très bons chiffres de vente pour le 1er trimestre porté, pour une fois, par la très bonne tenue du département « équipements automobiles » avec une hausse des ventes de 10 % pour la période octobre-décembre 2013. La société a, en outre, annoncé avoir vendu à divers institutionnels des actions qu'elle détient en propre. Voilà une source de (petite) dilution pour les actionnaires en place mais au moins, cette dilution ne s'est pas faite au moment où le cours était des plus déprimés.

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

Le 13 février, la société a présenté un document aux détenteurs obligataires afin qu'ils puissent avoir une vue complète des problèmes actuels de la société et des perspectives d'avenir, dans le but de rééchelonner les remboursements futurs. Nous n'avons rien lu de fondamentalement nouveau dans ce document. Hormis le fait que les tribunaux d'Amsterdam ont donné jusqu'au 17 avril 2014 à la direction de la société pour arriver à un accord avec les détenteurs obligataires. Si aucun accord n'est trouvé à cette date, la société sera mise en liquidation.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Le 5 février, la société d'investissement Schroders plc a acheté 66.9 millions d'actions de PV Crystalox Solar, leur octroyant 17% des droits de vote. C'est une excellente nouvelle que l'arrivée de ces « zinzins », 300% plus tard, alors que le cours de la société est à quelques % de sa VANT.

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Pour le nouvel exercice 2013/2014, tous les signes sont au vert. Les 3 activités (Signalisation France, Spécialité et International) sont en hausse. Le CA atteint 36,1 M EUR contre 34,7 M EUR sur la même période de l'exercice, soit une croissance qui atteint +4,1%.

La Direction en profite pour signaler que ces chiffres confirment les perspectives pour le nouvel exercice. Nous connaissons les soi-disant promesses du management. Nous préférons constater les chiffres plutôt que d'écouter leurs douces paroles mielleuses.

News de nos sociétés

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Il ne se passe pas un mois sans une nouvelle d'importance pour notre mine d'argent. Ce mois-ci, après la cession de quelques actifs, nous apprenons l'acquisition d'une mine d'or par Silver Standard. Il s'agit de Marigold, qui appartenait à Goldcorp et Barrick Gold. Si nous regrettons que cette acquisition transforme notre pure player sur l'argent en une société mixte or/argent, il semble qu'elle ne soit pas, à court terme, trop dilutive pour les actionnaires. Néanmoins, nous nous demandons si les investissements qui seront nécessaires pour mettre ce site en exploitation ne vont pas nécessiter des capitaux extérieurs. Nous verrons ...

En attendant, nous apprenons une excellente nouvelle : les coûts de production de Pirquitas, le seul site en exploitation actuellement, ont été fortement abaissés en 2013, ce qui nous permet de tenir compte de ce site pour notre évaluation de la société (ce que nous n'avions pas fait dans notre analyse initiale, les coûts de production étant alors trop proches de notre cours de vente de référence pour l'once d'argent).

Moins bonne nouvelle : en raison de différents problèmes essentiellement liés à des décisions des pouvoirs publics mexicains, il semble clair que le développement de la "perle" de Silver Standard, la mine de Pitarilla sera retardé et les coûts futurs d'extraction pourraient augmenter.

Ci-dessous, nous vous proposons une nouvelle valorisation pour la société en tenant compte d'un cours de l'argent à 18 usd l'once et d'un cours de l'or de 1 038 usd l'once (soit les moyennes de cours à 400 jours amputés d'une marge de sécurité de 30 %). Nous avons également légèrement relevé notre prévision de coûts d'extraction pour Pitarilla.

- cash : 415 657
- créances : 69 247
- 100 % réserves prouvées + 50 % réserves probables Pirquitas : 61 050 onces X (18 - 15) - 75 000 (investissements) = 108 150
- 50 % uniquement réserves prouvées de Pitarilla : 239 500 onces X (18 - 14) - 150 000 (investissements) = 808 000
- 100 % réserves prouvées + 50 % réserve probables Marigold : (77 + 50 % de 4 160) X (1 038 - 950) = 189 816
- participation Pretium (au cours de 7,15 CAD) : 127 626
- participation Argonaut : 5 111 X 6,13 = 31 330
- participation Mandalay : 12 000 X 0,99 = 11 880
- cash Challacollo à recevoir : 7 500
- dettes : 348 963

soit une valorisation de 1 420 243 ou 17,58 usd par action.

Snoozebox Plc (UK) Ticker : ZZZ.L

Les nouvelles sont excellentes concernant notre Hôtel-Containers préféré... qui a vu son cours multiplié par deux depuis notre achat! Nous ne disposons pas du rapport annuel mais des résultats synthétiques ont été annoncés par la Direction : le chiffre d'affaire a bondi de 80%, à 6.5 millions de £, l'excédent de cash étant de 4.5 millions de £. Deux événements supplémentaires où des hôtels seront mis en place sont annoncés pour 2014: la Ryder Cup pour les amateurs de

News de nos sociétés

golf et le festival de Glastonbury qui est l'un des plus grands festivals du monde regroupant musique et art du spectacle. Monsieur Lorcán Ó Murchú qui était *Chief Financial Officer* (CFO), devient le *Chief Executive Officer*, plus précisément le « boss » (n'oubliez pas que l'ancienne direction avait aussi été virée). Et pour finir, un contrat long terme a été signé avec les autorités de l'île de Man, pour que la société puisse installer un hôtel à l'occasion des courses de motos célèbres appelées TT. En 2012, SnoozeBox avait installé un hôtel de 80 chambres, l'accord conclu en 2014 quant'à lui porte sur 160 chambres. Sans oublier la présence habituelle sur le grand prix de formule1 de Grande-Bretagne, et plusieurs grands prix moto.

Nous attendons le rapport annuel pour plus de détails. Même si tout semble baigner, pour le moment.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1.914,03€, en hausse de 2.87% par rapport au mois précédent.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Dans la déclaration annuelle de détention d'actions de la Direction, publiée par la SEC en février, nous observons que la Direction possède plus ou moins 45% des actions de la société, soit 14.797.244 actions.

Le chairman et CEO Robert Higgins, possède à titre personnel et via sa fondation, 14.607.462 actions. C'est donc une direction très impliquée financièrement dans la société. Ce qui est généralement positif pour l'actionnaire minoritaire.

Bien que la preuve de la qualité de cette direction n'est plus contestable aujourd'hui.

Universal Security Instruments (USA) Ticker : UUU

Le rapport du troisième trimestre, clôturé au 31 décembre, nous apprend que la valeur patrimoniale de la société est en légère baisse à 10.48\$. Sur les trois mois du trimestre, le chiffre d'affaire de la société est en baisse de 21%, et une perte de 0.16\$ par action apparaît à la dernière ligne du compte de résultats, alors qu'un an plus tôt un très léger gain de 0.01\$ était acté. Sur les 9 premiers mois de l'année, le chiffre d'affaire est en baisse de 12%. Le coût des produits est également en baisse de 5%. La partie R&D est plutôt stable. Point positif, les coûts fixes ont reculé de 18%. Ce qui tend toujours à montrer que la Direction a pris le taureau par les cornes.

La Direction nous explique que les pertes sont dues à la société de Hong Kong avec laquelle ils ont une joint venture. Plusieurs facteurs sont en cause : les frais généraux encore trop élevés, une baisse des ventes, couplée à une augmentation du coût du travail et du coût des matériaux entrant dans leurs produits. La Direction pointe enfin une baisse des produits à marge élevée et une augmentation des produits à marge plus faible...

Ce discours nous semble suffisamment réaliste pour pouvoir imaginer que la Direction ne va pas « roupiller » au boulot dans les prochains mois. Les difficultés rencontrées ne nous semblent pas insurmontables.

News de nos sociétés

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Peu d'infos (comme d'habitude, serions-nous tentés de dire) lors de la publication du chiffre d'affaires de l'année 2013. Tout au plus, apprenons-nous qu'il est en baisse de 3 % mais en hausse de 2,6 % à périmètre comparable. Les ventes en gros poursuivent leur développement et la Direction est raisonnablement optimiste pour l'année 2014, après une année 2013 de transition.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

Nous apprenons ce mois-ci l'arrivée de Pham Ngoc Bich en tant que président des investissements de Vietnam Holding Asset Management, entité qui gère le portefeuille de notre fonds fermé piloté depuis Ho Chi Minh ville et Zurich. Pham Ngoc Bich a une expérience de gestion d'actifs au Canada, et à Hong Kong où il gérait Prudential Vietnam Fund Management. Il a une très bonne connaissance du tissu économique et financier vietnamien. Nous lui souhaitons beaucoup de réussite à son nouveau poste, dans notre plus grand intérêt.

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,981 USD au 21 février 2014, en hausse de 5,7% par rapport au mois dernier. Soit une décote de 26%, avec le cours de clôture du 28 février (1,46 USD).

Durant le mois de février, la société a racheté en 1 fois 45 000 titres à un cours moyen de 1,425 USD, soit avec une décote sur la dernière NAV de 28%. Des petits ruisseaux de création de valeur qu'en tant qu'actionnaires nous apprécions grandement.

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Nous ne disposons pas encore du rapport annuel édité par la SEC, mais du bilan présenté par Market Wired. La valeur d'actif net tangible de la société est en recul de 11%, à 0.3241\$. La valeur net-net est aussi en recul à 0.3171\$. Durant l'année 2013, la société a vu son chiffre d'affaire fondre de 24%. Le coup des produits a heureusement fondu lui aussi de 54%. Au niveau des frais fixes, nous notons une diminution de 11%. Moins réjouissant à première vue, la R&D a diminué également de 20%, mais nous apprenons dans les explications qui précèdent les chiffres que cette réduction de la R&D est principalement due à une réduction des frais de consultance et de certification, la recherche et développement en elle même n'est donc pas remise en cause. La société signe donc en 2013 une perte de 0.14\$ par action, alors qu'en 2012 la perte était de 0.11\$ par action.

La Direction justifie cette perte par une baisse des ventes de leurs modems téléphoniques. On savait que ce serait inévitable. Par contre, la Direction prétend restée concentrée sur le lancement de leurs nouveaux produits, et notamment de deux types de modems ainsi que des capteurs pour la sécurité d'habitations individuelles. Ils se disent enfin optimistes, car ils disposeraient d'une belle force marketing et de nombreux canaux de vente.

Nous ne demandons qu'à croire cette nouvelle direction, puisque nous avons appris le mois passé que l'ancienne direction avait été virée. Mais vous savez bien que si nous aimons les mots qui expliquent la dynamique, nous préférons toujours la preuve chiffrée que cette dynamique est au moins enclenchée.

Analyses de société

Socfinaf

(Luxembourg, Ticker: 7463 / ISIN : LU0056569402)

I. Introduction



La société que nous vous proposons aujourd'hui n'est pas une daubasse « classique » mais constitue, selon nous, une diversification de choix.

Il s'agit de Socfinaf, qui est la filiale cotée de Socfin, elle-même constituant un des piliers du pôle « plantations » de la « constellation Bolloré ». L'entreprise, comme sa maison-mère, est luxembourgeoise et cotée sur la place luxembourgeoise.

Socfinaf produit de l'huile de palme et du caoutchouc.

La plus grande partie des activités s'exerce en Côte d'Ivoire (presque la moitié du chiffre d'affaires) mais il y en a aussi au Cameroun, au Libéria, au Nigeria et au Congo, exclusivement en Afrique donc.

Même si l'huile de palme est un peu décriée pour l'instant, elle reste la première huile alimentaire consommée dans le monde avec une part de marché qui continue de grandir (33,9 % en 2008 vs 35,7 % en 2012).

65 % de la production est vendue en Europe et 35 % en Afrique.

Pays politiquement instable et production qui est soit « mal aimée » (huile de palme) soit très cyclique (caoutchouc), ça donne ... une forte sous-évaluation ... injustifiée.

Injustifiée parce que cette société est excessivement bien gérée. L'un d'entre nous la suit depuis plus de vingt ans et sur le plan strict de la qualité de la gestion, elle n'a quasiment jamais été prise en défaut. Sur les 8 derniers exercices comptables, le rendement des capitaux investis est, en moyenne, de 18 %. Sur la même période, les fonds propres par action sont passés de 8,16 euros à 28,60 euros. En tenant compte en plus des dividendes distribués, la création de valeur pour les actionnaires a donc été de 22 % par an sur cette période.

Si nous disons que la décote est injustifiée, nous nous devons reconnaître qu'il y a malgré tout, une raison qui pourrait la cautionner.

En effet, le patron du pôle plantation de l'empire Bolloré et co-actionnaire important du groupe Socfin, Hubert Fabri (un belge), est poursuivi pour corruption d'un haut fonctionnaire en Guinée (en vue d'obtenir des nouvelles concessions). Il y a aussi des soupçons de fraude fiscale et de blanchiment d'argent.

Analyses de société

Mais nous reviendrons sur ce point plus loin.

Le 19 février 2014, nous avons acheté 200 actions Socfinaf au prix de revient, frais de courtage et taxes de bourse inclus, de 18,31 euros.

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

Nous travaillons sur base des comptes au 30/06.



A l'**actif courant**, nous relevons un bon petit matelas de **trésorerie**, 2,63 euros par action, que nous reprenons tel quel.

Les **stocks** sont composés essentiellement de consommables (engrais et énergie ?) mais il y a aussi des matières premières et des travaux en cours (probablement du caoutchouc et de l'huile de palme en cours

de transformation, la société transformant elle-même une partie de sa production). Une réduction de valeur de 2,8 % a déjà été actée par la Direction. Vu le peu de risque d'obsolescence ou de péremption de tels stocks et la réduction de valeur déjà inscrite, nous décidons de prendre une marge de sécurité raisonnable de 15 % sur ce poste et le reprenons pour 1,89 euros.

Nous avons peu de détails sur un poste « **autres créances** » qui vaut tout de même 1,56 euros (des créances intergroupe ?). A défaut d'en savoir plus, nous le cumulons avec le poste de créances commerciales et prenons une marge de sécurité de 20 % sur l'ensemble. Nous reprenons donc l'ensemble des créances pour 2,32 euros par action.

Traditionnellement, les **créances fiscales** ne font pas l'objet de grosses décotes dans nos analyses. Mais dans le cas présent, pour tenir compte de l'inculpation pour fraude fiscale mais aussi de l'instabilité juridique et politique des pays dans lesquels l'entreprise est active, nous prenons une marge de sécurité de 80 % sur ce poste et ne le comptabilisons donc que pour 0,08 euros.

A l'**actif fixe**, le poste le plus important est constitué des **actifs biologiques**, en d'autres termes, des palmiers et des hévéas plantés par le groupe.

Reconnaissons ici notre ignorance : nous n'avons aucune idée de ce que vaut réellement ce type d'actif. Ce que nous savons, par contre, c'est qu'ils ont une durée de vie limitée et qu'ils ne sont pas productifs dès les pre-



Analyses de société

mières années de leur vie. Comme pour les immeubles d'une foncière, ils ne sont pas amortis mais valorisés à leur juste valeur : en effet, un jeune plan d'hévéa par exemple, vaut moins qu'un arbre déjà productif. L'amortissement n'aurait dans ce cas aucun sens. Petit problème selon nous : ces actifs sont valorisés par la Direction sur base d'une méthode d'actualisation des flux futurs qu'ils sont censés générer. Nous sommes donc un peu obligés de nous reposer sur sa probité dans le cadre de cette évaluation.

A la lecture des annexes, nous constatons que les hévéas sont plutôt vieux (38 % a plus de 22 ans) mais la société a procédé à un renouvellement massif au cours des dernières années et d'ici 4 ans, des nouveaux plants arriveront en âge de production et ce, de manière régulière pour les années futures.



Au niveau des palmiers, l'âge moyen est plus faible et comme l'âge productif est plus faible que pour les hévéas, il ne me semble pas y avoir de risque de « trous » dans la production.

Pour combler nos lacunes en « valorisation des actifs biologiques tropicaux », nous prenons purement et simplement une marge de sécurité de 20 % par rap-

port à la juste valeur donnée dans le rapport financier et les reprenons pour 29,33 euros.

Notons aussi que la plus grosse part des plantations est cultivée sur des **concessions** et non des **terrains détenus en propre**. Mais ces concessions ont des échéances assez lointaines : l'échéance la plus proche est 2060 si on excepte les concessions congolaises, marginales, qui présentent des échéances assez proches (entre 2017 et 2036).

Les **terrains** et **constructions** sont, fidèles à nos habitudes, valorisés pour 80 % de leur valeur d'acquisition, soit ici pour 5,63 euros par action.

Nous reprenons les **installations techniques** pour 10 % de leur valeur d'acquisition, soit 1,53 euros.

Nous relevons des participations mises en équivalence (car co-détenues avec la société-sœur, Socfinasia, l'autre filiale du groupe socfin mais active quant à elle en Asie du sud-est). Ces participations sont essentiellement des sociétés de gestion situées en Belgique et au Luxembourg. Nous les reprenons pour 80 % de leur valeur aux livres, soit 1,06 euros.

Pour faire bonne mesure, nous ajoutons à notre valorisation quelques créances à long terme pour 80 % de leur valeur, soit 0,11 euros et, fidèles à notre approche, ignorons les immobilisations incorporelles et les actifs d'impôt différés.

Tenant compte de ce qui précède et après déduction du total du passif, nous

Analyses de société

estimons la Valeur de Socfinaf en cas de Mise en Liquidation Volontaire à **14,60 euros**.

III. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



Au cours des 5 derniers exercices, le résultat d'exploitation moyen de Socfinaf a été de 8,50 euros par action. Nous appliquons une décote de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, actualisons à 12 %, ajoutons la trésorerie de l'actif et déduisons les dettes financières ainsi que les intérêts des minoritaires. Nous obtenons une VCB de **33,13 euros**.

A noter que ce calcul ne tient pas compte des résultats dégagés par les entreprises mises en équivalence (environ 0,60 euros par action et par an en moyenne, soit actualisés à 12 %, une valeur cachée de 5 euros supplémentaires).

IV. Conclusions

Même si nous avons acheté Socfinaf en payant 25 % de plus que la valeur de notre calcul prudent de la VLMV, nous pensons avoir fait preuve, en acquérant quelques actions de Socfinaf, d'esprit d'opportunité « value » et même « deep value ».

La Valeur d'Actif Net Tangible de la société s'établit à 29,90 euros, ce qui, couplé à une rentabilité des capitaux investis de 18 %, en fait une VANTre remarquable.

Voir l'article sur notre blog: <http://blog.daubasses.com/2010/07/23/daubasse-montre-nous-ce-que-tu-as-dans-le-v-a-n-t-r-e/>

Restent les « affaires » qui tournent autour de la cheville ouvrière de ce petit conglomérat agricole, Hubert Fabri.

Si la corruption est, malheureusement, une des composantes incontournable pour celui qui veut faire des affaires dans la majorité des émergents (nous le regrettons mais ne pouvons que le constater), l'affaire de fraude fiscale semble plus sérieuse.

En réalité, on reproche à Hubert Fabri de payer du personnel basé dans une filiale belge du groupe, la Socfinco, au travers d'une société du Lichtenstein en vue d'abaisser le coût des salaires. Nous pensons néanmoins que l'impact direct

Analyses de société

sur le groupe sera relativement faible : dans les comptes au 30/06/2013, la Socfinco représente moins de 0,50 euros par action. Nous pensons, sans certitude absolue notez-le bien, que l'impact principal pour le groupe de ces affaires pourrait être, non pas une perte de valeur patrimoniale importante à court terme mais plutôt la mise à l'écart de son dirigeant, probablement un des meilleurs gestionnaires de plantations tropicales au monde.

Ceci dit, nous pensons que le meilleur moment pour acheter des actifs rentables est précisément le moment où ceux-ci rencontrent des problèmes : McDonald pendant la crise de la vache folle ou BP pendant la catastrophe du Golfe du Mexique. Alors, pourquoi pas Socfinaf pendant les scandales fiscaux et de corruption ?

Ainsi, depuis 2004, la société a été valorisée par le marché, en moyenne, avec une surcote de ... 1,4 % par rapport à ses fonds propres mais avec des écarts assez importants : la surcote maximale a été de ... 95 % en 2008, au moment de la grande mode des « *soft commodities* ». Si on se trouvait dans le même cas de figure, le cours actuel devrait être de 58 euros pour donner la même valorisation.

La décote maximale, c'était le 3 décembre dernier quand elle était de 45,5 %. A notre coût d'achat de 18,31 euros, elle est de 38,8 %. Notre prix d'achat semble donc historiquement, plutôt bon.

Ceux parmi vous qui souhaiteraient diversifier plus peuvent opter pour la maison-mère, Socfin, qui, outre Socfinaf, détient aussi Socfinasia, la société active en Asie du sud-est. Mais le prix à payer pour cette diversification, c'est une décote moindre (30 % sur la VANT) mais aussi un catalyseur de création de valeur en moins.

En effet, nous constatons qu'année après année, la maison-mère rachète en bourse des titres de ses deux filiales, de là à penser qu'un jour, celles-ci pourraient être retirées de la cote dans un souci de simplification de structure, il n'y a qu'un pas ... que nous ne franchissons pas encore mais que nous envisageons malgré tout.



Analyses de société

SunLink Health Systems Inc.

(NYSE, Ticker: SSY / ISIN : US86737U1025)

I. Introduction



SunLink Health Systems est une entreprise américaine qui fournit à travers ses filiales des services de soins de santé dans le Sud Est américain (Louisiane, Géorgie, Missouri et Mississippi). Elle opère dans deux secteurs : les établissements de santé et la pharmacie de spécialité.

Le secteur des établissements de santé a été constitué en 2001 et comprend :

- 4 hôpitaux communautaires qui sont les hôpitaux de soins de courte durée de 232 lits autorisés dans 3 Etats ;
- et 2 maisons de repos de 166 lits autorisés, à proximité des hôpitaux du Groupe
- un bâtiment d'hôpital situé à Clanton, Alabama.

La pharmacie de spécialité mise en place en 2008 à travers la filiale Carmichael en Louisiane consiste en la vente de produits et services de pharmacie au détail, une offre de services spécialisés et des équipements médicaux durables. SunLink Health Systems, Inc. a été fondée en 1959 et est basée à Atlanta, en Géorgie et emploie 1 376 personnes.

Pourquoi nous intéressons-nous à ce titre ?

Tout d'abord parce que nous estimons que les actifs tangibles - nous verrons ce point en détail plus bas - ne sont pas correctement valorisés en bourse et qu'il y a un catalyseur en cours. En effet, comme nous pouvons le lire dans les différents rapports de la société : *« la société estime que ses quatre établissements hospitaliers sont actuellement sous-performants et évalue la vente éventuelle d'un ou plusieurs de ces établissements hospitaliers. Rien ne garantit que la vente aura lieu ou que, si une vente a lieu, qu'elle se fera à un prix qui se traduit par un gain ou un produit net après coût de l'opération, des impôts et des remboursements de dettes. La Société prévoit d'utiliser une partie du produit net, le cas échéant, de futures ventes d'actifs pour financer ses besoins en fonds de roulement. »*.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres semestriels arrêtés au 31 décembre 2013. Il y a eu par le passé des plans d'action, mais ils ne sont plus d'actualité.

Nous avons acheté des titres à un prix de revient de 1,10 USD.

Analyses de société

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 2,17 USD par action et un passif total qui représente 3,78 USD par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de **-0,61 USD**.

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

La société détient des terrains et des immeubles qu'elle a acquis historiquement pour un coût de 31,4 M USD, soit 3,33 USD par action. En prenant une marge de sécurité de 20% sur ce montant, nous obtenons une valeur de 2,66 USD par action, que nous ajoutons à la VANN et nous calculons une VANE de **2,05 USD** par action.

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



Cette évaluation nous permet d'estimer la valeur que les propriétaires de l'entreprise (les actionnaires), peuvent estimer raisonnablement obtenir s'ils décidaient de vendre leur société. Ce travail et son résultat vont prendre ici tout leur sens, puisque ce dessin est une perspective bien réelle dans l'esprit du management actuel.

Nous commençons notre évaluation par l'**actif courant** : les actifs les plus liquides. L'actif le plus important est constitué des **créances clients** pour 1,15 USD par action. La société a été payée en moyenne en 48 jours sur les 3 dernières années. Les clients-patients paient donc rapidement. Aussi, en prenant une marge de sécurité de 20% sur ce montant, nous obtenons une valeur prudente pour ces créances de 0,92 USD.

Au tour de la **trésorerie**. Elle représente 0,48 USD par action que nous repreneons telle quelle.

Le Groupe a des **crédits d'impôts** pour un montant de 0,48 USD. Nous considérons ce droit de réduction potentiel d'impôt sur l'Etat comme nul, quitte à avoir une bonne surprise à l'avenir.

Viennent ensuite les **stocks**. Ils représentent pour une valeur comptable de 0,42 USD par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 61 jours, et de 74 jours pour l'exercice actuel. Ils sont essentiellement composés de médicaments et d'ustensiles hospitaliers évalués à leur valeur de marché et selon la méthode *first-in first-out*. Nous décidons de prendre une marge de sécurité de 20% et retenons les stocks pour une valeur de 0,34 USD par action.

Analyses de société

Ensuite, nous valorisons des **paiements en avance** pour une valeur de 0,40 USD par action. Par conservatisme, nous ajoutons une marge de sécurité de 10 %, soit une valorisation pour ce poste de 0,36 USD par action.



Enfin, le dernier poste des actifs courants est composé d'un élément propre à l'activité de service médicale, puisqu'il s'agit de **créances sur le système de protection sociale américain**. Cet actif représente 0,22 USD par action. Nous allons ajouter une marge de sécurité de 10% sur cette valeur et obtenir une valeur finale de 0,17 USD.

En ce qui concerne les **actifs non courants**, l'actif le plus conséquent est sans conteste l'**immobilier**. Comme nous l'avons évalué dans le calcul de la VANE plus haut, avec une marge de sécurité de 20% sur les coûts historiques, il représente 2,66 USD par action.

Les **équipements** sont également une part importante du patrimoine de la société. Ils ont été acquis pour une valeur de 2,90 USD par action. Nous n'avons aucune idée de leur valeur marchande actuelle réelle, mais pensons que des outils techniques, mécaniques liés à l'activité médicale doivent encore ce jour représenter un petit quelque chose. Aussi, nous décidons dans notre estimation de « société en vente » d'actifs qui vivent (ce sont des hôpitaux opérationnels qui seraient cédés) que reprendre 20% de ce montant est réaliste tout en étant prudent. Soit un montant de 0,58 USD par action.

Nous avons ensuite de nouveau des **crédits d'impôts** pour un montant de 0,32 USD. Là encore, nous allons ignorer la valeur de ce droit à réduire l'impôt futur... en espérant qu'elle vaut quand même quelque chose !

Le quatrième poste de l'actif par son importance est composé des **actifs immatériels** pour 0,30 USD par action. Fidèles à notre approche patrimoniale basée sur la tangibilité des actifs, nous décidons de considérer cette valeur comme nulle.

Le dernier poste significatif est composé « **d'autres actifs à long terme** » pour un montant de 0,13 USD. Nous n'avons pas trouvé d'explications précises sur ces actifs. Ils semblent contenir pour partie des créances Medicare (la Sécurité Sociale américaine) d'anciens hôpitaux cédés. Comme nous avons peu d'éléments, nous décidons de reprendre un symbolique centime, soit 0,01 USD sur ce poste.



Analyses de société

Le **total du passif** (le total des engagements de la société) représente 3,78 USD par action.

En **hors bilan**, nous avons trouvé des litiges inhérents à l'activité hospitalière ainsi qu'un ancien litige immobilier. La société est incapable d'évaluer ces impacts.

Des coûts de **leasings** pour un montant total de 1 959 k USD seront dus dans le futur. Dans le cas d'une mise en liquidation, nous estimons qu'au moins la moitié de ces leasings seront cédés et n'auront pas d'impacts futurs. Nous ne reprenons que la moitié de cette somme comme étant à rembourser, soit 0,10 USD par action.

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

Actif courant

- + Poste client : 0,92
- + Trésorerie : 0,48
- + Crédit d'impôts différé : 0
- + Stock : 0,34
- + Paiements en avance : 0,36
- + Créances « protection sociale américaine » : 0,17

Actif immobilisé

- + Terrains et bâtiments : 2,66
- + Équipements : 0,58
- + Crédit d'impôts différé : 0
- + Actifs immatériels : 0
- + Autres actifs à long terme : 0,01

Passif

- Total passif : -3,78
- Leasing : -0,10



Nous obtenons donc une VMLV de **1,64 USD par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a généré à 3 reprises des résultats opérationnels positifs. Mais la perte importante liée à l'exercice 2011 ne permet pas de dégager un profit opérationnel moyen positif sur la période. Nous ne sommes donc pas en mesure de calculer de VCB.

Analyses de société

VI. Conclusions

A notre prix d'achat de 1,10 USD, nous avons calculé pour le titre de SunLink les décotes suivantes :

46% sur la VANE
33% sur le VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 2,22 USD) est de : +102%
A noter qu'en incluant les crédits d'impôt différés, le potentiel ressort à 3,10 USD.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 51%

Ratio technologique = 0%

Nous vous l'avons un peu indiqué dans l'introduction. Ce qui est intéressant avec cette société est le fait qu'il s'agit d'un véritable cas de jeu d'actifs où les managers ont l'air de vouloir faire bouger les choses. Et nous comprenons pourquoi, puisque les directeurs possèdent plus de 50% des titres.

Ils ont même tenté de racheter des titres en février 2013 pour « permettre d'assurer une liquidité aux actionnaires intéressés et réduire le nombre de petits porteurs » à un cours de 1,50 USD. De plus, la société offrait une prime de 100 USD pour chaque retrait de 100 titres. Cette opération de rachat de titres a été un échec, puisque seulement 2 631 actions ont été rachetées pour être ensuite annulées. Suite à cette opération qui a été un fiasco, la direction n'exclut pas le fait de refaire une opération de la sorte dans un avenir proche, voir carrément une OPA.

En fait, clairement, le management n'est pas là pour copiner et faire plaisir aux petits porteurs pour leur racheter leurs titres en bons amis. Les membres de la direction savent qu'il y a de la valeur dans leur entreprise et comme ils sont majoritaires (une grande partie d'entre eux détiennent des billes dans SunLink), ils souhaitent certainement sortir le maximum d'actionnaires pour qu'ils soient les seuls à récolter les fruits de la liquidation partielle de la société.

Enfin, pour information, la société a déjà par le passé vendu 2 établissements médicaux :

- l'hôpital de Dexter (50 lits) pour un montant brut de 9,9 M USD et après les taxes le produit net encaissé a été de 7,4 M USD ;
- le Memorial Hospital d'Adel pour un montant brut de 8,3 M USD ou 7,5 M USD net.

Le management a donc déjà de l'expérience dans la réalisation de ses actifs hospitaliers et ne semble pas ne lancer que des paroles en l'air : il agit.

Analyses de société

Dernière cerise sur le gâteau. Une fois tous les actifs « physiques » cédés, les actifs générateurs de pertes, le Groupe continuerait d'exploiter son activité de pharmacie qui est un business rentable. Cet hypothétique recentrage sur l'activité pharmaceutique - tout de même 33 M USD de chiffre d'affaires en 2013 - est une piste à ne pas négliger pour créer à moyen terme de la création de valeur.



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