

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 8
Suivi des sociétés analysées	page 10
News de nos sociétés	page 13
Analyse de la société Viel & Cie	page 25
Analyse de la société AMREP Corporation	page 28
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 35

Edito



Une fin d'année 2014 sous le signe du changement !

Alors qu'il ne reste déjà plus que quelques jours pour clôturer l'année 2014, votre équipe « préférée » lance plusieurs changements dans les tuyaux, changements dont certains sont déjà en place et dont d'autres arriveront progressivement dans les prochaines semaines et au début de 2015.

Bien sûr, comme toujours, c'est pour aller vers un « plus » que nous avons imaginé ces changements, mais aussi pour montrer clairement qu'un abonnement « low cost » peut être « pressé comme un citron » et amélioré substantiellement, tant qu'il y a volonté d'apporter plus de dynamique, plus de réactivité et toujours plus de réflexion.

Conformément à ce qui a toujours été notre philosophie, nous vous demandons, en tant qu'abonnés, une contrepartie : celle de comprendre le *process* expliqué de long en large sur notre blog afin de prendre en toute quiétude vos propres décisions d'investissement et d'assumer les risques que cela implique afin de se réjouir d'être un investisseur de bon sens dégageant de la performance importante sur le long terme.

Nous l'avons souvent exprimé : nous ne voulons pas créer un assistantat malsain qui ne vous inciterait à vous améliorer en tant qu'investisseur, à mener vos propres recherches ou à organiser votre portefeuille en fonction de votre personnalité.

Edito

Par contre, si vous avez compris notre *process* et que vous avez décidé d'investir dans la valeur selon les principes de Ben Graham, alors, nous sommes en mesure de vous faire gagner énormément de temps à tous les niveaux avec notre recherche permanente, nos analyses de société répondant à des critères précis compréhensibles par tous, nos suivis de sociétés et nos échanges multiples d'investisseur à investisseur.

Le premier changement que vous aurez déjà pu constater, c'est lors de l'envoi d'un mail vous informant d'un achat pour le compte de notre portefeuille : vous recevrez également dans ce mail un lien vous permettant de consulter l'analyse que nous avons réalisée sur cette société, sans attendre la parution de la lettre mensuelle. Cela vous permettra donc de disposer plus rapidement d'une base de travail pour vos propres recherches. Bien entendu, cette analyse sera aussi reprise dans la lettre mensuelle.

Le second changement se trouve dans la conclusion de l'analyse-même comme vous avez pu le voir avec notre dernier achat de la société Amrep et que vous pourrez consulter à nouveau dans cette lettre : il s'agit de trois questions « clé » qui nous permettent de mieux structurer les points positifs et négatifs de la société afin de les circonscrire le plus précisément possible. Cela nous servira pour prendre la décision d'investir mais aussi, dans le futur, pour essayer de comprendre ce que nous aurions dû détecter et que nous n'avons pas détecté dans le cas d'une issue négative... mais aussi de confirmer que nous avons bien compris la valeur cachée de la société sur une issue positive. Rétrospectivement, nous espérons que cela nous permettra de mieux comprendre toutes nos décisions, bonnes ou mauvaises.

Le troisième changement est encore en chantier et ne sera pas opérationnel avant le début de 2015 : il s'agit de lancer une nouvelle catégorie d'investissement value avec un *process* aussi précis que celui des daubasses mais dans un registre différent. Nous sommes en réflexion depuis plusieurs mois sur le sujet et [l'interview de Walter Schloss](#), présentée sur le blog à l'occasion du sixième anniversaire de notre club d'investissement, nous a conforté dans la nécessité de mener à terme ce nouveau *process* que nous voulons original et adapté à nos personnalités comme l'est celui des « daubasses ».

Le dernier changement concerne précisément cet édit : nous le voulons désormais recentré sur les activités d'investissement au sein de notre portefeuille en vous décrivant aussi bien de nos recherches sur les marchés que les performances de certaines sociétés. Le cas échéant, nous pourrions aussi développer quelques réflexions sur certaines sociétés ou groupes de sociétés dans le contexte d'ensemble du portefeuille mais aussi revenir sur nos achats du mois. Si nous avons une étude statistique ou une réflexion en rapport direct avec nos investissements, nous la partagerons également avec vous.

Enfin, nous allons désormais partager avec vous les articles qui nous ont le plus intéressés durant le mois écoulé, que ceux-ci traitent d'économie politique, de

Edito

l'or ou d'autres sujets largement en dehors de notre cercle de compétence. Précisons toutefois que ces articles ne nous sont d'aucune aide direct pour le choix de nos investissements mais qu'ils peuvent enrichir la culture économique de tout un chacun.

Voilà pour le programme qui a déjà commencé et qui sera complété dans un futur proche.

Mouvement mensuel

Le 19 novembre, nous avons renforcé notre ligne sur la société française Encres Dubuit au sortir d'un communiqué nous permettant de comprendre que le problème brésilien occasionné par l'une de leurs filiales est probablement définitivement derrière eux. Nous voyons avec cet exemple qu'il n'est jamais facile de s'implanter dans un pays émergent où les mentalités et les règles sont parfois diamétralement opposées à nos repères. Nous pouvons sans aucun doute reprocher à la direction son manque de communication sur le sujet mais pas vraiment son échec brésilien.

Ce sera le seul et unique mouvement du mois sur le portefeuille.

Chronique du chasseur

Deux recherches approfondies ont été menées en ce mois de novembre et nous n'avons pas eu grand-chose à nous mettre sous la dent. Nous avons rencontré un secteur de plus en plus touché par la chute du prix du pétrole, les entreprises de services pétroliers et gaziers. Si, en octobre, on commençait déjà à en rencontrer pas mal, début et mi-novembre lors de nos recherches, alors que le Brent était encore vers 85\$, puis ensuite autour de 80\$ avant de chuter vers les 70\$, nous en avons rencontré par dizaines : des canadiennes, des anglaises, des américaines et des norvégiennes. Mais des actifs souvent importants composés d'installations et de bateaux ainsi qu'un endettement souvent conséquent n'ont pas permis à ces sociétés de s'encadrer dans nos critères. Rétrospectivement, notre investissement dans la canadienne Hyduke Energy Service le 14 Avril 2014 est un véritable OVNI... et un OVNI d'autant plus mystérieux puisqu'au 30 novembre, la société signait la meilleure performance de l'année 2014 pour notre portefeuille avec + 117.30% ! Nous avons du mal à croire que sa seule orientation gazière soit à la base de ce *boost* étonnant en moins de 7 mois dans un secteur vraiment sinistré. La seule différence que nous pouvons observer par rapport aux autres sociétés de services pétroliers et gaziers, c'est un endettement réduit et des actifs immobiliers conséquents.

Vous pouvez relire notre analyse dans la lettre 37 du mois de mai 2014.

Les top et les flop, focus et performance

Le top et flop 3 des sociétés de notre portefeuille au mois de novembre est le suivant:

Edito

Top 3

- 1° Net Estate : Coil = +53%
- 2° Net Estate : Gevelot = +22%
- 3° Net Estate : Encres Dubuit = + 20%

Flop 3

- 1° Diversification Value : Argonaut Gold = -24%
- 2° Net-Net : Sport Halley = -20%
- 3° Net-Net : Gravity Corp Ltd = -12%

Au regard de ces « tops » et de ces « flops », nous pouvons dire que les « Net Estate » ont le vent en poupe dans ce marché haussier de 2014. Ce constat n'est d'ailleurs pas seulement observé sur le mois de novembre mais aussi sur l'ensemble de l'année, puisque sur les 22 sociétés de la catégorie Net-Estate, 14 sociétés sont positives sur l'année 2014, la palme revenant à Hyduke avec +117% et Gevelot avec + 100%.

Ces sociétés, parfois cycliques et possédant des actifs immobiliers importants, sont capables de reprendre des couleurs et d'afficher plusieurs éléments positifs aussi bien dans leur bilan que dans leurs activités.

Tout le contraire des « net-net » qui composent majoritairement le flop 3 du mois. Mais la contre-performance est confirmée sur l'année 2014 : parmi les 21 sociétés net-net en portefeuille, 4 seulement ont enregistré une performance positive. Une fois massacrées par le marché, les net-net entrent « en apesanteur » et ne dépendent, selon nos observations, plus du sens du marché, qu'il soit baissier ou haussier. Ces net-net dépendent juste de ce qu'elles peuvent faire apparaître de nouveau : si un nouveau produit ou une bonne nouvelle émerge, c'est l'explosion à la hausse et ce, que le marché soit haussier ou baissier. Mais, si rien n'apparaît, c'est la stagnation voire le recul. Par exemple dans le marché difficile de 2011 terminé dans le rouge, parmi les 7 *baggies* de l'année, nous retrouvions 5 net-net, uniquement parce qu'il s'était passé quelque chose de bien pour ces 5 sociétés. Mais force est de constater qu'en 2014, il ne s'est pas passé grand chose de bien sur les net-net toujours en portefeuille.

T'as encore quelques chose à dire sur le portefeuille ?

On se connaît ? Je n'en ai pas l'impression.

Oui, nous jugeons notre performance 2014 peu satisfaisante aux alentours de 7% alors que le marché mesuré par le tracker MSCI World est à 18% ! Quatre éléments peuvent être avancés pour comprendre ce décalage.

Tout d'abord une erreur coûtant 3.33% du portefeuille avec Abemarle & Bond dont nous n'avons toujours pas de nouvelle. Là, il faut assumer et ce genre de mésaventure est écrit dans le *process*.

Edito

Ensuite l'aphasie de la section net-net que nous venons d'évoquer. Cela ne nous empêche pas de dormir même si cela fait tache mais nous en avons vu d'autres depuis 2008 avec les net-net.

Nos investissements de diversification dans les mines d'or et d'argent mais aussi liés aux matières premières comme Sprott ressource ou Socfinaf : nous avons voulu de la décorrélation, nous l'avons eu ! Mais pas dans le sens souhaité...

Enfin, nos liquidités pesant près de 20% : c'est un choix prudent, sans doute posé un peu tôt, bien qu'il soit encore difficile de poser un jugement définitif sur cette poche qui pourrait s'avérer très utile à tout moment.

La rubrique culturelle

Voici un article et un commentaire qui nous semblent intéressants et que nous voulons partager avec vous:

<http://institutdeslibertes.org/vers-des-taux-a-10-ans-a-zero-partout-dans-le-monde/>

<http://www.forum-gold.fr/viewtopic.php?p=259671#p259671>

En attendant, vous pourrez trouver dans cette lettre, non seulement les arguments qui ont motivé notre dernier achat en Amrep, mais aussi une nouvelle piste de diversification « value » qui pourrait nous apporter une certaine décorrélation avec les marchés (nous y revenons, chat échaudé ne craint pas toujours l'eau froide). Et, cerise sur le gâteau, cette piste est éligible au PEA ...

Toute l'équipe des Daubasses vous souhaite une bonne lecture, et d'ores et déjà d'excellentes fêtes de fin d'année.

L'Equipe des Daubasses

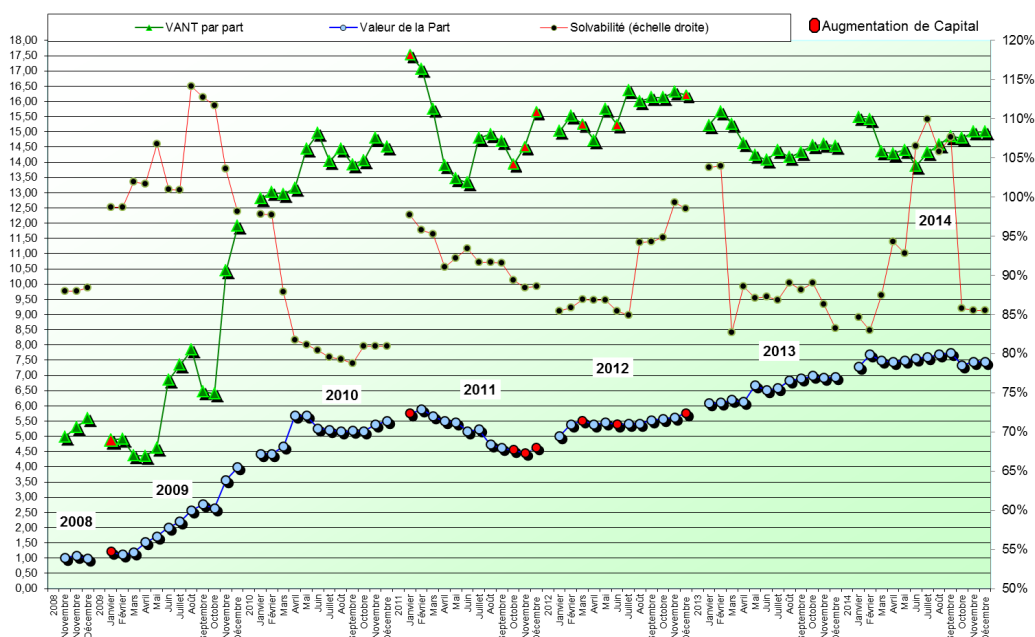


Portefeuille

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

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
28 novembre 2014	
Valeur d'une Part	7,44 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,00 €
Potentiel	101,54%
Solvabilité pondérée	85,53%
3,33% Pondération Max	10.814,15 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	47,65%
Dollar Américain	30,76%
Livre Sterling	10,61%
Dollar Canadien	6,87%
Courone Suédoise	2,98%
Franc Suisse	1,35%
Variation des devises Yield	
	3,51%
Nombre de société vendue	99
Gain Moyen	2.266,73 €
Perte Moyenne	- 751,20 €
Société en Gain	69
Société en Perte	30
1 Euro investi a rapporté	6,94 €



Portefeuille

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

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

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

Portefeuille au 28 novembre 2014 / Notations												
	Notation			Potentiel (0 = faible , 3 = élevé)	V Actif Net-Net	Ratio	Ratio Solvabilité	Date Achat	VANT Potentiel Stop		V Actif Net-Estate	Ratio
	Potentiel	Risque	Globale	Risque (0 = très risqué , 3 = peu risqué)					Cours			
Net-Net	3	0	3	Sport Haley Inc	1.4453	0.06	77.71%	24/11/08	1848%	1.5582		
	2	3	5	Coast Distribution System	4.9287	0.60	49.82%	25/11/08	94%	5.7507		
	2	0	2	Taitron	1.9515	0.52	103.68%	26/11/08	192%	2.9767	2,8747	0.3548
	0	3	3	Trans World Entertainment	4.5401	0.71	99.42%	08/06/09	65%	5.3291		
	0	2	2	Leeds Group Plc	40.5400	0.93	87.92%	27/08/10	26%	47.41	46,07	0.8140
	3	3	6	Vianini Industria	1.1865	1.08	231.79%	19/10/10	198%	3.8200	1,6761	0.7637
	2	0	2	Jemtec	0.6154	0.37	1866.31%	25/01/11	187%	0.6595		
	3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia	0.3121	0.45	64.25%	25/01/11	194%	0.4109		
	1	2	3	MBL Group	16.5800	0.61	128.20%	05/07/11	90%	19.2500		
	3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	7.0097	0.36	53.43%	15/03/12	352%	11.4408		
	3	1	4	Deswell Industries Inc	3.1183	0.70	130.93%	15/03/12	153%	5.5352		
	3	0	3	Vet Affaires	10.1352	0.68	51.25%	16/07/12	208%	21.0660		
	1	2	3	Velcan Energy	13.2776	0.75	286.11%	22/08/12	70%	16.8669		
	0	0	0	Plaza Centers NV	43.33	0.15	37.58%	27/09/12	763%	56.09		
	3	0	3	Global Tech Advanced Inovation	11.75	0.48	82.26%	17/10/12	270%	20.52		
	2	0	2	Zoom Telephonics	0.27	0.73	52.69%	02/04/13	41%	0.28		
	0	1	1	Norcon Plc	23.57	0.83	57.89%	09/07/13	26%	24.53		
	0	0	0	Albermarle & Bond	55.80	0.00	58.94%	19/12/13	0%	81.75		
3	1	4	Matica Technologies	1.40	0.65	77.37%	27/12/13	193%	2.66			
3	0	3	Gravity Corp Ltd	1.28	0.47	178.18%	13/01/14	196%	1.79			
2	3	5	Emerson Radio	1.73	0.63	231.71%	09/07/14	87%	2.04			
Net-Estate	3	2	5	Avalon			83.36%	02/09/09	202%	10.43	7,2989	0.4740
	1	0	1	Bodisen Biotech			95.18%	10/11/09	5629%	0.6302	0,0363	0.3030
	3	2	5	Exacompta - Clairefontaine			61.52%	30/11/09	427%	283.42	179,70	0.2995
	1	3	4	Gevelot			112.06%	09/12/09	61%	202.83	158,99	0.7925
	3	2	5	Irce			56.52%	31/05/10	181%	5.0167	3,3243	0.5370
	2	2	4	Natuzzi			51.84%	19/01/11	143%	4.2488	4,4008	0.4113
	0	3	3	Crown van Gelder			61.20%	12/10/11	44%	7.723	7,4442	0.7214
	3	2	5	Peel Hotels			60.47%	12/10/11	99%	162.910	96,7300	0.8477
	3	0	3	Ceramiche Ricchetti			38.05%	09/01/12	528%	1.368	1,5441	0.1591
	2	1	3	Panaria Group			41.90%	12/01/12	85%	2.441	0,7688	1.7157
	1	1	2	Coil			53.24%	14/11/12	43%	8.202	4,6136	1.2463
	1	3	4	Loeb Holding			71.26%	23/04/13	84%	334.030	274,13	0.6639
	2	1	3	Hammond Manufacturing			62.49%	04/06/13	55%	3.168	2,47	0.8302
	3	0	3	Encre Dubuit			50.37%	14/08/13	166%	5.324	4,00	0.5001
	3	1	4	Dover Downs Gaming			66.82%	26/08/13	346%	3.512	3,48	0.2261
	3	2	5	I Grandi Viaggi			47.63%	16/10/13	125%	1.130	1,24	0.4451
	1	2	3	SunLink Health System			55.29%	21/02/14	47%	2.374	2,19	0.7362
	0	1	1	Hyduke Energy Services			74.93%	14/04/14	-2%	0.850	0,63	1.3849
	3	2	5	STR Holdings inc			114.68%	05/08/14	107%	2.405	2,14	0.5411
	0	3	3	Skyline Corp			52.23%	15/09/14	44%	3.577	5,55	0.6947
3	2	5	Tecumseh Product			45.45%	09/10/14	228%	10.644	6,32	0.5139	
3	1	4	Signaux Giron			63.07%	16/10/14	139%	55.990	41,54	0.5647	
Diversification	2	0	2	Eastern European Property				28/04/11	78%	118.43		
	2	0	2	Elephant Capital Plc				28/06/11	92%	34.00		
	0	3	3	Luxempart				28/06/11	33%	42.22		
	3	2	5	Dundee Precious Metal				14/10/11	181%	8.01		
	0	2	2	Investor AB				29/12/11	10%	304.41		
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	26%	1767.40		
	1	2	3	(ADR) First Pacific Ltd				11/02/13	54%	8.18		
	1	3	4	(ADR) Jardine Strategic Ltd				11/02/13	36%	24.54		
	1	2	3	Silver Standard Ressource				10/07/13	76%	9.11		
	2	1	3	Argonaut Gold				18/09/13	214%	5.74		
	1	3	4	Sprott Ressources Corp				07/11/13	43%	2.70		
	0	2	2	(ADR) Henderson Land Ltd				13/12/13	16%	7.72		
	2	1	3	Socfinaf				19/02/14	93%	27.49		
	3	0	3	Alamos Gold				05/03/14	91%	13.09		
	3	1	4	Great Eagle Holdings Ltd				11/07/14	93%	6.63		
	1	3	4	Symphony International Holdings Ltd				13/08/14	61%	1.29		

[illegible]

News de nos sociétés



Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Notre holding norvégienne, que nous n'avons pas en portefeuille mais qui reste, selon nous, un deal intéressant pour celui qui veut s'exposer au pétrole, nous annonce une opération de « *sale and lease back* » avec la vente de 3 immeubles de bureau occupés par Aker Solutions à un fonds de pension britannique. Aker Solution a contracté simultanément un bail de 20 ans pour l'occupation de ces bureaux. Voilà de quoi dégager du cash pour la holding, objectif avéré de la direction pour les mois à venir.

Alamos (USA) Ticker : IAG

Le 3e trimestre de notre producteur d'or tombe dans le rouge mais, sur l'ensemble de l'année, le résultat se maintient, de justesse à l'équilibre. Les coûts d'extraction continuent de monter pour s'établir à 784 usd l'once pour le 3e trimestre, ce qui ne nous plaît guère, reconnaissons-le même si la direction attribue ce « dérapage » à la saison des pluies, plus intense qu'habituellement.

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

Les coûts d'extraction du 3e trimestre ont légèrement augmenté, à 786 USD l'once. Si la société présente une perte pour ce 3e trimestre (de 0,01 usd par action), l'ensemble de l'année reste à l'équilibre à 0,02 usd par action (malgré une chute du profit de 88 % par rapport à l'année précédente). La direction reste très positive au sujet des projets en développement : tant Magino et San Antonio tiennent leurs promesses et San Augustin semble même receler des réserves légèrement supérieures aux estimations précédentes.

Avalon (USA) Ticker : AWX

La société, toujours bien trop avare en information à notre goût, a présenté des résultats toujours mitigés pour le 3e trimestre. Malgré un petit profit sur cette période, l'ensemble de l'année est toujours déficitaire de 0,18 usd par action.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Encore un trimestre difficile pour notre spécialiste de la céramique italienne. Malgré une activité qui se maintient, sur 9 mois (139,3 M EUR vs 140,8, soit -1,1%) et un EBITDA positif à 0,5 M EUR vs. -3,5 M EUR en septembre 2013, les pertes continuent de se creuser et atteignent -9,2 M EUR.

News de nos sociétés

Malgré des efforts de déstockage, de réduction du personnel (1 287 vs. 1 415 au 31 décembre 2013), la société a continué à investir. Et sa situation financière a continué à se dégrader. Le ratio de solvabilité ressort ainsi à 37,15%, comparé à 38,05% au 30 juin 2014.

La société est déjà en surveillance et la solvabilité continue sa lente dégradation, nous connaissons déjà l'issue de cette histoire. L'avenir proche nous dira si les restructurations en cours permettront à la société de redresser la barre.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Notre distributeur de pièces de rechange pour les véhicules récréatifs et loisirs de plein air a publié des résultats très encourageants pour son 3e trimestre (qui est, logiquement, un trimestre « fort » sur le plan saisonnier). Il n'empêche : une hausse des ventes de 5,2 % et du bénéfice de 19,5 %, ça ne se refuse pas ! Malheureusement, depuis le début de l'année, le bénéfice reste tout au plus stable, à 0,13 usd par action. La direction est néanmoins très positive pour l'avenir, comptant sur l'introduction de nouveaux produits pour doper les résultats d'exploitation dès le 4e trimestre de cette année. Sur le plan conjoncturel, l'association professionnelle de l'industriel du véhicule récréatif s'attend à une très bonne année 2015.

Le cours actuel est encore assez éloigné de la VANT qui s'établit à 5,37 usd.

Coil (France) Ticker : ALCOI.PA

Sans nouveaux communiqués de la société, le titre continue sur sa lancée initiée en octobre suite à la bonne publication des résultats au S1 2014 (référez-vous à la lettre du mois dernier). L'action s'envole de +50% sur novembre.

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

Par voix de communiqué de presse, le 7 novembre, nous prenons connaissance du sérieux de l'offre de rachat annoncé le 10 octobre dernier. Le racheteur Andlinger est un groupe d'investisseurs privés spécialisé dans les entreprises industrielles et technologiques européennes, dans des secteurs de niche. Nulle doute qu'ils ont trouvé avec Crown Van Gelder un bon candidat.

Une offre est en cours de rédaction pour être transmise auprès de l'autorité néerlandaise compétente. Elle devrait être délivrée avant la fin de l'année. Ceci conforte notre choix d'avoir réalisé une opération d'arbitrage, le cours n'ayant pas atteint le cours de l'offre quelques jours après l'annonce de l'OPA.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Constats : à 2,85 CAD, le cours a été divisé par 2 en 3 mois. Rien que ça. Le cours suit inexorablement les chutes du cours de l'or. Si cela semble logique pour la plupart des minières aurifères, le fait que Dundee Precious Metal plonge autant prouve une nouvelle fois que le marché répond aux effets de l'offre et la demande, et que le titre de notre minière canadienne *low cost* suit les traces de l'ensemble du secteur. Dundee n'est bien entendu pas protégé de la chute de l'or. En effet, si la chute de l'or (1) se poursuit et (2) passe durablement sous les 1 000 USD l'once, Dundee commencera à souffrir quelque peu en générant des cashflows de plus en plus faibles. Ce que nous pensons, et les

News de nos sociétés

données semblent le confirmer, c'est que Dundee est une (la ?) minière qui produit à un coût de revient les moins élevés au monde. Ce qui signifie que de nombreuses autres minières arrêteront de produire bien avant Dundee si la dégradation se poursuit. Notre minière n'est pas immunisée, elle n'est pas magique, cependant, elle a les moyens financiers et les coûts d'extractions qui lui permettent de faire le dos rond pendant cette période maussade.

Les données du troisième trimestre :

- Un coût d'extraction cash au T3 2014 en hausse de +31% à : 485 USD / once
- Une trésorerie et équivalents de trésorerie pour : 22,5 M USD
- Une ligne bancaire non tirée pour : 165 M USD
- La principale échéance bancaire : 2017
- Des CAPEX (dépenses d'investissement) minimums obligatoires, pour le maintien de l'activité de : 50 M USD / an
- Des CAPEX discrétionnaires, pour assurer la future croissance : 50 - 100 M USD / an

Et en option, la société fait monter en puissance sa fonderie africaine Tsumeb, dont l'activité est acyclique avec les cours des métaux précieux. Elle génère déjà un EBITDA positif sur les 9 premiers mois de l'année et devrait continuer à monter en puissance jusqu'en 2017.

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Le rapport trimestriel clôturé fin septembre nous montre une belle stabilité de la valeur patrimoniale de la société, qui ressort à 2.08\$. Les ventes en chute de 16% sont amorties par le coût des produits en recul également de 14%, ainsi que par des coûts fixes qui sont en recul de 3%. La société signe un très léger gain de 0.001\$ par action, au lieu de 0.01\$ comparé au 3ème trimestre de 2013.

Le CEO, Ducan Hon, nous explique que les marges sont sous pression à cause de la concurrence et dans toutes les catégories de produits. Il nous dit encore qu'il recherche des solutions pour ajuster leur prix et trouver de nouvelles licences qui permettront d'améliorer la situation financière de la société. Et conclut par une note assez « encourageante » sur le fait que rien ne garantit que ces mesures auront les effets escomptés sur les résultats futurs de la société. Ce qui nous semble une conclusion de nous du genoux ne croyant pas trop à ce qu'il fait! Nous allons en rester là et attendre la suite, même si une envie irrésistible de ranger mister Hon dans la catégorie bras cassés, nous démange déjà!

Encres Dubuit (France) Ticker : DBT.PA

Nous disposons enfin du rapport annuel clôturé au 30 septembre 2013. Nous avons toujours un an de retard dans l'information financière, mais nous allons pour le moment nous en contenter. La Valeur d'actif net tangible est de 4.7621€. La valeur net-estate de 3.7876€. C'est de notre point de vue le principal à ce stade. Nous constatons toutefois que malgré sa mésaventure brésilienne, la société dégage un Ebitda positif de 0.58€ par action. La perte finale est de -1.06€ par action. Nous espérons que la société va être en mesure de communiquer dans les plus brefs délais son prochain rapport annuel, clôturé au 30 septembre 2014, pour faire un point réel de la situation.

News de nos sociétés

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Excellent 3ème trimestre pour notre papetier, position historique de notre portefeuille. A périmètre constant (hors acquisition de Photoweb), l'activité sur les 9 premiers mois de l'exercice 2014 s'inscrit en hausse de +4,8% à 413 M EUR vs. 394 M EUR en 2013.

Dans les secteurs papier, la direction annonce que le prix de la pâte à papier continue à se maintenir à des prix relativement bas. Pour la transformation, le Groupe a profité à plein de la traditionnelle rentrée des classes.

Au niveau des perspectives, le 4ème trimestre est attendu avec prudence. L'objectif du groupe est de continuer à prendre des parts de marché.

Gafisa (Brésil) Ticker : GFA

La société a sorti un super trimestre 2014 en terme d'activité : +142,0% comparé au troisième trimestre 2013 et +23,4% par rapport que deuxième trimestre 2014, pour des montants représentant 510,4 M Real brésiliens. La répartition est de 82% pour Gafisa et 18% pour sa filiale Tenda, sur les villes de Sao Paulo, Rio de Janeiro et Bahia. Pendant ce trimestre, la société a délivré 11 projets, pour un total de 1 549 unités. Et sur les 9 mois de 2014, ce ne sont pas moins de 38 projets et 7 034 unités qui ont été délivrés. Les chiffres sont en ligne avec les prévisions annuelles.

Nous n'avons pas de bilan, ni de comptes détaillés.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

La société a remis en route son programme de rachat d'actions : 419 titres rachetés à un prix moyen de 112 EUR.

Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY

Le rapport du troisième trimestre, clôturé au 30 septembre, nous permet de fixer la VANT à 1.6429\$, en recul de 10% par rapport au rapport du mois de mai. La valeur net-estate s'établit à 1.1566\$. Les ventes ont poursuivi leur dégringolade, avec un recul de 24% comparé aux neuf premiers mois de 2013. Mais vu les annonces de la direction que nous allons vous communiquer dans quelques lignes, il nous semble intéressant de détailler les différents segments des revenus qui seront comparés aux 9 premiers mois de 2013. Nous voyons donc que la partie revenus générée par les souscriptions de jeux en ligne a reculé de 28%, et cela pèse actuellement 18% des revenus. La partie royalties et licences des jeux en ligne a aussi reculé de 44% et pèse dans les revenus 33%. La partie « autres revenus » est en progression de 9% et pèse 11%. Enfin, et ce sont sans doute les chiffres les plus importants des trois, le segment jeux et applications pour mobile qui lui est en progression de 1.56% et pèse 38%. Vous allez bien sûr me dire +1.56%, c'est léger! Bien sûr que c'est léger, mais Gravity corp cherche un nouveau souffle pour sortir de l'ornière où est occupé à le plonger son jeu vedette, le Ragnarok, qui a fait son temps. Donc recherche de nouveaux produits ou de nouveaux partenariats produits. Si l'on couple la progression des jeux et applications pour mobiles, à l'annonce de la direction nous expliquant qu'ils sont occupés à lancer un nouveau jeu pour téléphones mobiles appelé « Rescue Quest » dans 12 pays d'Asie, dont la Chine et le Japon, et qu'un

News de nos sociétés

accord de licence a déjà été signé avec le développeur Boomzap Inc, la progression de 1.56% peut apparaître comme un prémisses à la sortie de l'ornière. La direction nous précise encore qu'ils sont pour l'instant occupés à traduire le jeu dans toutes les langues des pays dans lequel il sera commercialisé, et de passer des accords pour que cela soit aussi intégré dans les réseaux sociaux des pays. Nous pensons que c'est une nouvelle très importante. Ce jeu sera aussi opérationnel en Corée en ce mois-ci, voire début 2015, sur le réseau social Kakao Talk qui compte 32 millions d'utilisateurs.

Nous pensons avec ces news que la société coréenne Gravity est arrivée à un tournant majeur avec ce nouveau jeu pour mobiles dont elle a acheté la licence et qui va sans doute être proposée à plusieurs centaines de millions de personnes en Asie. Et si c'est une réussite, le *boost* sera forcément important. Si par contre c'est un échec, ce sera difficile de voir le bout du tunnel, même si la société dispose de liquidités d'une valeur de 1.42\$, pour un endettement total de 0.53\$, ce qui en fait une triple net. Une espèce en voie de disparition par les temps qui courent.

HKScan (Allemagne) Ticker : K4.SG

Si, sur le 3ème trimestre, l'activité accuse une baisse de -5,5%, la marge opérationnelle progresse quelque peu à 1,5% et permet de dégager un EBIT de 7,3 M EUR, comparé à 7,0 M EUR sur la même période de l'exercice précédent.

Au niveau de la structure patrimoniale, la VANT ressort à 5,47 EUR par action, la solvabilité reste de bonne facture à 51% et le ratio VANE est de 0,82. Encore trop élevé pour répondre à notre critère de marge de sécurité au minimum de 30% et envisager un achat.

Les deux principaux investissements dont nous vous parlions dans l'analyse (cf lettre d'octobre) suivent leurs cours (Finlande et Estonie). C'est pour cette raison que la société a procédé en début de mois à une émission obligatoire de 100 M EUR à un taux annuel fixe de 3,625%.

Hyduke Energy Services (Canada) Ticker : HYD.TO

Le bilan clôturé en septembre est de relativement bonne facture pour notre société de services pétroliers et gaziers OVNI. La VANT s'établit à 0.8369 CAD, en très léger recul. Quant à la valeur net estate, elle est de 0.6450 CAD. Les revenus, sur le seul trimestre, sont en hausse de 9%. Mais la société affiche au final une perte de 0.06CAD. La direction semble positive sur la restructuration en cours. Et explique que la société va se concentrer sur 3 segments principaux:

- Approvisionnement et de distribution industrielle spécialisée dans l'industrie de la plate-forme de forage.
- Fabrication et assemblage de composantes de plate-forme et du matériel de forage
- Service et entretien des machines dans le domaine pétrolier.

Nous apprenons enfin que la société vient de racheter un concurrent, Thunder & Lightning Welding Ltd. Le communiqué nous explique que cela va permettre à Hyduke d'augmenter ses parts de marché, sa capacité de production et surtout de bénéficier du personnel de cette société ayant une haute expertise dans tout

News de nos sociétés

les segments sur lesquels c'est reconcentré Hyduke. Cette acquisition a eu lieu avec du cash.

Nous avons décidé dans un premier temps d'attendre, pour voir ce que cette acquisition apporte comme modification au bilan de Hyduke, en espérant surtout qu'elle ne pèsera pas négativement sur la valeur patrimoniale de la société. Et aussi qu'elle n'aura pas été acquise à prix trop élevé, ce qui serait assez étonnant, vu la sinistrose du secteur...

Affaire à suivre de près.

Imation (USA) Ticker : IMN

Le rapport du troisième trimestre, clôturé en septembre, nous montre un tassement de la valeur patrimoniale de la société à 4.13\$, dû à des pertes qui se creusent. Sur le seul trimestre, les ventes sont en recul de 9% et sur les 9 premiers mois, le recul est de 16%. La perte est de -2.45\$ par action, soit le double de la perte enregistrée sur la même période en 2013. La restructuration de la société ne semble pas encore achevée et pèse donc encore sur les comptes.

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

Sur les trois premiers trimestres 2014, du bon et du moins bon pour notre producteur de câbles italo-brésilien.

Le troisième trimestre pâtit grandement de la baisse de la demande de câbles au Brésil, notamment dans le secteur de la construction. L'EBIT pour le seul troisième trimestre est négatif à hauteur de -1,4 M EUR, compensé entièrement par des gains de change pour +1,4 M EUR.

La génération de cashflows a permis de réduire la dette de 6,3 M EUR depuis le 31 décembre 2013. Elle atteint désormais 51 M EUR, soit 21% des fonds propres.

Notre objectif de vente ressort à 5,02 EUR, représentant encore un potentiel de l'ordre de +179% (pour un cours de référence de 1,80 EUR). Nous calculons une solvabilité de 59%. Ainsi, malgré les tensions actuelles sur le marché de IRCE, nous restons confiants.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

La direction de la holding asiatique nous a proposé son traditionnel point trimestriel, toujours un peu trop bref à notre goût. Globalement, les résultats des sociétés consolidés sont stables par rapport à l'année précédente. Les sociétés non cotées détenues par Jardine Pacific et Jardine Motor ont plutôt bien presté et l'assureur Jardine Lloyd Thompson continue à croître conformément aux prévisions. Le gros point noir, c'est l'immobilier avec HongKong Land : les loyers à renouveler commencent à être revus à la baisse. Les activités du distributeur Dairy Farm ont également souffert. Ce dernier vient de prendre une participation de près de 20 % dans Yonghui Superstores, un des principaux détaillants de Chine continentale. Quant à l'Indonésienne Astra, elle présente des résultats contrastés : en hausse dans l'agroalimentaire, les mines et les services financiers mais en baisse dans la distribution automobile. Globalement, ses résultats sont en hausse en devise locale mais ils continuent à souffrir de la faiblesse de la roupie d'indonésienne lorsqu'ils sont convertis en dollar.

News de nos sociétés

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Après le dividende exceptionnel de 0,59 CAD par action, il semblerait que Jemtec soit reparti sur son train-train usuel. Avec les comptes annuels arrêtés au 31 juillet 2014, le management informe qu'il envisage de nouveau une perte pour le prochain exercice d'environ 250 000 CAD. *Bis repetita...*

A un cours de 0,27 CAD par action, notons tout de même que nous avons encore une trésorerie nette de dette de 0,61 CAD par action (tous nos chiffres sont retraités de la distribution du dividende exceptionnel de 0,59 CAD au 2 octobre 2014). Il nous tarde que le management distribue une fois pour toute le solde de la trésorerie...

Pour information, la VANT ressort à 0,58 CAD par action et la solvabilité à 1683% (sic).

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

Pour la publication trimestrielle, nous n'avons pas d'éléments du bilan. Juste des éléments sur la production, qui se maintient difficilement au dessus des 10 000 boepd sur le trimestre, du fait notamment d'une production russe plafonnée à 80% de ses capacités en raison « d'un problème technique de forage » selon le management. Bien entendu, rien à voir avec l'embargo actuel sur les produits russes... Malgré la forte hausse récente de la taxation sur les produits pétroliers en Ukraine, le Groupe souhaite continuer à se développer dans le pays.

Hormis ces éléments factuels, JKX souffre d'une double exposition macro-économique des plus défavorables : une forte présence en Ukraine et en Russie où raisonnent les bruits de bottes sous fonds d'embargo, ainsi que dans un secteur pétrolier chahuté avec un baril de pétrole qui est passé en moins de 6 mois de 120 USD à 70 USD. Une chute vertigineuse de plus de 40%.

Et nous apprenons en dernière minute, que l'Etat ukrainien a sorti un décret qui oblige les principaux industriels de se fournir en gaz uniquement auprès de la compagnie gazière d'Etat Naftogaz, à partir du 1er décembre, et ceci pour une période de 3 mois. Le management de JKX prend acte de cet événement et prévoit déjà de réduire ses capacités de production de 50% dans le pays.

Nous considérons que cet énième élément est la goutte d'eau qui fait déborder le vase, et nous décidons de laisser cette action voguer dans les méandres d'un pays qui approche dangereusement d'une situation de planification communiste de son économie. Ce qui ne semble pas compatible avec l'entrepreneuriat d'investisseurs tels que JKX. Une histoire qui finit mal.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Sunningdale Investments Limited monte tranquillement au capital et atteint 7,26% des droits de vote.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEM

Après l'acquisition de 25 % d'un fabricant allemand de gilets pare-balles non coté, notre holding luxembourgeoise nous annonce d'autres investissements en *private equity* : d'une part, dans un opérateur de tours de télécommunication actif dans plusieurs pays de l'Afrique de l'Ouest et au Rwanda, mais aussi dans

News de nos sociétés

une société allemande de *private equity* qui investit en Allemagne comme en Suisse. Après le retrait de la cote des assurances Le Foyer, les allègements dans les positions historiques en SES et RTL, et ces investissements supplémentaires en *private equity*, la part des sociétés cotées dans la valeur de Luxempart fond comme neige au soleil ... même si cette part continue de constituer la majorité du portefeuille de la holding.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Le troisième trimestre a été plutôt de bonnes factures. Les ventes sont en hausse de +8% comparées à la même période de l'exercice précédent, pour atteindre 72,1 M EUR, vs. 66,5 M EUR. Ce qui est plus impressionnant, c'est que le résultat opérationnel est en hausse de 6 M EUR et atteint 5,2 M EUR. En ligne avec les prévisions annoncées lors des résultats semestriels. Ces bonnes nouvelles opérationnelles se traduisent également dans le bilan de la société. La VANT croît de 10% (!) à 2,67 EUR. Notre ratio de solvabilité maison ressort à 45%. Le positionnement de niche vers le haut de gamme et en direction d'un marché international semblent enfin porter leurs fruits. Enfin, nous notons que le site (<http://www.panariagroup.it/>) a été relooké. Ce qui colle davantage avec l'image de marque de la société positionnée sur le marché haut de gamme.

Paradise (USA) Ticker : PARF

L'année 2014 semble de qualité un peu moindre pour notre confiseur qui affiche toujours une perte de 0.31\$, alors que sur les neufs premiers mois de 2013, les gains étaient de 1.71\$. La valeur patrimoniale est inchangée, à 39.53\$. Nous remarquons que le segment plastique moulé ne parvient pas à décoller au fil des ans. Les ventes étant égales aux ventes de 2013 et pas beaucoup plus élevées que les années précédentes. Bien entendu, le dernier trimestre est toujours très porteurs pour la société.

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

Nous n'avons jamais rencontré une société qui communique avec une seule ligne directrice « le charabia » comme le fait Plaza Centers. Prenons le simple exemple du dernier rapport, clôturé fin septembre 2014. Juste avant le détail chiffré du bilan, les commentaires sont signés KPMG Hongrie, qui fait donc penser que ce rapport est audité et donc fiable. Par contre, quand commence le détail des chiffres, il est clairement écrit non audité!

Nous avons avec ce rapport un problème... Après avoir ajouté les 20 millions de cette AK au capital propre de la société et le nombre d'actions de l'augmentation de capital, la solvabilité ressort à 28.37%, bien loin donc de nos 40% de solvabilité exigée. Point éliminatoire qui nous oblige à vendre.

Enfin la nouvelle VANT, que nous qualifierons d'approximative, car nous voudrions voir un rapport audité pour éviter de possibles surprises d'une direction irresponsable, ressort à 15.51 Gbp.

Nous avons par conséquent décidé de liquider cette ligne de notre portefeuille et d'acter une perte d'environ 80%.

News de nos sociétés

Rubicon (USA) Ticker : RBY

Le bilan du troisième trimestre, clôturé le 30 septembre, nous indique clairement une détérioration de la valeur patrimoniale de la société, avec une VANT de 7.56\$. Si les ventes sont en progression de 23%, le coût des produits a véritablement explosé avec une augmentation de 32%. Perte inévitable donc: 1.35\$ au lieu de 0.67\$ sur les neuf premiers mois, comparé à un an plus tôt, ainsi qu'une perte plus que doublée sur les seuls trois premiers mois. Nous notons aussi le manque d'efforts sur les frais fixes, en hausse de 15%.

Le directeur intérimaire parle d'une demande en hausse pour les écrans de téléphones, mais nous ne parvenons pas à traduire cette affirmation en chiffres... Nous attendons donc qu'une nouvelle direction soit en place pour plus de clarté et des mesures sérieuses...

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Contexte morose pour l'investissement public en France. Néanmoins le Groupe réussit à limiter la casse avec une activité annuelle qui se tasse de « seulement » -3,1% pour atteindre 123,8 M EUR au 30 septembre 2014. Au niveau des bonnes nouvelles, nous noterons le fait que l'activité à l'internationale - certes, mineure - est en croissance de +8,6% à 17,7 M EUR. Le Groupe a racheté, courant septembre, 50% des titres de la société Girod Maroc, avec un impact de... +0,1 M EUR sur l'exercice. Saluons tout de même cette initiative qui permet au Groupe de sortir de son périmètre quasiment exclusivement franco-français.

Les résultats annuels 2013-2014 seront publiés fin janvier 2015.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Notre exploitant minier en métaux précieux présente des rapports financiers trimestriels qui se suivent et se ressemblent : les coûts d'extraction « cash » de l'argent fin septembre s'établissent à 12,22 usd l'once et la perte depuis le début de l'exercice s'établit à 0,18 usd par action. Pour la fin de l'année, la direction maintient ses objectifs pour les deux sites en exploitation, la mine d'argent Pirquitas et la mine d'or Marigold (avec des espoirs d'une production un peu supérieure pour cette dernière).

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1.945,65€ Euro, en progression de 4.62% par rapport au mois passé.

Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO

Notre « deal » sur les énergies (au même titre que Aker) continue très logiquement de souffrir de la baisse des prix du pétrole.

Depuis le début de l'année, le cours de sa principale participation, Long Run, a perdu plus de 60 % de sa valeur boursière. Pourtant, cette société productrice de gaz et de pétrole continue de générer des bénéfices (son PER actuel est de 5), distribue un dividende (14 % de rendement) et présente une solvabilité tout-à-fait correcte de 45 %. Certes, l'impact de la chute récente du pétrole ne s'est

News de nos sociétés

pas encore vraiment fait sentir dans ses résultats mais 30 % de sa production 2015 est couverte par des ventes à terme.

Sur base des cours de ses participations au 29/11, voici la répartition du portefeuille de Sprott Resources qui nous donne une NAV de 2,72 CAD :

- trésorerie + investissements divers - passifs : 0,19
- One Earth Oil and Gas (non coté) : 0,30
- Long Run : 0,43
- In Play (non coté) : 0,20
- Virginia Energy : 0,00
- ICD : 0,36
- Corsa Coal : 0,47
- One Earth Farms (non coté) : 0,32
- Union Agriculture Group (non coté) : 0,38
- Potash Ridge : 0,04
- Stonegate Agricom : 0,04

STR Holding (USA) Ticker : STRI

Fin septembre, avec le rapport trimestriel, la VANT de la société s'établit à 2.3419\$, en légère baisse par rapport au rapport de juin. La valeur net-estate s'établit à 1.84\$. Sur les 9 premiers mois de l'année, les ventes sont en progression de 18%, mais le coût des produits qui bondit de 25% annule la progression des ventes... Les coûts fixes ont été littéralement déchirés, avec un recul de 40%, comparé aux 9 premiers mois de 2013. Peut-être plus inquiétant, les frais de R&D sont également en recul de 63%.

Nous ne pouvons pas dire que la direction se croise les bras. Nous apprenons également que l'usine de Chine a été rendue opérationnelle courant novembre, et que le partenariat stratégique avec Zhenfa Energy Group Co. Ltd. a déjà laissé une trace dans le bilan, avec une progression des ventes en Chine qui ont été multipliées par 5! Nous avons, à notre sens, un point de dynamique incontournable qui s'ébauche pour le futur de la société. Sans toutefois perdre de vue que ce point, certes important, est situé en Chine et donc dans un pays émergent où des imprévus peuvent subvenir à n'importe quel moment et plus qu'ailleurs.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

Clôturé fin septembre, le rapport trimestriel nous propose une VANT de 2.2013 \$, relativement stable avec un biais négatif. Sur les trois mois, les revenus sont en hausse de 0.80%. Mais la société signe quand-même une perte de -0.04\$ par action, à comparer sur la même période en 2013 où la perte était de -0.12\$ par action.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Le rapport des neuf premiers mois de l'année s'encadre parfaitement dans la sérigraphie habituelle. Une valeur patrimoniale qui a perdu quelques cent, à 2.9487\$. Un chiffre d'affaires en légère baisse et une petite perte de 0.10\$, au lieu d'une petite perte de 0.12\$ sur la même période 1 an plus tôt. Nous notons quand même (car nous restons bons joueurs) que les frais fixes sont en recul de

News de nos sociétés

9%. Assez rare pour le signaler. Même si la direction nous a habitués sur certains trimestres à faire un petit effort, vite relâchée ensuite!

Tecumseh (USA) Ticker : TECU

Nous observons une légère baisse de la valeur patrimoniale de la société qui s'établit fin septembre à 9.77\$. La valeur net-estate est à 6.22\$. Les ventes sur le trimestre sont en recul de 3.1%. La perte totale est de 3.8\$ par action, alors qu'elle était de 5.7\$ par action en 2013 sur la même période. Si l'on jette un œil sur la vente par segments, la vente de compresseurs pour réfrigérateurs est en recul de 5.2%, tandis que les compresseurs pour air conditionné sont en recul de 0.7%...

Le CEO, Harold Karp, nous explique que les résultats de la société les pousse à la réorganiser, pour répondre à des volumes de production plus faible et des coûts plus flexibles. Des lignes de nouveaux produits concurrentiels sont également attendues. L'affaire est donc à suivre...

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Le troisième trimestre de LGL est relativement stable au niveau valeur patrimoniale, qui est de 5.55\$. Et la société parvient à réduire de belle manière ses pertes à 0.19\$, contre 0.43\$ un an plus tôt sur les mêmes 3 mois de 2013. Le chiffre d'affaires a poursuivi son effritement avec un recul de 9%. Mais le coût de produit est en belle baisse également de 19%, ceci couplé à une réduction de 18% sur les coûts fixes, ce qui permet à la société de signer un troisième trimestre qui nous semble très correct. Malgré ce constat plutôt positif, la direction souligne quand-même une réduction de 9% du carnet de commandes pour les 12 prochains mois.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Le Conseil a validé les comptes au 30 septembre 2014. Nous avons le seul détail des résultats (via le compte de résultats), pas de bilan. Même s'ils ressortent avec un bénéfice de 0,8 M EUR, ce n'est pas ce qui nous intéresse sur ce titre que nous assimilons à un holding, avec ses grosses participations dans l'assureur Generali et le cimentier Cementir. Notre valorisation de holding maison nous donne une valeur de 3,82 EUR par action. La décote est encore supérieure à 60%.

Vianini Lavori (Italie-) Ticker : VLA.MI

Les comptes du conglomérat italien nous montrent une légère amélioration du résultat d'exploitation au 3e trimestre 2014 même si, depuis le début de l'année, le « tassement » reste conséquent (une baisse de près de 70 %). Néanmoins, une partie de cette baisse est due à des éléments non récurrents et, de plus, le résultat net fin septembre est positif (0,08 euros par action) alors que la perte était lourde à la même époque l'année précédente. Ce phénomène s'explique surtout par la hausse des bénéfices des sociétés mises en équivalence (surtout Cementir et Eurostazioni) mais aussi les dividendes encaissés sur les participations cotées. La trésorerie nette a fortement augmenté, à près d'un euro par action.

News de nos sociétés

Rappelons une fois de plus l'importance du carnet de commandes de cette société qui représente près de 10 années de chiffre d'affaires.

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Le bilan du troisième trimestre de Zoom est de bonne facture. La valeur patrimoniale est en très légère hausse et s'établit à 0.2849\$. Les ventes sur le trimestre sont en hausse de 34%. Et les coûts fixes liés à l'administration sont en baisse de 18%. C'est un signe extrêmement positif qui se répète depuis plusieurs trimestres, et sur les 9 premier mois de l'année la baisse est de 22%. Les frais liés à la vente qui sont en recul de 10%. Seuls les frais de R&D sont en progression de 17% sur le trimestre et de 24% sur les 9 premier mois. Pour une techno, c'est quand-même les seules dépenses positives, et plus encore pour une techno net-net. L'ebitda de la société est pour la première fois dans le vert, à 0.01\$ par action, et le résultat final est également positif pour la première fois à 0.002\$ par action. Cela nous semble une excellente nouvelle, doublée d'une dynamique positive qui se dessine clairement, d'autant plus que tout cela a été annoncé par la direction en 2013. Et comme nous l'avons souvent expliqué, nous aimons que les paroles soient traduites en chiffre pour la confirmer, ce qui est de notre point de vue le cas ici et maintenant. Bien sûr, à ce stade, le cours a bondi à 0.20\$ et le potentiel s'est réduit à 40%. Nous ne pouvons pas affirmer que le risque sur cette société a disparu à ce stade, mais il est clair qu'il a commencé à se réduire, tout comme le potentiel malheureusement.



Analyses de société

Viel & Cie

(Paris, Ticker: VIL.PA / ISIN : FR0000050049)

*** Eligible PEA ***

I. Introduction



Viel et Compagnie est une société holding principalement investie dans des sociétés actives dans la finance. Une bonne idée de diversification pour nous qui n'aimons pas être investis directement sur ce secteur, un des plus difficiles à analyser selon nous.

Grâce à Viel, nous pouvons obtenir des marges de sécurité supplémentaires qui, pensons-nous, nous permettent de nous protéger contre notre propre ignorance.

A noter aussi que par l'intermédiaire de Viel, nous prenons également position en Suisse, paradis des capitalistes.

Ce qui nous plaît dans cette société, c'est le fait qu'elle soit très simple à valoriser. En gros, elle détient trois participations, dont deux sont cotées.

II. Participations



Tradition

La première participation, qui constitue le poids lourd du portefeuille de la holding, c'est **Compagnie Financière Tradition**, une société cotée sur la bourse Suisse depuis 1973, contrôlée à hauteur de 68,90 % et représentant 95,8 % du chiffre d'affaires consolidé du Groupe, au 31 décembre 2013.

Cette entreprise fournit des services de courtage que ce soit sur les marchés monétaires, les dérivés de taux et de devises, les actions et dérivés sur actions, les dérivés sur les matières premières et les énergies, les obligations et les opérations de mise en pension ainsi que les dérivés de crédit.

Compagnie Financière Tradition est membre de différentes bourses et agit dans les marchés boursiers et les marchés de gré à gré.

Elle a développé un réseau mondial de bureaux couvrant 27 pays, bien diversifié géographiquement : 44 % du chiffre d'affaires est réalisé en Europe, 29,5 % en Amérique et 26,5 % en Asie-Pacifique.

D'après ce que nous avons compris, Compagnie Financière Tradition constitue une sorte d'option « call » sur la volatilité des marchés financiers. Plus la volatilité est élevée, plus les revenus de la société augmentent. Ainsi, lors du premier semestre 2014, en raison de la faible volatilité précisément, les revenus de la

Analyses de société

compagnie ont été réduits de 10 %. La direction signale aussi les incertitudes liées au renforcement des normes réglementaires.

Au cours actuel de 41,30 CHF, la valeur de la participation de CFT dans Viel représente 2,20 euros par action, soit plus que le cours actuel à elle seule. Nous avons donc les autres participations de Viel & Cie gratuitement.



Bourse Direct est l'autre participation cotée. Certains parmi nos aimables abonnés la connaissent bien puisqu'il s'agit précisément de leur propre courtier.

Cette société de courtage en ligne est détenue à 76,04 % par Viel. Bourse Direct assure également une prestation technique de tenue de comptes-conservation au travers de sa marque Direct Securities pour une clientèle de professionnels.

Bourse Direct représente 4,4 % du chiffre d'affaires consolidé du groupe Viel & Cie en 2013. Bourse Direct fait partie des leaders français de son secteur avec une part de marché non négligeable de 35 %.

Au cours actuel de 1,33 euros, Bourse Direct représente 0,80 euros par action Viel & Cie.



Enfin, troisième pilier de Viel, nous trouvons une participation non cotée de 40 % dans **Swiss Life Banque Privée**. Cette participation a été acquise en 2007. Elle déroule ses activités autour de 4 pôles :

- une activité de banque privée destinée à une clientèle directe,
- une activité de banque de détail de type « assur-banque » par l'intermédiaire de ses réseaux de distribution,
- une activité de banque de détail s'adressant aux clients particuliers de Partenaires Conseillers en Gestion de Patrimoine Indépendants,
- une activité de conservateur de valeurs mobilières pour les sociétés du groupe SwissLife France et de dépositaire des sicavs gérées par le groupe

Nous estimons la valeur de la quote-part des fonds propres détenus par Viel dans SLBP à 0,49 euros par action.

Enfin, nous relevons divers actifs (créances et titres) qui, après déduction des dettes de la maison-mère, représentent 0,20 euro par action.

En fonction de ce qui précède, nous établissons donc la **valeur de holding de Viel & Cie à 3,70 euros**. Au cours actuel de 1,85 euros, nous disposons donc

Analyses de société

d'une **marge de sécurité de 50 %** par rapport à cette « juste valeur ».

Néanmoins, rien, à ce stade de l'analyse, ne nous permet de prouver que les participations de Viel ne sont pas surévaluées en bourse... ce qui ferait que la décote de holding de Viel pourrait bien être partiellement justifiée.

Pour ce faire, nous allons examiner l'évolution du cours de l'action par rapport aux fonds propres consolidés du groupe, c'est-à-dire en considérant que toutes les sociétés du groupe ne font qu'une seule et même entité.

Au 30/06/2014, la VANT de Viel s'établit à 1,98 euros. Le cours actuel de 1,85 euros est donc plus ou moins en ligne avec cette valeur. Cette absence de décote n'a rien pour nous enthousiasmer ... mais c'est sans compter sur la décote historique moyenne par rapport à cette même VANT.

En fait, historiquement, Viel est **surcoté**. Ainsi, nos petits calculs nous ont permis de démontrer que, depuis le 1er janvier 2007, la holding a, en moyenne, été valorisée à 2,18 fois sa VANT par le marché.

Ajoutons aussi que, même si nous n'en tenons que rarement compte dans le cadre de notre approche « daubasses », le bénéfice moyen par action de l'ensemble des entités détenues au cours des 5 dernières années s'est élevé à 0,31 euros. Le PER actuel serait donc 5,4 !

Enfin, si nous considérons la « vraie richesse » créée pour les actionnaires en considérant l'augmentation de la VANT des entités détenues et les dividendes bruts distribués par la holding, nous obtenons une création de valeur composée de 14,7 % par an depuis 2007.

Néanmoins, nous constatons un tassement des dividendes distribués ces derniers temps : de 0,25 euros par action en 2007, il est passé à 0,06 euros par action en 2013. Cette diminution du rendement pour les actionnaires concomitante à la baisse des revenus de la Compagnie Financière Tradition, constitue sans doute la principale cause à la baisse des cours ... et donc, au fait que nous commençons à nous intéresser à la société. D'ailleurs, cette diminution du dividende va peut-être permettre à la société de mieux rebondir : elle a réduit sa dette au cours du 1er semestre et racheté des minoritaires dans la filiale japonaise de Tradition.

Analyses de société

AMREP Corporation

(NYSE, Ticker: AXR / ISIN : US0321591051)

I. Introduction



AMREP a été fondée en 1961. La société est surtout présente dans les médias. Avec sa filiale Palm Coast Data, Floride, qui gère des abonnements, assure le publipostage et la distribution en kiosque d'environ 500 éditeurs de magazines aux Etats-Unis.

Avec sa filiale FulCircle, à Denver (Colorado), AMREP intervient également dans le marché marketing multi-canal : courrier, email et centres d'appel.

Sa filiale Kable Distribution Services située à New York est active quant à elle dans la gestion marketing et la logistique pour les kiosques, les éditeurs et les grossistes de presse.

Enfin, Kable Product Fulfillment Services fournit des emballages de spécialité pour les éditeurs et autres industries. Elle a également une activité de travail intérimaire dans l'Ohio.

L'autre domaine d'activité, diamétralement opposé d'AMREP, via la société AMREP Southwest Inc., consiste à vendre et à développer des terrains à Rio Rancho, la troisième plus grande ville du Nouveau-Mexique avec 94 000 habitants relativement jeune (36 ans de moyenne d'âge).

En effet, la société détient d'importantes réserves foncières dans cette ville, qui a connu une croissance de +81% entre 2000 et 2013, et un taux de chômage de 7,4% (2 hôpitaux, l'université du Nouveau Mexique, un campus, les entreprises Intel, HP, Bank of America, ...).

La société mère AMREP est localisée à Princeton, dans le New Jersey. Le Groupe emploie 1 278 personnes.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes trimestriels arrêtés au 30 juillet 2014. Nous avons acquis 1 750 titres à cours de 3,85 USD par action

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 12,89 USD par action et l'ensemble des dettes représente 10,92 USD par action. La valeur d'actif net-net est donc égale à **1,97 USD par action**.

Analyses de société

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

La société détient des terrains, des biens immobiliers industriels et tertiaires : 10 260 acres (1 acre = 0,4047 hectares) à Rio Rancho, qu'elle enregistre dans ses comptes pour 10 234 k USD.



AMREP Southwest a déjà vendu 91 000 acres à Rio Rancho et détient encore à ce jour l'équivalent de 17 250 acres. Au Colorado, AMREP Southwest détient 160 acres où elle envisage de construire 400 maisons, ainsi qu'une autre zone commerciale de 10 acres, en cours de vente.

Enfin, le Groupe détient les droits miniers et pétrolifères sur 55 000 acres supplémentaires à Sandoval County, Nouveau Mexique.

L'ensemble de ces actifs, qui est valorisé au plus bas du prix d'acquisition historique ou de sa valeur estimative pour un montant de 38 169 k USD, représente 4,74 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant (soit 3,79 USD), y ajoutons la VANN et obtenons une VANE de **5,76 USD par action**.

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

Dans cette évaluation, nous essayons d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble de ses actifs.

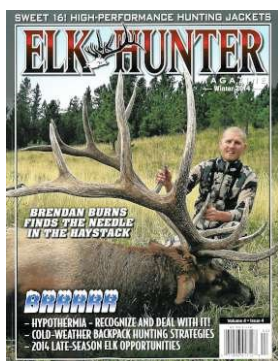
Nous commençons par les actifs les plus liquides : les **actifs courants**.

Tout d'abord, les **stocks immobiliers**. Selon le rapport annuel, cet immobilier - que nous n'avons considéré comme faisant partie des actifs fonciers - car ceux-ci sont utilisés dans un but opérationnel de monétisation plus rapide - est valorisé à une juste valeur de marché, duquel ont été retranchés les coûts de vente. Ces stocks représentent 8,88 USD par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 302 jours et de 285 jours pour le dernier exercice. C'est long dans l'absolu mais totalement en adéquation avec le type de business de promotion immobilière de AMREP Southwest. Fort de ce constat, nous décidons de prendre une marge de sécurité de 30% sur cet actif pour se prémunir d'une moindre valorisation de l'immobilier à Rio Rancho. Ainsi, la valeur définitive retenue pour ce stock de lot immobilier est de **6,22 USD par action**.

Analyses de société

Passons ensuite aux **créances clients**. Elles sont inscrites au bilan pour une valeur de 2,78 USD par action. La société a été payée en moyenne en 187 jours sur les 3 dernières années et à 182 jours sur le dernier exercice. Notre calcul est quelque peu faussé par le fait qu'elles sont composées uniquement de créances liées à l'activité média (abonnement, services de distribution de presse, emballage spécialisé, ...). Nous notons que 12% des créances ont déjà été provisionnées en perte et que certaines filiales actives dans les activités de média éprouvent des difficultés à se faire payer. Néanmoins, AMREP a commencé à réduire ces en-cours via un arrangement avec Heinrich Bauer (un de ses clients) qui voulait remettre en cause le paiement de ses commissions sur la distribution de ses magazines : l'entreprise a réussi à négocier avec son client la réduction de ses impayés de 38,2 M USD sur le dernier trimestre, via :

- un transfert de ses créances fournisseurs pour un montant de 22,6 M USD au profit de Heinrich Bauer ;
- une émission d'actions réservée à ce client pour 825 000 actions. Diluant au passage l'ensemble des actionnaires ;
- une reconduction du contrat jusqu'au 31 décembre 2018.



Même si apparemment la tempête semble être passée, devant autant d'incertitudes, nous décidons de prendre une importante marge de sécurité de 30%, et retenons ainsi **1,95 USD** par action.

Enfin, le dernier élément de l'actif courant est **la trésorerie et les équivalents de trésorerie** pour un montant équivalent par action de **1,23 USD**. Nous reprenons ce montant tel quel.

Nous pouvons passer aux **actifs non courants**. Comme nous l'avons vu plus haut dans le calcul de la VANE, la société possède de **l'immobilier et du foncier**. En prenant une marge de sécurité de 20% sur les valeurs historiques d'acquisition, nous obtenions un montant de **3,79 USD par action**.

En ce qui concerne les **machines, équipements** et le **mobilier** acquis pour une valeur de **12,98 USD par action**, ils semblent être amortis à plus de 90% (l'amortissement est confondu avec les terrains et immeubles liés à l'activité). Le Groupe semble être opérationnel avec ses outils actuels de production mais il nous est impossible d'en estimer la valeur. Aussi, arbitrairement, nous prenons la décision conservatrice de reprendre 5% de la valeur d'acquisition de ces immobilisations, soit **0,15 USD par action**.

Il y a au bilan, dans la catégorie des actifs dits « durables », d'importants **intangibles** qui représentent la valeur marchande de l'acquisition des clients abonnés. En effet, une clientèle abonnée devient un client récurrent dans la plupart des cas, et qui paie par avance : le paiement du client abonné a lieu avant la prestation de service : la livraison des magazines. Aussi, le Groupe valorise sa

Analyses de société

base de clientèle. Cet actif, bel et bien intangible, correspond à une valeur de 1,67 USD dans les comptes. Comme à notre habitude, dans notre approche patrimoniale basée uniquement sur la matérialité des actifs, nous allons considérer que ces intangibles ont une valeur nulle. Ce qui augmente d'autant notre marge de sécurité sur ce calcul de la VMLV.

Dans le bilan, nous noterons la présence de crédits d'**impôt différés**. Par expérience, et par prudence, cette somme qui représente 0,67 USD par action, nous préférons la considérer comme n'ayant pas de valeur. Nous ne savons dans quelle mesure la société sera capable de réaliser à l'avenir des profits comptables dans un avenir plus ou moins proche permettant de bénéficier de ces crédits d'impôts.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 10,92 USD par action.

En **hors bilan**, la société évoque trois **risques judiciaires**, qui datent respectivement de 2009, 2011 et 2013. Le premier concerne un soi-disant boycott sur la distribution des magazines de la société Enderson News. AMREP a répondu à ces allégations mensongères d'après elle en 2012 et n'est pas en mesure d'estimer financièrement un quelconque préjudice.

Pour le procès de 2011, la filiale Kable Distribution étant en litige avec un distributeur de Porto Rico sur une résiliation de contrat de sous-concession, non conforme avec la loi portoricaine. Le risque estimé était de 2 M USD. Mais le 21 février 2014, Kable Distribution a conclu un accord qui permet à ce sous-distributeur de redevenir le distributeur exclusif de Kable Distribution à Porto Rico.

Enfin, le dernier conflit portait sur une contrefaçon de brevets détenus Kable Distributions sur la distribution de certains DVD et magazines publiés par Berkeley Publication. Kable a obtenu gain de cause et Berkeley a été condamné à payer l'ensemble des montants réclamés par la filiale d'AMREP.

Nous n'avons pas trouvé d'autres éléments d'**engagements hors-bilan**.

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

Actif courant

- + Stock : 6,22
- + Créances clients : 1,95
- + Trésorerie et équivalents : 1,23

Actif immobilisé

- + Immeubles et terrains : 3,79
- + Equipements et matériels : 0,15
- + Base de données client : 0
- + Crédit d'impôt : 0



Analyses de société

Passif

- Total passif : -10,92

Ce qui nous donne donc **une VMLV de 2,42 USD par action.**

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société n'a publié aucun résultat opérationnel positif. Même si, dans les comptes annuels, nous pouvons lire en fin de rapport les EBITDA suivant :

2014 : 2 639 k USD
 2013 : 2 187 k USD
 2012 : 4 913 k USD
 2011 : 7 611 k USD
 2010 : -2 202 k USD

Soit, un EBITDA moyen de 3 030 k USD par an.

Dès lors, nous ne pouvons pas calculer de VCB pour AMREP, même si nous savons que l'entreprise génère une certaine rentabilité.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 3,85 USD, il est possible d'obtenir une décote de :

- 33% sur la VANE

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 8,82USD) est de : +129%
 Si nous tenons compte des actifs incorporels liés à la valeur de la base de données clients, le potentiel ressort alors à 10,49 USD, soit +172%.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 62%.

Ratio technologique = 0%

La société n'effectue ou ne publie pas de dépenses en Recherche & Développement.

Désormais, pour chaque analyse, nous concluons sur trois questions, qui nous permettent de mettre en perspective le prix radin actuel offert par le marché pour chaque Daubasse et ses perspectives d'évolution.

1° Quelles sont les raisons qui on amené cette société dans la zone Daubasse ?

Nous voyons ici plusieurs raisons. Tout d'abord la société est une holding de plusieurs activités non complémentaires et pas très claires. Ce qui n'incite pas

Analyses de société

le marché à aller fouiller les comptes pour chercher la valeur, surtout pour une capitalisation de seulement 32 M USD.

La seconde raison peut être le fait que la société affiche années après années des pertes comptables récurrentes. Du fait d'une présentation du compte de résultat qui masque la création de valeur. Il n'existe en effet pas de marge opérationnelle dans le compte de résultat tel que publié par AMREP. Nous passons du chiffre d'affaires, aux dépenses et directement au bénéfice avant impôt. Négatif, car impacté par des dépréciations d'actif et des amortissements. L'EBITDA sur les trois derniers exercices ressortirait à 3% du CA. Il est disponible en toute fin du rapport annuel.

Enfin, le fait que la société n'ait pas distribué de dividende depuis 2007 et qu'elle ait en même temps plutôt tendance à offrir des actions à ses managers, et « sucre » les actionnaires majoritaires (cf. les prêts accordés et divers droits) tout en produisant quelques augmentations de capital. Ce ne sont pas des arguments de bonne valorisation du titre AMREP.

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

Clairement, nous avons identifié principalement deux risques majeurs.

Premièrement que la société continue à créer seulement de la valeur pour ses managers et ses actionnaires majeurs au détriment des minoritaires. Et... que, sur le long terme, même l'investisseur patient devienne impatient. Comme le contrat du 8 septembre 2014 qui octroie 25% de redevances sur tous les revenus issus des baux sur les terrains liés à la prospection pétrolière par AMREP aux créanciers qui ont prêtés 15,1 M USD à AMREP et qui ont en garantie pour 69,1 M USD d'actifs d'AMREP, ainsi que des intérêts sur une base de 8,5% annuel. Ces créanciers ne sont personne d'autre que M. Karabots, actionnaire le plus important d'AMREP (31%), et un autre administrateur d'AMREP...

Deuxièmement, que la société ne réalise ni rapidement, ni dans de bonnes conditions financières, les actifs fonciers et immobiliers qu'elle possède encore.

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

La valeur patrimoniale du foncier nous semble très largement sous-estimée. Volontairement ? La société valorise son foncier à environ 1 000 USD l'acre pour ses actifs de Rio Rancho. Alors qu'en moyenne, en :

- 2014, elle a vendu ses terrains bâtis à 295 000 USD l'acre et non bâtis à 9 000 USD l'acre
- 2013, elle a vendu ses terrains bâtis à 215 000 USD l'acre et non bâtis à 21 000 USD l'acre
- 2012, elle a vendu ses terrains bâtis à 178 000 USD l'acre et non bâtis à 18 000 USD l'acre

Les droits miniers et pétroliers de ses 55 000 acres à Sandoval County (Nouveau

Analyses de société

Mexique) semblent bien valoir quelque chose, puisque le 8 septembre 2014 AMREP Southwest a commencé à louer des terrains pour un montant de 1 010 k USD pour 4 ans. Bail renouvelable pour une nouvelle période de 4 ans. Le contrat donne aussi droit à AMREP de toucher 1/7 des revenus pétroliers et gaziers bruts sur ces terrains.

Pour conclure, ne négligeons pas le fait que l'activité média, et notamment l'activité de business d'abonnement n'est pas convenablement valorisée actuellement dans le holding. Alors que c'est une activité très génératrice de cash (BFR négatif, le client payant avant la prestation), à forte récurrence et à marge élevée (EBITDA = 10% du CA). Une scission des activités foncière et immobilières, des activités média pourrait être un catalyseur de création de valeur.



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

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

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

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

Approche Bottom up :

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

Capitaux permanents :

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

Collatéral :

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

Délai moyen de paiement des clients :

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

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

Fonds de roulement :

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

Franchise :

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

Goodwill :

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

Ratio de solvabilité « maison » :

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

Rotation des stocks :

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

Triple net :

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

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

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

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

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

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

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

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

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

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

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

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

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



Avertissements!

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

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

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

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

Daubasses.com

© Tout droits réservés