

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 10
Suivi des sociétés analysées	page 12
News de nos sociétés	page 14
Analyse de la société Great Eagle Holdings Ltd.	page 23
Analyse de la société Emerson Radio Corp.	page 29
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 33

Edito



De la difficulté de ne rien faire ou presque... en plus compliqué!

Depuis 2013, nous mesurons la difficulté de ne rien faire ou presque que nous impose notre méthode d'investissement. Et cette difficulté, nous semble depuis plusieurs mois augmenter de jour en jour à tel point que la pression psychologique est devenue très importante. Plus importante que nous l'avions imaginée.

Nous avons donc décidé dans cet éditto estival du mois d'août de vous faire partager cette difficulté que nous traversons, en ciblant les causes et les effets, en vous expliquant notre manière de nous adapter et enfin les raisons qui permettent de penser que le futur sera vraiment enthousiasmant.

Nous espérons donc que cette réflexion, en toute transparence, vous permettra également de faire le point, dans cette période difficile.

Contrairement à tout ce que l'on peut trouver sur le net, et à notre connaissance, nous sommes parmi les rares bloggeurs appliquant un *process deep value* clairement défini et compréhensible par tous, à avoir connu les deux phases d'un cycle boursier.

Le marché baissier de 2007, jusqu'à la mi 2009 et le marché haussier de la mi 2009 à aujourd'hui.

Nous pensions encore très récemment que la difficulté psychologique d'investir penchait en faveur du marché baissier, comme nous l'avions connu en 2008, où

Edito

le pessimisme était à son comble. Nous en avons assez souvent parlé, par la suite, mais sur le moment, comme nous étions seuls ou à peu près, et que nous démarrions l'aventure, expliquer notre état mental n'était pas notre priorité. Notre priorité était d'expliquer notre méthode et comment nous l'appliquions. Et bien sûr avec la preuve par quatre de ce que nous achetions... et vendions.

Aujourd'hui, nous semblons mesurer pleinement les difficultés de traverser ce marché haussier et nous pensons, contrairement à beaucoup de monde, que la difficulté est égale à celle d'un marché baissier, même si d'une nature très différente. La différence, c'est que cette fois nous pouvons expliquer notre état d'esprit, en direct et pas par la suite, sur ce que nous faisons et pourquoi nous le faisons, puisque vous connaissez sur le bout des doigts notre *process* ainsi que ce que nous achetons et vendons.

Les causes et les effets

Nous avons donc retenu deux causes principales des difficultés actuelles

Les causes

1° La raréfaction des occasions due au marché haussier.

2° Les exigences de notre *process* doublées de nos exigences.

Les deux points sont liés, car si l'on s'en tient au seul critère de décote du *process*, dans notre liste de 116 sociétés, nous avons 59 sociétés qui correspondent pleinement à nos critères, en dehors de nos 57 sociétés en portefeuille et ceci en plein marché haussier. Donc, théoriquement, à ce stade, nous ne devrions avoir aucun problème pour investir. Tout le problème c'est que nous raisonnons aussi avec le potentiel estimé de notre portefeuille de 87.49% aujourd'hui et que nous ne voulons pas investir massivement dans des sociétés qui feraient diminuer ce potentiel alors que nous avons toujours essayé à chaque investissement de l'augmenter.

Cette exigence que nous avons n'est pas du tout une règle écrite, mais vient se superposer à notre *process*, car nous pensons que malgré un *process* bien défini, y ajouter du bon sens n'est jamais une chose que l'on regrette dans le futur. Car nous ne voyons pas le sens d'investir massivement conformément au *process* dans un marché haussier de plusieurs années alors que c'est dans un marché baissier que l'on investit massivement. Bien entendu chaque société est analysée et nous ne nous interdisons pas d'y investir selon les faits relevés dans cette analyse et même sous le potentiel actuel du portefeuille.

Enfin, nous menons également un test depuis plus de 3 mois, sur les sociétés en listes avec un potentiel inférieur au portefeuille afin de pouvoir comprendre si notre exigence actuelle a tout son sens ou pas. Mais nous ne pourrions tirer des conclusions sur ce test que lors d'un prochain marché baissier et nous ne manquerons pas de vous en parler.

Edito

Les effets

Les effets sont multiples et agissent à tous les niveaux.

1° Le travail de recherche.

Nous avons pratiquement doublé, voire parfois triplé le nombre de « chasses » classiques de sociétés et avons ajouté deux autres types de recherches. Cela signifie donc plus de travail pour moins de résultats. C'est extrêmement décourageant et pourtant, nous remettons sans cesse le couvert. Le plus important étant d'essayer d'oublier que la précédente recherche a été un échec total.

2° La force des biais positifs

Comme les trouvailles sont rares, chaque trouvaille avec un potentiel qui nous convient fait l'objet d'un double biais positif. Si en temps normal, il est naturel que celui qui chasse éprouve un biais positif sur une trouvaille, celui qui analyse n'en a généralement pas le moindre. Car il sait que si c'est négatif, il y a une autre société à analyser avec un potentiel identique, voire supérieur. Aujourd'hui, ce n'est pas le cas avec cette espèce de goutte à goutte où justement le choix n'est pas important. Heureusement que recherches et analyses ne concernent jamais que deux membres de l'équipe. Nous avons donc la chance de rester le plus vigilants possible avec les deux membres qui ne sont pas impliqués et ceci à tour de rôle, ce qui nous permet de rester vigilants.

3° La frustration de plus en plus importante des « little touch »

La prudence de la « little touch » où nous investissons 1%, parfois moins, et qui nous semblait encore voici 6 mois du pur bon sens qui nous permettrait de renforcer sur faiblesse du cours, voire plus, l'est toujours. Mais une certaine frustration s'invite de plus en plus de manière impromptue, causée par le trio : travail important / rareté des occasions / liquidités abondantes où tout est permis. Et l'on se dit parfois tout cela pour 1% du portefeuille (!). Là aussi l'équipe joue un rôle majeur.

4° Les conséquences des liquidités sur la performance du portefeuille

En 2012, au 11 juillet, nous avions 11% de liquidité. Aujourd'hui, nous en avons 25%. Le poids des liquidités commence à peser sur la performance, c'est indéniable... Et bien sûr, comme tout investisseur, nous trépignons. Et nous nous disons aussi que cela pourrait être mieux.

Comment nous adaptons-nous à la situation ?

Ce qui est paradoxal dans toutes ces histoires, c'est que ne rien faire ou presque est plus compliqué qu'en apparence comme le résume le titre de l'édito. Car certains points que l'on ressent de manière négative, sont aussi des points positifs. Tout dépend donc de l'angle de vue.

1° Le plus gros paradoxe c'est que moins on investit, plus on travaille ! Nous vous expliquerons aussi pourquoi cela nous enthousiasme dans le paragraphe suivant.

Edito

2° Nous augmentons notre attention sur tous les biais. Grâce à l'équipe et plus particulièrement sur les analyses.

3° Nous ne voulons pas participer à la fête et nous appliquons l'investissement en « little touch ». Pour ceux d'entre vous qui ne connaîtraient pas ce que signifie « little touch », il s'agit d'investir par petites tranches. Notre poids maximum d'une position est de 3.33% du portefeuille. Nous allons donc investir 1% ,voire 1.50%. Ce qui nous permettra dans le premier cas de recharger au moins 2 fois des tranches de 1.16%, et dans le second cas de doubler la position en rechargeant une fois. Mais là aussi, nous pouvons décider de recharger en 2 fois avec une seconde tranche de 1% et une dernière de 0.83%. Cela nous semble assez confortable sur une chute de 50% du cours d'une Daubasse.

Plus bas, vous découvrirez un graphique chiffré de notre adaptation dans la réalité aussi bien avec notre *process* que nos exigences.

Notre dernier achat date du 11 juillet 2014. Nous avons repris la série de chiffres sur l'année 2012 et 2013 au 11 juillet.

Qu'est-ce que nous pouvons observer entre le 1er janvier et le 11 juillet sur ces 3 années ?

En 2012, nous avons fait 23 achats dont la somme correspondait à 33% du portefeuille et 8 ventes dont la somme correspondait à 16% du portefeuille. Soit 31 opérations. Si l'on déduit la somme des ventes et que l'on soustrait la somme des achats, le solde est négatif. Nous avons donc acheté plus que ce que notre *process* nous a fait vendre. Nous disposions au 11 juillet 2012 de 11% de liquidités.

En 2013, nous avons fait 15 achats dont la somme correspondait à 14% du portefeuille: c'est plus que moitié moins qu'en 2012 ; et 11 ventes, dont la somme correspondait à 14% du portefeuille. Soit 26 opérations. Si l'on déduit la somme des ventes et que l'on soustrait la somme des achats, le solde est légèrement positif et représente 0.6% du portefeuille. Notre *process* nous a donc fait vendre plus que ce que nous avons acheté. Nous disposions au 11 juillet 2013 de 14% de liquidité.

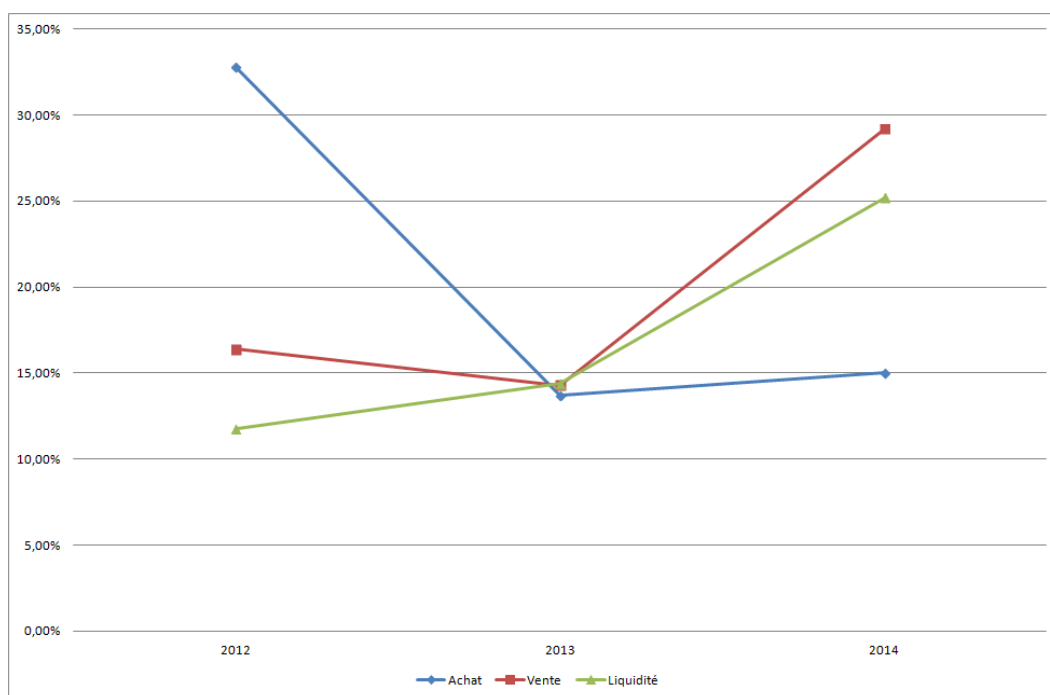
Nous pouvons dire que l'année 2013 a été le point mort dans l'inversion du solde « Vente – Achat ».

En 2014, nous avons réalisé 17 achats dont la somme correspondait à 15% du portefeuille, et 14 ventes dont la somme correspondait à 29% du portefeuille. Soit 31 opérations. Si l'on déduit la somme des ventes et que l'on soustrait la somme des achats, le solde est positif et représente 14% du portefeuille. Notre *process* nous a donc fait vendre beaucoup plus que ce que nous avons acheté. Nous disposions au 11 juillet 2014 de 25% de liquidités.

Edito

Vous pouvez donc constater qu'entre 2012 et 2014, les chiffres ventes / achats se sont inversés avec un nombre égal d'opérations. Les achats se maintenant, comme en 2013, autour de 15% et les ventes à 29%, alors qu'en 2012 les achats pesaient 32% et les ventes 16%.

Vous pouvez découvrir avec le graphique qui suit l'adaptation de notre portefeuille au marché haussier en un clin d'œil.



	Achat	Vente	Nbr Opération	Liquidité	Portefeuille
			Solde		
2012					
Nombre	23	8	31		
Somme	71 870 €	35 890 €	-35 980 €	25 809 €	
% Portefeuille	32,78%	16,37%	Négatif	11,77%	219 256 €
2013					
Nombre	15	11	26		
Somme	39 000 €	40 649 €	1 649 €	40 965 €	
% Portefeuille	13,71%	14,29%	0,58%	14,40%	284 413 €
2014					
Nombre	17	14	31		
Somme	49 900 €	97 026 €	47 126 €	83 708 €	
% Portefeuille	15,02%	29,21%	14,19%	25,20%	332 207 €

Toutefois, avant de passer au paragraphe suivant, et comme nous aimons appeler un *chat* un *chat*, soit une *erreur*, une *erreur*, et ne pas la glisser sous le tapis (comme la majorité des investisseurs que nous lisons) nous devons vous avouer

Edito

que c'est notre déconvenue sur Abemarle & Bond, où nous pensons avoir perdu toutes notre mise, soit 3.33% du portefeuille, qui nous a fait prendre conscience avec acuité des points que nous venons de développer.

Bien sûr, nous avons investi sur Abemarle & Bond parce que cela correspondait entièrement à notre *process* et le potentiel estimé était bien supérieur au potentiel du portefeuille.

Mais nous avons fait preuve et pour la première fois, tous les quatre, d'un biais positif.

Et pourtant, nous avons investi exactement selon notre idée d'adaptation, soit par « little touch ».

Ou était le problème alors ?

En fait nous avons investi par « little touch » trop rapidement, parce que notre biais positif est resté positif grâce à l'actif tangible à chaque fois que le cours tombait, jusqu'à notre limite de 3.33%.

Nous reviendrons bien évidemment sur une analyse approfondie, du cas Abemarle & Bond, car l'histoire n'est pas finie et nous n'avons donc pas encore les clés de toute l'explication... Mais on voit très bien avec cet exemple comment notre *process* nous a arrêté à 3.33% du portefeuille, jamais amusant, mais pas catastrophique. Imaginons un instant que nous n'aurions pas eu ce *process* et cette limite à 3.33%... mais une conviction à 20% ?

Pourquoi sommes-nous enthousiastes pour le futur ?

Tout d'abord parce que nous savons qu'après le beau temps vient la pluie et après la pluie reviendra le beau temps... comme sur les marchés, après la hausse viendra la baisse et après la baisse reviendra la hausse...

1° Notre premier avantage sera que si notre portefeuille recule comme le marché, disons de 30%, notre recul effectif ne sera que de 22%, puisque nous ne sommes investi qu'à 75%.

2° Nous avons, avec le travail accompli pendant ce marché haussier, une liste de 35 sociétés « hors critères ». Nous serons donc les premiers informés des décotes, juste en suivant les cours. Nous serons bien évidemment, les premiers à en profiter, avec vous bien entendu, chère(s) abonné(e)s.

3° Nous disposons avec nos liquidités, et une possible augmentation de capital, d'une force de frappe évaluée à 50% de la somme totale de notre portefeuille actuel. C'est couplé avec le point 2 que ce point 3 fera toute la différence. Les investisseurs qui sont *full invested* et qui sont donc sans liquidités devront se contenter de regarder le yoyo descendre et espérer ensuite qu'il remonte. Pour participer à la braderie, ils devront vendre en grosse perte, pour créer de la liqui-

Edito

dité. Mais une nouvelle fois, ils ne pourront rattraper leur retard qu'avec un nouveau marché haussier, bien entamé.

4° Pour nous, ce sera la seconde fois que nous serons confrontés à un marché baissier permettant de faire fonctionner à plein tube notre *process* et notre expérience psychologique, qui sera bien sûr tout autre chose qu'aujourd'hui, et principalement liée à la peur.

Nous espérons donc que vous serez nombreux à profiter au maximum de notre travail et de notre expérience dans ce moment qui sera pénible pour une immense majorité.

Nous vous présentons dans cette lettre deux sociétés, dont une réellement trouvée de derrières les fagots et pour l'autre un bis prometteur.

Bonne vacances à toutes et à tous.

L'Equipe des Daubasses

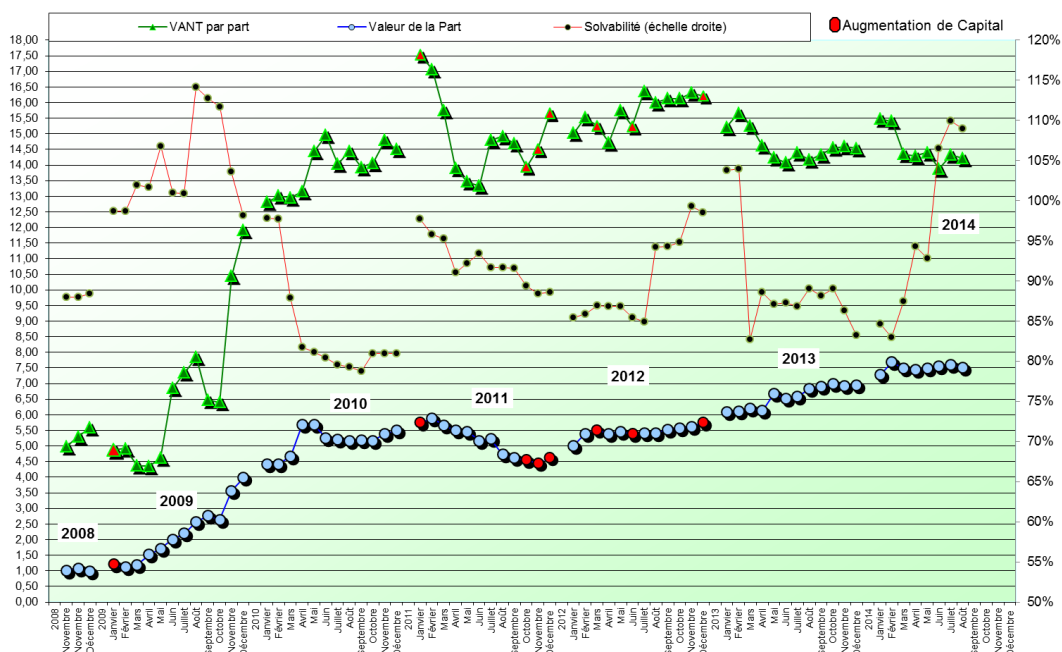


Portefeuille

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	
1 août 2014	
Valeur d'une Part	7,50 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,22 €
Potentiel	89,50%
Solvabilité pondérée	109,00%
3,33% Pondération Max	10.902,80 €
Nombre total de positions	58
Répartition des Devises	
Euro	51,52%
Dollar Américain	25,38%
Livre Sterling	10,41%
Dollar Canadien	9,00%
Courone Suédoise	2,58%
Franc Suisse	1,27%
Variation des devises Yield	1,07%
Nombre de société vendue	97
Gain Moyen	2.284,11 €
Perte Moyenne	- 751,20 €
Société en Gain	67
Société en Perte	30
1 Euro investi a rapporté	6,79 €



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 1 août 2014 / Notations												
	Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio
	Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop		
				Risque				Cours				
				(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
Net-Net	2	0	2	Sport Haley Inc	1,4453	0,24	77,71%	24/11/08	345%	1,5582		
	2	3	5	Coast Distribution System	5,0217	0,59	63,58%	25/11/08	99%	5,9055		
	2	0	2	Taitron	1,9510	0,50	102,97%	26/11/08	209%	3,0009	2,8742	0,3379
	0	3	3	Trans World Entertainment	4,7105	0,77	100,47%	08/06/09	50%	5,4630		
	0	3	3	Leeds Group Plc	39,6900	0,83	81,57%	27/08/10	41%	46,69	45,00	0,7333
	3	3	6	Vianini Industria	1,1865	1,10	231,79%	19/10/10	185%	3,7400	1,6761	0,7816
	2	0	2	Jemtec	1,2054	0,48	1866,31%	25/01/11	115%	1,2495		
	2	0	2	BFS Entertainment&Multimédia	0,3491	0,63	60,72%	25/01/11	110%	0,4627		
	3	1	4	MBL Group	20,8500	0,38	133,61%	05/07/11	180%	22,2800		
	3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	6,8588	0,37	52,05%	15/03/12	343%	11,2181		
	3	1	4	Deswell Industries Inc	3,1668	0,67	147,39%	15/03/12	163%	5,5788		
	3	1	4	Vet Affaires	11,8029	0,78	54,30%	16/07/12	151%	23,1598		
	0	2	2	Velcan Energy	13,4350	0,78	309,47%	22/08/12	61%	16,8267		
	3	0	3	Plaza Centers NV	43,34	0,23	37,58%	27/09/12	461%	56,11		
	3	1	4	Global Tech Advanced Inovation	11,81	0,47	100,43%	17/10/12	278%	20,65		
	0	0	0	Electronic Sytem Technology	0,52	0,91	329,67%	02/01/13	14%	0,54		
	1	0	1	Zoom Telephonics	0,27	0,72	52,69%	02/04/13	44%	0,28		
	0	1	1	Norcon Plc	24,71	0,93	66,90%	09/07/13	11%	25,55		
	0	0	0	Albemarle & Bond	55,80	0,00	58,94%	19/12/13	0%	81,75		
	3	2	5	Matica Technologies	1,68	0,64	82,28%	27/12/13	174%	2,95		
	3	0	3	Gravity Corp Ltd	1,28	0,63	178,18%	13/01/14	122%	1,79		
	2	1	3	Emerson Radio	2,62	0,61	363,28%	09/07/14	69%	2,72		
Net-Estate	3	3	6	Avalon			93,32%	02/09/09	181%	11,35	7,3912	0,5466
	1	0	1	Bodisen Biotech			95,18%	10/11/09	2315%	0,6302	0,0363	0,7190
	2	0	2	Blonder Tongue Laboratories			65,12%	16/11/09	102%	1,8157	1,3622	0,6607
	3	2	5	Exacompta - Clairefontaine			62,78%	30/11/09	359%	298,58	196,25	0,3312
	2	3	5	Gevelot			173,10%	09/12/09	83%	205,87	168,67	0,6676
	3	1	4	Irce			55,93%	31/05/10	149%	4,8896	3,2008	0,6123
	3	1	4	Natuzzi			58,08%	19/01/11	126%	5,2541	5,2587	0,4412
	0	2	2	Crown van Gelder			61,20%	12/10/11	67%	7,723	7,4442	0,6197
	3	2	5	Peel Hotels			59,43%	12/10/11	102%	159,940	91,8400	0,8602
	3	1	4	Ceramiche Ricchetti			38,56%	09/01/12	438%	1,401	1,5606	0,1858
	3	1	4	Panaria Group			43,92%	12/01/12	99%	2,576	1,0638	1,2192
	3	1	4	Coil			59,30%	14/11/12	121%	7,718	4,3465	0,8052
	1	3	4	Loeb Holding			72,40%	23/04/13	95%	339,909	258,36	0,6735
	1	3	4	Hammond Manufacturing			60,42%	04/06/13	72%	2,916	2,20	0,7726
	3	1	4	Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	154%	5,324	4,00	0,5251
	3	1	4	Dover Downs Gaming			66,99%	26/08/13	174%	3,485	3,40	0,3740
	2	1	3	I Grandi Viaggi			52,53%	16/10/13	113%	1,185	1,39	0,4694
	0	3	3	SunLink Health System			50,78%	21/02/14	73%	2,073	1,95	0,6138
	0	2	2	Hyduke Energy Services			64,64%	14/04/14	20%	0,900	0,74	1,0132
Diversification	3	0	3	Eastern European Property				28/04/11	74%	118,43		
	2	0	2	Elephant Capital Plc				28/06/11	100%	34,00		
	0	3	3	Luxempart				28/06/11	22%	41,62		
	3	2	5	Dundee Precious Metal				14/10/11	121%	11,48		
	0	3	3	Investor AB				29/12/11	19%	285,41		
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	24%	1736,30		
	1	2	3	(ADR) First Pacific Ltd				11/02/13	51%	8,74		
	1	3	4	(ADR) Jardine Stratégic Ltd				11/02/13	41%	25,27		
	2	2	4	Silver Standard Ressource				10/07/13	73%	15,69		
	3	2	5	Argonaut Gold				18/09/13	254%	14,25		
	0	3	3	Sprott Ressources Corp				07/11/13	13%	3,51		
	0	2	2	(ADR) Henderson Land Ltd				13/12/13	19%	7,40		
	1	3	4	Socfinaf				19/02/14	46%	25,27		
	0	2	2	Alamos Gold				05/03/14	45%	13,90		
	3	2	5	Great Eagle Holdings Ltd				11/07/14	84%	6,64		

Suivi des sociétés analysées

Ci-dessous, le tableau des ratios et des notations des sociétés analysées mais non détenues en portefeuille.

Sociétés Analysées - Ratios et Notations													
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio		Ratio	
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate			VANtre	ROIC
			Risque			Cours							
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)										
			MBL Group					En Portefeuille					
			Eastern European Property					En Portefeuille					
			Peels Hotels					En Portefeuille					
			Elephant Capital					En Portefeuille					
			Coast Distribution System					En Portefeuille					
			Crown Van Gelder					En Portefeuille					
0	2	2	Paradise Inc	28,434	1,0902	80,56%	22%	37,9451	40,3033	0,77			
			Panania Group					En Portefeuille					
			Ceramiche Ricchetti					En Portefeuille					
			Plastvaloire					En Portefeuille					
			Asian Pacific Wire & Cable					En Portefeuille					
			Deswell Industries Inc					En Portefeuille					
			Universal Security Instrument					En Portefeuille					
1	0	1	Techniline	0,5689	0,5625	40,90%	117%	0,6952					
0	3	3	AKER -A-				39%	328,00					
			Vet Affaires					En Portefeuille					
			Sofragi					En Portefeuille					
			Velcan Energy					En Portefeuille					
			Vianini Industria					En Portefeuille					
3	2	5	Vianaini Lavori				144%	12,43					
3	0	3	JKX Oil				426%	211,563703	161,013224	0,25			
			Jardine Strategic LTD					En Portefeuille					
			Plaza Centers N.V					En Portefeuille					
			Global Tech Advanced Ino					En Portefeuille					
			Coil					En Portefeuille					
			Electronic System Tech					En Portefeuille					
0	2	2	Axa Property Trust				35%	56,68					
			First Pacific LTD					En Portefeuille					
3	2	5	Signaux Girod			63,07%	134%	55,99	41,54	0,58			
			Zoom Telephonics					En Portefeuille					
			Loeb Holding					En Portefeuille					
			Hammond Manufacturing					En Portefeuille					
			Norcon Plc					En Portefeuille					
			Silver Strandard Res.					En Portefeuille					
			Encre Dubuit					En Portefeuille					
			Dover Down Gaming					En Portefeuille					
			Argonaut Gold					En Portefeuille					
			I Grandi Viaggi					En Portefeuille					
			Sprott Ressources					En Portefeuille					
			Albemarle&Bond					En Portefeuille					
			Matica					En Portefeuille					
			Gravity Corp Ltd					En Portefeuille					
			SunLink Health System					En Portefeuille					
			Socfinaf					En Portefeuille					
			Alamos Gold					En Portefeuille					
			Hyduke Energy Services					En Portefeuille					
3	3	6	STR Holdings Inc	1,3428	0,9458	107,06%	100%	2,5401	2,005	0,63			
Opération clôturée													
			GigaTronics (Vendu)					Vendu le 24 Janvier 2012					
			KeyTronic (Vendu)					Vendu le 13 Mars 2012					
			Book-A-Million (Vendu)					Vendu en 3 fois le 30 Avril , 7et 24 Mai 2012					
			Networks Engine (Vendu)					Apporté a l'OPA le 18 Juillet 2012					
			LNC (Vendu)					Vendu le 1 Octobre (solvabilité inférieur a 40%)					
			CollabRx (Tegal) (Vendu)					Vendu le 30 Novembre 2012					
			Pursuit Dynamic (Vendu)					Vendu le 28 Février 2013					
			AV Homes (Vendu)					Vendu le 1 Avril 2013					
			Xyratex Ltd (Vente)					Vendu le 22 Avril 2013					
			Amtech (Vendu)					Vendu le 27 Juin 2013					
			SemiLed Corp (Vendu)					Vendu le 1 Août 2013 (proces type "Class Action" contre la direction)					
			Performance Techno (Vendu)					Vendu le 9 Août 2013					
			First Farms (Vente)					Vendu le 29 Octobre (multiples problèmes détectés)					
			CSP International (Vente)					Vendu le 15 Novembre 2013					
			Infsonics (Vente)					Vendu le 27 Décembre 2013					
			FFP (Vente)					Vendu le 24 Février 2014					
			Kinross Gold Corp (Vente)					Vendu le 26 Février 2015 VANT négative					
			Cottin Frères (Vente)					Vendu le 7 Mars 2014					
			Gefran (Vente)					Vendu le 27 Mars 2014					
			PC Crystalox Solar (Vente)					Vendu le 31 Mars 2014					
			HF Company (Vente)					Vendu le 31 Mars 2014					
			SnoozeBox (Vente)					Vendu le 18 Avril 2014 AK dilutive et potentiel réduit					
			Lakeland Industries (Vente)					Vendu le 2 Mai 2014					
			ADDvantage (Vente)					Vendu le 28 Mai 2014 Suite a une acquisition et des incorporels : VANT sous le cours					
			Alco Store (Vendu)					Vendu le 25 Juin 2014. Solvabilité sous 30%					
			Universal Power Group (Vendu)					Vendu le 30 Juin 2014 Information financière insuffisante					
			Capelli (Vendu)					Vendu le 31 Juillet 2014. Solvabilité sous 30%					

News de nos sociétés



Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Le rapport financier au 30/06 ne nous apprend rien de particulier, si ce n'est la confirmation que Aker a bien participé à l'augmentation de capital de Det Norske et aussi que la valeur de la holding a augmenté au cours du 1er semestre d'une dizaine de pourcents. Elle s'établit à 329 NOK, ce qui laisse une décote de 27 %.

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

Lors de l'annonce de la production semestrielle de la mine d'or (production en baisse de 16 % soit dit en passant), la direction a annoncé prévoir une augmentation de ses capacités d'extraction à partir du 2e semestre.

Aviat Network (USA) Ticker : AVNW

La société annonce que sa solution de sécurité pour les micro-ondes *backhaul* a été validé FIPS 140-2 de niveau 2 par l'Institut National Américain des Standards and Technology, ou NIST. Ce même institut valide également l'intégrité de la plate-forme de radio complète, y compris le matériel, les logiciels, ..., augmentant ainsi la renommée technologique de Aviat dans la sécurité micro-ondes. Changement enfin au sein de la direction où monsieur Kissner devient le CEO de la société.

Capelli (France) Ticker : CAPLI.PA

Nous connaissons déjà les résultats dont nous vous informions le mois passé avec la baisse relativement importante (2,1 M EUR vs. 2,9 M EUR en 2013) liée principalement aux efforts d'internationalisation qui devraient rapporter du résultat dès ce nouvel exercice.

Avec la publication du rapport annuel, nous avons le plaisir de constater que la VANT est en hausse de 5,5% à 2,50 EUR. Mais, la croissance ayant comme corollaire pour une société de promotion immobilière, une accélération des stocks, nous constatons dans le même temps que la solvabilité s'est dégradée à 33%. Or, nous exigeons un ratio de solvabilité minimum de 40%. Oui, notre *process* ne tient pas compte des données opérationnelles, des résultats du terrain. Seul nous importe la valeur patrimoniale de la société, sa décote et une solvabilité qui nous permette de dormir tranquille.

News de nos sociétés

Dès lors, nous considérons que si nous avons acheté la société à l'issue de notre analyse de septembre 2013 à notre cours de référence de 1,68 EUR, nous vendons nos titres à 1,75 EUR. Avec le dividende de 0,09 EUR versé sur la période, le rendement brut approche les 10%.

Nous gardons le titre dans le viseur. Sait-on jamais, si la société réduit suffisamment ses stocks pour devenir de nouveau désirable à nos yeux.

COIL (Belgique) Ticker : ALCOI.PA

La société belge a réalisé un excellent second trimestre avec un chiffre d'affaires en croissance de +22% par rapport à la même période de 2013 et atteint 6,8 M EUR. Avec la baisse du premier trimestre 2014, le premier semestre s'inscrit en croissance de +8,8% vs. 2013, à 12 M EUR. Cette reprise résulte d'un bon niveau d'activité en Europe dans le secteur industriel et d'une montée en puissance de l'Asie, et notamment la Chine.

Pour ce qui est des perspectives : lunettes roses de rigueur. Le management anticipe un bon second semestre 2014 avec une bonne « visibilité sur son activité » et un carnet de commandes bien garni.

Beaucoup de *blabla* comme nous a habitué ce management daubasse. Nous attendrons les chiffres, avec des bénéfices et une amélioration de la valeur patrimoniale de la société dans les mois à venir. Les promesses n'ont pas de valeur.

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

Nous attendions l'événement depuis des années. Ca y est... notre papetier, spécialiste des emballages techniques, vient de publier pour le 1er semestre 2014 des bénéfices : 1,5 M EUR. Ces bons résultats s'expliquent pas un marché en retournement, une croissance des ventes, des coûts en baisse (pulpe et énergie), ainsi que par des mesures de réduction générale des coûts accrues. Pour couronner le tout, le management anticipe également un second semestre en bénéfice, sauf éléments perturbateurs majeurs sur le marché, ou une hausse des prix soudaine et brutale de la pulpe et/ou de l'énergie.

Au niveau du bilan, la solvabilité s'améliore pour atteindre 61%, et surtout, la VANT augmente de +5,3% pour atteindre 7,72 EUR. Ce qui représente un potentiel d'environ +60%.

Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE

Le rapport semestriel de notre casino préféré explique une situation pratiquement inchangée, bien qu'en très légère augmentation par rapport au premier trimestre. La VANT est de 3.49\$ et la valeur net estate est de 3.40. Si l'on compare aux 6 premier mois de 2013, le bilan, les ventes continuent leur érosion de 9%. Il est toutefois intéressant de noter les différences entre les deux sources de revenus, car le revenu des jeux (qui pèse 86%) est en recul de 12%, tandis que les revenus générés par l'hôtellerie (qui pèsent 14%) sont en augmentation de 4%. Les coûts liés à l'activité sont globalement en diminution de 7%. Les coûts fixes sont également en baisse de 5%. La perte est de 0.03\$ par action alors qu'un an plus tôt sur la même période le gain était de 0.01\$. Mais si l'on

News de nos sociétés

se réfère à ce seul second trimestre, la société parvient à dégager un profit de 0.01\$ par action.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Notre minière « hard discount » n'a jamais aussi bien porté son nom, ses coûts de production atteignant pour le dernier trimestre 227 USD par once d'or. Malheureusement, les résultats ne sont pas au rendez-vous du fait essentiellement d'éléments exceptionnels, comme la dévaluation du site de Kapan en Arménie pour 70 M USD (impact comptable, non cash). La perte sur le premier semestre ressort ainsi à -69,7 M USD. Hors éléments « exceptionnels », le bénéfice serait de 7,0 M USD. Nous notons de bonnes nouvelles sur la fonderie Tsumeb dont les volumes traités croissent. Les volumes d'or extraits des mines sont à +/- 5%, en ligne avec les prévisions et, aucune surprise, le cours de l'or sera déterminant pour les résultats futurs. Le cours de l'or sur le premier semestre 2014 est en moyenne 16% inférieur au cours de l'or de la même période en 2013. Le niveau de trésorerie et de lignes bancaires disponibles atteignent les 225 M USD. Au niveau de notre valorisation maison, nous calculons la juste valeur de l'action Dundee Precious Metal à 11,48 CAD, soit un potentiel de +121%. A noter que notre valorisation tient compte de dépenses d'investissement de 150 M USD par an pour les 5 prochaines années, ce qui nous semble prudent.

Electronic Systems Technology (USA) Ticker : ELST

Au 30 juin 2014, nous pouvons faire le constat suivant. Oui, Electronic Systems Technology est une action sous évaluée d'un point de vue patrimoniale et rentable. Sa VANT a augmenté de 0,5% sur le trimestre (!) à 0,54 USD, représentant un potentiel de +14% (re !). Toujours aucune dette au bilan, et une trésorerie nette de 0,34 USD par titre, soit 72% de la valorisation boursière. Nous attendons désormais que Mr Le Marché fasse son œuvre.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Le fonds a racheté sur le marché, pour annulation, 4.545.454 actions à un prix de 0,22 GBP. Ce qui représente près de 20% du capital de la société. Au niveau de la dernière NAV communiquée de 0,34 GBP, cette annulation de titre crée de la valeur pour les actionnaires restant au tour de table.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Nous notons la très belle hausse de 40 % du bénéfice par action d'*Indofood*, la filiale indonésienne de notre holding, évidemment en roupie indonésienne. Une fois ce bénéfice converti en dollars, la hausse devient nettement moins impressionnante.

Global Tech Advanced Innovations (USA) Ticker : GAI

Dans le rapport annuel de la société, clôturé en mars, nous notons un léger tassement de la valeur patrimoniale de la société (VANT) à 20.65\$. La valeur net net est de 11.81\$ et la valeur net estate de 20.80\$ est légèrement supérieure à la VANT.

News de nos sociétés

Au niveau compte de résultats, nous observons une baisse du chiffre d'affaires de 6%. Les produits et les coûts fixes sont respectivement en hausse de 2% et de 6%, par rapport à 2013. La société affiche une perte de 1.65\$ par action au lieu d'un profit de 0.21\$ par action un an plus tôt.

La direction nous explique que l'année a été marquée par l'abandon de la branche EMS qui a pesé sur les résultats, conjugué à un certain ralentissement de la demande pour les autres segments.

Notons encore que la société dispose de confortables matelas de cash de 11.22 \$ par action, soit plus du double que le cours actuel, et légèrement supérieur à son endettement total.

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

Les résultats de l'industrielle canadienne nous semblent à nouveau très bons : hausse du chiffre d'affaires de 8 % et du bénéfice par action de 70 % (pour s'établir à 0,17 CAD). La société profite à plein de la faiblesse du CAD par rapport à l'USD, faiblesse qui rend ses produits plus compétitifs. La VANT monte un peu, à 3,06 CAD. Le potentiel théorique de hausse reste donc intéressant, surtout pour une société bénéficiaire.

Imation (USA) Ticker : IMN

La société signe un premier semestre 2014 en perte. Sa VANT s'établit à 4.90\$ et sa valeur net estate à 5.05\$. Ses revenus sur les 6 premiers mois sont en recul de 18%. Le coût des produits est lui aussi en recul de 14%. Les coûts fixes ont été réduit de 9%. La société affiche une perte de 0.95\$ par action alors que sa perte sur la même période un an plutôt était de 0.65\$ par action.

Le CEO d'imation, Mark Lucas, a déclaré ceci : « *Nous sommes encouragés par les progrès que nous avons réalisés pendant le deuxième trimestre de 2014. Globalement, le taux de déclin de chiffre d'affaires reste modéré, et nous avons à nouveau montré une amélioration continue dans les niveaux de dépenses d'Imation. Nous avons encore beaucoup de travail devant nous, mais nos objectifs de croissance sur certains segments se mettent en place, et nos parts de marché dans nos activités traditionnelles restent stables.* »

Nous le trouvons un peu conciliant avec le recul du chiffre d'affaire, mais la déclaration dans son ensemble va, selon nous, du bon côté de part son réalisme.

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

Lors de la publication des résultats du premier semestre, nous apprenons que la holding a augmenté sa participation dans ABB et reçu un dividende de EQT, un des fonds de *private equity* dans laquelle elle est investie. L'occasion pour nous de faire le point sur la VL de la holding en fonction des cours de ses participations au 29/07. Rappelons que notre intérêt avec Investor était d'investir avec décote dans un portefeuille d'un grand nombre de leaders mondiaux. Si la décote s'est réduite depuis notre acquisition, passant de 36 % à 22 %, les leaders mondiaux, eux, sont toujours là. A noter aussi un quasi doublement du cours de l'action depuis notre achat : comme quoi, on peut conclure des *baggers* même avec de l'investissement dit « de bon père de famille ».

News de nos sociétés

- Atlas Copco (Suède), leader mondial dans le domaine de l'outillage à air comprimé, des groupes électrogènes, de l'outillage pneumatique, 56,82 SEK par action Investor AB
 - ABB (Suisse), leader mondial proposant une large palette de produits qui permettent la distribution et la transmission d'énergie, ainsi que des produits permettant d'améliorer la productivité des entreprises par l'automatisation et l'optimisation des procédures industrielles, 41,51 SEK par action
 - SEB (Suède), banque active en Scandinavie, en Allemagne et dans les Pays Baltes, 56,72 SEK par action
 - Astrazeneca (Royaume-Uni), pharmacie, 34,33 SEK par action
 - Ericsson (Suède), fournisseur de service et équipementier télécom, 19,30 SEK par action
 - Electrolux (Suède), électroménagers, 11,43 SEK par action
 - Saab (Suède), aéronautique et électronique pour la défense, 8,61 SEK par action
 - Nasdaq OMX, bourse des valeurs scandinaves, 7,76 SEK par action
 - Husqvarna (Suède), tondeuses, tronçonneuses et outils diamantés, 7,50 SEK par action
 - Sobi (Suède), pharmacie, 12,26 SEK par action
 - Wartsila (Finlande), leader mondial en solutions pour l'industrie maritime, pétrolière et gazière, 8,53 SEK par action
 - Mölnlycke Health Care (Suède, non coté), matériel paramédical, 30 SEK par action
 - Aleris (Suède, non coté), soins à domicile, 5 SEK par action
 - Grand Hôtel (Suède, non coté), hôtellerie, 2 SEK par action
 - Permobil (Suède, non coté), matériel paramédical, 5 SEK par action
 - Participation dans divers fonds de *private equity* : 45 SEK
 - Dettes : - 30 SEK
- Soit une valeur de holding de 321,77 SEK.

Jardine Stratégic (Hong Kong) Ticker : JSHLY

Astra, la filiale indonésienne de Jardine, annonce pour le 1er semestre une hausse de 11% de son bénéfice et de 5% de ses fonds propres par action. Malheureusement, la faiblesse de la roupie indonésienne annule ces bons résultats. Hong Kong Land, de son côté, pâti du ralentissement de l'immobilier résidentiel à Singapour. Ces deux mauvaises nouvelles n'empêchent pas la holding d'afficher un résultat consolidé hors variation de la juste valeur de l'immobilier pratiquement stable et la direction anticipe un résultat consolidé annuel en ligne avec celui de l'année dernière.

JKX Oil (UK) Ticker : JKC.L

Étrangement, sur les 6 premiers mois de 2014, les bonnes nouvelles semblent fleurir pour notre junior pétrolier / gazier principalement située en Russie et en Ukraine. La production est en hausse de 12% vs. le premier semestre 2013, le site ukrainien de Elizavetovskoye produit plus que ce qui était attendu et la production russe est en hausse de 20%. Encore plus étonnant, le management indique que le second semestre sera encore en forte croissance avec des investis-

News de nos sociétés

sements pour augmenter la production. Le président indique que le conflit actuel dans l'Est de l'Ukraine n'a pas d'impacts directs sur le déroulement des opérations. Pour rappel, 95% des actifs du Groupe sont situés en Ukraine et en Russie, et les ventes sont destinées uniquement aux marchés locaux. Au niveau des résultats, ce sont pas moins de 8,5 M USD de bénéfices. Au niveau du bilan, la VANT connaît une baisse de -19,3% et atteint 2,02 GBP essentiellement à cause de l'émission d'obligations convertibles. Le nombre d'actions potentielles a ainsi augmenté de 40.000.000 en 6 mois. Le potentiel reste quand même à la hauteur présumé du risque, puisqu'il ressort à +199% (pour un dernier cours coté de 0,4025 GBP).

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

La société a annoncé fin juillet avoir remporté un contrat « majeur » pour le marché financier et gouvernemental chinois. C'est en effet un contrat de 500 systèmes de personnalisation de cartes bancaires pour le gouvernement chinois en collaboration avec le leader de la distribution de carte en Chine Wisemore Smart Technology. L'accord prévoit la fourniture exclusive de cartes bancaires avec le gouvernement de Shanghai pour les 18 prochains mois. Sandro Camilleri, Directeur Général de Matica, se dit satisfait de ce nouveau contrat, important par la taille et par la qualité, via des liens noués avec un nouveau partenaire local Wisemore. Matica rappelle être présent en Chine depuis 2008.

Mifa Mitteldeutsche (Allemagne) Ticker : FW1.DE

La problématique sur les porteurs d'obligations commence à avancer. Le 23 juillet, 28,1% des porteurs d'obligations ont donné leur accord pour reporter le paiement d'intérêts dûs le 12 août prochain. Une avancée pour aider l'entreprise à se restructurer, mais nous n'en savons pas plus sur l'avenir des obligations. Ce coupon est sensé avoir été simplement reporté, mais difficile d'y croire à 100%. L'obligation cote actuellement à 18,4% de son pair. Le marché semble croire à un défaut de paiement pure et simple.

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

Le 9 juillet, après l'AG, la société annonce un changement complet de la direction avec effet immédiat. Le nouveau CEO est monsieur Ron Hadassi, directeur actuel de Elbit Imaging Ltd.

Le 10 juillet, les juges du tribunal néerlandais acceptent le plan proposé par la société voté par 92% des actionnaires. Le délais de paiement des obligations est repoussé de 3 ans et demi et les intérêts payés pour ces obligations sont augmentés de 1.5% par an. Il est enfin accepté l'émission de droit de préemption, pour finaliser l'augmentation de capital de 20 millions d'euros.

Voilà qui nous dit clairement que la faillite de la société n'est plus à l'ordre du jour. Le nouveau CEO représente clairement l'actionnaire principal de Plaza, et est sans doute plus concerné par la société que le précédent. Voyons maintenant la suite avec l'augmentation de capital, en espérant que tous les actionnaires puissent participer à parts égales.

News de nos sociétés

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1.925,61€ euros, en baisse de 0.89% par rapport au mois passé.

Sport Haley Inc (USA) Ticker : SPOR

Avec le rachat pour une bouchée de pain de Chromcraft Revington par Sport Haley, nous envisageons un possible conte de Noël à moyen terme. Avec le défaut de paiement de Chromcraft Revington et une très probable vente d'une partie de ses actifs, par Sport Haley, nous n'excluons plus désormais d'assister à un possible conte d'horreur trash, et douloureux pour les yeux sensible.

Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO

Ça continue à bouger beaucoup pour notre holding spécialisée sur les matières premières et les énergies. D'abord, un investissement équivalent à 0,34 CAD par action dans *Corsa Coal*, un producteur de coke (il s'agit d'une forme dérivée du charbon destinée à la production d'acier). Selon la direction, cette acquisition est à considérer comme faisant partie de la stratégie de la société qui consiste à investir à « contre cycle » : dans le cas présent, la coke est dans un marché baissier depuis 3 ans, son prix ayant baissé de 50 % sur les marchés internationaux.

Mais ce n'est pas tout : *Independance Contract Drilling*, la parapétrolière jusqu'ici non cotée, va faire son entrée en bourse. Voilà qui permettra de vérifier si les valorisations du non coté de Sprott sont prudentes ou optimistes en fonction de la valorisation qu'en fera le marché.

Universal Security Instruments (USA) Ticker : UUU

Le 15 juillet, la société a reçu de la part de la SEC, un avis de délistement, dû au fait qu'elle n'a pas encore publié son rapport annuel 2014 qui aurait dû être publié au mois de mars.

Les autorités attendaient donc avant le 31 juillet un plan de la société remédiant à ce problème et qui lui permettra donc de rester cotée sur le NYSE. Dans le cas contraire, elle sera délistée.

N'ayant lu aucune information au 31 juillet de la part de la société annonçant son plan d'information financière, nous avons décidé de vendre la société.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Le chiffre d'affaires du 1er semestre est en baisse de 10 % et ce sont tous les segments qui sont frappés par ce recul, y compris celui des ventes par internet (- 32 %), précisément celui sur lequel la direction comptait pour assurer la croissance future. Mais le pire, c'est que la chaîne de prêt-à-porter est une nouvelle fois lancée dans des opérations de déstockage : ce n'est pas la première fois que la direction explique qu'elle s'est « lourdee » dans sa politique d'achat. Nous craignons bien que cette politique de déstockage ne pèse trop lourdement sur le niveau des marges, d'autant qu'elle ne semble pas finie. Avec Vet'Affaires, la « recovery », c'est toujours pour demain ou comment « faire deux pas en avant et trois pas en arrière »...

News de nos sociétés

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

La société italienne a publié d'excellents indicateurs opérationnels, notamment du fait d'une activité soutenue sur ses principaux chantiers résultant des commandes 2013 entrées en production : la galerie pour un aqueduc en Campanie et la production de traverses de chemin de fer pour le Réseau Ferroviaire Italien (RFI). L'entreprise a tout de même réalisé une perte opérationnelle, même si son activité a été multiplié par x2,7 par rapport au premier semestre 2013... Mais ce qui nous intéresse, c'est d'avantage le bilan de la société qui cache beaucoup de valeur. Notre valorisation par la somme des parties nous donne une valeur de 3,45 EUR. Ou encore, un potentiel de +159% par rapport au cours de clôture au jeudi 31 juillet au soir (1,33 EUR).

	EUR par action
cash	1,08
stocks	0,06
créance (avec décote 30 %)	0,18
immobilier valeur acquisition (décote 20 %)	0,55
Parted (décote 20 %)	0,51
Cementir (cours de bourse)	0,50
Generali (cours de bourse)	0,94
passif	-0,37
TOTAL	3,45

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

Un communiqué au 31/07 nous apprend le remplacement du président « historique » du conseil d'administration du groupe, Alessandro Caltagirone, par l'actuel vice-président, un certain Monsieur Delfini. Nous apprenons aussi que le résultat opérationnel, à la fin du 1er semestre, est redevenu positif. Le déficit du trimestre précédent n'a donc été que passager. Malgré tout, la direction envisage l'avenir avec prudence : le secteur de la construction et surtout celui des travaux publics étant fortement ralenti.

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Le rapport des 6 premiers mois de l'année 2014, clôturé au 30 juin, ne nous montre pas grand changement au niveau de la valeur patrimoniale de la société qui s'élève à 0.28\$. la valeur net net est de 0.27\$. Nous notons toutefois une augmentation des stocks de 42% et une rotation de ceux-ci de 110 jours au lieu de 90 jours en moyenne sur les 3 derniers exercices. Selon notre *process*, nous avons retraité la valeur net-net en soustrayant 0.003 \$ par action. Au niveau compte de résultats, sur 6 mois, le chiffre d'affaires est en baisse de 0.5%. Le coût des produits est également en baisse de 0.5%. Nous notons aussi deux points positifs dans ce bilan, les coûts fixes en baisse de 19% et la R&D en hausse de 27%.

News de nos sociétés

Au final, la perte est de 0.02\$ par action, moitié moindre que sur les 6 premiers mois de 2013 où la perte s'élevait à 0.04\$ par action.

La direction, par la voix de son CEO Frank Maning, nous explique que la perte est principalement due à une augmentation des dépenses en R&D. Concernant l'augmentation du stock, deux raisons sont avancées. Tout d'abord, les soldes où les détaillants préfèrent vendre leur stock et donc ne pas acheter de nouveaux produits. Ensuite, une hausse intentionnelle du stock pour prévenir une possible grève des dockers qui pourrait bloquer les approvisionnements. Nous trouvons que la communication est très largement au-dessus de la moyenne chez Zoom, ce que nous jugeons positif.



Analyses de société

Great Eagle Holdings Ltd.

(OTC, Ticker: GEAHF / ISIN : BMG4069C1486)

(Hong Kong, Ticker: 0041 / ISIN : BMG4069C1486)

I. Introduction



Great Eagle
Holdings Limited
鷹君集團有限公司

Great Eagle est une société qui détient et gère des hôtels, essentiellement sous les enseignes Langham et Eaton en Asie (Hong Kong, Chine continentale, Australie et Nouvelle-Zélande), aux USA (Boston, Chicago, New-York, ...), au Canada (Toronto) et au Royaume-Uni (Londres).

Great Eagle détient et gère également en propre des appartements, des murs de commerces et des bureaux via ses filiales détenues à 100 % que nous allons détailler ci-dessous.

La famille Lo qui a fondé la société en 1963, la dirige et détient directement et indirectement plus de la moitié du capital de la société. La société génère de gros cashflows opérationnels croissants (0,8 Md HKD en 2010 / 1,1 Md HKD en 2011 / 2,8 Md HKD en 2012 / 2,9 Md HKD en 2013).

Ce qui nous a attiré sur cette société, c'est un ensemble de sous-valorisations flagrantes comme nous allons vous l'analyser plus bas. Le tout au sein d'une société familiale qui est gérée pour croître dans l'une des régions les plus dynamiques au monde. Le marché nous démontre une nouvelle fois son inefficience et qu'il existe bien souvent des différences entre valeur et prix. Cela ravit le chasseur de daubasses !

Les chiffres sont issus des comptes consolidés arrêtés au 31 décembre 2013 et sur la base de 655.736.451 actions. Nous avons acquis 1.210 titres le vendredi 11 juillet, à un cours de 3,74 USD sur l'OTC américain. En considérant un cours de change 1 USD = 7,75 HKD, ce cours équivaut à 28,99 HKD.

II. Présentation

Commençons par la présentation des différentes sociétés, filiales à 100%, du groupe Great Eagle Holdings.

- *Great Eagle Centre*, à Hong Kong, occupé à 93% pour les bureaux et 99% pour les appartements.
- *Eaton Serviced Apartments* gère des appartements-hôtels à Hong Kong, occupés à 73%.
- enfin, des immeubles de bureaux et de commerce en Californie à Sacramento, San Francisco et sur la Baie de Californie.

A notre prix d'achat de 28,99 HKD, le Groupe est valorisé 19,01 Md HKD.

C'est presque un cas d'école, puisque les 2 principaux actifs, ce sont des participations majoritaires dans des sociétés cotées... qui décotent elles-mêmes forte-

Analyses de société

ment sur leurs fonds propres. Bref, a priori, tout ce que nous aimons.



La première participation est **Champion Real Estate Investment Trust** qui gère 3 gros immeubles « A Grade », soit le top du top à Hong Kong :

- Citibank Plaza, un gratte ciel de bureaux loué à 85%
- Langham Place Office, un immeuble de bureaux loué à 99%
- Langham Place Mall, un *mall* occupé à 99,99%

La valorisation boursière de Champion REIT est de 20,85 Md HKD, pour une valeur nette comptable de 45,36 Md HKD. Soit une décote de 54%.

Great Eagle détient, au 31 décembre 2013, 60,35% de Champion REIT.

La deuxième participation cotée est **Langham Hospitality Investments (LHI)**. En mai 2013, Great Eagle a introduit sur le marché, à travers cette société, 3 de ses hôtels de luxe à Hong Kong : Eaton (plutôt très haut de gamme que luxe), Langham Place Hotel Hong Kong et The Langham.

LHI assure également la gestion de tout un portefeuille d'hôtels (7 hôtels, pour 1 788 chambres) en Chine continentale. Elle ne touche que des *fees*, ne détenant pas les murs. Ce qui nous arrange, puisque nous ne sommes pas particulièrement adeptes de l'immobilier en Chine continentale. Il y a encore 9 hôtels dans le pipeline pour les 3 ans à venir. Une option offerte et sans consommation de cash, puisque LHI a uniquement le rôle de gestionnaire d'hôtels.

LHI est valorisé en bourse 7,16 Md HKD, pour une valeur nette comptable de 10,67 Md HKD. Soit une décote de 33%.

Great Eagle détient 57,72% de LHI.

III. Tentative de valorisation

Le management valorise Great Eagle de 2 façons :

- Base comptable en considérant que les participations dans Champions REIT et LHI sont majoritaires, et que donc redevables de 100% de la dette. C'est le principe de l'intégration globale en comptabilité. Ainsi, sur cette base, leur valorisation par action est de 78,1 HKD
- Sur la quote-part uniquement des participations (actifs, et surtout dettes en prorata), la valorisation ressort, selon leur méthode de calcul, à 89,6 HKD par action.



Nous allons challenger ces valeurs.

Analyses de société

Selon nos calculs :

Tout d'abord, les immeubles détenus en propre. Et là, première bonne nouvelle : pour les biens détenus à 100% en propre, Great Eagle valorise son immobilier en valeur historique amortie. Par prudence, et fidèle à notre approche conservatrice, nous allons reprendre seulement 80% de la valeur historique d'acquisition (soit une marge de sécurité de 20%). Ce qui, dans une région en forte croissance comme le Sud-Est asiatique, et du fait de l'ancienneté de la société (plus de 50 ans), nous procurera une bonne marge de sécurité. Donc, pour les terrains, les murs d'hôtels et autres immeubles détenus, nous avons une valeur brute d'acquisition de 16,67 Md HKD. Soit, après notre marge de 20%, 13,34 Md HKD. Ce montant correspond peu ou prou à la valorisation nette comptable des amortissements de tous les actifs amortis de la société, soit 13,39 Md HKD. Nous ne retraiterons donc pas ce poste, la différence étant minime.



Pour les autres investissements immobiliers en propre, ils sont valorisés à leur juste valeur, soit 7,74 Md HKD. Sur cette valeur, nous allons prendre une marge de sécurité arbitraire de 30% pour nous prévenir de toute surestimation des valorisations des experts et aussi d'une chute du marché immobilier à Hong-Kong, et retenir ainsi seulement 5,42 Md HKD.

Nous allons considérer le projet Dalian (un hôtel en Chine continentale) valorisé dans les comptes 0,63 Md HKD pour 0.

Le cash et équivalents de cash. Nous reprenons telles quelles les données du bilan consolidé de l'entité Holding, soit 12,56 Md HKD et nous retranchons le cash détenu directement par Champion REIT (0,75 Md HKD) et LHI (1,07 Md HKD) et nous obtenons 10,74 Md HKD.

Nous considérons tous les actifs non durables et à faible valeur marchande, ainsi que certains postes de l'actif courant pour 0, ceci augmentera notre marge de sécurité. Ce sont notamment, les stocks, les équipements, les investissements dans des sociétés via des JV et les créances clients ! Soit plus de 3 Md HKD, l'équivalent de 4,6 HKD par action.

Totale des dettes hors Champion REIT et LHI = -7,03 Md HKD

Intérêt minoritaires = -0,86 Md HKD

Moins le dividende versé pour 0,43 HKD = -0,27 Md HKD

Nous arrivons à une valorisation intermédiaire avant prise en compte des valorisations de Champion REIT et de LHI de 21,39 Md HKD ou encore 32,62 HKD. Donc, déjà, à cette étape de notre évaluation, nous avons déjà une décote par rapport à notre cours d'achat de 28,99 HKD de 11%. Nous rappelons qu'au 31 décembre 2013, Great Eagle détient 60,35% de Champion REIT et 57,72% de LHI. Elles sont donc offertes ! Mais nous allons tout de même ajouter les valeurs à nos calculs.

Analyses de société

A ce point, nous pouvons retenir 2 approches :

- 1) valoriser les participations à leur valeur de marché, puisque les titres sont négociés en bourse ;
- 2) valoriser ces participations sur base de leur valeur comptable, prorata de leur détention par Great Eagle



1. La valorisation de marché

La valorisation sur la base des capitalisations boursières ressortent pour Champion REIT à une valeur 12,52 Md HKD (ou 19,09 HKD par action Great Eagle) et la quote-part de LHI à 3,40 Md HKD (ou 5,19 HKD par action). En additionnant ces deux participations aux précédentes valeurs retenues, nous obtenons une valorisation de 37,41Md HKD, ou encore 56,90 HKD par action.

2. La valorisation comptable

Champion REIT, pour les 60,35% retenus, est valorisée en capitaux propres à hauteur la valeur 27,38 Md HKD, ou 41,75 HKD par action. Quant à la quote-part de LHI, elle est valorisée en fonds propres à 6,16 Md HKD, ou 9,39. En additionnant toutes les valeurs retenues, nous obtenons une valorisation de 55,97 Md HKD, ou encore 85,35HKD par action

Calcul récapitulatif, en HKD par action

- + Immobilier détenus en propre, en valeur historique avec une marge de 20% = 20,42
- + Investissements immobiliers en juste valeur, avec une marge de 30% = 8,26
- + Projet hôtelier Dilian (République Populaire de Chine) = 0
- + Cash et équivalent = 16,39
- + Participations minoritaires et JV, biens en vente, créances, stocks et équipements = 0
- ensemble du passif = -10,72
- part des minoritaires = -1,31
- dividende versé sur la période = -0,41

Valorisation hors participations cotées = 32,62 HKD

Analyses de société

Participations cotées, valeurs par action

	valeur de marché	approche comptable
Champion REIT (60,35%)	19,09	41,75
LHI (57,72%)	5,19	9,39
Valorisation totale Great Eagle	56,90	83,77
Cours d'achat	3,74 USD ou 28,99 HKD	
décote	-49%	-65%
potentiel	96%	189%

IV. Conclusions

Pour résumer, le management valorise la société, selon ses approches purement comptables ou alors en quote-part économique, entre 78,1 HKD et 89,6 HKD l'action.

Selon nos calculs et selon que nous choisissons une approche de marché, le titre a une valeur par somme des parties de 58,46 HKD par titre. Soit à notre cours d'achat de 28,99 HKD, une décote de 49%, ou encore un potentiel de +96%.

Sur la base des capitaux propres non retraités des filiales cotées, nous obtenons une valeur de 85,35 HKD par action, soit par rapport à notre cours d'achat, une décote de 65%, ou encore un potentiel de +189%.

Nous estimons que l'approche par l'actif net comptable (2) n'est pas assez conservatrice, trop optimiste, car basée sur la juste valeur des immeubles détenue par les filiales, même si cette valorisation s'approche de la valorisation réalisée par la société (89,6 HKD).

Nous pouvons par contre prudemment estimer que le calcul qui tient compte de la valeur boursière des participations (1), comme étant un objectif de cours à minima, soit 56,90 HKD. Et à ce cours, nous avons la croissance et les projets futurs gratuitement. Et nous considérons notre approche prudente, les marges de sécurité nous semblant sérieuses, avec :

- La prise en compte de la valeur d'acquisition historique avec une marge de 20% sur une partie de l'immobilier détenu en propre. Alors que la société a été fondée il y a plus de 50 ans
- La non valorisation du projet hôtelier Dalian en cours
- Les participations minoritaires, les *Joint Ventures*, les biens destinés à la vente,

Analyses de société

toutes les créances clientes et commerciales, les stocks et les équipements valorisées à 0 (plus de 3 Md HKD dans les comptes) retenus dans notre approche pour 0

- Les participations valorisées sur leurs valorisations boursières qui décotent largement sur leurs fonds propres, respectivement 54% pour Champion REIT et 33% pour LHI

Enfin, nous ne sommes apparemment pas les seuls à estimer que le marché sous-valorise la société, puisque le *board* a autorisé le rachat de 10% de ses actions sur le marché lors de sa précédente Assemblée Générale.

Remarque : Attention, la liquidité du titre sur l'OTC est très faible.



Analyses de société

Emerson Radio Corp.

(NYSE, Ticker: MSN / ISIN : US2910872033)

I. Introduction



C'est une vieille connaissance que nous vous présentons dans cet article. Emerson Radio a effectivement déjà été détenue au sein de notre portefeuille durant le 2e semestre 2009. A cette époque, l'action nous avait procuré une belle satisfaction avec une plus-value de 270 % sur une période de 6 mois.

Si nous avons décidé de nous pencher à nouveau sur la société, c'est en raison d'une nouvelle baisse de cours, due à des résultats financiers récents décevants.

Emerson Radio est une entreprise américaine fondée en 1948. C'est un distributeur d'électronique grand public (téléviseurs, lecteurs DVD, magnétoscopes, caves à vin portatives, réfrigérateurs, fours micro-onde, home cinéma, ...)

Ses ventes s'effectuent au travers d'un réseau de distributeurs essentiellement aux Etats-Unis.

Le plus gros client est Target (58 % des ventes) suivi par Wal-Mart (22 %).

La société génère son chiffre d'affaires au travers de deux segments :

- D'une part, au travers de la vente directe de ses produits à des détaillants
- D'autre part, au travers de revenus de licences qu'elle accorde pour l'utilisation de ses marques propres. Ce segment nous semble le plus intéressant pour la rentabilité future de la société : il génère, par la force des choses, des marges brutes de 100 % et surtout, il est très « capex light » comme disent les « z'investisseurs branchés », à savoir qu'il ne nécessite que très peu d'investissement et donc, de consommation de cash, pour fonctionner. De plus, il permet une plus grande diversification au niveau des distributeurs et donc une diminution de la dépendance à Target et à Wal-Mart.

Nous notons que l'actionnaire majoritaire d'Emerson, The Grande Holding (qui détient 56 % des actions) est en liquidation. Des administrateurs provisoires ont été nommés et une éventuelle cession des actions Emerson a plusieurs fois été évoquées. Aux dernières nouvelles, il semblerait qu'une filiale de The Grande Holding conserverait finalement le contrôle d'Emerson. Néanmoins, ces événements sont à tenir à l'œil.

Des résultats assez décevants pour le dernier trimestre publié (qui n'est bénéfici-

Analyses de société

cière que grâce à un produit exceptionnel résultant d'un « rattrapage » d'exercices antérieurs portant sur des revenus de licence) ainsi que des perspectives plutôt négatives pour les trimestres à venir (qu'on attend en déficit) ont évidemment plombé le cours qui revient dans des zones qui nous semblent dignes d'intérêt. Ces résultats décevants sont la conséquence d'un problème mis en exergue ci-dessus : la dépendance d'Emerson à deux gros clients. En fait, au cours de l'exercice précédent, Wal-Mart a annoncé qu'elle renonçait à commercialiser deux des produits d'Emerson. Les ventes de ces produits à Wal-Mart représentaient alors 29 % du chiffre d'affaires. Il est donc à noter que l'impact total de cette perte de chiffre d'affaires est entièrement intégré dans l'exercice comptable 2013-2014.

Le 14 juillet, nous avons acheté 2.000 actions Emerson Radio à un coût moyen, taxe et frais de courtage inclus, de 1,75 USD.

Nous travaillons avec le rapport financier annuel clôturé le 31/03/2014.

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

Nous relevons un actif courant de 2,85 usd par action, duquel nous soustrayons les dettes pour 0,15 usd, mais nous redressons aussi la valeur dont nous tenons compte pour les stocks et les créances en raison d'un ralentissement de leur vitesse de rotation, respectivement de 0,02 et 0,05 usd par action. En tenant compte de tous ces éléments, nous établissons la VANN d'Emerson à 2,62 usd.

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

La société ne détenant pas d'immeuble, nous ne pouvons calculer cette valeur.

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



Nous revenons sur l'**actif courant** et sur son poste principal qui est, ô heureuse surprise, le **cash disponible**. Celui-ci s'élève, en le cumulant avec les **placements de trésorerie**, à 2,16 usd, soit nettement plus que le cours actuel. On peut même dire que Emerson est une **triple-nette** puisqu'en déduisant l'ensemble du passif de ce montant, nous obtenons une valeur de 2,01 usd.

Les **créances commerciales** s'élèvent à 0,30 usd. Elles sont généralement payées à 38 jours, en forte hausse par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices. Lors du calcul de la VANN, nous avons déjà tenu

Analyses de société

compte de l'allongement du délai de paiement des clients avec notre formule automatique et ce, pour 18 % du montant inscrit aux livres. Nous n'avons pas d'informations quant à la constitution de provisions supplémentaires pour créances douteuses. Néanmoins, malgré le délai de paiement relativement court, le fait que la plupart des créanciers soient sans doute de bonne qualité comme Target ou Wal-Mart et aussi la réduction de valeur « automatique » déjà appliquée, nous prenons 10 % de marge de sécurité supplémentaire, soit 0,03 USD.

Le **stock** a vu, lui aussi, sa vitesse de rotation ralentir. Si nous avons déjà réduit sa valeur de manière automatique dans le calcul de la VANN, et ce pour 12 % de la somme inscrite aux livres, nous nous devons de rester prudent avec ce genre d'article : l'électronique « grand public » peut rapidement devenir obsolète et

dépassé et c'est la raison pour laquelle nous pensons prudent de réduire encore le montant que nous prenons en compte de 25 % supplémentaire, soit 0,05 usd.



La société verse à ses fournisseurs des **acomptes sur les commandes** qu'elle leur passe. Afin de couvrir l'éventuel risque de non-livraison, nous prenons également sur ce poste une marge de sécurité de 20 %, soit 0,02 usd.

Enfin, fidèle à nos habitudes, nous excluons les **actifs d'impôts différés** de nos évaluations et décidons donc de ne pas tenir compte de 0,05 usd supplémentaires.

Emerson détient tellement peu d'**actifs fixes tangibles** que nous ne nous attachons pas sur ce poste, réduit à portion congrue.

Hors bilan, nous relevons évidemment les **engagements de loyers futurs à payer** que nous reprenons pour 50 % de leur valeur, soit 0,02 usd. Mais nous voyons aussi qu'une catégorie d'**actions est privilégiée** en cas de liquidation et assure, avant les autres actionnaires, le paiement d'un montant de 0,14 usd sur les produits de la réalisation des actifs. Nous allons considérer cette somme comme de la dette.

Compte tenu de tout ce qui précède, nous établissons la juste valeur d'Emerson en cas de mise en liquidation volontaire à 2,31 usd.

Analyses de société

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices, Emerson a réalisé des profits d'exploitation relativement conséquents, 0,42 usd en moyenne. Nous réduisons ce montant de 35 % pour tenir compte de l'impôt sur le résultat, l'actualisons à 12 % et ajoutons la trésorerie nette et les placements de trésorerie.

La VCB d'Emerson s'établit ainsi à 4,44 usd. Cette VCB est évidemment à relativiser : elle a été obtenue en bonne partie durant la période où les ventes de fours à micro-ondes vers Wal-Mart battaient leur plein. Cette source de revenu a aujourd'hui disparu et il faudra sans doute quelques années avant que les ventes sous licence puissent pleinement compenser cette perte.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 1,75 usd, nous pouvons acheter des actions Emerson avec une marge de sécurité de :

33 % sur la VANN

61 % sur la VCB

Le potentiel cours/VANT s'établit à 55 %.

Au cours actuel, il est difficile de dire si le cours anticipe pleinement le faiblesse prolongée de la rentabilité au cours des prochains mois, voire années.

Dans la balance, nous pouvons mettre le fait que la société cote largement sous sa trésorerie nette de toute dette, ce qui peut constituer, malgré tout, un certain frein à la baisse du cours et une sorte d'option put cachée.

Parmi les bonnes surprises que nous pouvons peut-être envisager, nous voyons la valeur de la marque qui est une marque « grand public ». Il semble bien que des distributeurs soient prêts à payer pour pouvoir utiliser cette marque, ce qui dénote tout de même qu'elle « vaut bien quelque chose » à défaut d'avoir une conviction sur sa « force » (en 2013-2014, 12 % du chiffre d'affaires était représenté par les ventes sous licence mais surtout plus de 50 % de la marge brute provenait de cette activité).

Enfin, il convient de suivre les déboires de la maison-mère et de déterminer si ces déboires sont une opportunité (possibilité de cession de la société pour sa « vraie » valeur) ou une faiblesse (tentation pour la maison-mère de « pomper » le cash à disposition au sein de Emerson). Si la 2ème possibilité est de l'ordre du possible, soulevons malgré tout que la mise en liquidation de The Grande Holding a débuté en 2011 et que, jusqu'à ce jour, le trésor de guerre d'Emerson est resté intact.

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