

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 9
Suivi des sociétés analysées	page 11
News de nos sociétés	page 13
Analyse de la société Jardine Strategic Holdings Ltd.	page 19
Analyse de la société Plaza Centers NV	page 26
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 32

Edito



Dans l'œil du Docteur D.

Nous allons tenter dans ce nouvel éditto de confronter l'investissement « Daubasses » comme nous le pratiquons, à un point de vue macro-économique.

Comme nous l'avons souvent expliqué, nous n'avons pas les compétences pour élaborer des analyses macro-économiques qui nous donneraient un avantage pour investir. C'est donc pour cette raison que nous avons toujours expliqué que nous n'investissons pas en fonction de la macro, ce qui ne nous empêche pas pour autant quelques lectures assez intéressantes.

Tout le monde, voire presque tout le monde, parle macro, propose des analyses macro, investit souvent en fonction de la macro. La difficulté est donc de trouver un esprit libre, un investisseur d'expérience qui ne fait pas de concession avec la réalité, voire qui ne tire pas des plans selon ses intérêts et qui dit souvent des choses que l'on ne veut pas entendre.

Nous pensons que Marc Faber est de ce calibre. Pour ceux qui ne connaissent pas encore Marc Faber, voici quelques détails de sa biographie : Marc Faber est né en 1946 à Zurich. Il suit sa scolarité à Genève, puis étudie l'économie à l'université de Zurich, où il obtient un doctorat à l'âge de 24 ans. Dans les années 70, Marc Faber travaille pour *White Weld & Company* à New-York, Zurich et Hong Kong. Il s'expatrie à Hong Kong en 1973 et occupe le poste de directeur du management chez *Drexel Burnham Lambert*, de 1978 à 1990. En 1990, il crée

Edito

sa propre entreprise, *Marc Faber Limited*. Sa résidence et ses bureaux principaux sont désormais en Thaïlande, mais il possède toujours une succursale à Hong Kong.

Certains investisseurs résument Marc Faber en le « canonisant » littéralement en raison du fait qu'il a conseillé à ses clients de vendre leurs actions juste avant le krach boursier de 1987, qu'il conseillait d'acheter de l'or en 2001 et qu'il a prédit, début 2007, une sévère correction des indices !

Ce n'est pas le « Gourou » Marc Faber qui nous intéresse mais la partie décalée du personnage, son franc-parler et son acuité d'analyse de certains phénomènes économiques.

Voici quelques exemples pour vous permettre de mieux comprendre l'investisseur Marc Faber, au-delà du gourou de la finance que l'on présente et représente sans cesse.

La partie décalée : Marc Faber publie une lettre financière intitulée : « *The Gloom Boom & Doom Report* », qui lui a valu le surnom de Doctor Doom (« docteur catastrophe »). Il finance diverses entreprises philanthropiques dédiées à l'éducation des enfants en Thaïlande grâce aux profits générés par les abonnements à sa lettre financière !



Son site est illustré d'une série de reproductions du peintre Kaspar Meglinger intitulées « Danse de la mort » !

Marc Faber n'a pas accepté de gérer de nouvelles fortunes, entendez par là de nouveaux clients, depuis 12 ans.

Marc Faber se déplace en Kawasaki ZZR 1200 pour aller de sa maison à son bureau malgré ses 66 balais.

Son franc-parler : Voici le conseil qu'il a donné, lors de sa dernière interview, à un investisseur disposant de moins de 100 000 Euros : « *Commencez par ne pas vous prendre pour un champion, ne vous comparez surtout pas aux gros bonnets dont vous n'avez pas les moyens... Tout comme 99 % des automobilistes pensent conduire mieux que les autres, 99 % des investisseurs s'estiment plus avisés que la moyenne. Jouez modestement votre partition. Obligez-vous à diversifier: Si vous écoutez un agent immobilier, il va vous affirmer que l'immobilier ne baisse jamais, un gérant vous dira que les actions sont le meilleur placement, un galeriste jurera par l'art... Répartissez vos avoirs entre des liquidités, de l'or (20 à 25 %), de l'immobilier à prix raisonnable et des actions ou bien des fonds... »*

Nous ne résistons pas à un petit commentaire des 4 premières lignes, d'une sa-

Edito

veur indescriptible, car c'est de cette manière que les 4 membres de l'équipe des Daubasses ont toujours abordé l'investissement et qui pourrait être résumée par : « *jouez votre partition modestement* » et également « *ne vous comparez pas à de gros bonnets* » qui rime avec Buffett et que nous avons largement expliqué lors de notre compte rendu de « l'effet boule de neige ».

« *Achetez une obligation à 100 dollars et encadrez-là, pour expliquer l'inflation à vos enfants en regardant la valeur de l'obligation tendre vers le zéro dans les vingt années suivantes* ».

« *M Bernanke est un imprimeur de monnaie et, croyez-moi, si M Romney gagne les élections, le prochain président de la Fed sera aussi un imprimeur de monnaie* ».

Nous terminons cette introduction en vous citant 3 collègues de Marc Faber qui ont travaillé avec lui à la banque *Drexel Burnham Lambert*.

Abby Joseph Cohen, sans doute la femme la plus respectée et reconnue dans le monde de l'investissement, stratégeste chef de Goldman Sachs.

Michael Milken, inventeur du marché obligataire à haut rendement : les Junk Bonds.

Marc Fiorentino, que nos amis Français connaissent. PDG d'Euroland Finance

Son acuité d'analyse

« *... je travaille dans le domaine de l'investissement depuis quarante ans et ce que je m'efforce de faire, c'est de traduire les développements économiques et politiques en une stratégie d'investissement pour donner lieu à des investissements fructueux. N'importe qui aujourd'hui peut obtenir toute l'information souhaitable ; mais c'est l'interprétation des informations qui est difficile. Et je dois dire que la difficulté s'est accrue au fil des années en raison des manipulations fiscales et monétaires que pratiquent les gouvernements de par le monde...* »

Pas besoin d'explication supplémentaire pour comprendre l'immense fossé qui sépare la stratégie d'investissement de Marc Faber et la nôtre ou la vôtre, avec nos investissements en Daubasses. Et pourtant, nous trouvons assez amusant pour ne pas dire pertinent, voire impertinent, de comparer les idées actuelles d'investissement de Marc Faber avec ce que nous possédons en portefeuille « Daubasses ».

Achetez de l'or est la première idée de Marc Faber qui nous explique que les « assouplissements quantitatifs » ou le fait d'imprimer de la monnaie, stimulera

Edito

les actifs mais pas l'économie. Et que si la tendance haussière du cours de l'or, sera continue, il n'en sera pas de même pour les monnaies qui baisseront. Il termine donc en disant que les cours de l'or en dollar augmenteront.

Marc Faber n'entre pas dans le débat inflation / déflation que pourrait générer la production de monnaie à grande échelle comme c'est le cas aujourd'hui... Et nous non plus.

L'or dans le Portefeuille Daubasse est présent avec les deux sociétés canadiennes Oceana Gold et Dundee Precious Metal . Nos contraintes ne nous permettent pas d'acheter de l'or physique, mais seulement des sociétés décotées. Trouver des minières décotées étant plutôt rare, car souvent trop endettées, nous n'avons pas hésité à acheter ces deux juniors canadiennes, car en plus cela nous semblait une bonne diversification... par rapport à nos autres sociétés en portefeuille. Pour que la décote par rapport à la production et aux réserves prouvées de nos deux minières soit réduite à néant, il faudrait que le cours de l'or passe sous les 1300\$ l'once, soit 25% plus bas que le cours actuel de l'once d'or.

Hormis le fait que pour d'autres analystes, les juniors seraient les plus décotées, nous avons également lu, au cours de nos pérégrinations sur le net, que lors de la grande dépression aux Etats-Unis, soit de 1929 à 1940, un portefeuille qui aurait été investi à hauteur de 15% sur une mine du nom de *Home Stake Mining* et à 85% sur le Dow Jones aurait juste perdu 1%, alors que le Dow Jones reculait sur la même période de 45%. Du simple fait que la mine Home Stake Mining est passée d'un cours de 65\$ en 1929 à un cours de 544\$ en 1936, soit une hausse de 766%, sans parler du dividende qui est passé de 7\$ en 1929 à 56 \$ en 1935.

Si dans le cadre « Daubasses », aussi bien les considérations de Marc Faber que les autres démonstrations ne nous intéressent pas à proprement parler, puisque nous visons la décote et seulement la décote, nous pensons malgré tout que cet effet annoncé d'une possible « couverture » constitue une belle cerise sur le gâteau.

Nous regrettons toutefois de ne pas avoir rechargé un peu plus nos deux minières qui ne pèsent aujourd'hui que 3.87% du portefeuille à elles deux. Mais sur reflux des cours et tant que le potentiel reste intéressant, nous rechargerons certainement à l'avenir.

Achetez des sociétés italiennes, françaises, espagnoles, portugaises est la seconde idée de Marc Faber. Et il avoue que c'est la première fois dans sa vie qu'il a acheté des sociétés de ces pays européens parce qu'elles lui semblaient extrêmement bon marché. Et Marc Faber déclare également qu'il n'est pas spécialement un investisseur « value » et enfonce même le clou en affirmant que ce n'est pas parce qu'il estime qu'il n'y a pas de salut en dehors de l'approche value, qu'il s'est intéressé aux sociétés de ces pays... Mais ajoute aussitôt que de

Edito

faibles ratios « capitalisation boursière / valeur comptable » ou « capitalisation / chiffre d'affaires » sont des concepts statistiquement éprouvés à long terme.

Sociétés italiennes et françaises dans le Portefeuille Daubasses. C'est une tendance de fond que nous avons démarré en début d'année 2012, dès le 9 janvier avec l'achat de Ceramiche Ricchetti, tout simplement parce que c'était dans ces deux pays que nous avons trouvé les plus importantes décotes du moment. Avec très souvent des actifs immobiliers en collatéral. Nous avons actuellement, sur les 58 sociétés du portefeuille, 17 sociétés françaises et italiennes qui pèsent environ 29% de l'ensemble du portefeuille.

Nous pensons enfin que nous avons un avantage de taille sur Marc Faber à ce niveau, car les sommes qu'il doit investir ne lui permettent pas vraiment d'acheter des Small et Mid Caps, mais sans doute des Big Caps uniquement. Nous qui en avons la possibilité, pouvons donc franchement penser que nos décotes et donc les potentiels sont d'une toute autre dimension que celles de Marc Faber.

Achetez des sociétés chinoises est la troisième idée de Marc Faber qui considère que le prix des sociétés chinoises est redevenu très attractif.

Sociétés chinoises dans le Portefeuille Daubasses. Ce n'est plus un secret pour personne, nous nous sommes plantés pas mal sur le société chinoises. Mais ne lâchant pas prise car nous sommes conscients que ce pays en vaut la peine, nous avons préféré abandonner complètement les sociétés continentales pour privilégier les entités capitalistes chinoises comme Hong Kong, Macao ou Taiwan. Les sociétés chinoises pèsent actuellement 4.66% du portefeuille. Ce n'est sans doute pas suffisant, mais nous préférons avancer à petits pas, en nous octroyant un round ou deux d'observation supplémentaire avant de frapper plus fort. Et nous avons, dans nos listes, quelques noms de sociétés encore trop chèrement valorisées selon nous car ne répondant pas à nos critères de décotes.

Nous pensons cette fois que c'est Marc Faber qui a un avantage de taille car il connaît l'Asie, le business et les mentalités, et a donc les moyens de mener des recherches précises et donc pointues pour décider de ce qui est ou pas un bon investissement.

Puis en vrac, Marc Faber conseille encore de l'immobilier à prix raisonnable, cherche des sociétés de croissance dans les pays émergents mais uniquement en Asie. Et des obligations d'états qu'il considère comme bien gérés : il disait récemment posséder des obligations du Kazakhstan et estimait cet investissement bien plus solide que des obligations des Etats-Unis, même si la dette souveraine kazakh est notée BBB, ce dont il semble se moquer éperdument !

En conclusion, avant de vous laissez découvrir l'analyses de deux sociétés que nous avons jugé les plus intéressantes ce mois-ci (la première est anglaise et

Edito

déroule ses activités en Chine et dans le Sud-Est asiatique depuis plus de 180 ans, l'autre est une société immobilière active dans toute l'Europe de l'Est), nous pensons, à la lumière des dernières recommandations de Marc Faber et de la comparaison avec les « Daubasses », que ce qui compte réellement dans l'investissement est de rechercher les bonnes, voire très bonnes occasions sans la moindre concession. Les moyens d'y arriver sont multiples et dépendent uniquement de vous, de vos compétences, de la méthode avec laquelle vous vous sentez le plus en phase et de la rigueur dont vous faites preuve pour mettre en œuvre cette méthode.

Après tout cela il ne vous reste plus qu'à « *jouez votre partition modestement* », pour paraphraser Marc Faber.

L'Equipe des Daubasses



Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille au 28 septembre 2012

	%	Ticker	Société	Prix de Revient			28 septembre 2012				RendTTotal	
				Unitaire	Euro		Action	Cours	Euro			
					Devise	Euro			Devise	Euro		
Société Net-Net				81.750,84	Euro	37,08%						
1	USD	0,30%	SPOR	Spart Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,57	347,65	659,34	37,16%
2	USD	0,12%	TBAC	Tandy Brand Accessories	2,44	610,93	475,25	250	1,42	355,00	276,14	-41,90%
3	USD	2,53%	CRV	Coart Distribution System	2,11	7.384,07	5.745,75	3500	2,10	7.350,00	5.717,17	-0,50%
4	GBP	0,83%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	169,50	1.550,93	1.949,62	232,92%
5	USD	0,66%	TAIT	Taitran	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,00	1.364,07	1.449,96	-9,15%
6	USD	4,73%	AVHI	AV Homez	7,37	6.658,52	4.895,10	904	14,84	13.415,36	10.435,10	113,17%
7	USD	0,95%	CRG	Chromcraft Revolution	1,05	3.719,29	2.809,50	3550	0,76	2.698,00	2.098,63	-25,30%
8	USD	1,73%	TWMC	Trenz World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,63	4.900,50	3.811,84	419,27%
9	USD	0,02%	XING	Qiao Xing Universal Resource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,09	58,50	45,50	-95,81%
10	USD	1,26%	MEAD	Meads Instrument	3,49	3.829,89	2.780,25	1098	3,25	3.571,25	2.777,88	-0,09%
11	USD	2,73%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	1,23	6.011,30	6.011,30	101,76%
12	USD	3,53%	SGMA	Sigma Trans International	3,68	3.475,27	6.180,58	2300	4,35	10.005,00	7.782,36	25,92%
13	GBP	1,89%	LDSG.L	Lee & Group PLC	18,61	3.286,28	3.941,50	17650	18,75	3.209,38	4.160,12	5,55%
14	USD	1,14%	ENTH	Entarian Technologies	2,92	3.777,32	2.730,46	1290	2,50	3.225,00	2.508,56	-8,13%
15	Euro	1,54%	WIN.MI	Winiini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,05	3.291,50	3.291,50	-20,45%
16	USD	0,14%	CCTR	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	3895000	0,00	389,50	302,97	-92,00%
17	GBP	0,56%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	3,95	987,50	1.241,36	-48,70%
18	GBP	3,69%	PVCS.L	PV Crystalax Salar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	7,48	6.470,20	8.133,50	37,04%
19	Euro	2,14%	LNC.PA	Lor Nouveaux Constructeurs	5,18	4.012,99	4.012,99	775	6,10	4.727,50	4.727,50	17,30%
20	USD	2,51%	APWC	Arian Pacific Wire & Cable	2,97	7.283,68	5.624,78	2495	2,90	7.119,50	5.537,88	-1,54%
21	USD	1,46%	DSWL	Dorwell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,76	4.140,00	3.220,29	22,05%
22	Euro	1,07%	VET.PA	Vet Affairez	8,51	2.553,41	2.553,41	300	7,90	2.370,00	2.370,00	-7,18%
23	Euro	0,71%	MLVEL.PA	Volcan Energy	8,95	1.520,87	1.520,87	170	9,18	1.560,60	1.560,60	2,61%
24	GBP	0,72%	PLAZ.L	Plaza Center NV	46,46	1.245,00	1.564,07	2680	46,95	1.258,26	1.581,72	1,13%
Société Net-Estate				76.358,81	Euro	34,63%						
25	USD	2,62%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,85	7.430,50	5.779,79	59,82%
26	USD	0,34%	BBGZ	Bedion Biotech	0,23	1.569,58	974,63	6848	0,14	959,72	745,74	-23,49%
27	USD	1,03%	BDR	Blander Tanque Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,06	2.915,00	2.267,42	22,90%
28	Euro	2,23%	ERAC.PA	Exempta - Clairefontaine	68,93	6.616,98	6.616,98	96	51,20	4.915,20	4.915,20	-25,72%
29	Euro	1,97%	ALGEV.PA	Gevolet	19,24	1.636,10	1.636,10	85	51,00	4.335,00	4.335,00	164,96%
30	Euro	1,47%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	34,11	3.240,45	3.240,45	55,08%
31	USD	0,43%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,14	1.213,52	943,93	-48,90%
32	Euro	1,49%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,46	3.276,00	3.276,00	7,58%
33	USD	2,59%	HTCH	Hutchinson Technology	1,98	3.336,92	6.267,44	4200	1,75	7.250,00	5.717,17	-8,78%
34	USD	1,95%	NTZ	Natuzzi	2,87	7.036,76	5.356,34	2455	2,25	5.523,75	4.296,63	-19,78%
35	USD	2,27%	ALCS	Alca Stone	9,01	3.290,44	6.113,10	920	6,93	6.421,60	4.995,02	-18,29%
36	Euro	2,05%	CVG.AS	Craun van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	4,76	4.522,00	4.522,00	16,37%
37	GBP	2,48%	PHO.L	Peer Hotel	38,76	4.612,77	5.370,36	11900	36,50	4.242,50	5.460,09	1,67%
38	USD	2,40%	AEY	ADDVantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,20	6.809,00	5.296,36	9,53%
39	Euro	1,62%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,16	3.486,01	3.486,01	21328	0,17	3.580,97	3.580,97	2,72%
40	Euro	2,15%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	0,91	4.732,00	4.732,00	-8,89%
41	Euro	1,85%	PVL.PA	Plartivaleire	19,39	5.819,08	5.819,08	300	13,60	4.080,00	4.080,00	-29,89%
42	Euro	0,62%	COTT.PA	Cattin Frères	3,06	1.137,13	1.137,13	372	3,70	1.376,40	1.376,40	21,04%
43	Euro	3,08%	CSP.MI	CSP International Fashion	0,83	6.257,22	6.257,22	7504	0,91	6.798,62	6.798,62	8,65%
Société VANTre				12.488,41	Euro	5,66%						
44	CAD	0,94%	JTC.V	Jontec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,70	2.607,50	2.062,24	-12,40%
45	CAD	1,69%	BFS.V	BFS Entertainment & Multimedia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,20	4.699,50	3.716,78	-0,73%
46	Euro	1,57%	MALT.PA	Malterioz France/Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	150,17	3.453,91	3.453,91	0,87%
47	NOK	0,44%	REC.OL	Renouable Energy Corp ASA	3,69	14.887,29	1.909,20	4030	1,76	7.084,74	962,38	-49,59%
48	USD	1,04%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	4,40	2.948,00	2.293,09	-15,45%
Fond Décoté				9.464,44	Euro	4,29%						
49	USD	1,15%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,00	3.250,00	2.528,00	-28,14%
50	GBP	1,38%	EEP.L	Eastern European Property	72,27	2.045,20	2.460,20	2830	85,50	2.419,65	3.041,67	23,64%
51	GBP	0,44%	ECAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,32	2450	31,75	777,88	977,84	-5,96%
52	USD	1,32%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	1,00	3.750,00	2.916,93	40,67%
Diversification v.l..				27.795,01	Euro	12,61%						
53	Euro	1,51%		Luxembart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	23,74	3.323,60	3.323,60	-0,09%
54	CAD	1,94%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	3,28	5.295,30	4.267,03	32,23%
55	CAD	1,93%	DFM.TO	Dundee Precious Metal	7,41	4.334,95	3.227,28	585	9,20	5.382,00	4.256,56	31,89%
56	SEK	2,45%	INVE-A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	140,00	45.500,00	5.392,15	18,60%
57	DKK	1,11%	FFARMS.CO	First Farms	46,56	21.184,86	2.849,38	455	40,10	18.245,50	2.447,61	-14,10%
58	Euro	2,70%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	29,74	5.948,00	5.948,00	5,51%
59	Euro	0,98%	SOFR.PA	Sofraqi	1,081	2.162,23	2.162,23	2	1,080	2.160,00	2.160,00	-0,10%
Emission d'Option				644,06	Euro	0,29%						
60	USD	-0,01%	EOA120119F	Option Put: Encana	15,00	-355,05	-269,49	300	0,12	-36,00	-28,00	-89,61%
61	USD	-0,15%	RSH120119F	Option Put: RadioShack 1	2,00	-390,00	-318,21	1200	0,36	-432,00	-336,03	5,60%
62	USD	-0,13%	RSH120119F	Option Put: RadioShack 2	2,00	-355,00	-284,84	1000	0,36	-360,00	-280,02	-1,69%
Liquidité				13.275,10	Euro	6,02%						
		1,11%		Compte Courant		Euro					2.452,26	
						USD				0,00	0,00	
						GBP				0,00	0,00	
						CAD				0,00	0,00	
						Euro				0,00	3.900,00	
						#REF!				#REF!	#REF!	
						Garantie Option: Encana	USD			4.900,00	3.500,31	
						Garantie Option: RadioShack 1	USD			2.400,00	1.866,83	
						Garantie Option: RadioShack 2	USD			2.000,00	1.555,69	
		95%		Total			3,33%	Eqal	#REF!	Euro	#REF!	

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.

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

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

Sociétés Analysées									
		Ticker	Société	Cours Ouverture		Date	Cours Actuel		RendT
				Devises	Euro		Devises	Euro	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	3,95	0,05	-63,76%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	85,50	1,07	58,87%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	36,50	0,46	-41,73%
4	USD	TGAL	Tegal	2,08	1,44	09/06/11	3,54	2,75	91,23%
5	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	31,75	0,40	0,23%
6	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	6,98	5,43	-26,03%
7	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	2,10	1,63	-21,63%
8	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	6,10	6,10	9,71%
9	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	4,76	4,76	17,53%
10	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	17,00	13,22	19,56%
11	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	7,48	0,09	-4,83%
12	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,20	1,71	12,43%
13	USD	AVHI	AV Homes	7,24	5,67	09/01/12	14,84	11,54	103,52%
14	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	0,91	0,91	-9,90%
15	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,17	0,17	-6,72%
16	Euro	PVL.PA	Plastivaloire	19,65	19,65	08/03/12	13,60	13,60	-30,79%
17	DKK	FFARMS.C	First Farms	47,00	6,32	08/03/12	40,10	5,38	-14,91%
18	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	2,90	2,26	-10,39%
19	USD	DSVL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,76	2,15	12,13%
20	USD	UUU	Universal Security Instrumen	5,35	4,08	09/04/12	4,40	3,42	-16,14%
21	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	29,74	29,74	15,76%
22	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,21	0,21	-8,70%
23	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	186,00	25,27	23,37%
24	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	5,82	5,82	13,01%
25	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0,84	0,84	06/07/12	0,91	0,91	7,86%
26	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3,90	3,90	06/07/12	3,70	3,70	-5,13%
27	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	7,90	7,90	-14,04%
28	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1080,00	1080	2,27%
29	Euro	MLVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	9,18	9,18	2,00%
30	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,05	1,05	-0,94%
31	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	3,03	3	3,06%
32	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	79,00	0,99	-0,95%
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%
Total pondéré a part égal								8,99%	

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
0	2	2	Tegal	4,5666	0,7752	959,62%	35%	4,78			
			Elephant Capital								En Portefeuille
			Alco Store								En Portefeuille
			Coast Distribution System								En Portefeuille
			LesNouveauConstructeurs								En Portefeuille
			Crown Van Gelder								En Portefeuille
3	2	5	Paradise Inc	24,607	0,6909	134,32%	95%	33,1344	35,184	0,4033	
			PV Crystalox Solar								En Portefeuille
			ADDvantage								En Portefeuille
			AV Homes								En Portefeuille
			Panaria Group								En Portefeuille
			Ceramiche Ricchetti								En Portefeuille
			Plastivaloire								En Portefeuille
			First Farms								En Portefeuille
			Asian Pacific Wire & Cable								En Portefeuille
			Deswell Industries Inc								En Portefeuille
			Universal Security Instrument								En Portefeuille
			FFP								En Portefeuille
3	0	3	Techniline	0,86	0,2442						
2	3	5	AKER -A-				54%	287,35			
1	3	4	HF Company	6,1727	0,9429	60,49%	45%	8,4228	7,9346	0,4033	8,4228 0,4472 7%
			CSP International Fashion								En Portefeuille
			Cottin Frères								En Portefeuille
			Vet Affaires								En Portefeuille
			Sofragi								En Portefeuille
			Velcan Energy								En Portefeuille
			Vianini Industria								En Portefeuille
1	2	3	Vianini Lavori				50%	4,54			
3	0	3	JKX Oil				169%	212,310995	161,58	0,4033	
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

News de nos sociétés



Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.F

Rien de particulier pour le promoteur allemand si ce n'est une décision de l'Assemblée Générale de prolonger le programme de rachat d'actions propres et d'augmenter les montants à y affecter. De quoi aider à réduire encore la décote.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

Le rapport clôturé fin juillet nous montre une certaine stabilité de la valeur patrimoniale avec un petit biais positif. La valeur net-net de la société s'établit à 16.18\$, sa valeur net-estate est de 19.33\$ et sa valeur d'actif net-tangible est de 26.1912\$, toutes trois en légère progression. Sur les 6 premiers mois de l'année, les ventes sont en progression de 2.14%. Mais le coût des produits est également en hausse de 2.50%, ainsi que les dépenses opérationnelles de vente et d'administration qui sont en hausse de 3.10%. La société affiche bien entendu un profit net sur la période de 0.18\$, en recul toutefois de 10% par rapport à la même période un an plutôt où elle affichait un profit de 0.20\$ par action. Avec un potentiel au cours de 6.93\$ de 275%, nous avons l'impression que ce n'est pas tous les jours que l'on rencontre, un couple risque / potentiel aussi séduisant.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Notre « super » constructeur a présenté des résultats annuels (clôturés au 30/06) conformes aux attentes : un résultat opérationnel en hausse de 41 % et un bénéfice avant impôt qui a plus que doublé. Pour le rapport financier complet, nous devons attendre le mois prochain.

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR

Toujours le calme plat sur cette société si ce n'est que son site web a disparu et que le nom de domaine de Newmarket, sa maison-mère, est à vendre. Cette histoire dégage une odeur de plus en plus pestilentielle de « pigeonnage » aigu ... et, en l'occurrence, les pigeons, c'était nous ...

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

A la suite de 3 départs annoncés au *board* de l'entreprise, une Assemblée Générale Extraordinaire va avoir lieu le 8 novembre pour nommer de nouveaux

News de nos sociétés

membres, dont Henk van Houtum le directeur stratégique et innovation du plus gros producteur indépendant de papiers hygiéniques hollandais : *Van Houtum Company*. Le communiqué précise bien qu'il n'y a aucune opération en cours avec cet autre papetier hollandais. Affaire à suivre...

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP

Au 30 juin 2012, l'actif net du fonds fermé ressort à 113,80 p par action. En baisse par rapport au 31 décembre 2011 où il valait 118,23 p par action. Comme convenu, l'AGE du 25 septembre, avec plus de 61% des droits de votes présents, a voté à l'unanimité la résolution de vente des actifs. Le fonds fermé devrait donc au fur et à mesure des opportunités de cession, vendre un par un ses actifs immobiliers et retourner le cash à ses actionnaires.

First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO

Nos fermiers « vikings » préférés nous annoncent sobrement une réorganisation en vue de baisser les coûts d'administrations ! Et comme vous le savez, c'est toujours un plaisir pour les actionnaires de lire ce genre de communiqué de la direction qui dit en substance qu'à partir du 1er novembre, la société déménage son siège social localisé à Jysk, pour Billund au Danemark, dans le but de créer plus de synergies administratives. En Roumanie, le siège de Bucarest ferme définitivement et la société installe son siège sur le site de production de Faurei. C'est évidemment un coût locatif en moins. Et dès que nous avons découvert la société, nous nous sommes interrogés sur ce siège roumain de Bucarest installé à plus de 150 km des sites de production. Et nous ne trouvons cela pas trop rationnel à première vue, sans toutefois pouvoir juger entièrement de l'importance donnée par la direction à son standing de représentation. Enfin, après le départ du COO (Chief Operating Officer) Peter Villumsen voici quelques mois, la direction annonce que ce poste est dorénavant supprimé. Nous saluons toutes ces mesures qui démontrent une nouvelle fois le sérieux de la direction de First Farms.

Gevelot (France) Ticker : GVLTPA

Sur le premier semestre 2012, le CA est en baisse de 6,2% comparé à la même période de 2011 et atteint 102,9 M EUR. Le résultat opérationnel est en forte baisse à 6,1 M EUR versus 10,9 M EUR en 2011. Et le bénéfice ressort à 4,3 M EUR alors qu'il était de 7,0 M EUR sur le S1 2011. La direction explique que l'entreprise subit de plein fouet le marasme actuel sur le secteur automobile français et s'attend à un second semestre difficile.

Au niveau du bilan, le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible reste toujours important à +190% et la VANE est égale à 79 EUR par action. Nous sommes donc confiants sur notre ligne. Les bénéfices sont en chute libre, mais toujours positifs et la valeur patrimoniale de l'entreprise est toujours largement sous-valorisée par rapport à sa valorisation boursière.

News de nos sociétés

HF Company (France) Ticker : HF.PA

Dans un communiqué du 26 septembre, la société annonce un recul du chiffre d'affaire de 16% au premier semestre par rapport la même période un an plus tôt.

Ce serait des éléments jugé exogènes, soit extérieurs à la société, qui seraient responsables de ce recul des ventes. Changement à la TNT France et fin de la livraison du produit CPL au premier client opérateur du groupe.

Nous apprécions les efforts de dialectique de la direction, mais nous apprécions encore plus la lucidité d'une direction qui perd son plus gros client et qui devrait tenter d'expliquer pourquoi son produit a été refusé par ce client... Mais bon, c'est nettement plus difficile apparemment !

Malheureusement, le *blah blah* qui suit, toujours positif, sur le fait que les coûts son maîtrisés et que la société tente d'immuniser... la société contre la crise, ne peut pas à notre sens, être gobée sans chiffres à l'appui. Or les chiffres dont on dispose sont installés dans un tableau, 6 lignes 6 colonnes, peu explicites pour confronter le verbiage de la direction à la réalité des chiffres.

Nous trouvons toujours décevant qu'une société cotée ne prennent pas la peine de présenter un bilan à ses actionnaires à chaque fin de trimestre... même non audités, si la société n'en a pas les moyens.

JKX Oil & Gas (UK) Ticker : JKX.L

Le fonds Aberforth Partners LLP est monté à plus de 5% des droits de vote, à 5,23%.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

La société continue de racheter ses propres titres sur le marché : 20 000 titres à un cours de 16,25p.

ELEPHANT CAPITAL Le fonds a annoncé la vente de sa participation dans EIH Limited dans la perspective de sa nouvelle stratégie de recentrage sur les actifs aux plus forts potentiels. Par rapport à son investissement initial de 9,47 M GBP, une fois les dividendes comptabilisés, la perte atteint 1,47 M GBP.

Suite à cet arbitrage, le fonds dispose désormais d'une trésorerie de 8,47 M GBP.

Les Nouveaux Constructeurs (France) Ticker : LNC.PA

Les résultats du premier semestre ont été publiés et, disons-le d'amblée, malgré la légère perte, ils ne sont pas si mauvais : le 1er semestre est traditionnellement un semestre faible en terme de résultats pour LNC et les pertes sont, en plus, clairement localisées dans la filiale allemande Zapf. Néanmoins, nous avons décidé de vendre cette ligne malgré le carnet de commandes très prometteur et ce, pour la même raison qui nous l'avait fait éviter au moment du plongeon de 2009 : le besoin en fonds de roulement a augmenté et la société ne répond plus à notre exigence de solvabilité de 40 %. Et donc, la mort dans l'âme, nous nous devons d'appliquer scrupuleusement notre *process* ...

News de nos sociétés

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Les résultats du 1er semestre ne sont pas de meilleures factures que ceux de l'année dernière. Un chiffre d'affaires en légère baisse et une perte d'exploitation au même niveau que le 1er semestre 2011. L'Ebitda est néanmoins à l'équilibre. Le président attribue ces mauvais chiffres à la crise en Europe, souligne le début d'une reprise des ventes en Amérique et se montre assez confiant sur la capacité de son groupe à passer au travers de la crise. Il est vrai que la solvabilité de Natuzzi reste excellente.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Sur le mois de septembre, le titre voit son cours progresser de +30%. Pas de nouvelles particulières. Notre junior minière profite en fait à plein de l'effervescence sur le cours de l'once d'or qui avoisine les 1 800 USD.

Dundee Precious Le conseil accueille un nouveau membre, ou plutôt une nouvelle directrice : Eira Thomas. Géologue de formation, avec plus de 10 ans d'expérience, elle a participé à la création et au développement de nombreuses entreprises minières. Elle est également membre du *board* du géant de l'énergie canadien Suncor depuis 2006.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Le titre a gagné plus de 20% sur le mois de septembre. Et pourtant, nous n'avons pas d'informations à intégrer à cette hausse. Nous constatons que la famille Mussini (actionnaire principale du Groupe) continue d'acheter des titres, comme elle le fait depuis des mois, pour des montants de seulement quelques milliers d'euro.

Peut être que la sortie imminente du rapport semestriel 2012 explique cette hausse. Nous en saurons plus le mois prochain...

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Petite rectification, sur une erreur de localisation de l'usine de Bitterfeld de la société qui ne se trouve pas au Royaume-Uni comme nous le pensions et l'avions écrit dans les news du mois passé, mais en Allemagne.

Un rapport du management publié fin septembre ne comporte aucun nouveauté marquante concernant la société. La direction répète une nouvelle fois qu'elle ne dépensera pas ses liquidités de manière idiote et poursuit son travail de réduction de capacité de production pour s'ajuster aux conditions actuelles du marché.

Sam (France) Ticker : SAMP.PA

Comme attendu, le fabricant d'outillage à main a publié une perte semestrielle, perte due quasi exclusivement aux charges financières. Sans vouloir donner l'impression de radoter, nous répétons que si la société ne s'était pas lancée dans des acquisitions effrénées, elle disposerait toujours d'une situation financière positive et ne paierait donc pas d'intérêt sur des dettes ... qu'elle n'aurait pas eu besoin de contracter. La direction s'attend toutefois à un meilleur 2e semestre tant en raison des bienfaits des synergies qui se mettent en place que d'un carnet de commandes en croissance.

News de nos sociétés

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1736.18 Euros.

Tegal Corporation (USA) Ticker : TGAL

Notre coquille « qui a failli devenir vide » poursuit sa mue et la concrétise par un changement de nom. Dorénavant, elle s'appelle *CollabRx*, du nom de sa dernière acquisition, spécialisée dans l'oncologie.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

La société nous sort une nouvelle fois des chiffres "réconfortants", avec son bilan trimestriel clôturé fin juillet. La valeur patrimoniales de la société est stable, sa valeur net-net est de 4.4277\$, tandis que sa VANT est à 5.1783\$. Nous remarquons une décreue significative des stocks de 22% par rapport à la même période voici un an. Et également une réduction tout aussi significative de l'endettement de 21%.

Au compte de résultats, les ventes sont en reculs de 15%, ce qui signifie que l'activité de la société perd encore et toujours de son attractivité, mais contrairement à d'autres directions qui restent les bras croisés en attendant la fin de la crise, la direction de Trans World travaille dur pour sortir la société de la catégorie « Daubasse » et cela depuis des trimestres, et elle ne faiblit toujours pas. Le coût des produits est en recul de 18%, les dépenses administratives et liées à la vente sont en recul de 22%, ce qui produit en fin de course un profit net de 0.03\$ par action. Nous saluons une nouvelle fois la direction.

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

La VL du fond est de 5.55\$, en progression de 3,20% par rapport à la dernière VL. Toujours pas la moindre communication. Si nous l'avions pris avec un certain humour ces derniers mois, cela commence à peser sérieusement cette fois.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Comme on pouvait s'y attendre vu le chiffre d'affaires médiocre annoncé précédemment, le semestre se clôture par une grosse perte. La direction nous annonce un « xième » changement de stratégie : après le « croissance toute » des deux dernières années, on désinvestit à nouveau comme il y a 4 ans (et c'est tant mieux d'ailleurs). Nous notons une très légère amélioration de la solvabilité, mais aussi une baisse de la VANT qui reste néanmoins sur des hauts niveaux. Bref, comme nous le pensons depuis longtemps et même avant notre achat, ce vendeur de vêtements « low cost » est bien une société si pas mal gérée, du moins pas gérée de manière optimale ... mais elle est tellement bon marché. Ainsi, la direction nous annonce un 2e semestre guère plus brillant, notamment en raison du coût de la restructuration entamée et le coût de la fermeture de 30 magasins. Si nous anticipons ces fermetures pour « non rentabilité » et tenons compte d'un coût de 300 000 euros par fermeture (fourchette haute annoncée par la direction), nous obtenons une VANT de 20 euros. Par contre, dans ce cas de figure, la VANN descendrait à 5,20 euros. Ceci dit, hors de cette anticipation, les VANN et VANT s'établissent encore, au 30/06, respectivement

News de nos sociétés

à 10,88 euros et 25,65 euros. Nous pensons aussi que la souplesse du modèle d'affaires (avec les franchises, les locations financement et les ventes par internet) permettra à l'entreprise d'adapter assez facilement sa structure de frais aux situations de crises.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net par titre ressort à 1,268 USD au 31 août 2012.

Le membre du *board* Nguyen Quoc Khanh a acheté 10 000 titres à un cours de 1,0125 USD. Il détient désormais 0,019% du capital du fonds...



Analyses de société

Jardine Strategic Holdings Ltd.

(OTC Markets, Ticker: JSHLY / ISIN : US4711222004)

I. Introduction

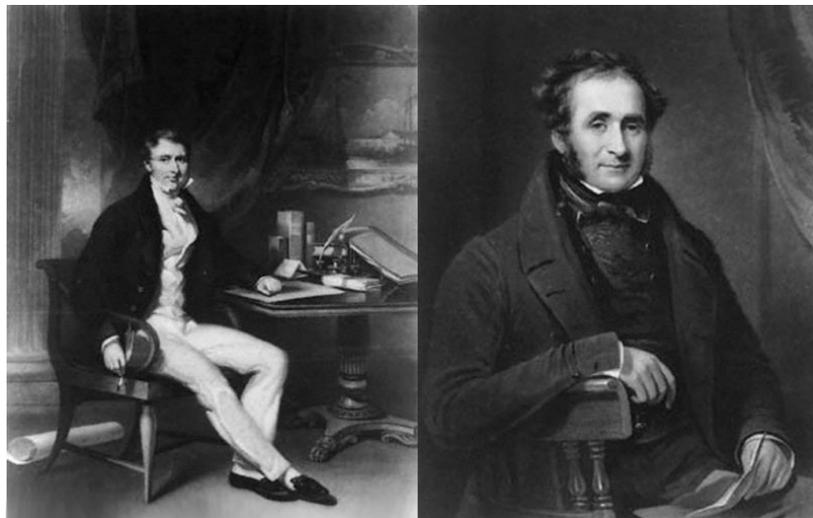


Jardine Strategic

Cette fois, nous vous présentons une idée qui nous a été soufflée par l'un de nos amis de « Valeur et Convictions », groupe de discussion dont sont issus les membres de l'Equipe des Daubasses. Merci à Michel pour l'idée qu'il nous a soufflée et qui nous semble, à défaut d'être une « vraie » daubasse, une excellente manière d'investir avec décote sur l'Asie émergente.

Cette diversification, c'est le groupe « Jardine » dont les actions sont cotées à Singapour mais aussi, de manière plus accessible, sur l'OTC américain.

Le groupe « Jardine » a été fondé il y a 180 ans par deux marchands anglais (MM Jardine et Matheson, voir la photo ci-dessous). Il s'agit d'un groupe investi de manière très diversifiée comme vous allez le voir dans la suite de l'analyse.



En réalité, le groupe se décompose en deux « holdings de tête », chacun détenant des actions de l'autre. Ces deux holdings sont, d'une part, Jardine Matheson et d'autre part, Jardine Strategic. C'est à cette dernière que nous nous sommes intéressés en raison d'une décote supérieure.

Notre première impression, passée la méfiance que nous pouvons éprouver depuis nos déboires chinois sur tout ce qui vient d'Asie, c'est que cette direction crée bel et bien de la valeur pour les actionnaires : depuis 2000, le cours de Jardine Strategic a été multiplié par 11 et le dividende est passé de 0,145 à 0,215 usd par action.

Analyses de société

Le principal actionnaire de Jardine Strategic est Jardine Matheson pour 82 % du capital et le principal actionnaire de Jardine Matheson est ... Jardine Strategic (pour 55 % du capital). Ces participations croisées mises à part, il semblerait que ce soit la famille Keswick, qui détient les postes de président et de CEO, qui soit aux commandes. Elle détiendrait, au travers de différents trusts, 6 à 7 % du capital du groupe (mais elle semble assez discrète sur ce point).

Nous notons également que la holding est l'actionnaire majoritaire de la plus grande partie des participations que nous détaillons ci-dessous. C'est donc elle qui dicte l'affectation des capitaux aux directions des filiales.

Comme nous le faisons habituellement pour les fonds fermés et les holdings, nous valorisons Jardine Strategic par la somme de ses participations à leur valeur boursière.

II. La Valeur de Holding en cas de Mise en Liquidation Volontaire

Comme indiqué ci-dessus, la principale participation de Jardine Strategic, c'est ... son actionnaire principal, **Jardine Matheson**.

Voyons de quoi est composé Jardine Matheson : outre sa position dans Strategic qui constitue sa ligne la plus « lourde », nous retrouvons :

- Une participation de 100 % dans la société non cotée **Jardine Pacific**. Celle-ci a une présence en Chine et Asie du Sud-Est dans les domaines suivants : ingénierie, fret aérien, services aéroportuaires, distribution d'engrais, TIC, location d'immeubles résidentiels, masters franchisé Pizza Hut et KFC pour le Pacifique, Joint-Venture avec les ascenseurs Schindler pour le Pacifique, services au transport maritime et agences de voyage.



- Une participation de 100 % dans la société non cotée **Jardine Motors**. Cette société exploite des concessions Mercedes au Royaume-Uni, à Hong Kong et en Chine.

- Une participation de 42 % dans la compagnie d'assurance et de réassurance cotée à Londres **Jardine Lloyd Thompson**. Elle a une présence prépondérante

Analyses de société

au Royaume-Uni mais est présente dans 134 autres pays, surtout de la zone Pacifique.

Au cours actuel de 56,90 usd, la participation dans Matheson représente 18,79 usd par action Strategic (n'oubliez pas que la majeure partie de ces 18,79 usd sont constitués précisément d'actions de Strategic).

La 2e ligne du portefeuille de Strategic est représentée par la société **Dairy Farms**, un géant de la grande distribution à Hong Kong, Taïwan, Vietnam, Singapour, Malaisie, Indonésie, Brunei, Inde et Chine. Elle exploite également la franchise IKEA à Hong Kong et à Taïwan, ainsi que la chaîne de restauration Maxim à Hong Kong. Une sorte de Wal-Mart asiatique qui a généré ces 4 dernières années un rendement du free cash-flow sur les capitaux investis de 45 % et un ROE de 63 % !



Cette société, contrôlée à 78 % par Strategic, représente, au cours de 11,11 usd, une valeur de 10,48 usd par action.

Nous passons à la 3e ligne de Strategic, la société **Jardine Cycle and Carriage**. Il s'agit d'un « conglomérat à l'intérieur du conglomérat ».

Tout d'abord, elle exploite des concessions automobiles ainsi que des activités liées à l'automobile à Singapour, en Malaisie, au Vietnam et en Indonésie.



Analyses de société

Mais surtout, elle détient 50 % de la société **Astra**. Kesako Astra ? Astra, c'est la principale capitalisation boursière indonésienne active, en vrac, dans la distribution automobiles et motos (le secteur d'activité le plus important, on relève des partenariats avec Toyota, Daihatsu, Isuzu, UD Trucks, Peugeot, BMW et Honda), les financements bancaires, la banque de détail, les plantations d'huile de palme, la distribution d'équipement d'extraction minière et agro-forestier, des mines de charbon, la logistique et la construction d'infrastructure.



Au cours de 48,10 usd, la participation Jardine Cycle and Carriage représente 8,57 usd par action Strategic.

Autre participation de Strategic : **Hong Kong Land**, une foncière active dans l'immobilier commercial et de bureau à Hong Kong (surtout), Singapour, Thaïlande, Vietnam, Macao et Indonésie. Elle est aussi présente dans le résidentiel à Hong Kong, Chine, Macao, Singapour et Philippines.

Cette société représente 6,37 usd par action, au cours actuel de 6,01 usd.



Nous notons enfin une participation plus symbolique dans **Mandarin Oriental**. Il s'agit d'une chaîne hôtelière présente en Asie (18 hôtels), aux Etats-Unis (7 hôtels), Bermudes (1 hôtel), Europe (6 hôtels). Elle a des projets au Costa Rica, Aux Îles Caïman, en Russie et au Moyen Orient. Cette ligne pèse, au cours de 1,45 usd, 0,97 usd par action.

Nous tenons compte également de **divers actifs** que nous valorisons à la moitié de leur valeur aux livres, soit 0,33 usd. Parmi ceux-ci, pour la petite histoire, nous notons une participation de 6 % dans Paris-Orléans, une société cotée du groupe Rothschild.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de holding de Jardine Strategic à 46,41 usd.

Analyses de société

Les membres de l'Equipe qui en ont acheté pour leur portefeuille personnel se sont tournés vers le certificat ADR de Strategic coté sur l'OTC. Attention : ce certificat représente une demi action ordinaire Strategic.

III. Conclusions

Au cours actuel de 17 usd, il y a la possibilité d'acheter des certificats ADR de Strategic avec une décote de 26,7 %.

Cette marge de sécurité ne semble pas exceptionnelle à des radins comme nous d'autant que les cours de bourse des participations proposent eux-mêmes des prix plutôt stratosphériques.

Jugez-en plutôt : Jardine Lloyd Tompson présente une VANT négative et un PER de plus de 30, Dairy Farm cote à 24 fois sa VANT et un PER de 28, Jardine Cycle and Carriage cote à 7 fois sa VANT et un PER de 13. Seul Hong Kong Land cote sous sa VANT.

Néanmoins, nous avons voulu aller plus loin et vérifier si l'évidence ne camouflait pas des « vraies » valeurs. Et nous avons trouvé deux points qui nous permettent de dire que la décote réelle de Jardine Strategic est un peu plus élevée que sa décote apparente.

Le premier « trésor caché » se trouve dans Jardine Cycle and Carriage. Lors de notre calcul, nous avons donné la valeur de cette participation au cours de bourse. Mais il se fait que cette participation est à son tour sous-évaluée par le marché. En effet, son actif principal, Astra, qui est coté, représente, à son cours de bourse, une valeur supérieure à la capitalisation boursière de Jardine Cycle and Carriage. En réalité, si nous faisons la somme des deux parties, nous obtenons 9,77 usd pour Astra et 1,22 usd pour les fonds propres des activités non cotées, fonds propres que, pour notre propre valorisation, nous ne reprendrons que pour 75 % de leur valeur aux livres.

La deuxième source de sous-évaluation, c'est dans Jardine Matheson que nous la relevons.

Nous vous avons indiqué que la principale participation de Matheson est constituée d'actions Strategic. Mais il se fait que le cours de bourse de Matheson mésestime lui aussi la VL de la holding, mésestimation démultipliée par le fait que les actions de Strategic qu'elle détient sont aussi ... sous évaluées. Bref, cette cascade de sous-estimations nous a fait aborder la valeur de Matheson d'une autre manière : d'une part en considérant que les actions Strategic qu'elle détient sont équivalentes à des actions auto détenues et d'autres parts en isolant les autres actifs de Matheson soit à leur valeur de fonds propres amputé d'une marge de 25 %, soit à leur cours de bourse. Et c'est ainsi que nous vous proposons le tableau ci-dessous qui représente, selon nous, la vraie valeur de Jardine

Analyses de société

Strategic.

	Valorisation	%
Jardine Motors	149	0,45%
Jardine Lloyd Thompson	625	1,87%
Jardine Pacific	245	0,74%
Hong Kong Land	7133	21,41%
Dairy Farm	11739	35,22%
Mandarin Oriental	1086	3,26%
Jardine Cycle and Carriage (hors Astra)	1028	3,08%
Astra	10945	32,84%
Autres actifs	375	1,13%
TOTAL	33491,54	
Nombre d'actions hors auto- détention	613,00	
Valeur d'une action Strategic	54,64	
Valeur du certificat ADR	27,32	

Nous avons aussi remarqué que les participations détenues présentent très souvent des rentabilités hors norme : un ROE (rendement sur fonds propres) de 63 % pour Dairy Farm, comme déjà mentionné, mais aussi 27 % en moyenne pour l'indonésienne Astra. Seule, Hong Kong Land fait baisser la moyenne avec 5,6 % de ROE si on ne tient pas compte des augmentations de juste valeur des immeubles détenus (ce rendement nous semble d'ailleurs assez normal pour une foncière).

Ces hautes rentabilités témoignent, selon nous, d'une excellente gestion et aussi, peut-être, de la présence de barrières contre la concurrence.

Remarquons aussi la forte croissance du groupe : au cours des 7 derniers exercices comptables, le résultat opérationnel consolidé des filiales a été multiplié par plus de 6 et ce, sans tenir compte des hausses de valeur des immeubles d'Hong Kong Land. Si on en tient compte, on obtient une multiplication du REX par plus de 10 !

A notre avis, ce n'est pas « l'occase du siècle », du moins au cours actuel. Mais cela nous semble une bonne manière de diversifier un portefeuille daubasses

Analyses de société

sur deux axes :

- L'axe émergent avec une présence dans une des zones du monde à la plus forte croissance annoncée
- Mais aussi l'axe « entreprises dites de qualité » avec des investissements indirects sur des sociétés manifestement très rentables.

Et tout ceci avec un actionariat familial qui a un pouvoir décisionnel fort au niveau des filiales, un faible recours à l'endettement et une gestion « à l'anglaise ».

Certains d'entre nous ont investi un peu de leur portefeuille personnel dans cette espèce de « fonds asiatique » et l'ensemble de l'équipe la surveille de près, prête à investir massivement pour le club en cas de grosse turbulence sur le cours.



Analyses de société

Plaza Centers NV

(Londres, Ticker: PLAZ.L / ISIN : NL0000686772)

Eligible au PEA

I. Introduction



La société Plaza Centers est une société dont le siège social est enregistré à Amsterdam. La société existe depuis 1996 et a été introduite sur le marché de Londres en 2006.

C'est une société immobilière, avec une activité spécifique, la construction et la vente de centres commerciaux et de divertissement, et d'immeubles de bureaux ainsi que quelques projets spéciaux plus ponctuels.

La société est active dans 10 pays à travers le monde. En Europe, elle est implantée dans 8 pays d'Europe de l'Est : Lettonie, Pologne, République Tchèque, Roumanie, Bulgarie, Serbie, Hongrie, ainsi qu'en Grèce. En 2007, elle réalise sa première construction en Inde où elle développe en ce moment pas moins de 6 projets. Et en 2012, elle vend 47 centres commerciaux aux USA, pour la coquette somme de 1.5 milliard de dollars.

Son business consiste à construire des centres commerciaux, le plus souvent avec une joint-venture locale, qu'elle revend si le prix offert lui semble intéressant. Dans le cas contraire, elle gère ses centres commerciaux en attendant une offre intéressante. Les 47 centres commerciaux vendus récemment aux USA l'ont été avec une plus value de 50%.

Les projets spéciaux plus ponctuels sont, par exemple, la construction de la maison de la Radio à Bucarest intégrée dans un centre commercial en Roumanie et la construction d'un parc d'attraction sur le Danube à Budapest en Hongrie.

Actuellement, la société possède 7 centres commerciaux actifs en Europe de l'Est qu'elle gère en attendant de trouver un acquéreur, dont 1 en Inde. Il y a 26 projets en phase de construction dont 5 en Inde et 8 en Roumanie, toutes dans des villes de provinces. Quatre en Pologne. Et elle gère également 2 bâtiments destinés à des bureaux, en Roumanie et en Hongrie.

Nous vous présentons cette analyse à partir du bilan semestriel de juin 2012. Le fait que ce rapport soit présenté en Euros et que la société soit cotée en Pence, à Londres, va nous obliger à jongler un peu avec les chiffres. Nous vous présentons tous les chiffres en Euros, et nous convertirons en Pence, les valeurs finales. Cette analyse sera donc réalisée avec un cours de Plaza Centers de 44.95 pences et notre cours de change de référence Euro / GBP sera de 0.7951.

Analyses de société

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

L'actif courant de la société s'élève à 3.74 Euros par action, duquel nous déduisons l'endettement total de 2.04 Euros, ce qui nous donne une valeur d'actif Net-Net de 1.6718 Euros ou 132.93 Pences.

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

La société possède des terrains et des bâtiments en propre, au prix d'acquisition pour une valeur par action de 0.02 Euros. Amputé de 20%, notre marge de sécurité, nous obtenons une valeur Net Estate de 1.6908 Euros ou 134.44 Pences.



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

Revenons sur l'**actif courant**. La société possède des **liquidités** pour 0.59 euro l'action (en gros sont cours actuel, qui n'appelle aucun retraitement). Nous reprenons également intégralement les 0.05 Euros de **liquidités bloquées en banque**, comme garantie. Le post **actif financier** destiné à la vente étant insignifiant, à

0.005 Euros, nous n'en tenons donc pas compte. Les acomptes fournisseurs s'élèvent à 0.02\$ et nous les reprenons intégralement. Les **autres effets à recevoir ou des paiements anticipés** d'une valeur de 0.17 Euros sont principalement divers remboursement comme la TVA ou autres, et des acomptes sur des terrains. Dans le cas d'une mise en liquidation volontaire, il n'est pas certain que l'ensemble de ses actifs pourraient être réalisés dans leur entièreté...
Devant l'absence de détail de ce post, nous l'amputons de 15% et le reprenons donc pour une valeur de 0.1445 Euros par action. Le poste des **actifs en propriété et destinés à être vendus** pèse 0.03 Euros, devant l'absence d'explication nous le reprenons pour la moitié de sa valeur, soit 0.015 Euros. Enfin, le post le plus important les **propriétés commerciales** d'une valeur de 2.89 Euros par action. Le rapport nous dit que la valeur de ces propriétés a été évaluée par des experts externes à la société. Mais voyons, le détails de cette valeur des propriétés commerciales, dont certaines sont achevées, d'autres en construction et d'autres encore à l'état de projet. Nous devons nous accommoder des détails du rapport annuel 2011, pour la proportion de ces postes. Nous observons également que la société a enregistré en moyenne des pertes de valeur sur ses propriétés au cours des dernières années de l'ordre de 5%, ce qui ne nous semble pas beaucoup, même si les dernières transactions soldées avec de belles plus values, semblent donner de la consistance aux valeurs avancées. Nous pensons néanmoins qu'il faut prendre une marge de sécurité supplémentaire, mo-

Analyses de société

dulée par le stade d'avancement des constructions, car en cas de mise en liquidation volontaire, nous ne pensons pas que toutes les catégories pourraient être valorisées à 100% de la valeur inscrite au bilan. Sur les immeubles achevés qui pèsent 24%, nous prendrons 20% de marge supplémentaire, ce qui fait avec les 5% de réduction de valeur déjà actée, une marge de 25%, ce qui nous fait donc 0.55 Euros par action. Pour les immeubles en construction qui pèsent 14%, nous allons prendre une marge de 25% supplémentaire, ce qui nous fait 0.30 Euros. Et pour les immeubles en projet qui pèsent 62%, nous allons prendre 30% de marge de sécurité supplémentaire, soit une valeur de 1.25 Euros. En résumé, une valeur totale pour ce post de 2.10 Euros, soit une marge de sécurité de 28% par rapport aux chiffres inscrits dans le bilan. Nous savons pertinemment que le prix de l'immobilier a déjà été très fortement impacté depuis 5 ans dans les émergents, notamment à l'Est et que les évaluations ne peuvent pas être démesurées. Au contraire, on pourrait même penser qu'un biais négatif dû à la crise sous tend ces évaluations. Ce qui pourrait alors laisser penser que notre marge de sécurité de 28% est exagérée. Et nous le penserions également si les immeubles achevés et en construction représentaient 75% de l'ensemble et que les projets représenteraient 25%. Or dans ce cas, les projet représentent 62%, et nous pensons donc que l'incertitude liée à la réalisation justifie les 28% de marge de sécurité supplémentaire et donc ajoutée à la perte de valeur déjà déduite de 5%.



Passons maintenant aux **actifs immobilisés**. Nous reprenons les **dépôts à long terme et les investissements** entièrement, pour la somme de 0.02 Euros. Nous oublions les taxes différées. **Propriétés et équipements**, nous appliquons notre marge de sécurité habituelle de 20% sur les terrains et les propriétés et reprenons le reste des équipements pour une valeur de 10%, ce qui nous

fait 0.029 Euros par action. Les **immeubles de placement** sont repris dans le bilan pour 0.05 Euros. On nous explique qu'il sont évalués selon l'offre des pays respectifs. Nous allons prendre une marge de sécurité supplémentaire de 20%. Nous les reprenons donc pour 0.04 Euros. Nous reprenons enfin intégralement les **dépôts long terme en garantie** bancaire, soit 0.01 Euros.

Actif courant

Liquidités 0.59 Euros

Liquidités bloquées 0.05 Euros

Acompte fournisseur 0.02 Euros

Autres effets à recevoir 0.1445 Euros

Actifs destinés à être vendus 0.015 Euros

Propriétés commerciales 2.10 Euros

Analyses de société

Actif immobilisé

Dépôts à long terme 0.02 Euros

Propriétés et équipements 0.029 Euros

Immeubles de placement 0.04 Euros

Dépôts long terme 0.01 Euros

Ce qui nous fait un actif total de 3.0185 Euros.

Nous avons trouvé des *leases* pour une valeur de 0.32 Euros par action. Nous déduisons donc 0.16 Euros supplémentaires en estimant que la société parviendrait à sous louer 50% de ces *leases* en cas de mise en liquidation volontaire. L'actif total est donc de 2.8585 Euros par action.

Nous avons également trouvé un plan de stocks options qui peuvent être exercées sous le prix de la valeur d'actif tangible de la société, soit notre prix de vente. Nous déduisons donc 0.114 Euros, ce qui nous fait, après soustraction de ces deux nouveaux postes, un actif total de 2.7445 Euros.

Si nous soustrayons l'ensemble des dettes d'une valeur de 2.04 Euros, la valeur de la mise en liquidation volontaire est donc de 0.7045 Euros par action. Ou 56.01 Pences.

VI. La Valeur d'actif Net Tangible rentable (VANTRE)

Le rendement sur capital investi moyen sur cinq ans ressort, après calcul, à 6.89%. Hélas sous notre critère de 7% pour pouvoir ranger la société dans la catégorie Vantre.



VII. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Pour calculer la VCB de la société, nous allons prendre les résultats moyens d'exploitation des 5 dernières années (2007-2011), soit 0.18 Euros par action et

Analyses de société

amputer ce résultat d'un impôt de 20%, soit 0.036 Euros par action. Ce qui nous donne 0.1440 Euros par action.

Nous allons actualiser à un taux de 12%, ce qui nous donne une VCB de 0.1.20 Euros par action.

A laquelle nous allons ajouter 0.59 Euros de liquidités. Nous retranchons ensuite les dettes financières de la société qui s'élèvent à 1.51 Euros.

La VCB de Plaza Centers ressort donc à 0.28 Euros ou 22.26 Pences.

VIII. Conclusions

Au cours 44.95 Pences, il est donc possible d'acquérir des actions de Plaza Centers avec une marge de :

66.18 % sur la VANN
66.32% sur la VANE
19.74% sur la VLMV

Nous pensons, après relecture de cette analyse, que nous avons été assez durs... Mais pour connaître un peu les émergents, nous ne pensons pas avoir dépassé outre mesure les limites de la sévérité.

Il faut bien comprendre que lorsque qu'une société déroule ses activités dans des pays émergents, tout se passe rarement comme prévu, qu'il s'agisse d'un simple permis de bâtir ou d'une simple question de bureaucratie, sans parler de nombreux aléas, comme la main d'œuvre locale, la main mise politique... C'est donc pour cette raison que nous avons appliqué une marge de 30% sur les projets de construction qui représentent 62%. Si bien entendu, l'incertitude sur la réalisation est effectivement plus hasardeuse, cette partie repose néanmoins sur du tangible, soit des terrains, généralement bien situés, soit dans les villes ou en périphérie très proche avec de nombreux accès routiers. En cas de non réalisation des projets, nous pensons que la société n'aurait pas du mal à revendre ses terrains. Notre marge de sécurité de 30% dans le calcul de la mise en liquidation volontaire est donc ne pas avoir de surprise sur un prix d'achat un peu élevé, qui serait ensuite réduit pour en faciliter la vente !

Cela dit, si nous analysons l'emplacement des 8 projets en Roumanie, hormis le projet spécial de la maison de la radio à Bucarest, nous remarquons que les autres projets de centres commerciaux se déroulent dans des villes de province. Ce qui est rassurant. Pourquoi ? Tout simplement parce que Bucarest est rempli de centres commerciaux, sud, nord, est et ouest. Et que certains centres commerciaux de Bucarest ont de plus en plus de difficultés à joindre les deux bouts avec ce morcellement croissant. Par contre, dans les villes de province, la construction d'un centre commercial draine pratiquement toute la population

Analyses de société

et d'un autre côté en étant le premier, il y a comme une barrière contre la concurrence, car un investisseur qui aurait l'idée de construire un autre centre commercial, devrait faire ses calculs de rentabilité, sur la moitié de la population, mais surtout aurait difficile de convaincre les marques louant les espaces à changer de centre commercial, sauf à proposer des loyers nettement moins chers ou des conditions qui feraient que les marques n'hésiteraient pas à aménager de nouveaux magasins malgré les frais. Mais ces conditions avantageuses ne manqueraient pas de porter un nouveau coup à la rentabilité future du projet.

Cette seule observation, sur la manière dont déroule son activité la société Plaza Centers, en Roumanie, nous fait penser que la direction a l'intelligence et la capacité de se positionner avec un certain avantage sur la concurrence, ce qui lui permet d'envisager de vendre ses centres commerciaux à un prix attractif et facilement.

Et c'est à notre sens, l'un des points les plus importants, car la société est finalement un promoteur immobilier, qui achète un terrain, construit un centre commercial et le met en vente. Elle essaie aussi autant que possible de s'associer avec une sociétés locales en créant une joint-venture, ce qui est intelligent également, car, il est obligatoire dans les émergents de faire profiter les politiques et leurs « *associétés* ». L'avantage que l'on a avec ces associations : une facilité « bureaucratique », parfois des crédits à taux préférentiels et une meilleure possibilité de trouver un acquéreur, car la société locale connaît bien le marché.

Bien évidemment, à la vente, la société doit partager les profits, mais en contre partie l'endettement nécessaire à la réalisation du projet au départ l'est aussi.

Nous pensons également que le cycle de production étant quand même de plusieurs années (3-4-5 ans), il se pourrait qu'à un certain moment, la solvabilité de la société passe sous les 40% que nous exigeons. En écarter la possibilité ne serait pas lucide.

Le risque principal de cet investissement est selon nous le fait que la société ne parviendrait pas à vendre ses centres commerciaux, car ce n'est pas avec les loyers qu'elle encaisserait, en attendant acquéreur, qu'elle pourrait financer d'autres projets. Elle devrait alors s'endetter plus lourdement, ce qui déséquilibrerait son bilan ?

Nous pensons enfin qu'avec une décote de 66% sur sa VANE et sa VANN, de pratiquement 20% sur sa VLMV et un potentiel de 216% sur sa VANT de 142.97 Pences, le couple potentiel / risque est vraiment attractif.

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