

# Investir Intelligemment



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 12</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 14</a>
Analyse de la société CDI Corp. ....	<a href="#">page 22</a>
Analyse de la société Blur Group plc .....	<a href="#">page 27</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 31</a>

# Edito



**F**évrier 2016: krach, boum, huuu!

C'est en réécoutant les [playboys](#) de Jacques Dutronc, que nous avons eu l'idée d'intituler notre 58ème lettre : *Krach, Boum, Huuu* dans lequel nous voulions vous parler de krach boursier.

Un krach boursier a été défini avec précision par les spécialistes. Il s'agit d'une chute de 20% et plus d'un indice boursier en quelques jours, ce qui fut le cas en janvier sur les indices chinois, comme le FTSE China50, passé de 11 234 points le 23 décembre 2015 à 8 586 points le 28 janvier 2016, soit -23.60% en un peu plus de 25 jours.

Après un krach, deux scénarios sont possibles. Soit cela repart à la hausse et tout le monde est content, même ceux qui n'en n'ont pas profité, le principal étant que l'hémorragie se soit arrêtée et qu'elle se ne soit pas aggravée.

La seconde possibilité, qui est la plus effrayante pour tous les acteurs, c'est de voir le karch boursier se transformer en *Bear Market* ou *Marché Baissier* : un marché qui remonte un peu, puis qui baisse un peu plus que ce qu'il a monté avec des variations plus lentes et plus rapides. Ce qui est effrayant, c'est que personne ne peut dire quand la baisse va s'arrêter. Et là, plus le marché s'enfonce et plus une majorité d'acteurs de marché sortent en vendant à la hâte. Et ceux qui ne vendent pas sont de plus en plus paralysés et achètent de moins en moins... Une espèce de cercle vicieux se met donc en place.

Nous l'avons entendu assez souvent et c'est revenu voici quelque jours quand un investisseur qui aurait aimé générer sans doute plus de performance que nous, pour rester avenant, disait que nous devons toute notre performance au fait d'avoir investi en 2008... et que c'était de la chance !

Nous réexpliquons sans doute une énième fois ce qui s'est passé et pourquoi

# Edito

dire que nous avons eu de la chance n'est pas exact, et pourquoi un investissement dans les Daubasses avec quelques années de performance hors norme et le reste du temps à peu près comme le marché peut créer une différence énorme à long terme et donc faire beaucoup mieux que le marché.

Commençons par la chance d'avoir investi en 2008 qui n'apparaît que dans un rétroviseur et bien a posteriori. En novembre 2008, le 24 plus précisément, quand nous achetons les 30 premières sociétés du portefeuille Daubasses, nous sommes en plein *Bear Market*. On parle de fin du capitalisme et de 1929 (la plus grave crise du début du siècle). Pensez-vous que nous pouvions savoir quand est-ce que le *Bear Market* prendrait fin ? Relisez nos premiers articles du blog, on évoque souvent la possibilité de faillite de plusieurs sociétés et espérons une performance au-dessus de la moyenne à horizon de 5 ans. Nous étions, à l'époque, dans un groupe privé d'une vingtaine d'investisseurs dans la valeur, et combien de membres du groupe pensez-vous que nous avons convaincu de mettre au pot avec nous pour démarrer ? Et bien 1 seul ! Nous étions donc 3 au début. Pourquoi une si grande majorité n'a pas investi et est resté paralysé par le marché baissier, à attendre que la chute se calme, s'arrête ? Il faudrait leur demander. Et en plus, nous avons investi le 24 novembre et le marché a atteint son plus bas en mars 2009 avant de repartir, donc 4 mois après que nous ayons créé notre portefeuille. Mais c'est vrai que sur un graphique reprenant 7 ans de cotation, le 24 novembre 2008 ou le 25 février 2009 apparaissent tous deux comme des points bas. Enfin, tout le monde était quand-même libre d'investir et une poignée l'ont fait contre une majorité paralysée, qui ont acheté un an ou deux plus tard ce que nous avons acheté 5-6 fois moins cher, voire parfois 12 fois moins cher, le 24 novembre 2008.

Poursuivons avec la chance encore. Quand on achète des actifs décotés valant moins de 70% de leur valeur net-net ou net-estate, et que l'on en trouve à la pelle (entendez plus de 200 sociétés), c'est qu'il y a forcément un vent de panique, une vente panique causée par un *Bear Market*. Dans d'autres cas, c'est sur un seul secteur, voire un problème ponctuel sur une seule société. Si vous chassez de la Daubasse de 2007 à 2016, vous avez deux périodes exceptionnelles, de la mi-2008 à la mi-2009 et à la fin de 2011. Si vous n'investissez pas à ce moment-là parce que vous êtes paralysé par la peur, personne ne peut rien faire pour vous. Mais ce n'est pas de la chance que d'investir à ces deux périodes, puisque c'est simplement dû au *process* Daubasse et au marché qui vous offrent de nombreuses occasions. A bon et ensuite ? Et bien ensuite, il y a moins d'occasions. Ce n'est pas de la malchance puisqu'ensuite le marché se valorise doucement et les aberrations disparaissent petit à petit.

Si vous suivez donc le *process* Daubasse, il n'y a pas de chance et de malchance. Il y a simplement ce que vous propose le marché. Parfois vous n'avez pas assez de liquidités pour investir sur tout ce qu'il propose et parfois les occasions se raréfiant, vous avez pas mal de liquidités.

L'important dans cette méthode, c'est de saisir les années exceptionnelles,

# Edito

celles qui connaissent la paralysie et les ventes paniques.

Où en est-on actuellement ? Est-on proche d'un krach ou pas ? Quand ? A force de réfléchir sur le sujet, nous avons, cher lecteur, un indicateur non conventionnel pour savoir où on en est. Il est simpliste et non prédictif et nous ne prétendons pas, ni ne voulons d'ailleurs, rivaliser avec les spécialistes de la finance, les Nostradamus des gratte-ciels new-yorkais. Ce n'est pas notre but. Notre seul but étant d'avoir une image à peu près juste de la réalité que proposent les marchés et au présent.

Nous aurions sans doute pu faire un indicateur maison avec cela, c'était très simple. En fait, en relevant chaque fin de mois le nombre de net net et net estate dans nos listes, nous aurions pu voir avec précisions où en était le marché. Nous avons déjà précisé dans la lettre précédente, que fin décembre nous avons trouvé un peu plus de sociétés que les mois précédents, et nous pouvons dire qu'en janvier les trouvailles se sont poursuivies comme en décembre. Ce n'est pas la ruée vers l'or, mais en deux mois, c'est aussi bien que sur les six premiers mois de 2012.

Ce qui nous fait dire en jetant un œil à notre sismographe (les listes Daubasses) qu'il y a eu un petit secouage de cocotier, mais pas de krach en vue et encore moins de *bear market*...

Que faire et comment réagir, en attendant ? Pour un investisseur de Daubasses qui est à l'écoute du marché, et en dehors de la prédiction, ce qui est notre cas et c'est aussi ce que nous faisons, il n'y a rien de plus à faire que de rester en phase avec ce que le marché propose. Tant que le marché offre peu de société, nous achetons ce qui a le plus d'intérêt, et pour 1% du portefeuille ce qui nous permettra de renforcer le cas échéant. C'est la phase où il faut jouer petit et rester prudent. Si dans 3 mois, après un krach, le marché nous offre plus de sociétés à prix cassé, nous en achèterons plus, renforcerons ce qui doit être renforcé, selon les prix proposés. Et si nous entrons dans un *bear market*, nous dépenserons toutes nos liquidités en achetant le maximum de ce qui sera offert par le marché. C'est la phase où il faut jouer gros et profiter au maximum des soldes.

Faire confiance à son *process*, pour acheter, vendre et renforcer, reste la solution la plus simple et la plus rationnelle, pour éviter de faire n'importe quoi, souvent à contretemps.

Nous n'allons certainement pas dire que tout cela est facile, même si nous jugeons qu'il n'y a qu'une seule difficulté à surmonter : suivre son *process* à la lettre.

## Compte-rendu mensuel

C'est un mois de janvier difficile pour tout le monde que nous venons de vivre...

# Edito

et ce n'est peut-être pas fini ! Nous n'allons pas nous lancer dans de la macro à 5 cents, pour répéter ce que nous lisons un peu partout, le couplet sur la Chine, la sonate sur le ralentissement global et la symphonie sur le prix du baril de pétrole. Pour la simple et bonne raison que quand on essaie de comprendre pourquoi le prix aussi bas du pétrole est dramatique comme on peut le lire partout, notre raisonnement simpliste nous amène à des conclusions diamétralement opposées. Pour nous, un baril de pétrole cher ou du gaz cher alourdit la facture énergétique de toutes les entreprises qui en consomment, et les coûts de production quand le pétrole entre, par exemple, comme composante d'un produit. C'est donc une mauvaise nouvelle pour toutes les entreprises, en dehors des producteurs et de leurs sous-traitants. A l'opposé, quand le pétrole ou le gaz sont bon marché, les marges augmentent puisque le cout du produit diminue, voire la facture énergétique est plus faible. C'est donc une bonne nouvelle pour toute société, hormis les sociétés productrices et leurs sous-traitants. Et on lit partout l'inverse, comme si une foultitude de journalistes financiers et d'économistes avaient en portefeuille des Chevron, BP, Total, Exxon, Eni, quand ils expliquaient avec moult détails le *Peak Oil* et recommandaient d'acheter à 150\$ le baril, expliquant que 200\$ était en ligne de mire dans les 6 prochain mois!

Passons, et revenons à ce mois de janvier difficile, où nous avons vu une nouvelle fois, mais plus sérieusement que les précédentes, notre portefeuille résister sans l'aide ni des parapétrolières, ni de nos minières métaux précieux. On finira peut-être par se demander à quoi ces investissements servent, ce qui n'est pas encore le cas rassurez-vous. Nous avons noté au cours du mois, une différence avec le marché représenté par le tracker MSCI World (dividendes réinvestis), de plus de 6%. Mais en fin de mois, l'insulte au bon sens paysan des banquiers centraux a redonné de l'espoir au monde financier. Les taux négatifs au Japon et en cadeau un *boost* du baril du pétrole de plus de 20%.

De notre point de vue basique de Daubasses, ce fut finalement un mois agité avec pas moins de 6 mouvements. Mais soyons honnêtes, un mois relativement facile. Sauf sur un point, notre 6ème mouvement que vous allez découvrir dans la prochaine rubrique, mouvement qui n'a pas le moindre rapport avec ce tintamarre.

## Mouvements mensuels

La première opération de l'année, le 4 janvier, est une opération d'arbitrage sur **Global Tech Advanced Innovation**. Le fait d'avoir suivi la société dans les news depuis 2012 nous procure l'avantage de comprendre mieux la transaction qui se profile. Le directeur de la société veut racheter la société depuis plusieurs mois à 8.75\$ d'abord, puis à 8.85\$. Et la question principale c'était comment trouve-t-il l'argent ? Est-ce qu'une banque pourrait lui prêter en mettant en garantie les liquidités importantes de la société, soit 9.25\$ par action ou autre ? Dans les news de fin décembre, la nouvelle tombe sur le fait que le rachat de la société se fera uniquement avec les liquidités dont dispose la société. Donc le directeur de la société n'a pas besoin d'emprunt pour cette OPR. A moins qu'il

# Edito

n'ait réellement pas d'argent dans les caisses, le risque nous semble plus que limité. Avec la volatilité du début d'année, nous avons pu acheter à 8.15\$, et atteindre avec cet arbitrage le maximum de position autorisé par société, soit 3.33% du portefeuille. La transaction étant annoncée au premier trimestre de 2016, une plus value brute de 8.50% en 3 mois maximum sur cette dernière tranche est donc tout-à-fait envisageable. Et si malgré tout l'OPR ne se faisait pas, un prix de 8.15\$ c'est 55% de décote sur la VANT de 19.43\$. On peut alors résumer le deal de cette manière : pile je gagne un petit peu rapidement / face j'ai renforcé à un potentiel supérieur à 100%. Le même jour, nous décidons d'acheter **O2Micro international** présenté voici 10 mois dans la lettre de février 2015. Il s'agit d'une valeur technologique de Taiwan très intéressante. A l'époque de l'analyse, à 2.36\$ le cours nous a semblé un peu élevé. L'annonce du ralentissement chinois nous a donc permis en ce début de janvier d'acquérir la société à 1.44\$ frais inclus. Avoir payé 40% moins cher que voici 10 mois est une chose qui nous plait vraiment.

Le 13 et le 14 janvier nous renforçons nos deux parapétrolières à 1% chacune du portefeuille. Nous avons jugé **Enteq Upstream** et **Thalassa Holding**, après que les cours du baril ont enfoncé les 30.29\$ (notre second et dernier palier), les sociétés à la fois les plus solides et aux potentiels les plus importants de notre portefeuille.

Le 20 janvier notre 5ème opération du mois a lieu par gros temps. Les marchés semblent s'agiter de plus en plus. Il s'agit de **CDI Corp**, une société d'intérim spécialisée dans plusieurs secteurs pointus comme les technologies, la chimie, l'aérospatial et le secteur pétrolier et gazier. Ces deux derniers secteurs, représentant 29% du chiffre d'affaires, offrent une partie de l'explication sur la décote. Ajoutons aussi que le secteur de l'intérim est d'une extrême sensibilité aux cycles économiques et enfin des problèmes internes à la société détaillés dans notre analyse (que vous découvrirez plus loin dans cette lettre), pour que l'esquisse soit complète. Une excellente solvabilité et un potentiel attractif de plus de 150%, nous fait penser que cette société est digne d'intérêt.

Le 25 janvier et cette 6ème opération, restera dans les annales comme étant la date du premier caillou dans la chaussure du portefeuille 2016. C'est notre 36ème perte en 7 ans et quelques. Ce n'est donc pas une première et nous savons que ce ne sera malheureusement pas la dernière. La société s'appelle **QC Holdings**. -39.80% et -1 377€, ce n'est pas une perte colossale et pourtant plusieurs points dans le déroulement du film nous énervent au plus haut degré. Tout d'abord, c'était une société que nous avons jugée à l'unanimité solide pour affronter un krach : clientèle diversifiée, prêts modestes sous les 1 000\$, indépendante du système bancaire puisqu'elle s'autofinçait, et aussi non seulement imperméable à la remontée des taux mais pouvant en profiter, disposant de cash et d'une excellente solvabilité. Et nous étions presque fiers d'avoir trouvé à investir dans une société financière que nous comprenions, une première ! C'est pendant le week-end du 23-24 janvier que tout fut gâché quand nous avons appris que la direction avait demandé un *délistement* pour le mois

# Edito

de février, alors que le cours était à 1.20\$. C'est une décision surprenante de la part de la direction, que nous rencontrons pour la première fois, mais que nous relierons d'emblée au passage suivant de notre analyse : « *La société est de taille modeste avec un flottant faible (12% du capital). Aussi, la famille Early détient la majorité du capital et a 3 membres de sa famille au management : Don Early (le père et fondateur), Darrin Andersen (le fils) et Mary Early (la mère). Ils sont grassement payés, puisque sur l'exercice 2014, ils ont perçu à eux 3 seuls, 2,16 M USD de salaires. Ce qui est un montant rondelet pour une entreprise qui a fait un bénéfice de 5,1 M USD sur le même exercice. **L'actionnaire minoritaire n'est apparemment pas la priorité de la famille aux manettes.*** » qui est la première raison au fait que la société se retrouve en catégorie Daubasse, dans les trois questions de fin d'analyse. Et la décision de *délistement* renforce notre idée que cette famille veut s'asseoir encore plus à l'avenir sur les minoritaires, soit en rachetant à vil prix les actions en circulation, puisque tout le monde sait que les conséquences d'un *délistement* c'est une chute du cours de -30% et plus. Nous décidons de vendre dès l'ouverture de la bourse de New York le lundi 25, car le quelque chose de bien qui pourrait arriver à l'avenir, cher à Walter Schloss, s'est transformé en quelque chose de « pas très bien du tout ». En résumé, du risque est venu s'ajouter au risque de départ.

Comme si ce n'était déjà pas suffisamment stressant d'avoir cette sale surprise sur une société achetée voici à peine 40 jours, les déboires n'en sont pas restés là, au contraire. Nous allons boire la bonne grosse tasse bien salée lors de la vente qui s'avérera au final cauchemardesque. Dès l'ouverture, le cours passe rapidement de 1.20\$ à 1.12\$, et poursuit sa chute à 1.08\$ le temps que nous encodions l'ordre de vente. Nous mettons alors un ordre limite à 1\$ pour être certains d'être exécutés. Et seulement 1 000 actions sont exécutées. Nous observons le marché une petite dizaine de minutes, pour voir si le cours a seulement subi un trou d'air et a une chance de remonter, afin d'être exécutés à 1\$. Mais quand le cours enfonce les 0.80\$, nous jugeons que c'est peu probable. Nous annulons alors notre ordre exécuté au 1/3 (2 854 actions détenues au total) et remplaçons un nouvel ordre à 0.70\$ que nous espérons suffisamment bas. 1 000 actions seront vendues à nouveau à 0.70\$. Et le solde un peu plus tard encore. Nous pensions perdre ce week-end-là une dizaine de pourcents et au final c'est presque 40% que nous avons perdu, avec double paiement des commissions de transactions en cerise sur le gâteau !

Pour conclure et c'est peut-être le pire d'une certaine manière, c'est que nous n'avons même pas trouvé pour le moment quelque chose à nous reprocher, et nous ne pensons pas que nous trouverons quelque chose, car une direction qui se moque des minoritaires que nous avons mis en avant dans l'analyse est une chose plutôt courante, qui n'est pas agréable, mais qui ne finit pas systématiquement par une telle catastrophe !

# Edito

## Les top et les flops, focus performance du mois de Janvier 2016

### Top 3

1° Net Estate : STR Holding Inc = +31.40%

2° Net Estate : Skyline Corp = +26.55%

3° Net Estate : Encre Dubuits = +22%

### Flop 3

1° Net Estate : Civeo = - 23.94%

2° Net Estate : SunLink Health System = -23.82%

3° Net Net : Deswell industries Inc = -20%

## Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 7 années pleines, de 2009 à 2015, le portefeuille du club a dégagé +9.08% de performance moyenne sur les mois de janvier. La performance de janvier 2015 du portefeuille de -3.24% fait donc apparaître une différence de plus de 12%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes (achats-ventes) de ce mois, nous avons un solde positif de +15 698.55 €, avec 5 achats et une vente. Sur l'année 2016, nous avons acheté pour la somme de 17 780.86 € et effectué des ventes pour 2 082.31 €. Le solde achats-ventes est donc positif de + 15 698.55 €. Nos liquidités ont diminué ce mois-ci et pèsent au 31 janvier, 14.90% du portefeuille.

## Suivi par catégorie sur l'année 2016 et en ce mois de janvier

1°RAPP = -0.17% (sur le mois = -0.17%)

2°Net Net = -3.24% (sur le mois = -3.24%)

3°Net Estate = -4.60% (sur le mois = -4.60%)

4°Diversification Value = -7.78% (sur le mois = -7.78%)

La catégorie RAPP commence l'année en force, en se démarquant d'emblée des autres catégories, en affichant un recul minuscule de -0.17%. **Bell AG** continue sur sa lancée de 2015, tandis que nos deux sociétés de retails **Dillard's** et **Kohl's** qui avaient bien dégusté en 2015 affichent respectivement un score de +7% et +4% sur le mois. Les net-net et les net estate ont fait un peu mieux que le marché et comme vous avez pu le constater dans les tops et les flops, la catégorie net-estate génère les 3 tops du mois, une première. Mais aussi les 2 des 3 flops, une première aussi dans le sens où les 2 premiers flops sont les mêmes sociétés qu'au mois de décembre qui perdent deux mois consécutifs plus de 20%. Il s'agit, comme vous l'avez lu un peu plus haut, de **Civeo** et de **Sun Link Health System**. Quant' à notre catégorie diversification value, 2015 a été très difficile et ce début 2016 ne semble pas introduire la moindre variation, même si l'or a repris un peu de couleurs et le pétrole a bondit sur quelques jours de plus de 30%. Avec la Chine en mutation, ce sont principalement nos holdings asiatiques qui ont trinqués cette fois.

# Edito

## Qu'est-ce qu'on raconte sur le blog des Daubasses ce mois - ci ?

Pour ceux d'entre vous qui n'ont pas toujours le temps de lire nos articles sur le blog au fur et à mesure de leurs publications, nous allons dorénavant les regrouper dans cette rubrique. Et vous pourrez donc les consulter en un seul clic.

Le dimanche 3 janvier, alors que l'année boursière 2016 s'ouvre le lendemain, nous clôturons nos vacances de Noël avec un ancien édito d'avril 2013, dans lequel il est question de crise chypriote et de valorisation. C'était presque prémonitoire du sale temps qui allait s'abattre sur les marchés les 5 jours suivants.

[Lire l'article.](#)

La rétrospective 2015 de notre portefeuille à l'attention de nos lecteurs. Quelques comparaisons avec des « stars » value que nous respectons, nous démontrent par A+B que nous sommes restés exigeants avec nous-même, que nous appelons toujours une souris noire... une souris noire, et que nous travaillons toujours aussi dur pour faire encore et toujours mieux.

[Lire l'article.](#)

Le 17 janvier, dans un nouveau « bas les masques », l'histoire complète d'un *bagger X8*, **Zoom Telephonics**. Ce genre d'article permet toujours de comprendre que ce n'est pas facile d'investir dans une Daubasse, car par exemple les news du 13 Juin 2013 sont difficile à écrire : « *Le bilan du premier trimestre de Zoom n'est pas brillant. La valeur patrimoniale (VANT) de la société a baissé de 10%. En cause principale d'abord, une baisse du chiffre d'affaires de 29%, comparé au même trimestre 2012.* »

Investir dans une Daubasse, c'est s'inscrire à chaque fois dans une école de modestie, car faire le malin le 13 juin 2013 parce que vous venez d'investir sur Zoom Telephonics est entièrement déplacé. Et quand cela fini en *bagger 8*, il n'y a pas de raison que vous ne vous rappeliez pas tous les passages difficiles qui ont jalonné cet investissement. Heureux du résultat final, oui et 10 fois oui ! Se prendre pour des cadors de l'investissement, non et 1 000 fois non. Le rapport est de 1 pour 100 qui veut imaginer un rapport inférieur à 1/100 (10:1000), n'a pas le moindre sens des réalités.

[Lire l'article.](#)

Nicholas Nassim Taleb épisode (2). Entrée en douceur dans un monde complexe, vulgarisé par le plus grand phénicien de tous les temps, un phénicien qui a travaillé à Wall Street, dans le réel puis dans la théorie à partir du réel. 3000 ans plus tard, la charrette vient toujours avant les chevaux : qui l'eut cru? Le programme de Taleb, au final, c'est un simple combat de titans entre le réel et son ombre rêvée, incarné par des êtres de chair et d'os. Les premiers font depuis toujours la grandeur de l'humanité, les seconds seulement l'actualité!

# Edito

[Lire l'article.](#)

## La rubrique culturelle

Hyperloop est un projet imaginé par Elon Musk, le patron de Tesla, en 2013. Charleroi ne serait plus séparé de Blankenberge que par 7 minutes et 56 secondes. Il sera donc possible de se taper en soirée une moules-frites « chez Jeffke », en moins d'une heure et sans rater le 4 653ème épisode de Plus Belle La Vie... en février 2023 !

[Hyperloop, le train supersonique d'Elon Musk, arrivera cette année.](#)

Selon le FMI, la plus grosse bulle financière de l'Histoire va bientôt exploser. Si vous n'aimez pas les scénarios « fin du monde », ce remake tout en un de 29-87-2000+2008 n'est pas fait pour vous, zappez (déconseillé à tout investisseur qui a peur de perdre 75% de ce qu'il vient de gagner en bourse, facilement).

[Selon le FMI, la plus grosse bulle financière de l'Histoire va bientôt exploser.](#)

Toujours dans le scénario catastrophe, mais cette fois c'est la bulle obligataire qui est évoquée. Et ce ne sera juste qu'un peu plus grave que 2008. Pas de quoi fouetter un chat.

[L'explosion de la bulle obligataire sera pire que celle des subprimes.](#)

Des chercheurs en sécurité (???) jouent à la Barbie ! Et font avancer les chooooooses !

[Hello Barbie, la poupée connectée aux 14 failles de sécurité.](#)

Plus fort qu'André Breton, Paul Eluard, Tristan Tzara, Max Jacob et tous les surréalistes ! Le magasin qui vous fait marcher !

[Decathlon crée le magasin où on achète en repartant les mains vides.](#)

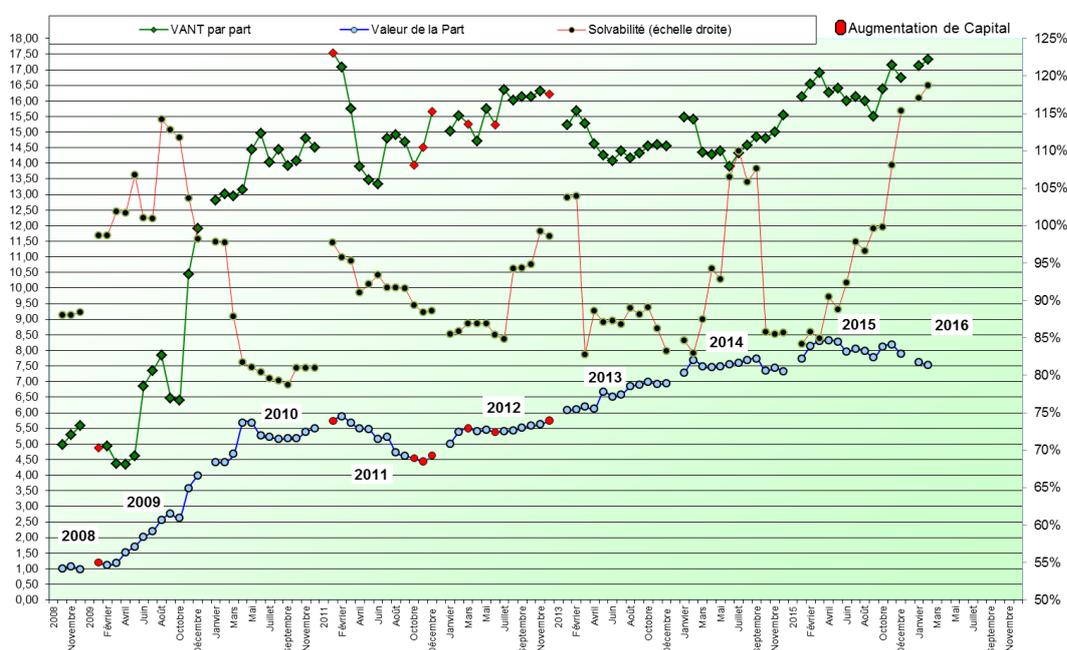
C'est en forgeant que l'on devient forgeron... Des poncifs qu'il est parfois utile de rappeler, si vous ne voulez pas vous retrouver hors piste.

[Vous profitez de plusieurs avantages face aux grands gestionnaires de portefeuille.](#)

# 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.

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
5 février 2016	
Valeur d'une Part	7,88 €
Valeur des Actifs Net Tangible	18,15 €
Potentiel	130,36%
Solvabilité pondérée	118,76%
3,33% Pondération Max	10.926,86 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	40,76%
Dollar Américain	37,47%
Livre Sterling	14,32%
Dollar Canadien	4,76%
Courone Suédoise	1,11%
Franc Suisse	1,96%
Variation des devises Yield	-1,87%
Nombre de société vendue	118
Gain Moyen	1.737,34 €
Perte Moyenne	- 360,46 €
Société en Gain	82
Société en Perte	36
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,82



# Portefeuille

Ci-dessous, une vue de 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.

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
0	1	1	44%	Trans World Entertainment	503%	1,35%	2	0	2	531%	Avalon	-17%	0,92%
0	3	3	32%	Leeds Group Plc	116%	2,59%	3	2	5	350%	Exacompta - Clairefontaine	-6%	1,89%
3	1	4	219%	Vianini Industria	-4%	2,80%	0	3	3	69%	Gevelot	374%	4,50%
0	0	0	34%	Jemtec	-67%	0,24%	3	3	6	156%	Irce	40%	1,30%
3	0	3	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-54%	0,52%	3	1	4	121%	Natuzzi	-27%	1,64%
3	2	5	90%	MBL Group	6%	0,78%	0	3	3	60%	Peel Hotels	201%	4,93%
3	0	3	510%	Asian Pacific Wire & Cable	-37%	1,71%	1	2	3	65%	Hammond Manufacturing	64%	1,30%
3	0	3	309%	Deswell Industries Inc	-35%	1,19%	2	1	3	84%	Encre Dubuit	54%	2,99%
0	1	1	38%	Velcan Energy	41%	0,65%	3	1	4	263%	Dover Downs Gaming	-2%	1,90%
1	2	3	124%	Global Tech Advanced Inovation	40%	4,73%	3	0	3	120%	I Grandi Viaggi	5%	2,10%
2	1	3	109%	Norcon Plc	7%	1,38%	3	1	4	644%	SunLink Health System	-40%	1,18%
1	0	1	72%	Matica Technologies	44%	2,81%	3	1	4	518%	STR Holdings inc	-86%	0,07%
2	0	2	149%	Gravity Corp Ltd	-33%	1,33%	3	2	5	357%	Signaux Girod	-49%	0,50%
3	0	3	118%	Emerson Radio	-30%	1,26%	3	2	5	153%	Amrep Corp	7%	1,79%
3	3	6	137%	Enteg Upstream Plc	-2%	2,03%	3	0	3	256%	Gafisa S.A.	-36%	1,28%
2	2	4	111%	LeapFrog Entreprises Inc	-35%	0,70%	3	1	4	594%	Civeo	-35%	1,42%
3	2	5	95%	Richardson Electronics Ltd	-14%	0,86%	3	3	6	156%	Thalassa	-8%	1,95%
3	1	4	380%	Rubicon Technology Inc	-10%	0,97%	1	1	2	73%	Hyduke Energy Services	54%	1,34%
3	1	4	118%	GigaMedia Ltd	17%	1,22%	3	2	5	152%	Bernard Loiseau	0%	1,02%
							3	0	3	227%	Allied Health Care Products	-30%	0,70%

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
2	0	2	96%	Eastern European Property	-24%	0,57%	3	2	5	133%	GEA	-5%	0,91%
3	2	5	122%	Elephant Capital Plc	-47%	0,08%	0	2	2	11%	Bell AG	60%	1,96%
0	2	2	32%	Luxempart	28%	1,35%	2	3	5	84%	Global Sources Ltd	28%	1,40%
3	1	4	541%	Dundee Precious Metal	-82%	0,59%	1	2	3	93%	FutureFuel	1%	1,12%
0	2	2	12%	Sofragi	34%	0,88%	3	1	4	222%	ADL Partner	-35%	0,70%
1	2	3	41%	(ADR ) First Pacific Ltd	-27%	0,89%	3	2	5	205%	Dillard's Inc	-24%	0,76%
1	2	3	18%	(ADR ) Jardine Stratégic Ltd	-4%	1,16%	3	1	4	165%	Kohl's Corporation	-7%	0,97%
0	2	2	50%	Silver Standard Ressource	0%	0,59%							
2	2	4	97%	Argonaut Gold	-79%	0,29%							
3	0	3	206%	Sprott Ressources Corp	-75%	0,48%							
2	1	3	97%	Socfinaf	-32%	0,76%							
3	0	3	184%	Alamos Gold	-51%	0,51%							
3	2	5	108%	Great Eagle Holdings Ltd	-7%	0,95%							
0	3	3	62%	Symphony International Holdings L	0%	1,01%							
2	2	4	85%	Bonheur ASA	-34%	0,73%							

Vous trouverez la vue classique du portefeuille en Zone Premium, mise à jour de manière hebdomadaire, à l'adresse:

<http://www.daubasses.com/zone-premium/notre-portefeuille-daubasses>

## News de nos sociétés



### **ADL Partner (France) Ticker : ALP.PA**

ADL Partner a lancé la marque ADLPerformance, une nouvelle solution marketing à destination des entreprises qui souhaitent communiquer en cross-canal. Cette solution sera offerte grâce aux compétences techniques des différentes filiales du Groupe.

Ce mois, nous prenons aussi connaissance du niveau d'activité de l'exercice 2015 qui croît très légèrement de +0,2% sur l'année, à 118,4 M EUR vs. 118,2 M EUR en 2014. Le quatrième trimestre de l'exercice a été porteur, avec une croissance de +3,7%. L'Espagne semble repartir quelque peu. De nouveau, la direction prévient que les résultats 2015 seront fortement en retrait par rapport à 2014, du fait de coûts importants liés au développement de la filiale ADLP Assurances, spécialisée dans le courtage d'assurances.

### **Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO**

L'OPA lancée sur Carlisle Goldfields Limited est terminée et plus de 98 % des actions ont pu être acquises. Comme nous l'avions laissé entendre dans nos précédentes news, après la fusion avec Aurico Gold, la taille d'Alamos devient considérable et les projets turcs qui étaient la principale « valeur cachée » d'Alamos sont fortement dilués dans ce nouvel ensemble dont la valorisation s'annonce ardue.

### **Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO**

Le volume d'or produit a diminué au cours du dernier trimestre 2015. Pour 2016, la direction s'attend à des coûts d'extraction de 750 à 800 USD l'once.

### **Bell AG (Suisse) Ticker : BELL.SW**

A contre-courant du marché, le titre de notre belle progresse de +7% en janvier. Notre RAPP semble être portée par sa croissance. L'activité a en effet augmenté en 2015 de +8,5% à 2,8 Md CHF dans un contexte très défavorable du fait d'une monnaie très forte qui a favorisé « le tourisme alimentaire ». Il faut comprendre, l'achat de denrées alimentaires dans les pays limitrophes pour les frontaliers qui profitent de la force du franc suisse pour acheter au rabais en euros. La publication prochaine des résultats nous dévoilera si la société continue sa lancée de croissance rentable.

## News de nos sociétés

### **BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V**

Nous apprenons la démission « en bloc » de 3 administrateurs de la société (parmi lesquels Elaine Donnelly dont nous avons précisément mentionné dans notre lettre de décembre qu'elle avait acquis un bon petit morceau du capital). Nous n'avons aucune idée de la signification d'un tel événement.

### **Civeo Corp (USA) Ticker : CVEO**

Le 28 janvier, nous apprenons que la société a signé un contrat de 41 millions de CAD avec une société pétrolière active dans le sable bitumeux au Canada. La direction se félicite d'avoir trouvé ce nouveau client dans un environnement difficile. Et nous aussi nous saluons cette direction qui a pris la décision de se recentrer sur le marché canadien à un moment très difficile et qui récolte déjà les fruits de ses décisions.

### **Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO**

La production d'or pour l'exercice 2015 s'élève à 139 800 onces, pour une fourchette cible de 130 000 - 150 000 onces. Un bureau d'analystes prévoit un bénéfice de 0,10 CAD par action. Ne vendons pas la peau du trappeur avant de l'avoir tué. Les résultats seront annoncés début février.

### **Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA**

Nous prenons connaissance de quelques données opérationnelles du quatrième trimestre 2015 (avant d'avoir les résultats financiers début mars). Et aussi peu vraisemblable que cela puisse paraître, l'exercice 2015 semble être un excellent cru. Dans le contexte de récession actuel au Brésil, c'est plutôt surprenant. Les préventes atteignent 482,6 M Real sur le T4 (en hausse de +58,8% par rapport au T4 2014) et sur l'ensemble de l'exercice 2015, elles atteignent 1 930,9 M Real vs. 1 207,0 M Real en 2014, soit une hausse de +60,0%. A noter de nouveau, que la filiale Tenda (filiale que le Groupe voulait céder, mais dont le projet n'a pas abouti, fort heureusement !) a réalisé une progression de +156,6% de préventes sur 2015.

Nous suivons de très près les données du bilan. Et surtout, le ratio de solvabilité. Car pour un promoteur, c'est la pièce maîtresse pour assurer la pérennité de l'entreprise. Nous ne voulons que Gafisa avance à marche forcée, c'est-à-dire qu'elle augmente son volume d'appartements pour le stocker, le tout financé par de l'endettement. A suivre...

### **GEA (France) Ticker : GEA.PA**

Les résultats annuels arrêtés au 30 septembre 2015 ont été publiés et sont de bonnes factures, puisque l'activité progresse et le bénéfice est en léger retrait à 7,8 M EUR. Le bilan est sain avec une trésorerie nette de 68,5 M EUR, en progressions de +12 M EUR en 1 an.

Fort de ces nouveaux éléments, notre objectif de cours pour cette RAPP baisse de 10,9% et atteint 169,6 EUR par action.

La société dort toujours sur un matelas de cash alors que : 1/ le carnet de commandes est au beau fixe à 48,5 M EUR ; 2/ l'endettement est nul ; 3/ la société

## News de nos sociétés

est largement bénéficiaire avec une marge opérationnelle de 21,34% ! Le directoire a proposé un maintien du dividende de 2,10 EUR par action (soit un montant global de 2,5 M EUR). Il est risible de lire les justifications du management sur les non-utilisations de ce montant astronomique de cash :

*« La société entend ainsi poursuivre la politique prudente de distribution qui a toujours été la sienne. Il s'agit d'une part d'être en mesure d'assumer les nécessaires investissements techniques et commerciaux ainsi que les risques financiers liés au développement à l'international. Il convient également de disposer de moyens financiers suffisants pour faire face aux difficultés pouvant résulter, le cas échéant, d'une baisse éventuelle de son niveau d'activité en 2016 et au cours des prochaines années. »*

Avec 20 M EUR de trésorerie, la société pourrait également envisager l'avenir sereinement, en toute prudence. Pourquoi conserver autant de cash ?

Nous déplorons également le fait que le programme de rachat d'actions portant sur 10% du capital de la société votée le 15 mars 2015 ne soit pas activé. Au 30 septembre 2015, la société détenait 0,12% de son capital...

La mainmise des actionnaires majoritaire sur le cash de la société nous paraît être une erreur majeure en terme d'allocation du capital (bien que les ZASLA-VOGLOU ne détiennent que 38% du capital de GEA, ce sont bien eux seuls qui « tirent » les ficelles).

Vous vous doutez que, pour notre part, nous préfererions une gestion moins conservatrice et plus de création de valeur pour les actionnaires, avec, par exemple des rachats d'actions, des opérations de croissances externes / internes majeures, le versement d'un dividende conséquent ou bien une encore combinaison de ces diverses solutions.

En cerise sur le gâteau, les actionnaires apprécieront que le conseil de surveillance détient 3 membres qui ont plus de 75 ans, et qu'il a été proposé d'augmenter l'âge maximal à 80 ans (cela sera soumis à la prochaine AG).

Sans préjuger des qualités de gestionnaires de ces honorables personnes, nous nous ne demandons toutefois si cette décision est bien prise dans l'intérêt général de l'entreprise ou si c'est au seul profit de la famille aux manettes.

### **Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA**

Le Président du Groupe, Mario Martignoni, informe sur le site institutionnel de la société que le secteur extrusions devrait retrouver des couleurs, aussi bien en France qu'en Allemagne, sur l'exercice 2016. Par contre, le secteur pompes devrait souffrir des tensions actuelles sur le marché énergétique. Nous nous demandons d'ailleurs ce qu'il en est de l'acquisition récente d'un acteur de ce secteur... Peut-être pas un investissement des plus judicieux ! Néanmoins, il semble confiant sur l'avenir du fait de la solidité financière de la société pour s'adapter à ces nouveaux défis.

### **GigaMedia Ltd (Taiwan) Ticker : GIGM**

Le mois passé, nous avons oublié de vous signaler le reverse split du cours de la société qui a été effectué en décembre pour éviter le délistement qui pesait sur elle. La direction avait donc décidé de diviser le nombre d'actions émises par 5, ce qui mécaniquement a multiplié le cours de l'action par 5.

## News de nos sociétés

Le 4 janvier, le Nasdaq a toutefois signifié officiellement que la société était de nouveau en conformité avec la règle de cotation du 1\$ minimum.

### **Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL**

Plutôt une mauvaise nouvelle en janvier, puisque le board a décidé de passer d'une publication trimestrielle à une publication semestrielle. Les justifications sont que la saisonnalité de l'activité s'est accrue avec deux importants salons en avril et en octobre à Hong-Kong qui faussent la lecture des résultats en données trimestrielles.

Ce n'est pas le genre de communiqué qui pousse les minoritaires à s'arracher l'action puisque quelles que soient les raisons invoquées par la direction, cette réduction d'information est un élément bien évidemment négatif pour le titre, en terme de transparence et de respect des actionnaires.

### **Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY**

Un communiqué nous explique que ce 15 janvier 2016, un protocole d'accord de licence a été signé avec la société de Shanghai *Dream Square*, pour commercialiser le jeu Ragnarok Online en Chine.

En février 2015, une licence non exclusive du jeu Ragnarok 2 avait déjà été vendue à Dream Square. A l'époque, nous n'avions pas vu grand changement dans le bilan. Il s'agit maintenant du Ragnarok Online. Le même produit mais commercialisé différemment.

La direction annonce aussi le lancement du Ragnarok Prequel de Dream Square à Taiwan, sous le nom de « Xianjing RO Chuanshuo WEB » au second semestre. Mais que c'est compliqué tout cela. Et des autres lancements en Amérique du Nord, Hong Kong et Thaïlande du « Xianjing RO Chuanshuo WEB » ou Ragnarok Prequel dans le courant 2016...

Nous devons avouer qu'il est extrêmement difficile de s'y retrouver dans les annonces de la direction que nous ne prenons plus trop au sérieux. Nous attendons donc du tangible, soit des chiffres et un bilan traduisant toutes les ventes et les lancements de tous ces Gagarok et Ragagnok !

### **I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI**

Au cours de l'exercice 2015, clôturé le 31/10, la société a connu un tassement de son chiffre d'affaires de 12,6 %, mais la perte d'exploitation a été divisée par 3 et la perte de l'exercice divisée par 2, à -0,06 euros par action. Notre exploitant de villages de vacances a sous-loué certains de ses villages à des tiers et ne les exploite plus en direct. Les villages africains restent le foyer de perte du groupe. La VANE qui, étant supérieure à la VANT, constitue notre objectif de cours, s'établit à 1,79 euros.

### **LeapFrog Enterprises (USA) Ticker : LF**

Vtech, une société chinoise de Hong Kong, a lancé une OPA sur la société. Elle propose 1\$ par action. Radins radins, ces chinois qui veulent faire une bonne affaire en rachetant à moitié prix la valeur des actifs tangibles de la société qui valent 2.06\$. Nous les comprenons entièrement, mais cela ne nous arrange pas puisque notre prix de revient est de 1.5253\$. Si l'offre n'est pas remontée, ce

## News de nos sociétés

qui n'est pas à exclure, nous risquons une perte de 30% à ce prix de 1\$. La réaction des actionnaires ne s'est pas fait attendre. Le lendemain de l'annonce de l'OPA, des actionnaires ont fait appel à la société d'avocats Brodsky & Smith pour signifier leur mécontentement sur le prix proposé par Vtech, et enquêter sur les raisons qui ont poussé la direction et le conseil d'administration à accepter ce prix. Que du banal dirons-nous, car ce genre d'attaque en justice se produit à chaque fois que le prix est bradé. Ceci dit, c'est vrai qu'à la moitié des actifs tangibles c'est un peu gros, et pas aussi courant que cela. Nous sommes évidemment pour cette action en justice, sans nous faire trop d'illusions. Si c'est un moyen de faire pression pour espérer voir remonter un peu le prix de l'offre, nous n'y voyons pas le moindre inconvénient. Affaire à suivre...

### **Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L**

L'action de Leeds Group est illiquide, et c'est bien là son principal défaut. Car les semestres se suivent et se ressemblent. Le premier semestre, arrêté au 30 novembre 2015, confirme cette tendance avec un bénéfice de 0,7 M GBP, identique au bénéfice du S1 de l'exercice précédent. Le Groupe est toujours dans l'optique d'augmenter la valeur pour les actionnaires via des acquisitions ciblées et ainsi propose de ne pas distribuer de dividendes.

La rentabilité et les rachats d'actions gonflent quelque peu le bilan. La vente progresse de +3,5% à 0,49 GBP. La solvabilité respecte toujours largement le niveau minimal de 40% que nous exigeons, puisqu'il atteint 79%.

Enfin, *Hemmers-Itex Textil Import Export* (une filiale allemande du Groupe) a décidé d'acquérir l'immeuble de bureaux et d'entrepôts loués depuis 2005, à un coût de 2,7 M GBP. Cette acquisition est financée à 100% par des prêts bancaires avec des échéances jusqu'à 2020 et des taux variant de 1,10% à 3,40%. Le calcul de la direction est simple et de bon sens : la société payait 216 000 GBP de loyer annuel. Elle va économiser 133 000 GBP de cash par an sur les intérêts, tout en se constituant un patrimoine.

### **O2Micro International (Iles Cayman) Ticker : OIIM**

Les résultats pour l'exercice 2015 sont sans surprises : ils sont mauvais. Nous retiendrons quand même que nous avons affaire à un management qui dit ce qu'il va faire pour améliorer la situation, et encore mieux, qui fait ce qu'il a dit ! En effet, le management a réduit les coûts opérationnels (réduction de la structure administrative et départ du personnel) et a désormais bon espoir d'atteindre le point mort sur 2016, avec un point mort à 18,5 - 19,5 M USD par trimestre. Attendons de voir la suite de la manœuvre.

En ce qui concerne le bilan, la situation se dégrade quelque peu puisque la VANT, qui est notre objectif de cours, se tasse de -12,6% à 3,24 USD par action. La solvabilité reste excellente à 190%, qui s'explique par une trésorerie brute de 52,5 M USD au 31 décembre 2015.

En cerise sur le gâteau, nous noterons les rachats et annulations d'actions qui se poursuivent.

# News de nos sociétés

## **Richardson Electronics Ltd (USA) Ticker : RELL**

La société signe un premier semestre qui n'est pas exceptionnel, mais pas catastrophique non plus, avec un recul de sa valeur patrimoniale à 9.69\$. Nous observons malgré tout une augmentation du chiffre d'affaires de +3.82%. Mais avec l'augmentation du coût des produits, la marge brute est en très léger recul à 30.49% au lieu de 30.80% voici un an sur les 6 premiers mois de 2015. La perte est de -0.28\$ par action au lieu de -0.09\$.

La société active dans trois segments, soit la technologie micro-ondes, le secteur de l'affiche digitale entrant dans la composante de matériel, et le médical. Les deux premiers segments sont en net recul au niveau des ventes et des profits bruts. Le troisième segment est en forte progression. Les ventes ont progressé de 163% et les profits bruts ont été multipliés par 5. Même si ce segment ne représente pour l'instant que 10% du chiffre d'affaires, il pèse déjà presque 13% des profits bruts. Et apparaît vraiment à ce stade comme le relais de croissance de la société. A confirmer dans les trimestres à venir.

## **Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA**

Si à première lecture, les résultats annuels de l'exercice 2014-2015 arrêtés au 30 septembre 2015 ne semblent pas terribles en se soldant par une perte de -2,5 M EUR, nous constatons que le management a bien chargé la barque avec une dépréciation sur l'immeuble de sa filiale espagnole pour 0,5 M EUR, et une dépréciation de Goodwill (ou survaleur pour les *moliéristes absolutistes*) de 1,1 M EUR. Ainsi, notre approche patrimoniale qui tient compte des valeurs d'acquisition historiques de l'immobilier et qui ne valorisait pas les immobilisations incorporelles telle que les Goodwill, ne lit pas les mêmes chiffres.

Par rapport aux données du premier semestre, notre objectif de cours qui correspond à la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) progresse en effet de +6,3% à 50,72 EUR. Au cours actuel de 12,47 EUR, cela représente un potentiel de +332%. Le ratio de solvabilité reste identique à 64%. La décote sur la Valeur d'Actif Net Estate (= VANE, incluant la VANE + la valeur historique de l'immobilier -20%) atteint 73%. Le titre cote largement sous sa Valeur de Mise en Liquidation Volontaire que nous valorisons à 29,76 EUR par action.

Bref, le marché valorise Signaux Girod comme si la société allait disparaître sous peu... Alors que nous lisons dans le rapport : « *Nous projetons [pour la France] une amélioration du résultat suite aux démarches de réorganisation déjà mises en œuvre* ». Et aussi : « *Nous anticipons une légère reprise de l'activité sur ce pôle [spécialités] et une amélioration du résultat, suite notamment à la démarche de réorganisations opérées sur 2014/2015 sur la filiale ATECH (fleurissement)* ». Ou encore, concernant les activités internationales : « *Nos estimations pour ces activités sont une légère croissance du chiffre d'affaires et une amélioration du résultat grâce aux corrections opérationnelles menées sur l'Espagne et sur l'arrêt d'activité sur l'Angleterre.* »

## **Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI**

La direction annonce que la production d'or du site de Marigold a été particulièrement soutenue au 4e trimestre 2015. Mais ce qui est intéressant, ce sont ses projections de coûts d'extraction pour l'année 2016 : entre 715 et 765 usd par

## News de nos sociétés

once d'or et entre 10,50 et 12,50 par once d'argent, ce qui est légèrement en dessous des valeurs que nous avons retenues pour nos modèles de valorisation. Nous mettrons ceux-ci à jour dès la publication du rapport financier 2015.

### **Skyline Corp (USA) Ticker : SKY**

La société signe un excellent premier semestre clôturé au 30 novembre, qui a propulsé le cours au-dessus de la VANT de 4.45\$. Le chiffre d'affaires est en progression de 8.20% et la société dégage un profit de 0.10 \$ par action au lieu d'une perte de -0.86\$ par action, sur le même premier semestre de 2015. Et c'est encore plus flagrant, sur les seuls 3 derniers mois où le chiffre d'affaires a augmenté de 18% et où les profits sont de 0.20\$ par action au lieu de -0.41\$ par action.

Le management a donc réussi, en liquidant son segment caravanes et en refusant de vendre l'entièreté de la société, à faire sortir la société de la catégorie Daubasses. Nous saluons d'ailleurs ce management et avons vendu notre ligne avec environ 80% de plus-value nette.

A ce stade, nous observons ce que le marché va tout simplement décider : reconnaître plus encore les perspectives de la société ou pas.

### **Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA**

- Au 30 novembre 2015, la société offrait une répartition d'actifs suivante :  
47.20% d'actions  
34.60% d'obligations  
18.20% de liquidités ou placements court terme

- Au 31 décembre 2015, la société offrait une répartition d'actifs suivante :  
50.20 % d'actions  
28.80 % d'obligations  
21 % de liquidités ou placements court terme

Nous observons une diminution de l'obligataire de 6% et une augmentation des liquidités de 3%, ainsi que de la partie actions de 3%.

### **Thalassa Holding (UK) Ticker : THAL.L**

La direction nous fait le plaisir de communiquer quelque peu sur les résultats annuels arrêtés au 31 décembre 2015. Et c'est plutôt de bon augure, puisqu'il est annoncé dans ce communiqué que les résultats 2015 devraient dépasser les attentes des analystes en termes d'activité et de marge opérationnelle. Seules des mauvaises surprises sur des dépréciations d'actifs sont à attendre, pour tenir compte du contexte actuel.

Le *board* s'attend à réaliser en 2016 un résultat opérationnel positif. Ce qui passerait pour une performance assez remarquable dans le secteur. Du fait de sa solidité financière, la société regarde d'ailleurs le marché pour saisir des opportunités de croissance externe qui se présenteraient. Ce qui interpelle un peu plus, c'est que le communiqué précise sur la fin que l'objectif est de créer de la valeur pour l'actionnaire et que des acquisitions potentielles pourraient se faire sans limite de secteur, comme d'industrie !?

Les résultats définitifs seront publiés avant le 30 juin 2016 (sic).

## News de nos sociétés

Enfin, l'un des membres du *board*, Francis Smulders, a acheté 20 000 actions à un cours de 34 pences (ou encore 0,34 GBP).

### **Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA**

Deux bonnes nouvelles.

Tout d'abord, la production d'électricité est plus élevée que prévue sur le site hydroélectrique du Brésil, grâce aux précipitations qui sont rentrées dans la normalité à partir de juin 2015, après une sécheresse de plusieurs années.

Ensuite, l'obtention du permis environnemental pour le projet de centrale à Meureubo (59MW) en Indonésie.



# Analyses de société

## CDI Corp.

(NYSE, Ticker: CDI / ISIN : US1250711009)

### I. Introduction



CDI Corp a été créée en 1950. Son siège social est à Philadelphie (Etats-Unis). La société emploie environ 800 personnes. Ses activités sont le placement d'employés à travers ses filiales spécialisées dans les secteurs pétroliers, chimiques, aérospatiales, l'industrie manufacturière et les hautes technologies. Ce sont ainsi près de 8 600 consultants qui sont refacturés aux sociétés clientes.

En 2014, le plus gros client de la société était International Business Machines Corporation (IBM) qui représentait 19% de son poste clients.

La faible rentabilité historique, et les dépréciations d'actifs à répétition ont amené les résultats dans le rouge. Le marché a fini par sanctionner le titre et nous l'a amené sur nos radars.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes trimestriels arrêtés au 30 septembre 2015 et tient compte du dernier cours coté du mardi 19 janvier 2016, soit 4,81 USD l'action.

Les calculs ont été établis sur la base de 19,965 M actions potentielles diluées.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 13,76 USD par action et l'ensemble des dettes représente 5,47 USD par action. La valeur d'actif net-net est donc égale à **8,21 USD par action**.

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

CDI Corp n'est ni propriétaire de ses murs, ni de ses terrains, nous ne pouvons donc pas calculer de VANE.

### 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 l'**actif courant**, composés des actifs les plus liquides. Et

## Analyses de société

le plus important actif au sein des actifs qui seront réalisés à moins d'un an est le **poste client**. Il est composé des créances des clients chez qui les consultants sont placés. C'est un poste à analyser avec précaution, puisqu'il représente 76% des actifs tangibles de la société. Le management a déjà acté pour 2,0 M USD de dépréciations, soit moins de 1% du poste. Les clients ont payé ces 3 dernières années en moyenne à 74 jours. Le délai de paiement s'est quelque peu raccourci à 71 jours pour l'exercice 2014. CDI Corp effectue ses propres analyses crédits pour chacun de ses clients, qui sont principalement des moyennes et grosses organisations. Et le premier client est IBM, pour 19% de son poste clients au 31 décembre 2014. Nous ne trouvons pas plus d'éléments que cela dans les rapports financiers. Aussi, alors que nous appliquons d'habitude une marge de 20% sur le poste clients dans nos analyses, vu l'importance des créances et pour se prémunir d'une mauvaise surprise, ou certains diront par conservatisme, nous préférons prendre une marge de sécurité de 25% et retenons ainsi **8,63 USD par action**.



Le second poste de l'actif courant est composé de la **trésorerie et placements à court terme** pour **1,34 USD**, que nous repreneons comme tels.

Viennent ensuite dans l'ordre décroissant, les **paiements en avance et autres actifs**. N'ayant aucun détail sur la répartition de ces actifs et

leurs exactes compositions, nous décidons de prendre une marge de sécurité importante de 50% sur l'ensemble de ce poste et retenons ainsi un montant équivalent à **0,33 USD par action**.

Passons aux **impôts payés en avance**, que nous allons reprendre pour 100% de leur valeur nominale. Ils représentent **0,15 USD par action**.

Nous terminons par les actifs courants avec les **crédits d'impôt différés**. Par prudence, nous considérons ces actifs comme sans valeur.

Nous passons aux **actifs non courants**. Le principal actif de long terme de CDI Corp est composé d'actifs incorporels comme des **crédits d'impôts différés**, le **Goodwill** et des bien-nommés **actifs intangibles**. Ces actifs représentent au bilan l'équivalent de 3,04 USD par action que nous allons reprendre pour 0 dans notre calcul.

Nous arrivons ensuite aux **équipements de production** qui sont principalement composés de matériels informatiques, de fournitures de bureau, de logiciels et d'aménagements des locaux. Ces actifs sont déjà amortis à plus de 80% dans les comptes. Nous décidons d'appliquer une marge de sécurité de 80% sur la valeur nette amortie, et valorisons ainsi ces actifs à **0,19 USD par action**.

# Analyses de société

Enfin, nous notons des « **autres actifs** » au bilan sans de détails précis. Aussi, nous coupons la valeur de cet actif à la serpe et reprenons que 50% de cette valeur, soit **0,22 USD par action**.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente **5,47 USD par action**.

En **hors bilan**, nous remarquons sur le rapport annuel clôturé au 31 décembre 2014 des **operating leases** liés à la location des bureaux. Même s'ils sont précisés comme étant « non annulables », nous allons considérer que les baux pourraient par exemple être renégociés. C'est pourquoi, nous allons les reprendre à 50% de leurs valeurs faciales dans notre calcul pour en quote-part de la période 30 septembre 2015 jusqu'en 2019, soit la moitié de 27,9 M USD, qui équivaut de **0,71 USD par action**.

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

## Actif courant

- + Poste clients : 8,63
- + Trésorerie et équivalents : 1,34
- + Paiements en avance : 0,33
- + Impôts payés en avance : 0,15
- + Crédits d'impôt différés : 0

## Actif immobilisé

- + Actifs incorporels : 0
- + Équipements de production : 0,19
- + Autres actifs : 0,22

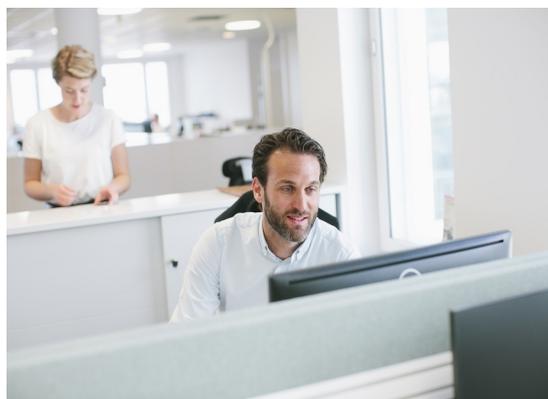
## Passif

- Total passif : 5,47
- Operating leases en hors-bilan : 0,71

Ce qui nous donne donc une VMLV de **4,65 USD par action**.

## **V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)**

La société a réalisé en moyenne un bénéfice opérationnel de 15,6 M USD sur les cinq derniers exercices. Si nous actualisons ce montant à 12% et que nous ajoutons la trésorerie nette, nous obtenons une VCB de **7,80 USD par action**.



# Analyses de société

## VI. Conclusions

A notre cours actuel de 4,81 USD, nous pouvons obtenir les marges de sécurité suivantes sur le titre CDI Corp :

41% sur la VANN de 8,21 USD

38% sur la VCB de 7,80 USD

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 12,29 USD) est de : +155%.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 75%.

Ratio technologique = 0%

La société ne réalise aucune dépense de R&D.

*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 ont amené cette société dans la zone Daubasse ?**

A tort ou à raison, le marché a peut être assimilé la société comme étant dépendante au secteur énergétique, puisque sur le troisième trimestre 2015 arrêté au 30 septembre 2015, 29% de l'activité de la société est lié au « *oil, gas and chemical* ». En ajoutant à cela une dépréciation d'actif de 21,5 M USD et des frais de restructuration de 0,6 M USD, le trimestre a été fortement déficitaire. Si nous retraitons ces 2 éléments non récurrents, la société aurait été proche de l'équilibre opérationnel. A noter que la dépréciation du Goodwill est une écriture comptable qui n'a aucun effet « cash ».

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

Le dividende trimestriel de 0,13 USD par action pourrait être coupé si la rentabilité se retournait durablement dans le rouge.

Egalement, il est possible que l'exposition de la société au secteur du pétrole, du gaz et de la chimie, qui correspond à 29% de l'activité de la société, puisse impacter soit la perception des investisseurs sur le risque du niveau d'activité futur de la société, soit réellement opérationnellement tirer vers le bas CDI Corp si des difficultés majeures dans le secteur se confirmaient (même si nous ne connaissons pas réellement la répartition avec la chimie, qui est un secteur qui profite plutôt des cours bas du pétrole).

# Analyses de société

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

Vu la déprime actuelle du cours (la société présente une décote de plus de 30% sur sa trésorerie et ses créances clients nets de tout le passif !), la moindre bonne nouvelle opérationnelle, comme un trimestre largement bénéficiaire, ramènerait le titre sur le devant de la scène boursière. Il est par ailleurs bon de rappeler que CDI Corp n'a aucune dette financière, puisque sa trésorerie nette est positive et représente 23,4 M USD.

Enfin, face à une rentabilité faiblarde depuis des années (une marge opérationnelle qui ne décroche pas les 2% en moyenne : 20 M USD sur plus de 1 Md USD de CA), le CEO a été débarqué et remplacé en septembre 2014 par Scott J. Freidheim avec une mission claire : créer de la valeur pour l'actionnaire. Ainsi, à côté de son salaire fixe de 600 000 USD par an, le board a mis en place un plan de motivation valable jusqu'au 15 septembre 2019. Le dirigeant pourra percevoir de 7,5 M USD si le cours de l'action atteint au moins 27,76 USD et jusqu'à 20 M USD si l'action touche les 41,64 USD. A un cours actuel sous les 5 USD, c'est un objectif minimum de x5, soit une capitalisation qui augmenterait de plus de 400 M USD. Si les montants des bonus paraissent élevés, ils permettent néanmoins d'aligner l'intérêt de l'exécutif avec les actionnaires propriétaires.

Egalement, à titre informatif, de nombreuses options ont été distribuées et commencent à être exerçables à partir de 15 USD l'action. Des options que les actionnaires actuels ne seraient pas fâchés de voir exécutées, puisque cela signifierait un triplement du cours du titre.

Nous terminerons en précisant que l'un des anciens dirigeants de la société, Walter Garrison, et qui préside le conseil d'administration, détient plus de 17% de la société. Il veille donc au grain pour les actionnaires.



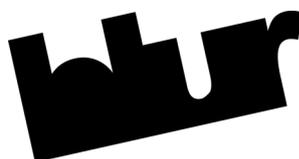
# Analyses de société

## Blur Group plc

(London Stock Exchange, Ticker: BLUR.L / ISIN : GB00B8DX2616)

\*\*\* *Eligible au PEA* \*\*\*

### I. Introduction



Blur Group est une société britannique, créée en 2010 et qui propose une plate-forme qui met en relation les fournisseurs de services et des clients « corporate » potentiels.

Grâce à cette plateforme, les entreprises utilisatrices améliorent l'efficacité de leurs services d'approvisionnement.

Blur Group dispose de bureaux de représentation en Amérique du Nord et en Europe, mais son marché est mondial : elle est active dans 145 pays et propose plus de 58 000 prestataires de services dans sa base de données. Parmi ses clients les plus prestigieux, on retrouve General Electric, Solvay, Unilever, l'Université de Greenwich et Danone. 42 % des ventes sont réalisées aux USA, 36 % au Royaume-Unis et 22 % dans le reste du monde.

L'entreprise génère ses revenus en prélevant une commission lorsqu'une vente est réalisée par un prestataire de service ainsi que par les droits d'inscription payés par les entreprises utilisatrices de la plate-forme.

La société n'a jamais généré de profits depuis son introduction en bourse, ce qui explique sans doute sa décote actuelle.

En 2014, suite à la demande conjointe des autorités de marché et du nouveau commissaire aux comptes (KPMG), la société a dû modifier son processus de reconnaissance de chiffre d'affaires (en résumé, la société inscrit ses recettes dans les comptes moins rapidement que précédemment) et celui-ci a mécaniquement baissé, entraînant le cours avec lui.

Nous travaillons avec le rapport financier au 30/06/2015. Les comptes étant présentés en USD, nous les convertissons en GBp au taux de change de 141,625

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

Nous relevons un actif courant de 24,28 GBp par action duquel nous retirons le passif de 4,15 GBp. Nous soustrayons aussi la somme minimale de 0,09 GBp en raison d'un léger ralentissement dans le délai de paiement des clients. La Valeur d'Actif Net Net de Blur s'établit donc à 20,05 GBp par action.

# Analyses de société

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

Blur n'étant pas propriétaire des immeubles qu'elle occupe, nous ne pouvons calculer cette valeur.



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

Nous revenons sur l'**actif courant** et constatons avec plaisir que le poste principal est composé de **cash détenu en banque**. Il s'élève à 18,59 Gbp, soit plus que le cours actuel.

Nous avons même affaire à ce que nous appelons, dans notre jargon « daubasse », une « triple net » c'est-à-dire une société que nous payons pour moins cher que le cash qu'elle détient net de toute dette, et donc ... une société pour laquelle les activités opérationnelles sont gratuites.

Les **créances** sont payées en moyenne à 320 jours, ce qui nous semble élevé. De plus, ce délai tend à s'allonger car il était en moyenne de 261 jours au cours des 3 exercices précédents. Malgré le redressement automatique opéré dans le calcul de la VANN et aussi le fait que la direction a, très prudemment, déjà acté une provision pour créances douteuses équivalente à 15 % du montant nominal, nous prenons une marge de sécurité supplémentaire de 25 % pour tenir compte de ce phénomène et déduisons donc 1,10 Gbp.

Les **frais de développement de la plate-forme** sont « activés » en immobilisations incorporelles. Même si cette plateforme vaut certainement « un petit quelque chose », fidèles à notre prudence « de sioux », nous n'en tenons pas compte.

**Hors bilan**, nous relevons les engagements de loyer à payer s'élevant à 0,34 Gbp par action. Nous tenons compte de ce montant pour 75 % de sa valeur, soit 0,25 Gbp.

En fonction de ce qui précède, nous estimons la valeur de Blur Group en cas de mise en liquidation volontaire à 18,70 Gbp.

# Analyses de société

## **V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)**

La société n'ayant jamais généré le moindre profit, nous ne pouvons calculer cette valeur.

## **VI. Conclusions**

Au cours actuel de 15 GBp, nous pouvons acheter des actions Blur Group avec une marge de sécurité de :

25 % sur la VANN

19,7 % sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 20,28 GBp) est de 35 %.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à 246 %.

### **1° Quelles sont les raisons qui ont amené cette société dans la zone Daubasse ?**

Blur n'a jamais généré le moindre bénéfice et, de plus, a vu le chiffre d'affaires du 1er semestre 2015 baisser par rapport à la même période de l'année précédente. Si la direction explique que c'est en partie dû à une modification dans la structure du portefeuille de clients (en abaissant la taille moyenne de ceux-ci), ce dernier événement a peut-être fait perdre une partie du statut de « start-up-de-croissance-pleine-de-promesses » de Blur.

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



Si les pertes continuent à s'accumuler et que les ventes ne parviennent pas à trouver le chemin de la hausse, l'action Blur pourrait finir par consommer sa plantureuse tirelire avant d'atteindre son seuil de rentabilité ou de trouver un acquéreur prêt à payer « le gros prix » pour le savoir-faire et le portefeuille de clients.

### **3° Quel pourrait-être le ou les catalyseurs pour faire sortir cette société de l'ornière ?**

Blur semble bien constituer une société dite « de croissance » puisque son chiffre d'affaires a été multiplié presque par 6 au cours des 5 dernières années. Nous ne sommes pas capables d'estimer si le tassement du 1er semestre constitue un « accident de parcours » ou la preuve que son modèle d'affaires n'est

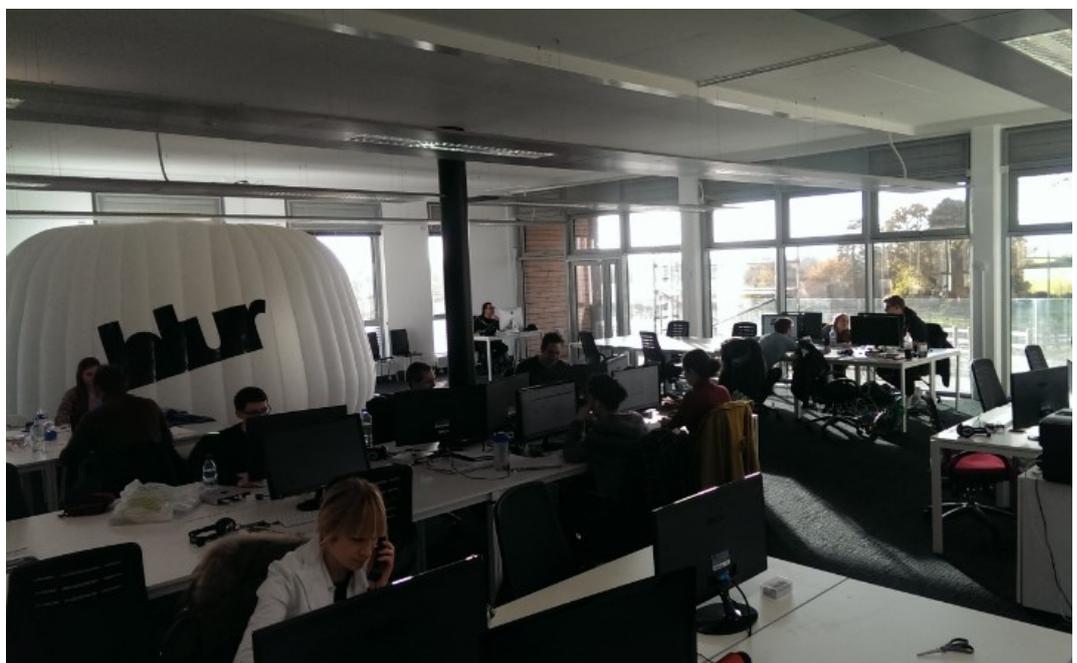
# Analyses de société

pas adéquat.

Un investissement dans Blur Group doit s'appréhender un peu différemment des investissements que nous effectuons habituellement : il ne s'agit pas ici d'acheter une société qui connaît des difficultés passagères mais, au contraire, d'acquérir une start-up qui doit encore rentabiliser ses activités.

Mais, à la différence d'un *business angel* qui apporte de l'argent frais dans ce genre d'entreprise, l'avantage est ici de ne rien payer pour « l'avenir » et pour le « savoir-faire » réel ou supposé.

Au contraire, celui qui achète Blur se contente d'acquérir l'argent disponible sur les comptes de l'entreprise sans payer pour la survaleur, l'espoir et le rêve étant, dans le cas présent, gratuits.



## 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.

### **Rentabilité A Petit Prix (RAPP)** :

Cette valeur s'obtient en fonction d'une formule de calcul standard élaborée par l'Equipe des Daubasses. Il s'agit de sociétés à haute rentabilité mais dont la rentabilité n'a, précisément, pas encore été reconnue par le marché.

### **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.

## Pour mieux appréhender « les Daubasses »

### **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 %

### **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**