

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 Skyline Corp.	page 21
Analyse de la société Rubicon Technology, Inc.	page 27
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 33

Edito



Olé Olé Olé Oléééééé ... The bulls are the champions, the bulls are the champions ... Olé Olé Olé Oléééééé ...

Quel magnifique mois de septembre pour les boursiers. Jugez-en un peu ...

- Alibaba qui entre en bourse et bat le record du monde de la plus grosse IPO de l'histoire ... et qui dépasse d'entrée Amazon en termes de capitalisation boursière. Et le meilleur, c'est que pas mal d'analystes estiment qu'au cours actuel, la Chinoise est meilleur marché que le bébé de Jeff Bezos.

- Les « indices-phares » S&P 500 et Dow Jones qui battent de concert leurs records historiques

- « Maman » Yellen qui rassure tout le monde en expliquant que oui, elle continuera à biberonner les z'investisseurs qui continueront, même en l'absence de QE, à recevoir leur tétée d'argent gratuit parce que non, c'est non, elle ne montera pas les taux d'intérêt avant longtemps ...

- Le gouvernement chinois n'est pas en reste et veut démonter à tous son hyper motivation à booster la croissance ... heu ... à gonfler la bulle en baissant lui aussi les taux d'intérêt

- Les Ricains ont beau bombarder quelques barbus fanatiques en Irak et en Syrie, le pétrole continue de baisser

- Le monstre du Loch Ness restera bel et bien sujet de sa Gracieuse Majesté et

Edito

la production de pétrole et de whisky écossais restera bel et bien comptabilisé dans le PIB du Royaume-Uni ... ouf, on a eu chaud !

- Moody's qui, finalement et contre toute attente, ne baisse pas le rating de la dette française ...ouf, ici aussi, on a eu chaud !

- Et last but not least, Nicolas Sarkozy annonce son retour en politique ! Comment ? Ah bon, ça, ça n'a rien à voir ? ...

Alors oui, tout va bien qu'on vous dit ...

Le rapport entre la capitalisation boursière américaine et le PIB est au plus haut depuis 2000 ? Pas grave ...



Le Per de Shiller sur des niveaux équivalents à ceux de 1929 et 2007 ? C'est normal, les taux sont faibles et les valorisations doivent être plus élevées qu'on vous dit ...



Edito

Le taux de marge net des sociétés américaines est arrivé à un niveau qu'il sera difficile d'améliorer ? Mais si mais si, on pourra encore les augmenter ... ou alors ce sont les chiffres d'affaire qui augmenteront puisque la croissance, elle est là, regardez bien ... on la voit.



Comme vous pouvez le voir, amis lecteurs, les raisons de voir les marchés d'actions poursuivre leur inexorable ascension sont tout aussi nombreuses que celles de les voir entamer une séance de chute libre.

Si, de manière rationnelle, les actions semblent, prises dans leur ensemble, plutôt chèrement valorisées, nous savons aussi que « chèrement valorisé » n'est pas toujours garant de « correction boursière ». 2000 est là pour nous le rappeler.

Ce qui est certain, c'est qu'il y a encore beaucoup de monde qui doute d'une poursuite de la hausse et nous savons, par expérience, qu'une hausse ne se termine généralement que lorsqu'il ne subsiste plus qu'une infime minorité de « bear ».

Le scepticisme affiché par le consensus tout au long de la hausse depuis mars 2009 est la meilleure illustration de ce que nous expliquons : plus on doute de la hausse, plus celle-ci est puissante ... et aujourd'hui, un grand nombre d'intervenants doutent encore.

Un exemple ? Depuis plusieurs semaines, nous voyons fleurir sur le net un argumentaire de prudence basée sur le niveau de cash record, jamais atteint, par Berkshire Hathaway ... mais c'est sans compter que ce niveau record correspond aussi à un total de bilan record. Si nous regardons la proportion de cash détenu

Edito

par rapport au total de bilan, Berkshire Hataway détient plus ou moins le même niveau de liquidités qu'en 2009 ou 2010, soit 10 % ! Le niveau de « frilosité » de Buffett ne nous semble donc pas un élément probant pour justifier une prochaine correction.

Et pour les daubasses ...

Si nous comparons l'évolution du potentiel théorique total de notre portefeuille (qui est calculé, pour rappel, en fonction du rapport cours/VANT pondéré de chaque ligne investie) avec le taux de liquidités nettes détenues (c'est-à-dire en excluant le cash bloqué pour garantir des émissions d'options put), nous obtenons l'évolution suivante :

	potentiel global	part de cash
sept-09	134%	0,0%
sept-10	169%	3,2%
sept-11	218%	0,0%
sept-12	192%	1,1%
sept-13	108%	10,5%
sept-14	91%	21,3%

Nous pouvons constater que, globalement, la part de cash dans notre portefeuille évolue dans le sens inverse à celui du potentiel théorique. L'exception de septembre 2009 est un peu artificielle dans le sens où le rapport cours/VANT global a été largement influencé par la hausse du cours de Netlist, un de nos plus beau *bagger* qui présentait, à ce moment-là, un énorme potentiel NEGATIF.

L'enseignement que nous pouvons tirer de notre graphique nous semble assez évident : sans le vouloir, sans faire de « timing de marché », nous avons progressivement désinvesti au fur et à mesure que le marché montait, que nos marges de sécurité se réduisaient ...bref, plus la hausse du marché devenait crédible pour le consensus, moins nous avons été investis et donc ... moins nous avons profité de la poursuite de la hausse.

Vous comprenez donc que si, depuis plusieurs mois, nous faisons preuve d'une relative prudence, ce n'est donc pas parce que nous anticipons une prochaine correction, ce n'est pas parce que nous aurions été subitement gagnés par une crise de « sinistrose » mais tout simplement parce que les marges de sécurité que nous pouvons obtenir sur chaque investissement pris individuellement est plus réduite et nous empêche, par exemple, d'investir directement la pondération totale que nous nous autorisons, à savoir 3,3 % Au contraire, nous achetons par petites touches des sociétés qui correspondent à nos critères mais en nous réservant la possibilité de renforcer plus tard, lorsque une valorisation plus faible rendra l'investissement encore moins risqué.

La rentabilité de notre portefeuille nous semble donc inversement proportion-

Edito

nelle aux risques réelles pris : plus les marges de sécurité sont importantes, plus nous sommes investis et plus nous profitons de la hausse. A contrario, plus les marges de sécurité s'affaiblissent, moins nous sommes investis et moins nous profitons de la hausse ... mais aussi ... mieux nous profiterons d'une correction qui arrivera bien tôt ou tard.

Ce qui ne nous empêche pas de poursuivre une chasse acharnée et même de passer à l'achat comme nous l'avons fait en septembre avec l'achat de Skyline que nous vous présentons dans cette lettre. D'autres sociétés rejoignent notre *watching list*, dont une vous est présentée aujourd'hui, de quoi vous permettre de faire tranquillement vos devoirs et être prêts en cas de turbulences ...

L'Equipe des Daubasses

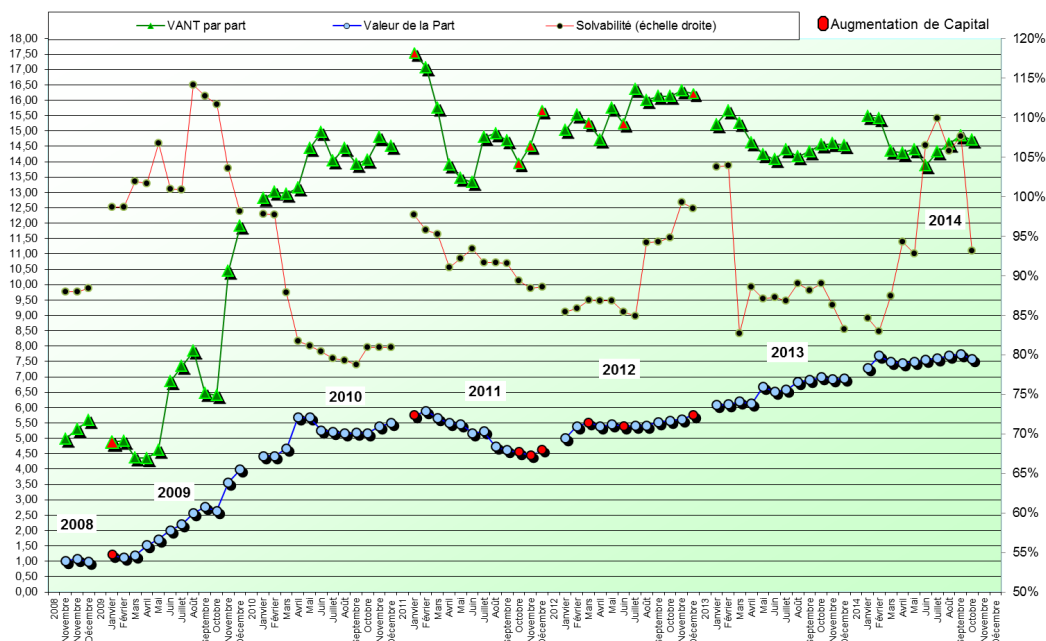


Portefeuille

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	
3 octobre 2014	
Valeur d'une Part	7,57 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,70 €
Potentiel	94,23%
Solvabilité pondérée	93,18%
3,33% Pondération Max	10.999,32 €
Nombre total de positions	57
Répartition des Devises	
Euro	47,32%
Dollar Américain	30,24%
Livre Sterling	10,74%
Dollar Canadien	8,09%
Courone Suédoise	2,62%
Franc Suisse	1,33%
Variation des devises Yield	3,57%
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 des notations des sociétés.

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

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

Portefeuille au 3 octobre 2014 / Notations											
	Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio
	Potentiel	Risque	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		
			Risque				Cours				
			Globale (0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
Net-Net	3	0	3	Sport Haley Inc	1,4453	0,12	77,71%	24/11/08	817%	1,5582	
	1	3	4	Coast Distribution System	4,9287	0,66	49,82%	25/11/08	78%	5,7507	
	2	0	2	Taitron	1,9515	0,53	103,68%	26/11/08	190%	2,9767	2,8747
	0	3	3	Trans World Entertainment	4,5401	0,79	99,42%	08/06/09	49%	5,3291	
	0	2	2	Leeds Group Plc	40,5400	0,93	87,92%	27/08/10	26%	47,41	46,07
	3	3	6	Vianini Industria	1,1865	1,09	231,79%	19/10/10	192%	3,7700	1,6761
	2	0	2	Jemtec	0,6154	0,47	1866,31%	25/01/11	127%	0,6595	
	3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia	0,3219	0,42	64,80%	25/01/11	202%	0,4079	
	2	1	3	MBL Group	16,5800	0,56	128,20%	05/07/11	108%	19,2500	
	3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	6,7948	0,37	51,45%	15/03/12	343%	11,1208	
	3	1	4	Deswell Industries Inc	3,1183	0,71	130,93%	15/03/12	152%	5,5352	
	3	0	3	Vet Affaires	10,1352	0,74	51,25%	16/07/12	180%	21,0660	
	0	2	2	Velcan Energy	13,2776	0,74	286,11%	22/08/12	71%	16,8669	
	3	0	3	Plaza Centers NV	42,85	0,16	37,58%	27/09/12	692%	55,47	
	3	1	4	Global Tech Advanced Inovation	11,75	0,47	82,26%	17/10/12	276%	20,52	
	0	0	0	Zoom Telephonics	0,27	0,73	52,69%	02/04/13	41%	0,28	
	0	1	1	Norcon Plc	23,57	0,87	57,89%	09/07/13	20%	24,53	
	0	0	0	Albemarle & Bond	55,80	0,00	58,94%	19/12/13	0%	81,75	
	3	2	5	Matica Technologies	1,40	0,60	77,37%	27/12/13	217%	2,66	
	3	1	4	Gravity Corp Ltd	1,28	0,65	178,18%	13/01/14	116%	1,79	
	3	2	5	Emerson Radio	1,73	0,69	231,71%	09/07/14	70%	2,04	
Net-Estate	3	3	6	Avalon			83,36%	02/09/09	182%	10,43	7,2989
	1	0	1	Bodisen Biotech			95,18%	10/11/09	5629%	0,6302	0,0363
	3	2	5	Exacompta - Clairefontaine			61,52%	30/11/09	311%	283,42	179,70
	1	3	4	Gevelot			173,10%	09/12/09	79%	205,87	168,67
	3	2	5	Irce			56,52%	31/05/10	164%	5,0167	3,3243
	2	2	4	Natuzzi			51,84%	19/01/11	126%	4,2488	4,4008
	1	2	3	Crown van Gelder			61,20%	12/10/11	74%	7,723	7,4442
	1	3	4	Peel Hotels			59,43%	12/10/11	87%	159,940	91,8400
	3	1	4	Ceramiche Ricchetti			38,05%	09/01/12	441%	1,368	1,5441
	1	1	2	Panaria Group			41,90%	12/01/12	83%	2,441	0,7688
	3	1	4	Coil			59,30%	14/11/12	121%	7,718	4,3465
	1	3	4	Loeb Holding			71,26%	23/04/13	83%	334,030	274,13
	1	2	3	Hammond Manufacturing			60,42%	04/06/13	42%	2,916	2,20
	3	0	3	Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	210%	5,324	4,00
	3	1	4	Dover Downs Gaming			66,99%	26/08/13	238%	3,485	3,40
	2	2	4	I Grandi Viaggi			47,63%	16/10/13	112%	1,130	1,24
	0	3	3	SunLink Health System			55,29%	21/02/14	65%	2,374	2,19
	0	1	1	Hyduke Energy Services			74,93%	14/04/14	9%	0,850	0,63
	1	3	4	STR Holdings inc			114,68%	05/08/14	66%	2,405	2,14
	0	3	3	Skyline Corp			56,57%	15/09/14	50%	4,027	5,65
Diversification	2	1	3	Eastern European Property				28/04/11	84%	118,43	
	1	0	1	Elephant Capital Plc				28/06/11	79%	34,00	
	0	2	2	Luxempart				28/06/11	27%	41,77	
	3	2	5	Dundee Precious Metal				14/10/11	149%	10,70	
	0	2	2	Investor AB				29/12/11	19%	288,24	
	1	2	3	Sofragi				27/07/12	24%	1735,73	
	1	2	3	(ADR) First Pacific Ltd				11/02/13	51%	8,37	
	1	3	4	(ADR) Jardine Stratégic Ltd				11/02/13	40%	24,35	
	0	1	1	Silver Standard Ressource				10/07/13	43%	7,86	
	0	1	1	Argonaut Gold				18/09/13	34%	4,89	
	0	1	1	Sprott Ressources Corp				07/11/13	33%	3,35	
	0	2	2	(ADR) Henderson Land Ltd				13/12/13	14%	7,38	
	2	1	3	Socfinaf				19/02/14	86%	27,49	
	1	2	3	Alamos Gold				05/03/14	326%	33,15	
	1	2	3	Great Eagle Holdings Ltd				11/07/14	36%	4,64	
	1	3	4	Symphony International Holdings Ltd				13/08/14	70%	1,33	

Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous, ainsi que sur la page suivante, le suivi des sociétés analysées dans nos lettres précédentes, sous la même forme et avec les mêmes informations que dans notre portefeuille, exactement comme si nous les avions toutes achetées lors de la publication de l'analyse.

Sociétés Analysées									
		Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel		RendT
				Devise	Euro		Devise	Euro	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10.50	0.14	09/05/11	9.25	0.12	-13.86%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72.00	0.68	09/05/11	64.50	0.82	21.65%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70.00	0.79	09/06/11	85.50	1.09	38.55%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34.50	0.40	05/07/11	19.00	0.24	-39.12%
5	USD	CRV	Coast Distribution System	2.71	2.08	09/08/11	3.24	2.59	24.13%
6	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4.05	4.05	08/09/11	4.44	4.44	9.63%
7	USD	PARF	Paradise Inc	14.69	11.06	07/10/11	26.22	20.95	89.43%
8	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1.01	1.01	08/02/12	1.33	1.33	32.08%
9	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0.18	0.18	08/02/12	0.29	0.29	58.67%
10	Euro	PVL.PA	Plastivaloire	19.65	19.65	08/03/12	26.61	26.61	35.42%
11	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3.30	2.52	09/04/12	2.51	2.01	-20.33%
12	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2.51	1.91	09/04/12	2.20	1.76	-8.19%
13	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0.23	0.23	05/06/12	0.32	0.32	39.13%
14	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155.50	20.48	05/06/12	198.00	24.24	18.35%
15	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9.19	9.19	15/08/12	7.52	7.52	-18.17%
16	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1405.00	1405	33.05%
17	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9.00	9.00	07/09/12	9.89	9.89	9.89%
18	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1.06	1.06	07/09/12	1.29	1.29	21.70%
19	Euro	VLA.MI	Vianaini Lavori	2.94	2.94	07/09/12	5.37	5.37	82.48%
20	GBP	JKX.L	JKX Oil	79.50	1.00	07/09/12	51.00	0.65	-35.09%
21	USD	JSHLY	Jardine Stratégic LTD	18.11	13.90	08/10/12	17.39	13.89	-0.07%
22	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47.25	0.59	08/10/12	7.00	0.09	-84.74%
23	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5.84	4.56	07/11/12	5.52	4.41	-3.22%
24	Euro	ALCOI.PA	Coil	3.10	3.10	07/12/12	3.50	3.50	12.90%
25	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37.00	0.43	06/02/13	41.25	0.53	23.38%
26	USD	FPAFY	First Pacific LTD	7.14	5.45	08/03/13	5.53	4.41	-18.95%
27	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28.92	28.92	08/03/13	23.71	23.71	-18.02%
28	USD	ZMTP	Zoom Telephonics	0.17	0.13	05/04/13	0.20	0.16	21.62%
29	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166.10	134.93	09/05/13	183.00	151	12.01%
30	CAD	HMM-A.TO	Hammond Manufacturing	1.15	0.85	06/06/13	2.05	1.46	72.12%
31	GBP	NCON.L	Norcon Plc	12.00	0.14	05/07/13	20.50	0.26	87.92%
32	USD	SSRI	Silver Strandard Res.	7.50	5.61	09/08/13	5.49	4.39	-21.74%
33	Euro	DBT.PA	Encre Dubuit	2.66	2.66	06/09/13	1.72	1.72	-35.34%
34	USD	DDE	Dover Down Gaming	1.42	1.08	06/09/13	1.03	0.82	-23.96%
35	CAD	AR.TO	Argonaut Gold	6.15	4.39	08/10/13	3.65	2.59	-40.94%
36	Euro	IGV.MI	I Grandi Viaggi	0.40	0.40	05/11/13	0.59	0.59	46.25%
37	CAD	SCP.TO	Sprott Ressources	2.37	1.62	09/12/13	2.52	1.79	10.28%
38	GBP	ABM.L	Albemarle&Bond	20.25	0.24	07/01/14	0.00	0.00	-100.00%
39	Euro	D7S.F	Matica	1.23	1.23	07/01/14	0.84	0.84	-31.71%
40	USD	GRVY	Gravity Corp Ltd	0.99	0.73	05/02/14	0.83	0.66	-9.44%
41	USD	SSY	SunLink Health System	1.39	1.00	07/03/14	1.44	1.15	15.06%
42	Euro	7463	Socfinaf	17.98	17.98	07/03/14	14.75	14.75	-17.96%
43	USD	AGI	Alamos Gold	9.86	7.15	09/04/14	7.78	6.22	-13.02%
44	CAD	HYD.TO	Hydruke Energy Services	0.51	0.34	07/05/14	0.78	0.55	64.85%
45	USD	STRI	STR Holdings Inc	1.65	1.18	07/05/14	1.45	1.16	-2.19%
46	USD	GEAHF	Great Eagle Holdings Ltd	3.62	2.71	07/07/14	3.42	2.73	1.01%
47	USD	MSN	Emerson Radio	1.61	1.20	07/07/14	1.20	0.96	-20.31%
48	USD	SIHL.L	Symphony Intl Holdings Ltd	0.79	0.61	08/09/14	0.79	0.63	3.04%
					Total	pondère a part égal			6.42%

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 des sociétés présentes dans cette liste.

Suivi des sociétés analysées

Ci-dessous, les ventes que nous avons effectuées sur le suivi des sociétés analysées.

	Opération clôturée								
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15	22,44%
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44	122,85%
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54	42,80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18	19,60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99	7,73%
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87	99,31%
7	GBP	PDX.L	Pursuit Dynamic (Vendu)	2,90	0,04	07/12/12	1,70	0,02	-45,56%
8	USD	AVHI	AV Homes (Vendu)	7,24	5,67	09/01/12	13,29	10,34	82,31%
9	USD	XRTX	Xyratex Ltd (Vente)	8,42	6,57	07/11/12	10,10	7,59	15,54%
10	USD	ASYS	Amtech (Vendu)	3,94	3,01	08/01/13	6,64	5,09	69,01%
11	USD	LEDS	SemiLED Corp (Vendu)	0,71	0,52	06/02/13	1,22	0,92	75,80%
12	USD	PTIX	Performance Techno (Vendu)	0,84	0,65	07/12/12	2,19	1,64	153,74%
13	DKK	FFARMS.CO	First Farms (Vente)	47,00	6,32	08/03/12	44,10	5,91	-6,49%
14	Euro	CSP.MI	CSP International (Vente)	0,84	0,84	06/07/12	1,36	1,36	61,90%
15	USD	IFON	Infosonics (Vente)	0,54	0,42	05/07/13	1,61	1,29	205,79%
16	Euro	FFP.PA	FFP (Vente)	25,69	25,69	05/06/12	47,80	47,80	86,06%
17	USD	KGC	Kinross Gold Corp (Vente)	5,20	3,89	09/08/13	5,16	3,78	-2,81%
18	Euro	COTT.PA	Cottin Frères (Vente)	3,90	3,90	06/07/12	4,04	4,04	3,59%
19	Euro	GE.MI	Gefran (Vente)	3,24	3,24	05/11/13	4,34	4,34	33,95%
20	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar (Vente)	8,40	0,10	09/11/11	16,46	0,20	101,40%
21	Euro	HF.PA	HF Company (Vente)	5,15	5,15	06/07/12	8,50	8,50	65,05%
22	GBP	ZZZ.L	SnoozeBox (Vente)	7,00	0,08	05/02/14	10,10	0,12	45,09%
23	USD	LAKE	Lakeland Industries (Vente)	4,52	3,41	06/06/13	7,19	5,19	51,94%
24	USD	AEY	ADDvantage (Vente)	2,04	1,52	07/12/11	2,69	1,98	29,97%
25	USD	ALCS	Alco Store (Vendu)	10,30	7,34	09/08/11	7,45	5,46	-25,58%
26	USD	UPG	Universal Power Group (Vendu)	1,69	1,28	09/05/13	1,65	1,20	-5,87%
27	Euro	CAPLI.PA	Capelli (Vendu)	1,60	1,60	08/10/13	1,75	1,75	9,38%
28	USD	UUU	Universal Security Instrument (Vendu)	5,35	4,08	09/04/12	3,69	2,76	-32,48%
29	USD	ELST	Electronic System Tech (Vendu)	0,35	0,27	08/01/13	0,53	0,40	49,18%
					Total pondéré a part égal				46,06%

[illegible]

News de nos sociétés



Asian Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC

Le « câbleur » de Taïwan n'est jamais en avance quand il s'agit de publier ses rapports financiers. Ainsi, nous venons à peine de recevoir celui du 1er trimestre 2014. Ceux-ci alternent le bon et le moins bon.

Nous constatons un chiffre d'affaires en hausse de 8,7 % mais aussi une perte de 0,07 usd par action (vs un bénéfice de 0,09 usd l'année précédente). L'essentiel de cette perte s'explique par des provisions pour créances douteuses.

Une bonne nouvelle malgré tout : l'entreprise a décidé de lancer un programme de rachat d'actions propres (souvenez-vous, dans notre lettre de mai 2014, nous étions dans l'attente d'une telle décision. C'est chose faite... Un membre de la direction serait-il abonné aux daubasses? Néanmoins, ce programme nous semble manquer singulièrement d'ambition puisqu'il porte sur la modeste somme de 1 million USD, à comparer avec la trésorerie plantureuse de la société qui s'élève à 80 millions d'USD.

La VANT reste relativement stable à 11,12 USD.

Avalon (USA) Ticker : AWX

Un tremblement de terre dans l'Ohio a obligé la société à suspendre ses activités d'injection d'eau sur deux de ses puits mais, ce qui nous a le plus inquiétés « sur le coup », c'est que les autorités soupçonnaient précisément que les activités étaient à l'origine du tremblement de terre. Heureusement, quelques jours plus tard, on apprenait qu'Avalon était hors de cause et que les activités d'injection d'eau avaient pu reprendre.

Aviat Network (USA) Ticker: AVNW

Les nouvelles sont mauvaises pour la société qui n'a pas fourni au Nasdaq son rapport annuel qui aurait dû être fourni pour le 27 juin 2014. A compter du 26 septembre, le Nasdaq a octroyé 60 jours supplémentaires pour fournir le rapport annuel avec un *délistement* possible, si le document n'est pas fourni. En gros, la société a jusqu'au 26 novembre 2014 pour fournir son rapport annuel.

Dover Downs Gaming (USA) Ticker : DDE

Nous avons deux nouvelles sur notre « casinotier » bien aimé!

La première est excellente : il semblerait que la législation alourdissant les taxes des casinos, et qui était redoutée par la direction, ait été abandonnée.

News de nos sociétés

La seconde un peu moins : la société a renégocié une ligne de crédit le 14 août dernier et a mis en collatéral tous ses biens mobiliers et immobiliers. La somme maximum prêtée sera de 55 millions de USD. Mais nous ne pensons pas que cette somme sera atteinte, car la société a la faculté de rembourser 10 millions de \$ par an avec ces free cash-flow... Cela dit, elle a signé des engagements liés à ce crédit comportant des conditions de cash-flow et d'Ebitda à respecter, sous peine de voir les lignes de crédit dénoncées.

Sur le papier, il est clair que le risque lié à cet investissement est un peu plus élevé qu'auparavant. Mais de notre point de vue, cela ne change rien de fondamental.

Par contre le marché ne semble pas être tout-à-fait de notre avis, puisque le cours est passé sous les 1\$, en perdant 18% après cette annonce, à 0.96\$. Mettant donc temporairement la société dans une zone de possible délitement, si le cours venait à se maintenir sous les 1\$ pendant 3 mois.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Le management était présent à la grosse fête des mineurs à Denver début septembre. Quelques données chiffrées bien précieuses nous permettent de mettre à jours notre estimation de cours cibles. Nous avons revu les CAPEX à la baisse sur les 5 prochaines années. Ce qui augmente mécaniquement la valeur cible de notre minière low cost. Malheureusement, au niveau des ressources, nous revoyons aussi nos ambitions à la baisse. Dès lors, notre cours cible se situe à 8,01 CAD, soit un potentiel de +74% par rapport au cours actuel de 4,58 CAD.

Nous restons bien entendu attentif aux coûts d'extraction, au niveau de trésorerie (un indicateur d'appel au marché, fréquent dans le secteur, même si avec une ligne de crédit revolving de 200 M USD non utilisée, nous sommes relativement confiants) ainsi qu'au niveau des réserves et des coûts de CAPEX prévus par le management.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Notre fonds fermé coté à Londres, spécialiste de l'immobilier turc, a publié ses résultats semestriels arrêtés au 30 juin 2014. La NAV par action est en baisse de -3,4%, passant de 105,19 GBp au 31 décembre 2013 à 101,66 GBp au 30 juin 2014. Ce n'est pas une nouvelle réjouissante. Il y a tout de même un élément important à retenir : la société a racheté et annulé 955 000 actions sur le premier semestre et à la date de publication du rapport (le 12 septembre), la société a de nouveau racheté 300 000 actions depuis le 30 juin, pour les annuler. La société continue de liquider ses actifs un à un. Et lors de la dernière Assemblée Générale, a été voté un nouveau plan de rachats d'actions portant sur 15% du capital.

Au cours actuel de 63 GBp, la décote ressort à 37,8%. Ou encore, un potentiel de +61,4%.

News de nos sociétés

Gafisa (Brésil) Ticker : GFA

La société a publié un communiqué dans lequel elle fait part du fait qu'elle souhaite fusionner avec Shertis, qui détient 20% d'Alphaville. Pour rappel, Shertis était déjà une filiale à 100% de Gafisa. Le but de l'opération est de simplifier la structure et de réduire les coûts opérationnels. Une annonce qui semble aller dans le bon sens.

Global Tech Advanced Innovations (USA) Ticker : GAI

Le rapport du premier trimestre clôturé en juin 2014 propose, selon notre point de vue, quelques perspectives intéressantes, avec surtout une direction qui passe des mots aux actes avec preuve chiffrée à l'appui, ce qui est toujours pour nous plaisir. Au niveau valeur patrimoniale, pas de grand changement. La VANT est stable à 20.52\$, les valeurs net-net et net-estate s'établissent respectivement à 11.78\$ et à 20.74\$. Jusque-là, rien de bien excitant... C'est en fait dans le bilan que nous trouvons du changement. Sur les 3 premier mois de l'année comptable de la société, les ventes ont doublé, à 8.08\$ par action, alors que sur le même trimestre un an plus tôt, ces ventes étaient de 4.10\$ par action. Bien sûr le coût des produits qui étaient aussi un véritable problème soulevé par la direction dans le précédent rapport a également doublé. Les coûts fixes sont en hausse également de 12%. Résultat du trimestre: une perte divisée par 5, à 0.10 \$ par action, au lieu d'une perte de 0.51\$ un an plus tôt.

Ce qui ajoute à la crédibilité de la direction est le discours suivant de monsieur John C.K. Sham, CEO de la société : « *Malgré une augmentation de 82% des livraisons de nos unités de CCM (Computer Controlled Motion) et une augmentation globale de 104% du chiffre d'affaires dans le secteur des composants électroniques, la rentabilité de ce segment a diminué d'environ 0,4 M \$ par rapport à l'exercice précédent. Cette baisse de rentabilité est principalement attribuable à des baisses de prix rendues nécessaires par la concurrence intense dans le secteur, ainsi que l'augmentation constante de frais généraux de main-d'œuvre* »... « *Alors que nous poursuivons nos efforts pour accroître la productivité, la clé de l'amélioration de nos résultats d'exploitation reste l'amélioration de notre gamme de produits* »...

M. Sham conclue de cette manière : « *Notre objectif principal reste l'amélioration des marges de notre secteur composants électroniques où nous essayons d'améliorer la production. Notre situation de trésorerie demeure solide et devrait s'améliorer au fur et à mesure que nos revenus augmentent.* »

Effectivement, les liquidités et les placements à court terme de la société s'élèvent à 9.32\$ par action pour un cours de 5.61\$, au moment où nous écrivons ces lignes.

Si vous consultez les news précédentes, il est donc clair que la direction agit et ne compte pas en rester là. Ce qui nous fait penser qu'à ce stade où Hong-Kong subit quelques remous sociaux et où le cours de la société a déjà plongé de 37% par rapport à son plus haut de 8.80\$, le 22 septembre en séance, juste après publication des résultats, il y a peut être une opportunité à saisir, d'autant plus que le potentiel de 270% sur la valeur net-estate est quand même important tout en n'oubliant pas les risques eux aussi existants. Nous avons d'ailleurs renforcé notre position ce 2 octobre.

News de nos sociétés

Great Eagle Holdings Ltd (Hong Kong) Ticker : GEAHF

Au niveau opérationnel, nous apprenons que la société a acquis un développement hôtelier à Shanghaï, ainsi que l'acquisition de la société Garden Investments Limited pour environ 160 M USD. Nous restons vigilants sur le patrimoine de Great Eagle, car ce qui nous intéresse est le fait que ses actifs immobiliers (notamment hôtels) en pleine propriété soient localisés à Hong-Kong et non en Chine « continentale », communiste.

Avec la publication du rapport semestriel, nous revoyons nos calculs de valorisation comme suit :

- approche comptable : 83,77 HKD ou encore 10,79 USD par action
- approche en valeur de marché (cours du 01/10/2014) : 40,09 HKD ou encore 5,16 USD par action

Hyduke Energy Services (Canada) Ticker : HYD.TO

La société annonce qu'elle va se séparer d'une filiale détenue à 100% soit Hyduke Machining Solutions Inc. Selon la direction, cette vente devrait générer un profit de 1.5 millions de CAD et devrait servir à financer le fond de roulement et les éventuels futurs besoin en capitaux. Cette transaction devrait normalement se clôturer avant la fin de l'année 2014.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

La crise en Italie continue de peser sur les résultats de l'exploitant de villages de vacances. Si les ventes du troisième trimestre sont en légère hausse, la dernière ligne du compte de résultat n'en annonce pas moins une perte, à peine moins forte que l'année précédente. La VANT descend à 1,13 euros par action.

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

La holding suédoise a annoncé qu'une de ses grosses participations, Electrolux, a l'intention d'acquérir la branche "électroménagers" de General Electric. Pour ce faire, Electrolux devra procéder à une augmentation de capital et Investor a l'intention d'y souscrire au prorata de sa participation.

Mais ce n'est pas tout : Investor a également renforcé sa position dans Wartsila en acquérant, hors bourse, 8 % supplémentaire. Elle devient le premier actionnaire de la société finlandaise société d'ingénierie spécialisée dans les solutions pour l'industrie maritime et les centrales électriques.

Étonnantes ces acquisitions (qui représentent +/- 9 SEK par action) à une époque où les occasions ne sont pas légions. Mais nous faisons confiance à la gestion en bon père de famille de Börje Ekholm et son équipe.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Sur le mois, le titre du spécialiste canadien de la surveillance vidéo bondit de plus de 40%. La raison est simple. Alors que la société annonce depuis des années qu'elle va utiliser son trésor de guerre (1,24 CAD de cash par action) pour réaliser des acquisitions, nous apprenons en milieu de mois que finalement la société va verser un dividende de 0,59 CAD par action. Soit l'équivalent du cours de bourse avant cette annonce. Le dividende sera versé le 7 octobre.

News de nos sociétés

Nous notons que la société aura encore plus de 0,60 CAD cash par action. Pour une prochaine distribution ? Nous n'en espérons pas moins...

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

Suite à la législation qui a changé défavorablement pour les producteurs d'Oil & Gas, la société estime l'impact à environ 10 M USD et va donc revoir ses investissements dans le pays à la baisse, à hauteur de cette nouvelle charge fiscale. Les projets de développement dans le pays sont par conséquent également revus à la baisse, annonce la direction.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

La société continue sur sa bonne lancée en rachetant en 3 fois (25 999 + 50 000 + 40 000) = 115 999 actions à un prix entre 33 et 35 GBp. Elle détient donc 4 041 657 de ses propres actions, ou encore 12,79% de son capital. Nous espérons que ces actions vont être annulées pour créer de la valeur pour l'actionnaire. En effet, le dernier rapport semestriel, comme nous vous l'indiquions le mois précédent, fait état d'un NAV par action de 50,7 GBp. Donc ces rachats effectués avec un rabais de plus de 30% sur la valeur de la société sont directement relatifs... si ces actions sont bel et bien annulées.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Que d'événements en septembre pour notre spécialiste suisse du Grand Magasin. D'abord avec une ouverture d'un nouveau magasin Maggs à Aarau. D'une surface de 460 m², il est spécialisé dans la mode, l'art et la culture et le « life style ». A noter également l'ouverture d'une enseigne Tommy Hilfiger de 150 m² à Berne, Suisse. Nous verrons si ces ouvertures ont des impacts positifs sur la rentabilité du Groupe dès le prochain rapport financier.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Encore un très bon premier semestre pour notre techno allemande. Toujours aussi étonnant pour une net-net d'afficher une rentabilité. Certes, la marge opérationnelle est relativement faible à 5,4%, mais point marquant tout de même. Le résultat net du premier semestre ressort à 357 k EUR.

Malgré cette rentabilité, la VANT (notre objectif de cours) recule de -7% à 2,66 EUR vs 2,85 EUR au 31 décembre 2013. L'explication est simple : la hausse des actifs incorporels, que nous excluons du calcul de la VANT, dont le « T » signifie « Tangible » qui exclue donc les actifs incorporels, intangibles par définition. Au cours de clôture du 30 septembre de 0,969 EUR, le potentiel sur la VANT est de +175%. Nous gardons bien précieusement notre Daubasse.

Mifa Mitteldeutsche (Allemagne) Ticker : FW1.DE

D'une pierre, deux coups. Nous n'avons plus d'informations financières depuis les résultats trimestriels arrêtés au 30 septembre 2013. Et là, nous prenons connaissance des résultats annuel 2013 (non audités) ainsi que des résultats du premier trimestre 2014. Les fonds propres au 31/03/2014 sont divisés par plus de 10, à moins de 4 M EUR.

News de nos sociétés

L'entreprise est en pleine restructuration : changement de *Board*, vente de ses business, procédure d'insolvabilité en cours, ...

L'obligation est au plus bas. Elle clôture le mois de septembre à 10,52% du pair. Une division par 3 par rapport au mois précédent. Plutôt un très mauvais signe. Ce qui se comprend, le management ayant indiqué qu'il ne tiendra pas les covenants qu'il avait négocié le 22 août dernier et par conséquent, pour le moment la vente négociée à l'indien HERO n'est pas envisageable.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Le redressement des activités de notre fabricant de salon se fait attendre...

C'est le moins qu'on puisse dire, avec une nouvelle perte sur le 1er semestre 2014 (de 0,59 usd par action).

Au niveau géographique, seule l'Asie-Pacifique se maintient à flot. Tant l'Amérique que l'Europe connaissent un nouveau tassement des ventes. La direction avance des retards de production par leurs usines chinoises, des pertes de change et des inefficiences dans les usines italiennes pour justifier cette «ènième » contreperformance. Seule consolation avancée par cette même direction : le fait que la baisse des ventes au 2e trimestre est moins forte que la baisse du 1er trimestre ... Il n'aurait plus manqué que cela.

Norcon PLC (UK) Ticker : NCON.L

L'entreprise de service télécoms poursuit sa restructuration par la réduction de sa dépendance au marché saoudien. Celui-ci ne représente à présent plus que 40 % du total des ventes (vs 70 % en 2012). Le chiffre d'affaires continue à se tasser mais la baisse semble maîtrisée. La perte reste conséquente au même niveau que l'année dernière à 0,03 usd par action. La VANT se contracte logiquement, à 24,53 GBp.

Socfinaf (Luxembourg) Ticker : 7463

La société de plantations de la galaxie Bolloré nous annonce un résultat semestriel record : le bénéfice a presque doublé et représente 2,85 euros par action. Relativisons malgré tout fortement cette première impression : la hausse du résultat est due exclusivement à la hausse de la juste valeur des actifs biologiques (les hévéas et les palmiers). Hors cette écriture sans impact direct sur les flux de trésorerie, le résultat aurait été stable. Cette écriture sur les actifs biologiques entraîne donc, mécaniquement, une hausse de la VANT, à 30,55 euros.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1936.61€ euros, en recul de 0.11% par rapport au mois passé.

Au 29 août, la répartition des investissements se présentait comme suit :

58.84% actions

21.37% en instruments financiers court terme et Sicav de trésorerie

19.79% obligataire

News de nos sociétés

Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO

La holding « matières premières » a l'intention de racheter 8,66 % de son capital. La direction estime la valorisation actuelle en bourse bien trop faible. Voilà le genre de décision que nous attendons de nos directions.

SunLink Health Systems (USA) Ticker : SSI

Avec son rapport annuel clôturé en juin, la société nous montre une plus que certaine stabilité avec sa VANT en légère hausse, à 2.3736\$. Sa valeur nette est également en hausse s'établissant à 2.1919\$. Cette progression est principalement due au *goodwill* et aux impôts différés en baisse qui viennent en déduction des fonds propres. Dans la bilan, nous voyons que le chiffre d'affaires est en baisse de 3%. Nous avons également le coût des produits et les coûts fixes en très légère baisse. Au final, la perte est de 0.06\$ par action.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Nous revenons sur le rapport semestriel détaillé, puisque le mois passé, nous ne disposons que d'un communiqué. Nous observons un très léger tassement de la valeur patrimoniale à 5.3291\$. La valeur nette s'établit à 4.5401\$. Tout comme les frais fixes en constante diminution, l'endettement de la société est aussi en constante diminution. Sur 1 an, l'endettement a été réduit de 14%. Comme très souvent, les ventes sont en recul de -9%, le coût des produits de -8% et les frais fixes de -3.58%. La perte nette semestrielle est de 0.17\$ par action alors qu'un an plus tôt sur la même période, elle était de 0.03\$. La société dispose de 2.60\$ d'encaisse par action, pour un cours de 3.50\$. Nous ne trouvons malheureusement pas dans ce rapport des explications sur le nouveau concept des magasins dont nous vous parlions le mois passé.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

Le rapport semestriel non audité de notre producteur d'électricité préféré est pas mal du tout. La valeur patrimoniale est en légère hausse, à 16.87€. Au cours de 10€, la société se paie même le luxe d'être une triple net avec 13.91€ de liquidités et 0.78€ de dettes totales, la valeur triple net ressortant à 13.13€. La société dégage, sur les 6 premiers mois de l'année, un profit de 0.20€ au lieu d'une perte de 0.03€ par action sur le premier semestre de 2013.

Nous apprenons dans ce rapport que la centrale brésilienne a vu ses coûts de production baisser de 23%.

En Inde, il semblerait que deux projets de centrales soient en attente d'une autorisation environnementale qui devrait être reçue à court terme et donnerait ainsi le feu vert pour démarrer la construction, tandis qu'une troisième centrale est à un stade moins avancé.

Et au Laos enfin, où les deux centrales ont été acceptées et où est maintenant négocié avec la société laotienne d'électricité, un partenariat pour l'achat de la production électrique et une participation dans la construction.

News de nos sociétés

Vet Affaires (France) Ticker : VET.PA

Comme nous nous y attendions suite à l'annonce des ventes pour le 1er semestre, les résultats de la période ne sont pas bons : une perte de 2,54 euros par action et des fonds propres en baisse.

C'est ce que nous apprend un communiqué laconique de la direction qui n'a même pas la décence de fournir un rapport financier complet pour présenter son « œuvre ». Celle-ci nous « baratine » avec son « pilotage très fin de la trésorerie » (sic), sa « profonde réforme de la politique et de l'organisation des achats » (resic) et son « amorce de repositionnement sur les fondamentaux du Groupe ». Ce qui ne l'empêche pas de nous annoncer dans la foulée et sans la moindre gêne que les pertes continueront à se succéder au 2e semestre.

Bref, une direction « daubasse » dans toute sa splendeur. Espérons qu'un actionnaire important finisse par nous virer cette équipe de « bras cassés ».



Analyses de société

Skyline Corp.

(NYSE, Ticker: SKY / ISIN : US8308301055)

I. Introduction



La société a été fondée en 1951 dans l'Indiana. Elle produit et commercialise des maisons préfabriquées et modulaires, mais également différents modèles de caravanes.

En 2014, elle a vendu 2434 maisons préfabriquées et 457 maisons modulaires, ainsi que 2825 caravanes.

Sa production de maisons préfabriquées et modulaires est écoulee par 210 revendeurs indépendants dans 370 points de vente aux USA mais aussi au Canada. Tandis que sa production de caravanes est écoulee par 150 revendeurs indépendants dans 200 points de vente à travers les Etats-Unis et le Canada.

Un seul revendeur concentre à lui seul 10% du chiffre d'affaire de la société.

La société dispose de 11 usines de production dans 9 états des USA.

Au niveau répartition par segment : la partie maison se taille la part du lion, avec 76% du chiffre d'affaire. Dans ce segment maison, le préfabriqué domine avec 82%, tandis que les maisons modulables comptent pour 18%. La vente de caravanes pèse 24% du chiffre d'affaire.

Les ventes de la société au Canada sont principalement dans la "maison modulaire", qui pèse 17% des ventes et dans le segment "caravanes" qui pèse 18% des ventes. Les maisons préfabriquées ne sont pas vendues au Canada.

Au niveau de l'actionnariat, nous notons une participation de 18% de la direction, et plus précisément de 17.60%, du fondateur de la société Arthur Decio, âgé aujourd'hui de 85 ans.

Au niveau des zinzins au nom sonnant et trébuchant, nous notons une participation de 14.10% de la banque Wells Fargo via différents fonds et de Mario Gabelli pour 11.90% via Gamco, ainsi que différents fonds. Pour ceux qui n'ont jamais entendu parler de Mario Gabelli, nous précisons que Bruce Greenwald lui consacre le chapitre 10 de son livre : « Investir dans la valeur » et nous explique que Mario Gabelli est l'inventeur de la « Valeur de Marché Privé » - VMP.

Nous vous proposons cette analyse à partir du rapport annuel clôturé au 30 mars 2014, à un cours de référence de 2.76 \$.

Analyses de société

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 4.97\$ et des dettes de 3.81 \$. Sa valeur d'actif net-net est donc de 1.16\$ par action. Mais nous observons avec le dernier bilan que la durée de paiement des factures client est passée à 40 jours, alors que la moyenne des trois derniers exercices était de 30 jours. Nous retraitons la valeur net-net en retranchant 0.26\$. La valeur net-net retraitée est donc de 0.8949\$

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

La société est propriétaire de bâtiments et de terrains d'une valeur d'acquisition de 5.95 \$. Après avoir soustrait une marge de sécurité de 20% et ajouté à la valeur net-net retraitée, la valeur Net-Estate de la société ressort à 5.65\$.

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



De quoi est composé le bilan ? Dans les **actifs courants**, les **liquidités** valent 0.7187\$ par action: nous les reprenons en l'état. Le **compte client** vaut 2.5061\$ par action. Comme nous vous l'expliquions dans la valeur net-net, le délai de paiement des factures a augmenté de 10 jours, passant de 30 jours en moyenne sur les 3 derniers exercices à 40 jours... Nous ne jugeons pas l'augmentation des délais

comme étant excessive, mais nous maintiendrons malgré tout notre retraitement automatique de 0.2614\$, soit 10% en moins. Du fait d'une clientèle vraiment diversifiée comme nous l'évoquions dans l'introduction, et du mode de production que nous allons vous expliquer dans la rubrique stocks, nous ajouterons à ce retraitement 5% supplémentaires. Nous reprendrons donc le compte client pour 2.1324\$. Nous trouvons ensuite la rubrique « **Billet à Ordre** », pour une somme symbolique de 0.06\$ par action que nous reprenons intégralement. Ensuite nous trouvons le **stock** pour une valeur de 1.3502\$. La direction nous explique qu'elle fonctionne avec un stock réduit de produits finis. On peut donc en déduire qu'elle fonctionne sur commande et le détail du poste stock, prouve ces dires, car les produits finis représentent 6%, tandis que les produits semi-finis représentent 34%. Quant'au matériel de base, il représente 60%, confirmé par un taux de rotation du stock de 22 jours. Ce stock est géré en first-in, first-out, ce qui nous semble cohérent avec le business de la société et comptabilisé au prix le plus bas du marché. Nous allons donc prendre une marge de sécurité de 50% sur les produits finis et semi-finis, nettement plus spécifique. Jugeant que le matériel de base pourrait facilement trouver acquéreur au prix le plus bas du marché en cas de mise en liquidation volontaire, nous prenons une marge de sécurité de 20%. Le stock vaut donc 0.9181 \$. Nous trouvons ensuite

Analyses de société

le **dépôt de garantie d'indemnisation** des travailleurs: c'est en fait un fond de garantie destiné à des dépenses d'assurances accident ou à des coûts médicaux imprévus pour les travailleurs. Comme cette somme est la contrepartie d'un engagement du passif, nous estimons qu'en cas de mise en liquidation volontaire la société récupérerait l'entièreté du fond, puisqu'elle servirait à rémunérer l'engagement. Nous les reprenons intégralement pour 0.3203 \$ par action. Les **autres actifs courants** apparaissent dans le bilan pour une valeur de 0.0646 \$ par action. Le manque d'explications ne nous fera pas tenir compte de ce poste.

Dans les **actifs à long terme**, nous reprenons les **terrains et propriétés** avec notre habituelle marge de sécurité de 20% sur le prix d'acquisition de 5.9450\$, soit pour 4.7560 \$ par action. Nous reprenons **l'équipement et les machines** pour 10% de leurs coûts d'acquisition, soit pour 0.2383\$. Les **autres actifs** se composent principalement de la valeur de rachat d'assurances-vie d'une valeur de 0.7689\$ par action. Comme ces assurances-vie sont généralement placées en obligations, nous prendrons une marge de sécurité de 15%, soit une valeur de 0.6536 \$.

Actif courant

Liquidités : 0.7187 \$

Compte client : 2.1324 \$

Billet à ordre : 0.06 \$

Stock : 0.9181 \$

Dépôt de garantie : 0.3203 \$

Actif immobilisé

Immobilier et terrains : 4.7560 \$

Equipement : 0.2383 \$

Autres actifs : 0.6536 \$



Nous avons donc un actif total de 9.7974 \$.

Hors bilan, nous n'avons pas trouvé de *leases*, ni de *stock option*.

Si nous soustrayons les dettes de 3.8096 \$, nous trouvons donc une **valeur de mise en liquidation volontaire de 5.9878\$**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Impossible de calculer la valeur de la capacité bénéficiaire, la société ayant enregistré ses derniers profits en 2007. Elle aligne 7 ans consécutifs de pertes.

Analyses de société

VI. Conclusions

A un cours de 2.76\$, nous disposons d'une marge de sécurité de

51.15% sur la valeur net-estate

53.90% sur la VLMV

La Valeur d'actif net tangible (VANT) est de 4.0265\$, mais la valeur net estate de 5.6509\$ étant plus élevée, c'est cette dernière valeur que nous retiendrons comme juste prix de la société. Le potentiel étant donc de 104.74% sur la valeur net-estate.



Vous l'aurez compris, la principale valeur de cette société réside dans son immobilier et ses terrains. Comme la société a été créée voici plus de 60 ans, nous pensons que notre marge sécurité de 20% est plus que suffisante pour déterminer plus ou moins justement la valeur minimum de réalisation des bâtiments en cas de mise en liquidation

volontaire.

Pour bien comprendre les difficultés actuelles de la société qui a vu son chiffre d'affaire se réduire de 48% depuis 2007, nous avons pris au sérieux, une fois n'est pas coutume, l'explication de la direction, qui nous semble rationnelle.

En gros, cette société, hormis sa partie « caravanes » à ranger dans le segment *récréationnel*, est finalement une immobilière de « série B ». Et cet immobilier de série B s'adresse plutôt à une population au revenu moyen inférieur, voire à revenus modestes. Soit la tranche de population la plus impactée par la crise, avec perte d'emploi à la clé, voire des emplois plutôt précaires. A cela s'ajoute le problème que ce type d'habitation préfabriquée ou modulaire ne représente pas de garantie suffisante pour une banque, car fabriquée avec des matériaux qui se détériorent plus vite dans le temps. Donc avec un emploi précaire et sans garantie jugée sérieuse, les banques vont rechigner à prêter pour ce type d'habitation.

Si l'on ajoute à cela le coût des matières premières dont dépend entièrement la société, mais aussi un coût lié au volume où plus on achète plus cela peut être négocié à la baisse, et où moins on achète moins on peut négocier. Et enfin, un secteur caravanes qui est, dirons-nous, de second ordre en terme de priorité. Nous avons de notre point de vue tous les éléments pour comprendre pourquoi cette société est estampillée Daubasse.



Analyses de société

Skyline corp est donc, de notre point de vue, une société cyclique qui refera surface vraiment en dernier lieu, quand la machine économique US repartira sérieusement!



Nous avons avec le dernier bilan, un premier prémisses de redressement des ventes qui ont augmenté de 8% par rapport à 2013. Mais ce sont les ventes de maisons principalement qui tirent pour l'instant la machine.

Aux USA, par unités, les maisons préfabriquées ont augmenté de 38% et les modulaires de 7%. Les modulaires au Canada sont stables.

Aux USA, toujours pas unité, les caravanes ont baissé de 34% et au Canada de 38%.

Nous voyons donc que l'activité du segment caravanes dépend encore plus de la santé économique des USA, puisque la distraction dans une crise est toujours supprimée en premier et ré-envisagée quand la situation s'améliore au niveau individuel.

Nous notons encore deux choses qui nous font croire que si la société a tenu jusque maintenant avec 7 années de pertes consécutives causées clairement, de notre point de vue, par la situation économique, la direction n'est peut-être pas aussi mauvaise que les chiffres ne le laissent paraître.

Tout d'abord, le rapport indique clairement la flexibilité de la société, qui peut parfois faire tourner ses usines au ralenti, voire carrément les mettre à l'arrêt.

Ensuite, nous notons que les frais fixes ont été divisés par deux depuis 2007. Ce qui démontre avec l'expérience que nous avons des Daubasses, que nous avons une direction responsable.

Dernier point noir, externe, comme si la société n'en avait déjà pas suffisamment à sa charge: son activité est saisonnière. Le printemps et l'été sont des saisons de ventes plus importantes que l'automne et l'hiver. Donc en gros, ce n'est pas dans les 6 premiers mois que nous pourrions observer une reprise sérieuse de l'activité, même s'il sera possible de comparer les périodes.



Nous pensons que si la destruction de valeur à moyen et long terme n'est pas à exclure et pourrait se poursuivre (car la société a revendu au fil des années une

Analyses de société

partie de son patrimoine immobilier inutilisé pour faire face à ses obligations financières), force est de constater qu'elle possède encore dans son patrimoine 16 bâtiments, dont 11 usines de productions, 3 bâtiments de bureaux et 2 usines inutilisées. Et que la direction qui avait trois options, soit liquider la société, soit changer d'activité, soit attendre que la situation économique s'améliore pour redonner à sa clientèle plus de pouvoir d'achat et des possibilités de prêts bancaires, a manifestement choisi la troisième option.



Tous les bâtiments vendus l'ont été avec profits selon le rapport annuel, mais comme il est impossible de connaître le prix d'acquisition qui peut dater de 50 ans, nous n'avons pas les moyens d'avoir une idée plus ou moins juste de la marge de profit

Si la destruction de valeur se poursuivait au rythme de l'année 2013 - 2014, la société pourrait encore tenir 3 ans et demi.

Par contre, il y a, à notre avis, un catalyseur possible : « l'âge du capitaine ». On peut penser que le fondateur ne va plus tarder à passer le relais : un repreneur dynamique pourrait peut-être rentabiliser ces actifs bons marché, voire un « raider » comme Gabelli en prendre le contrôle et proposer la vente « à la casse ».

PS: Depuis notre achat, du 15 septembre, les choses se sont précipitées voyons dans l'ordre :

Le 26 septembre, la société Evergreen Recreational Vehicles déclare son intention de racheter la partie caravanes de Skyline.

Dans la foulée et toujours le 26 septembre, c'est la société Cavco Industries qui se dit intéressée par l'ensemble des activités de Skyline et laisse entendre qu'elle est prête à déboursier entre 3.50\$ et 4.50\$, pour acquérir la société

Le 29 septembre, il semblerait que la direction de Skyline, ne soit pas trop pressée pour entrer en discussion avec Cavco. Espérons que c'est pour en tirer un beau prix ?

Depuis notre achat à 2.5338\$, le cours de la société s'est envolé et cote au moment où nous écrivons ces quelques lignes supplémentaires, à 4.13\$.

Inutile de vous préciser que le potentiel s'est donc complètement évaporé sur cette société, à notre plus grand regret pour tous ceux qui n'ont pas su en profiter.

Analyses de société

Rubicon Technology, Inc.

(Nasdaq, Ticker: RBCN / ISIN : US78112T1079)

I. Introduction



Rubicon Technology est une entreprise américaine basée à Franklin Park, dans la banlieue de Chicago (Illinois), fondée au début des années 2000. Elle fabrique des monocristallins de saphir qui servent, notamment, dans la confection d'écrans de téléphones portables: le nec plus ultra car ce matériau résiste extrêmement bien aux rayures et à la chaleur. Les produits de Rubicon, et le saphir synthétique en général, sont aussi utilisés dans toute l'industrie des LED (écrans, systèmes d'éclairages, phares de voitures, ...), dans l'aéronautique, l'optique, le médical, l'industrie des semi-conducteurs, ... La société est intégrée verticalement puisqu'elle produit tous les éléments de la chaîne : du produit de base (l'oxyde d'aluminium), en passant par le cristal brut de saphir, à la galette de saphir et au produit fini poli. La plupart de ses clients sont localisés en Asie, avec par ordre d'importance : la Chine, Taïwan et la Corée, et dans une moindre mesure les US.

Si les produits à base de saphir sont de qualité supérieure... leur prix l'est également. Même si Rubicon se définit comme un acteur low cost (comprendre avec des coûts de production faibles), il n'en demeure pas moins que la concurrence semble être rude sur le secteur, car les pertes sont récurrentes et croissantes. La faute essentiellement au prix des matières premières qui jouent sur les coûts et à un marché volatile. Si la société est en train de réduire ses coûts tout en développant ses outils de production, le potentiel du marché nous est inconnu. Le groupe semble avoir un savoir-faire certain, notamment sur les galettes de gros diamètres, qui semblent - à ce que nous comprenons - être les plus complexes à produire et les plus recherchées par le marché. Son outil de production semble bien dimensionné avec une usine d'environ 13 000 m² à Chicago et une autre de 6 500 m² en Malaisie. La direction fait savoir qu'elle possède des terrains encore non bâtis à proximité de ses centres de production actuels afin d'assurer la croissance future. Avant de nous projeter aussi loin, regardons la réalité, aujourd'hui.

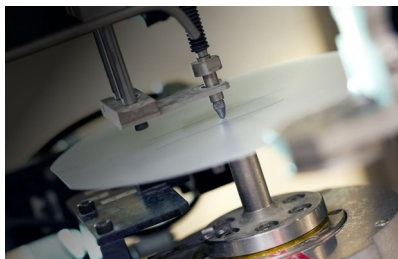
La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2014. Nous n'avons pas tenu compte de plans d'attribution d'actions potentiellement dilutifs, car leurs cours d'exercice sont bien supérieurs au cours actuel. Le cours de référence de la présente analyse est le cours de clôture du jeudi 18 septembre 2014, soit 4,25 USD.

Analyses de société

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 3,92 USD par action et l'ensemble des dettes représente 0,25 USD. **La valeur d'actif net-net est donc de 3,67 USD par action.**

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



La société détient des biens immobiliers industriels. Une usine de 13 000 m² à Batavia dans l'Illinois (en plus des deux centres de production et recherche qu'elle loue à Franklin Park et Bensenville) ainsi qu'une usine de 6 000 m² à Penang, en Malaisie.

Ces sites, terrains et bâtiments, ont été acquis historiquement pour un montant de 42,5 M USD ou encore 1,63 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant (soit 1,30 USD), y ajoutons la VANN et obtenons une **VANE de 4,97 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 des actifs.

Nous commençons par les actifs les plus liquides : les **actifs courants**. D'abord la **trésorerie** et les **équivalents de trésorerie** (pour moitié investis en obligation et bons du Trésor) pour un montant par action de 2,22 USD. Nous reprenons ce montant tel quel.

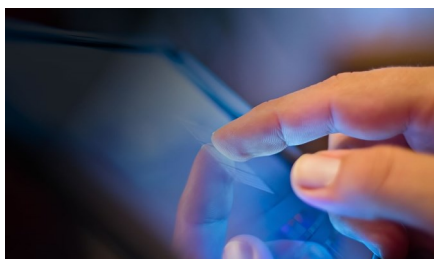
Au tour des **stocks**. Ils sont comptabilisés pour une valeur de 0,89 USD par action dans les comptes. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 195 jours et de 197 jours pour le dernier exercice. C'est un écoulement long. Surtout si le produit est technique. Or, la direction a déjà passé en perte une bonne partie de son stock de galettes de petites dimensions dans les comptes 2013 et de nouveau sur le premier semestre pour 1,5 M USD car elle estime que ces galettes de moins de 6 pouces ont désormais moins de valeur car moins demandées sur le marché. En ajoutant le fait que les stocks sont composés à 70% de matières premières, et que même les produits partiellement transformés restent eux également des matières premières pour les industriels, nous décidons de prendre une



Analyses de société

marge de sécurité de 20%. Ainsi, la valeur définitive retenue pour ces stocks est de 0,71 USD par action.

Il y a également dans l'actif courant les **autres fournitures stockées** pour un montant de 0,44 USD par action. Nous n'avons pas d'autres éléments que ceux précisés dans le rapport, c'est-à-dire qu'ils sont valorisés à leur coût d'achats en méthode first-in, first-out, et que ce sont des biens consommables utilisés notamment pour les réparations et maintenances des machines et équipements. Nous décidons de reprendre sur ces pièces une marge de sécurité de 20%, car ils nous semblent standards et facilement négociables. Ainsi nous évaluons ces autres fournitures stockées à 0,35 USD par action.



Viennent alors les **créances clients**. Elles sont inscrites au bilan pour une valeur de 0,32 USD par action. La société a été payée en moyenne en 68 jours sur les 3 dernières années et à 31 jours sur le dernier exercice. C'est un délai de paiement des clients qui est court pour une activité industrielle et qui

semble témoigner de la qualité du portefeuille clients de Rubicon. A noter que les deux premiers clients représentent respectivement 29% et 10% de l'activité de Rubicon Technology au 30 juin 2014.

Au vu de ces éléments, nous décidons donc de prendre une marge limitée de 10% sur ce montant et nous obtenons une valeur pour ces créances de 0,29 USD.

Enfin, le dernier élément : les **paiements effectués en avance**, que nous repreneons tel quels pour un montant de 0,04 USD par action.

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 obtenons un montant de 1,30 USD par action.

Ensuite, figurent les **machines, équipements** et le **mobilier** acquis pour une valeur de 5,11 USD par action. La société est relativement récente et ces équipements doivent valoir quelque chose. Mais nous ne savons pas exactement combien. Et surtout, ils peuvent être hyper spécialisés du fait de la spécificité de l'activité. Arbitrairement, nous allons reprendre 5% de la valeur d'acquisition de ces immobilisations (ce qui correspond à une marge de sécurité de 95%), soit 0,26 USD par action.

Le dernier composant de l'actif non courant est constitué des **autres actifs**. Ce poste représente 0,07 USD par action. Nous n'avons pas d'éléments supplémentaires explicatifs pour ce poste, et décidons donc de prendre une marge de sécurité importante de 50% pour finalement ne retenir que 0,03 USD par action.

Analyses de société

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 0,25 USD par action.



En **hors bilan**, il y a bien un plan d'attribution d'actions, mais il est à des niveaux fortement relatifs au cours actuel de 4,25 USD car ils sont exerçables à un cours moyen de 12,19 USD. Nous les considérons donc comme n'ayant aucun impact dilutif.

Nous constatons également l'existence de **leases** pour les bâtiments que Rubicon loue dans l'Illinois et qui engagent la société sur une période allant jusqu'en juillet 2015. Nous reprenons ses engagements pour un montant de 0,9 M USD pour moitié, du fait de leur négociabilité et de leur durée relativement courte, soit -0,02 USD par action.

Nous n'avons pas trouvé d'autres éléments, tels que des procès en cours ou d'autres 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

- + Trésorerie et équivalents : 2,22
- + Stock : 0,71
- + Autres fournitures stockées : 0,35
- + Poste client : 0,29

Actif immobilisé

- + Immeubles et terrains : 1,30
- + Equipements et matériels : 0,26
- + Autres actifs : 0,03

Passif

- Total passif : -0,25

Hors-bilan

- Leases : -0,02 USD

Ce qui nous donne donc une **VMLV de 4,89 USD par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a généré un résultat opérationnel positif sur 2 exercices : en 2011 et en 2010. Nous calculons un résultat opérationnel moyen annuel de 5,2 M USD. Ainsi, après prise en compte d'une imposition for-

Analyses de société

faitaire de 35%, d'un taux d'actualisation de 12%, nous obtenons une valeur de 1,08 EUR par action à laquelle nous ajoutons la trésorerie nette de 2,22 USD et nous obtenons une VCB de 3,30 USD.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 4,25 USD, il nous est impossible d'obtenir une décote sur nos ratios, VANN, VANE, VLMV ou VCB.

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 8,06 USD) à un cours de 4,25 USD est de : +90%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 133%

Il est excellent. La société n'a en effet aucune dette bancaire, une trésorerie nette de 58,2 M USD, suite notamment aux deux augmentations de capital effectuées en début d'exercice.



Ratio technologique = 7%, ce qui signifie que les dépenses en recherche et développement des cinq dernières années représentent 7% de la valeur boursière actuelle de la société, toujours à un cours de 4,25 USD.

Rubicon est en effet propriétaire de sa propre technologie ES2 - dérivée de la méthode standard Kyropoulos - qui lui permet de produire des saphirs de

haute qualité avec un meilleur contrôle de la croissance du cristal de saphir ainsi que de sa température.

Au-delà d'une baisse du cours actuel, le seul moyen d'obtenir une décote convenable serait de vendre à découvert une option PUT. Nous en avons identifié une qui pourrait nous intéresser :

Echéance : 20 mars 2015

Strike : 4 USD

Prime : 0,60 USD

Le 20 mars 2015, deux issues possibles :

1. Le cours est supérieur à 4 USD, nous encaissons notre prime, soit 0,60 USD en ayant bloqué 4 USD. Soit un rendement brut de $0,60 / 4 = 15\%$ en 6 mois, ou 30% en annualisé.

2. Le cours est inférieur à 4 USD, et nous sommes dans l'obligation d'acheter des actions à un prix de 4 USD. Le prix de revient net après l'encaissement de la prime serait alors de $4 - 0,60 \text{ USD} = 3,40 \text{ USD}$.

Analyses de société

Au cours de 3,40 USD, toutes choses égales par ailleurs (données comptables équivalentes), nous obtiendrions des marges de sécurité de :

7% sur la VANN
32% sur la VANE
30% sur la VMLV

Le potentiel sur la VANT de 8,06 USD serait de : +137%.

Pour conclure, Rubicon Technology fait face à une double problématique : une activité cyclique en creux de vague et une structure de coûts encore importante qui explique les fortes pertes actuelles.



Nous ne pouvons présager du futur. Force est de constater que la société a encore les reins solides au niveau de la trésorerie (58,2 M USD et aucune dette bancaire) et peut encore encaisser quelques déconvenues. Mais là n'est pas le principal objet. En effet, la société continue d'investir massivement. Certes, pas vraiment en recherche et développement (moins de 3 M USD

pour l'exercice à venir) mais d'avantage dans les outils de production. Le management est déjà dans le futur, avec des investissements prévus entre 10 M USD et 15 M USD sur 2014 pour produire d'avantage de saphir, ainsi que pour augmenter son parc de machines de polissage... même si nous ne savons pas à qui est destinée cette future production !

Si nous arrivons à émettre des options, tout ce que nous espérons, c'est que la société survive et nous aurions alors les marges de sécurité adéquates, en attendant que :

- soit la société mette en appétit un concurrent et qu'elle se fasse racheter à bon prix ;
- soit que les commandes et les marges repartent. Et que le cours se redynamise. Mr Le Marché se rendant alors compte de la sous-évaluation de la société.

Pour tout dire, nous ne sommes quand même pas loin d'aller brûler un cierge à Lourdes.

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