

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 10
News de nos sociétés	page 12
Analyse de la société Tornos Holding	page 19
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 23

Edito



Novembre 2016. Rapport de gestion

Compte-rendu mensuel

La VL de notre portefeuille est de 8.87€, en progression de +3.65% sur le mois d'octobre. Sur l'année 2016, après 10 mois notre performance est de +12.61%.

Sur le mois d'octobre, notre portefeuille a profité d'un change favorable de +0.47%. Et sur l'année 2016, notre portefeuille supporte toujours un change défavorable de -2.96%.

Notre benchmark, le tracker MSCI World dividendes réinvestis, a progressé de +0.46% sur le mois d'octobre. Sur l'année 2016, sa performance est de +1.53%.

En ce mois d'octobre, le portefeuille signe sa meilleure performance mensuelle de l'année grâce à une nouvelle série de bonnes nouvelles sur plusieurs sociétés, notamment **Appolo Education Group** et **Gévelot** qui ont réalisé un beau trimestre et **Trans World Entertainment** qui achète une société avec son cash. Ce qui a fait le plus souffrir notre portefeuille ce mois-ci, c'est la chute de l'or qui est passé d'un plus haut de 1350\$ l'once en septembre et qui a signé un plus bas de 1249\$ en octobre, soit un recul de -7.50%. Nos deux principales minières qui sont **Dundee Precious Metals** et **Argonaut Gold** ont vu leur cours dégringoler de respectivement -15% et -21%.

Paradoxalement, le cours du pétrole (Brut US) qui a reculé d'un peu plus de -10% sur le mois et qui est donc passé d'un plus haut de 51.93\$ à un plus bas de 46.63\$, n'a eu qu'une incidence limitée sur nos parapétrolières. Outre le fait que notre stop loss a été touché sur **Hydruke Energy Services**, la société **Civeo** n'est en recul que de -0.88% sur le mois, **Thalassa** est en progression de +7% et

Edito

Enteq Upstream est également en progression de +6.25%. Nous observons donc une divergence assez importante entre le cours du pétrole et le cours des sociétés liées indirectement à celui-ci, mais directement à l'activité pétrolière. Comme nos sociétés sont dans différents secteurs (Civeo étant dans le logement logistique autour des champs pétroliers, Thalassa dans la prospection et Enteq dans le matériel de forage), et sans pour autant présager de l'avenir, nous avons le sentiment que ces sociétés parapétrolières décotées sur leurs actifs net tangibles et qui font partie de notre portefeuille, ont sans doute mangé leur pain noir, voire une grande partie de celui-ci et que quelque chose de bien pourrait se produire sur la prochaine vague de hausse du pétrole.

A ce stade, nous pensons que la situation de notre portefeuille est assez intéressante. D'une part, il profite pleinement de la forte amélioration du bilan de plusieurs sociétés qui amortissent complètement le recul important de nos minières liées au cours de l'or, et d'autre part, il démontre leur levier lié au cours (double voir triple) même si c'est négatif. Le recul du baril de pétrole a une incidence plus que limitée, voire aucune incidence sur notre portefeuille, du moins pour le moment.

Nous progressons donc nettement plus vite que le marché, toujours investi autour de 80%, tandis que nous disposons d'un levier important sur l'or et le pétrole, nos « ceintures de sécurité » en cas de coup dur, sans oublier que notre *process* nous permet d'enranger des liquidités, le nerf de la guerre boursière.

En octobre, 10 sociétés de notre portefeuille affichent des performances à 2 chiffres, 8 en zone positive et 2 en zone négative. Ces sociétés sont les suivantes :

Gravity Corp Ltd : +87.23%
Allied Health Care Products : + 45.30%
Gevelot : +19.64%
Trans World Entertainment: +13.04%
Aurico Metals : +11.62%
Exacompta Clairefontaine : +10.67%
Apollo Education Group: +10.57%
Bonheur Asa: +10.48%

Dundee Precious Metal : -15.43%
Argonaut Gold : -21.45%

Mouvements mensuels

Un mois à 5 mouvements, même si c'est réellement 4 mouvements et seulement sur les 10 derniers jours !

Le 20 octobre 2016, le cours du pétrole nous fait sortir de notre léthargie au-

Edito

tomnale, où l'on commençait à se demander si nous n'allions pas entrer en hibernation en récitant en boucle ce poème de Verlaine :

Les sanglots longs
Des violons
De l'automne
Blessent mon cœur
D'une langueur
Monotone.

Tout suffocant
Et blême, quand
Sonne l'heure,
Je me souviens
Des jours anciens
Et je pleure

Et je m'en vais
Au vent mauvais
Qui m'emporte
Deçà, delà,
Pareil à la
Feuille morte

Et on râle quand notre *stop loss* est exécuté sur la société **Hyduke Energy Services** (bis), « grâce » à un baril de pétrole WTI qui rechute et nous gâche ainsi un bis qui aurait pu être une première assez amusante.

Reprenons tout de manière plus concrète, pour que cela soit intelligible pour le plus grand nombre possible qui n'a pas forcément tout suivi. Le 24 août 2015, en pleine déroute du baril de pétrole qui n'en finit pas de chuter, passant de 140\$ en 2008 à 40\$ en cet été 2015 (nous ne revenons plus sur le commentaire des spécialistes qui plutôt qu'un baril à 40\$ le voyaient à 200\$...) nous ramassons comme à notre habitude tout ce qui est bradé en achetant 20 500 actions de la société Hyduke Energy Service au prix de 0.2121 CAD. Et ce n'est pas une première, c'est même un bis, puisque déjà en avril 2014 nous avions acheté 10 000 actions de la société Hyduke à 0.4004 CAD et revendu le 12 janvier 2015 au double du prix. Nous avons donc réalisé à cette occasion une vraie « bagger OVNI ». Mais pourquoi OVNI ? Tout simplement par le fait que pendant que nous doublions notre prix d'achat sur Hyduke, le cours du pétrole était divisé par 2 ! Et c'est comme un mystère que nous n'avons toujours pas su élucider : le pétrole perd -50% et la parapétrolière fait x 2. Et quelques jours avant le 20 octobre, notre second investissement dans Hyduke (bis) était un bagger... juste avant le nouveau plongeon du baril.

Pour résumer cette transaction, le 24 août 2015, nous achetons 20 500 actions de la société Hyduke à 0.2121 CAD, soit pour 2 850.07 Euros frais inclus que

Edito

nous revendons le 20 octobre 2016, soit 423 jours plus tard et encaissons 4 508.84 Euros net de frais. Ce qui nous fait une plus value de +58.20% en Euros net de frais.

Le 21 octobre 2016, nous achetons 1400 actions de la société suisse **Tornos Holding** pour la somme de 3730.23€ frais inclus, équivalent à 1% du portefeuille. Cet investissement est une réelle satisfaction à plusieurs niveaux : tout d'abord, cette société suisse c'est un peu l'aiguille dans la meule à daubasses. Notre dernière chasse ne nous a pas permis de regarnir nos listes, juste d'ajouter quelques sociétés hors critères à surveiller. Tornos était donc l'exception, puisqu'elle correspondait à tous nos critères, offrait une décote et après analyse ne recelait pas le moindre "gros" problème. Ensuite, le fait de rechercher des sociétés en examinant rapport après rapport montre avec cette trouvaille que notre travail, en cas de raréfaction des occasions, est de loin le plus performant et aucun *screeener* ne pourra nous surclasser, car Tornos n'apparaîtra jamais sur le moindre *screeener* comme Net-Estate... c'est à dire avec un patrimoine immobilier datant de l'an 1880 (!) et déjà bien amorti au bilan. C'est une vraie satisfaction de pouvoir y investir nos propres deniers, mais c'est aussi une vraie satisfaction de pouvoir la proposer à nos abonné(e)s. Enfin, le problème de cette société a quand-même pu être clairement identifié et présenté dans l'analyse : il s'agit d'un manque de compétitivité dû au coût des produits, généré par la cherté du franc suisse. Nous ne disons pas que c'est un problème facile à résoudre, mais cela ne remet pas en cause la qualité des machines fabriquées par Tornos et qui s'adresse à des secteurs comme l'automobile, la micromécanique, l'électronique, le médical et dentaire, et ceci dans le monde entier. « Tornos la Daubasse » est aussi un leader sur son marché de niche. Avouons que nous avons vu pire dans le label Daubasse. Ce qui ne veut pas dire non plus que cet investissement se soldera à coup sûr par une plus-value. Mais nous devons avouer que le couple risque / potentiel nous a semblé d'intérêt.

Toujours ce **21 octobre 2016**, nous vous en avons parlé le mois passé, nous retirons la société canadienne **BFS Entertainment&Multimédia** du portefeuille pour la mettre dans notre tableau statistique. La perte totale due à la faillite de la société était déjà prise en compte depuis des semaines. Nous avons acheté la société le 25 janvier 2011 pour une somme totale, frais inclus, de 3 743.97 Euros et nous avons acté la faillite 2096 jours plus tard en reprenant comme montant 0 Euros, soit une perte de 100%. C'est la troisième faillite du portefeuille en presque 8 ans d'existence et sur 136 opérations clôturées (achats et ventes). C'est donc 2.20% de l'ensemble des opérations. Le 24 novembre 2008, lorsque nous avons constitué notre portefeuille, si un investisseur éclairé nous avait dit que nous subirions moins de 3% de faillite après 8 ans d'existence, nous ne l'aurions tout simplement pas cru et on aurait sans doute dit : « il rêve ce gars et ne mesure pas le risque de manière réaliste ! » Cela dit, l'autopsie que nous avons menée voici quelques jours sur le cas de ce distributeur de films canadiens ne nous a pas révélé grand chose et rien que nous aurions pu faire pour éviter l'accident. Cette faillite ne nous aidera donc pas à améliorer notre *process* et restera dans notre cuisine pour toujours, dans le rayon grosse casse-

Edito

role, en bas à gauche !

Le 28 octobre 2016, sur activation de notre *stop loss*, nous vendons la société **MBL Group** qui a réussi à changer d'activité en un peu plus de 5 ans et a atteint sa valeur d'actif net tangible depuis plusieurs semaines. C'est le 5 juillet 2011 que nous avons acheté 25 000 actions à 8.6767 Gbx, pour une somme de 2 419.76 Euros frais inclus et 1942 jours plus tard, nous avons encaissé net de frais 3 907.93 Euros. C'est une plus value de 61.50%. Nous notons aussi avec regret que le Brexit nous a fauché 20% de plus value en quelques jours avec le naufrage de la Livre Sterling, transformant une performance acceptable sans plus à relativement banal, soit 9.43% annualisé. Nous tenons toutefois à saluer l'équipe de management anglaise qui est parvenue à transformer une société de distribution de matériel ménager et électronique mal en point quand nous l'avons achetée, en une société active dans le « jardin et loisir » et le « divertissement à domicile » à partir de 2013 ! Après avoir signé des pertes récurrentes et nous avoir laissé plusieurs fois pensé que nous allions devoir endurer une nouvelle faillite, cette équipe est parvenue à générer des profits sur le premier semestre 2016. Si vous désirez revivre le film en entier, nous vous invitons à relire les 26 news publiées au fil des lettres et disponibles dans la zone premium de notre site web.

Le 31 Octobre 2016, après une partie extrêmement disputée et « violente » de « Rag... narok », les membres de l'équipe des Daubasses déguisés en lutteurs sumo, nourris exclusivement au délicieux jambon d'Ardennes et à la douce Orval pendant 1 022 jours, mettent KO notre adversaire qui nous crache toutes ses dents sur le tapis et 95% de plus value ! Cette histoire coréenne n'a pas été de tout repos. Elle a pour nom **Gravity Corp Ltd** et elle commence le 13 janvier 2014 quand nous achetons 4 350 actions à 0.9893\$, sur la bourse Nasdaq au USA. Et comme le couteau tombe, et que nous aimons ce qu'il ne faut pas faire selon les manuels boursiers, nous renforçons le jour de la Saint-Nicolas 2014, soit le 6 décembre, avec 7 450 actions supplémentaires à 0.5550\$. Nous sommes donc parés pour la Noël 2014 car en possession de 11 800 actions à un prix de revient de 0.7185\$ pour une somme totale de 6 545.08 Euros... En fait, avec le recul, ce renforcement de la Saint-Nicolas 2014 peut paraître complètement idiot, la société est déjà sous les 1\$ (« pam papapam pam... » fredonne le possible *délistement* du mois de juin qui annonce que la société a jusqu'à novembre pour se mettre en ordre). En fait, en 2014, la société Gravity est une triple net, que l'on ne rencontrait qu'à l'époque 2008-2009... Mais qu'est-ce qu'une triple net ? C'est une société dont le cours est inférieur à ses seules liquidités - l'ensemble de ses dettes. Quand vous achetez ce genre de société, vous recevez en échange un peu de liquidité et tout le reste de l'entreprise entièrement gratuitement : autres actifs comme les stocks, créances clients, les équipements et parfois de l'immobilier en plus de l'activité et des potentiels bénéfiques opérationnels futurs ! Oui les gars, mais le cash, cela peut s'évaporer rapidement ! Ben oui, on y a réfléchi mais la situation nous a fait penser au fait que la société ferait durer son cash pas mal de temps... En deux mots, la situation était la suivante: la société Gravity LTD avait inventé un jeu pour PC qui

Edito

avait fait un tabac en Asie, le « Ragnarok ». Mais comme tout jeu, il a fini par lasser. Alors Gravity a lancé le « Ragnarok 2 », mais cela n'a pas relancé la machine et l'activité a commencé à décliner et c'est sur ce déclin que la société est devenue une triple net. Mais ce déclin des recettes lié au Ragnarok 2, ajouté à d'autres essais de jeux en ligne pour PC, puis pour mobile, ont finalement toujours généré des revenus de moins en moins importants certes, mais suffisants pour couvrir une partie des dépenses et surtout permettre de ne pas devoir piocher abondamment dans les liquidités. Et cela s'est vérifié ensuite dans tous les rapports financiers, le matelas de cash est resté important.

Ensuite il y a eu le reverse split à 1:8 au mois de mai 2015 qui est arrivé comme un grand ouf, évacuant définitivement un problème : le *délistement*. Puis au fil des mois, des annonces, une collaboration avec une société chinoise, des lancements de jeux pour mobile dans toutes l'Asie, ... Mais rien ne s'est traduit dans les chiffres et vu les noms changeant des jeux et des annonces, c'était très compliqué à suivre pour des vieux sumos dans notre genre !

Bon, et enfin, qu'est-ce qui s'est passé pour que le cours bondisse de +145% à son plus haut en séance de vendredi 28 octobre 2016 ? Nous avons envie de dire presque rien. Mais c'est aussi cela l'essence même d'une Daubasse, d'une net-net ou net estate : il ne faut pas vraiment qu'il se passe un truc extraordinaire pour que cela flambe. Dans le cas de Gravity Ltd, il y a juste eu de minuscules profits opérationnels sur 3 mois, donc un très léger mieux que personne ne prendrait au sérieux sans une décote sur la valeur net-net puisque sur les 9 premiers mois de l'année, la société est toujours en perte.

Nous n'avons pas été en mesure de vendre au plus haut cher abonné, car la volatilité était infernale. Nous avons vendu à 9.53\$. Donc si l'on tient compte du reverse split 1:8, nous détenions 1 475 actions à un prix moyen net de frais de 5.75\$, pour la somme totale de 6 545.08 Euros. Ces deux lots, comme précisé plus haut, ont été achetés le 14 janvier 2014 et le 5 décembre 2014. Et le 31 octobre nous avons encaissé 12 732.32 Euros net de frais, soit une plus value de 94.53% net de frais en 1022 jours ou encore 26.83% de rendement annualisé. Nous pouvons tirer un enseignement précieux : sans le renforcement, cet investissement n'aurait généré aucun résultat.

Si vous désirez relire tout ce cheminement dans le détail, nous vous invitons à relire les news disponibles dans la zone premium de notre site.

Le portefeuille, quelques détails supplémentaires

Sur le mois

Nous avons acheté pour la somme totale de **7 419.51 €**

Nous avons vendu pour la somme totale de **21 149.09 €**

Sur l'année 2016

Nous avons acheté pour la somme totale de **77 906.16€**

Edito

Nous avons vendu pour la somme totale de **101 829.98€**

En fin de mois, les liquidités pèsent 21.89% du portefeuille, et sont en augmentation par rapport au mois de septembre. Depuis le 31 décembre 2015, les liquidités sont en augmentation de +44.16%.

Voici la performance par catégorie sur l'année 2016, et au mois d'octobre :

1° Diversification Value = +31.32% (sur le mois = +1.29%)

2° Net Estate = +18.28% (sur le mois = +5.69%)

3° Net Net = +16.19% (sur le mois = +11.87%)

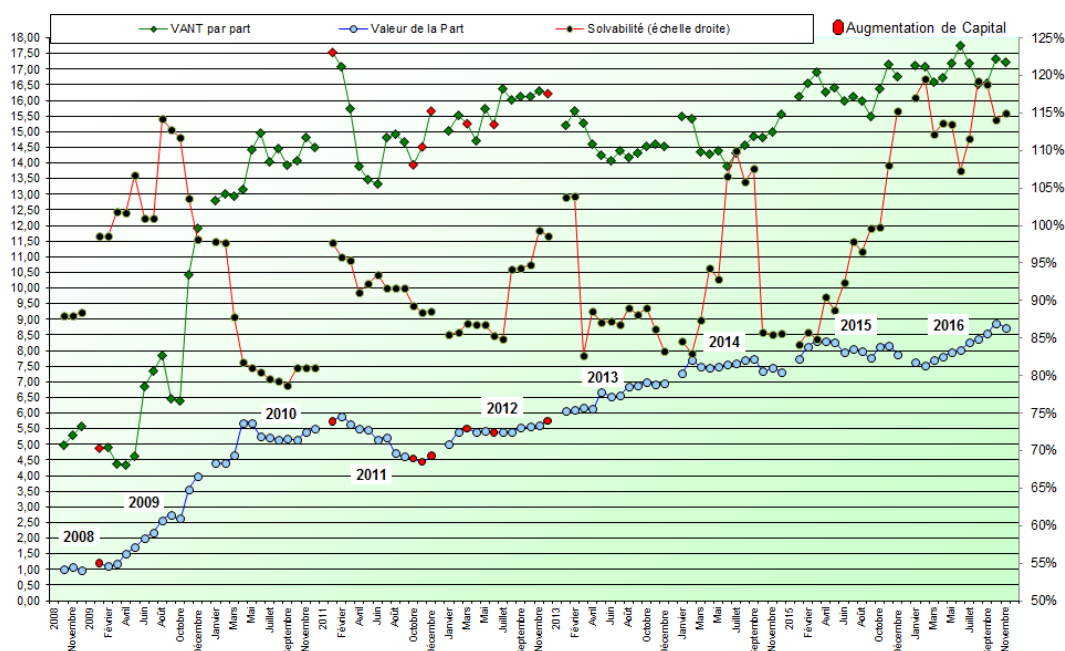
4° RAPP = +3.98% (sur le mois = +1.05%)



Portefeuille

Dans cette rubrique, nous vous présentons quelques points de repère 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 novembre 2016	
Valeur d'une Part	8,72 €
Valeur des Actifs Net Tangible	17,23 €
Potentiel	97,62%
Solvabilité pondérée	115,02%
3,33% Pondération Max	12.410,85 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	41,00%
Dollar Américain	38,03%
Livre Sterling	12,86%
Dollar Canadien	4,63%
Courone Suédoise	0,98%
Franc Suisse	2,12%
Variation des devises Yield	-3,38%
Nombre de société vendue	136
Gain Moyen	1.701,78 €
Perte Moyenne	- 407,49 €
Société en Gain	91
Société en Perte	45
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,18



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
1	2	3	97%	Trans World Entertainment	513%	1.21%	3	2	5	159%	Exacompta - Clairefontaine	64%	2.91%
0	1	1	46%	Leeds Group Plc	83%	1.94%	0	3	3	61%	Gevelot	423%	4.37%
0	0	0	24%	Jemtec	-65%	0.22%	3	3	6	173%	Irce	29%	1.06%
3	0	3	352%	Asian Pacific Wire & Cable	-5%	2.54%	3	2	5	108%	Natuzzi	-24%	1.50%
3	0	3	172%	Deswell Industries Inc	5%	2.61%	0	2	2	46%	Peel Hotels	192%	4.21%
1	1	2	74%	Velcan Energy	12%	0.46%	3	2	5	102%	Hammond Manufacturing	47%	1.03%
3	2	5	115%	Emerson Radio	-29%	1.13%	3	1	4	251%	Dover Downs Gaming	8%	1.83%
3	2	5	92%	Enteq Upstream Plc	4%	1.91%	1	1	2	75%	I Grandi Viaggi	26%	2.23%
0	1	1	64%	Richardson Electronics Ltd	5%	0.93%	0	1	1	47%	SunLink Health System	32%	2.28%
3	1	4	503%	Rubicon Technology Inc	-45%	0.52%	3	1	4	228%	Signaux Girod	0%	1.73%
3	0	3	124%	GigaMedia Ltd	0%	0.92%	0	2	2	28%	Amrep Corp	96%	2.87%
0	0	0	15%	CDI Corp	17%	1.05%	3	1	4	205%	Gafisa S.A.	0%	2.70%
3	2	5	102%	HMG Courtland Properties Inc	-1%	0.96%	3	1	4	514%	Civeo	-17%	1.61%
							3	1	4	162%	Thalassa	-23%	1.44%
							3	1	4	160%	Bernard Loiseau	-4%	0.86%
							3	1	4	154%	Allied Health Care Products	18%	2.23%
							0	2	2	59%	O2 Micro International Limited	30%	1.11%
							3	1	4	132%	Melcor Development Ltd	-10%	0.82%
							3	0	3	92%	Pittards Plc	12%	1.08%
							0	3	3	60%	CPH Chemie und Paper Holding	25%	1.14%
							3	2	5	91%	Tornos Holding	-2%	0.99%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	1	4	101%	Eastern European Property	-35%	0.43%	3	3	6	97%	GEA	12%	0.95%
0	2	2	5%	Luxempart	60%	1.48%	0	3	3	44%	Global Sources Ltd	34%	1.29%
0	1	1	42%	Dundee Precious Metal	-54%	1.33%	2	3	5	81%	FutureFuel	-9%	0.89%
0	2	2	3%	Sofragi	39%	0.80%	3	1	4	104%	ADL Partner	-11%	0.85%
2	3	5	74%	(ADR) First Pacific Ltd	-27%	0.79%	3	2	5	273%	Dillard's Inc	-33%	0.59%
1	3	4	22%	(ADR) Jardine Strategic Ltd	21%	1.30%	3	1	4	170%	Kohf's Corporation	-5%	0.88%
3	1	4	81%	Argonaut Gold	-46%	0.66%	2	1	3	95%	Graine Voltz	-1%	0.87%
2	0	2	81%	Sprott Ressources Corp	67%	0.56%	3	1	4	281%	Apollo Education Group	-5%	0.85%
3	1	4	228%	Aurico Metals Inc	34%	1.18%	1	2	3	75%	Holland Colours NV	19%	1.14%
3	3	6	93%	Great Eagle Holdings Ltd	39%	1.25%	3	3	6	111%	Millenium & CopThorne Hotels	-3%	0.93%
1	2	3	49%	Symphony International Holdings L	14%	1.02%	3	1	4	436%	Zamano PLC	-7%	0.92%
1	1	2	17%	Bonheur ASA	-32%	0.66%							

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 : ADL.PA

L'activité du 3ème trimestre est en repli de -0,5%. Ce qui n'empêche pas une croissance du business de +2,2% sur 9 mois. Il est toujours histoire d'investissement dans le courtier d'assurances maison qui « doit permettre au Groupe de renforcer son potentiel de croissance et de rentabilité à moyen et long terme. ». Qui vivra, verra...

Amrep (USA) Ticker : AXR

C'est un premier trimestre de bonne facture clôturé au 31 juillet que nous présente la société. Sa valeur patrimoniale a augmenté à 8.68\$, sa solvabilité se renforce également à 81%. Nous notons que son chiffre d'affaires a progressé de 33% par rapport au premier trimestre 2015, ses coûts fixes sont en très légère diminution. La société signe un profit net de 0.08\$ par action au lieu d'une perte de -0.15\$ un an plus tôt sur le même trimestre.

Apollo Education (USA) Ticker : APOL

Le quatrième trimestre clôturé au 30 août (et qui clôture également l'année comptable de la société) est plutôt de bonne facture. Il est le plus intéressant pour la fusion de la société. Ce quatrième trimestre, hors élément exceptionnel, se clôture par un profit de 0.21\$ par action, comparé à 0.17\$ par action au quatrième trimestre de 2015.

Nous apprenons également que la fusion annoncée en février est toujours d'actualité.

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

La société a publié ses niveaux de production du T3 2016. Et ils sont médiocres. La production d'or a baissé de -24% sur le T3 et de -28% sur les 9 mois de 2016. Pire, la minière revoit ses prévisions de production annuelles à la baisse, passant d'une fourchette initiale de 130 000 - 135 000 onces d'or à 115 000 - 120

News de nos sociétés

000 onces d'or. Au niveau des relatives bonnes nouvelles, nous remarquons la trésorerie qui atteint 50,4 M USD au 30 septembre. Les résultats comptables du T3 sont attendus début novembre.

AuRico Metals (Canada) Ticker : AMI.TO

La société publie pour son 3ème trimestre 2016 des données en ligne avec les prévisions au niveau des encaissements de redevances (« Royalties » dans la littérature minière anglo-saxonne). Ce qui nous plaît moins, ce sont les projections de dépenses pour le reste de l'exercice qui augmentent tant au niveau des frais généraux, avec une hausse de 0,5 M USD (+25%) à 3 M USD et des investissements sur la mine Kemess East prévus en hausse de +0,5 M USD à 4,9 M USD.

Bonheur ASA (Norvège) Ticker : BON.OL

Le groupe a publié sur son 3ème trimestre un résultat opérationnel positif à 38 M NOK pour un chiffre d'affaires quasiment stable par rapport au T3 2015. La perte atteint tout de même -251 M NOK du fait d'une accélération de dépréciations d'actifs (-503 M NOK vs -257 M NOK). Ce sont donc non seulement des éléments non récurrents mais qui n'ont également aucun impact « cash ». Cette dépréciation accélérée concerne principalement les unités de forage offshore (en mer) dont les prévisions de taux d'utilisation, de contrats futurs et de taux journaliers de locations sont revenues à la baisse.

CDI Corp (USA) Ticker : CDI

Le troisième trimestre de la société n'est pas de très bonne facture. Le chiffre d'affaires est en recul de 10%, aussi bien sur le seul second trimestre que sur 9 mois. Sur le seul trimestre, la perte est en diminution à -0.96\$ alors qu'un an plus tôt elle était de -1.03\$ par action. Sur les 9 premiers mois, la perte s'aggrave à 1.57\$, au lieu de -1.01\$ sur les même neuf mois en 2015. La valeur d'actif net tangible de la société est en recul de 16% à 6.45\$.

Civeo (USA) Ticker : CVEO

Notre parapétrolière clôture un troisième trimestre plutôt rassurant, puisqu'elle a cette fois réussi sur le 3ème trimestre à stabiliser ses revenus et à réduire sa perte de plus de la moitié sur le trimestre -0.39\$, au lieu de -1.01\$ voici un an sur le même trimestre. Sa valeur d'actif net tangible est même en progression à 8.60\$ au lieu de 8.31\$.

Le CEO Bradley J. Dodson nous explique être rassuré par la stabilisation des cours du pétrole, mais déclare aussi qu'il reste vigilant sur les coûts et sur la gestions des flux de trésorerie. Concernant leur activités en Australie sur une mine de Charbon, monsieur Dodson explique que les prix du charbon ont commencé à grimper en réaction à la réduction de la production en Chine. Même si cette hausse des prix n'a pas encore d'impact réel sur l'activité de la société, monsieur Dodson y voit quand même des signes encourageants pour 2017.

CPH Chemie und Paper (Suisse) Ticker : CPHN.S

Le plan stratégique de la société se poursuit. Pour produire hors de la zone « franc suisse » peu compétitive sur le marché mondial, la filiale de chimie Zeo-

News de nos sociétés

chem a acquis un site de 5 400 m² en Bosnie à Zvornik. Le site emploiera à terme 40 salariés et devrait commencer sa production de Purmol, Zeolites et autres « merveilles » chimiques pour la fin de l'année 2017. L'investissement ne devrait pas être inférieur à 10 M CHF.

Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE

Les 9 premiers mois de l'année clôturés au 30 septembre nous montrent une valeur patrimoniale stable en très légère progression, à 3.79\$ par action. Les revenus sont en progression de +0.88% par rapport à la même période en 2015. Nous observons une nouvelle fois que la direction a réduit les frais fixes de 8% sur les 9 premiers mois, comparé aux 9 premiers mois de 2015. Les profits nets sont de 0.03 \$ par action et ils étaient aussi de 0.03\$ par action sur cette période en 2015.

Le CEO de la société nous explique que malgré les ponctions injustifiées de l'état du Delaware, il poursuit son travail en essayant d'offrir le meilleur service à la clientèle. Une société indépendante qui mesure la satisfaction du client par rapport au service offert a classé la société Dover Down Gaming bien avant la concurrence. Monsieur Denis Mac Glynn nous explique aussi que ses employés contribuent fortement à la qualité de ce service et aime ce qu'il font, puisque la société a été classée pour la 8ème année consécutive dans le « top 10 work place » de l'état du Delaware (Top 10 des places de travail).

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Avec la publication des productions des mines et de la fonderie africaine des 9 mois 2016, on peut dire que les productions de métaux or, cuivre, argent et zinc sont parfaitement en ligne avec les prévisions annuelles. Voire, légèrement en avance.

Par contre, la fonderie Tsumeb semble avoir pris un peu de retard (139 000 tonnes traitées) à cause de son arrêt annuel et du problème lié à la fuite d'eau qui avait endommagé toute la chaîne de production. L'objectif annuel de 200 000 à 220 000 tonnes nous semble désormais ambitieux, même si le management se veut rassurant : « les traitements 2016 sont attendues en ligne avec les prévisions ». A suivre...

Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA

Nous n'avons pas encore les chiffres consolidés au niveau groupe, seulement des indicateurs d'activités et qui sont au beau fixe, que cela soit au niveau des lancements que des préventes.

Ce qui nous intéresse plus, c'est que Gafisa a publié des éléments très probants qui laissent présager que la filialisation de Tenda est bien en cours.

Tout d'abord avec la publication des données financières historiques depuis 2013 ainsi que le rapport trimestriel complet du T3 2013 de la seule entité Tenda. De beaux éléments qui sembleraient indiquer que le groupe souhaite donner le maximum d'informations au marché pour qu'il réalise la réelle valeur de l'entité Tenda.

Les seuls fonds propres part du groupe de Tenda représentent 1,60 USD par action Gafisa. Ce qui signifie qu'au cours actuel, et si Tenda était introduite uni-

News de nos sociétés

quement à la valeur de ses fonds propres, l'entité Gafisa serait offerte (pour rappel 3 USD par action). Encore un coup d'épée dans l'eau ou le début d'une nouvelle aventure créatrice de valeur ? RDV dans les semaines à venir...

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

Gevelot publie un excellent premier semestre 2016. Malgré une baisse de l'activité de -8,5%, le résultat opérationnel est multiplié par plus de 4x à 6,3 M EUR, comparativement au S1 2015. Il faudra tout de même nuancer le fait que le S1 2015 incluait une dépréciation de -2,1 M EUR sur la filiale alors fraîchement acquise dans le secteur pétrolier.

Fidèle à sa prudence légendaire, le management de conclure pour le reste de l'exercice que le résultat « devrait être bénéficiaire en fin d'exercice, hors éléments exceptionnels non déterminés à ce jour ».

Au niveau du bilan, tout s'améliore par rapport au 31/12/2015. Du fait de l'intégration des résultats fortement positifs et de l'impact positif lié aux rachats d'actions et de leur annulation, la VANT par action progresse de +10% et atteint 222,42 EUR. La solvabilité reste excellente à 97%, notamment du fait de la trésorerie qui, elle seule, représente l'équivalent de 168,17 EUR par action.

Au cours actuel, le titre Gevelot présente un bon compromis en terme de potentiel / risque avec sa grosse trésorerie, ses bénéfices et le potentiel lié à sa filiale canadienne active dans le *Oil & Gas* et qui pourrait profiter d'une hausse des cours énergétiques.

Graines Voltz (France) Ticker : GRVO.PA

Annoncé en mai dernier, la cession de la filiale de semences de fleurs sous la marque Bertrand a été officiellement cédée. Ce n'est pas une mauvaise nouvelle, car la seule faiblesse que nous identifions sur ce dossier résidait dans son endettement trop élevé. Reste à voir dans les prochains rapports financiers la teneur du désendettement et les potentiels impacts négatifs sur l'activité liée à cette réduction de périmètre.

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

Comme la direction l'avait laissé sous-entendre lors de la publication du rapport semestriel, les résultats pour la 2ème partie de l'année seront décevants ... et c'est ce que nous constatons à la lecture du rapport Q3 de la petite industrielle canadienne. Une direction qui tient parole, c'est bien ... mais nous aurions quand même préféré qu'elle s'abstienne dans ce cas-ci.

La direction confirme les difficultés à digérer les gros investissements réalisés ainsi que le ralentissement des ventes dû essentiellement à la crise dans l'industrie pétrolière, un des gros débouchés de Hammond.

Bref, le résultat est négatif pour le 3e trimestre (et est légèrement bénéficiaire pour les 9 premiers mois de l'année à 0,07 CAD par action). La VANT baisse légèrement à 3,77 CAD.

Holland Colours NV (Pays-Bas) Ticker : HOLCO.AS

Notre RAPP néerlandaise a publié ses résultats du premier semestre 2016-2017 arrêtés au 30 septembre 2016. Ils sont excellents et confirment la capacité de la

News de nos sociétés

société à générer une forte rentabilité. Le résultat opérationnel est en progression de +29,4% (!) à 3,7 M EUR vs 3,1 M EUR sur l'exercice précédent. La direction se veut prudente, en précisant que la saisonnalité de son activité fait que le second semestre est toujours en deça du premier semestre. Elle n'émet donc pas de perspectives de résultats pour l'ensemble de l'exercice. Notre objectif de cours de RAPP progresse de +3,1% à 102,67 EUR.

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L

Le management précise que le premier trimestre de l'exercice décalé est attendu en deça des prévisions initiales du fait d'un mois de septembre particulièrement chaud en Europe. Cette révision à la baisse de l'activité devrait être largement compensée par des gains de change liés à la dévaluation de la Livre.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Le holding luxembourgeois nous a appris l'acquisition d'une participation de 15,4 % dans le capital de *Deutsche Fachpflege Gruppe*. Il s'agit d'une société non cotée spécialisée dans les soins intensifs à domicile. Un marché très porteur selon nous, avec la tendance actuelle à faire sortir les patients de plus en plus tôt de l'hôpital. Le montant de la transaction n'a pas été révélé.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Comme vous en avez été averti par mail, nous avons vendu nos actions MBL le 28/10 moyennant une plus-value en euro de 61,50 %, nette de frais et de taxes.

O2Micro International (Iles Caïmans) Ticker : OIIM

La société taïwanaise basée aux Iles Caïmans, nous surprend agréablement sur le T3 2016 avec, enfin, un bénéfice comptable. Houla, attention tout de même ! Même si l'activité croît de +2,8% par rapport au T3 2015, le résultat opérationnel reste bien négatif à -1,1 M EUR. Même si c'est une amélioration par rapport à la perte de -3,4 M EUR sur la même période de 2015. En fait, il faut aller chercher quelques lignes en dessous dans le compte de résultat. L'explication est claire: O2Micro a cédé des titres de ses participations ainsi que de l'immobilier, avec des gains respectifs de 0,2 M USD et de 1,7 M USD.

Résultat, le bilan se renforce encore avec une trésorerie (+ placements de trésorerie) qui atteint 52,9 M USD ou encore l'équivalent de 2,04 USD par action. La solvabilité ressort ainsi à un niveau exceptionnel de 223%. La VANT progresse également, de +0,7% à 3,06 USD.

Avec la qualité de ce bilan, et la proactivité du management pour maintenir son cash et liquider ses actifs hors *core-business*, il ne manque plus qu'un bon résultat opérationnel pour que la mèche soit allumée...

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

L'activité est un peu en hausse à mi-année. Au 16 août 2016 (date de l'arrêt des comptes semestriels), l'activité est en petite hausse de +1,8% à 9,1 M GBP. Les bénéfices avant impôts suivent. Ils sont en hausse de +19,2% à 0,6 M GBP vs. 0,5 M GBP pour la même période de l'exercice précédent. Le management espère bien pouvoir tirer profit de la baisse de la livre sterling pour attirer la clien-

News de nos sociétés

tèle étrangère en Grande-Bretagne tout en incitant les britanniques à passer davantage de vacances sur leur territoire... A suivre...

Niveau bilan, la VANT atteint 171 pences par action et la solvabilité ressort à 65%.

Richardson Electronics Ltd (USA) Ticker : RELL

Le premier trimestre de la société clôturé au 31 août n'est pas terrible, même si la valeur patrimoniale n'est qu'en léger recul, elle passe de 10.06\$ à 9.90\$.

Nous constatons que les ventes sont en recul de 10% et le coût des produits en recul également, de 11%. Les coûts fixes sont au même niveau qu'un an plus tôt sur le même trimestre. Au final, la perte nette a doublé, passant de 0.10\$ par action à 0.20\$ par action.

Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN

La société annonce qu'elle va fermer son usine de Malaisie d'ici la fin de l'année. Cette décision s'inscrit dans une optique de réduction des coûts et du recentrage de l'activité vers des produits à haute valeur ajoutée, voire des nouveautés (même si le CEO en parle depuis longtemps et que l'on ne voit rien venir). Mais bon, on ne peut pas dire qu'il reste les bras croisés en attendant un vent plus favorable !

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

- Au 31 août, la société offrait une répartition d'actif suivante :

59.77 % d'actions

25.75 % d'obligations

13.90 % de liquidités ou placements court terme

0.58% dépôts de garantie

- Au 30 septembre 2016, la société offrait une répartition d'actif suivante :

61.45% d'actions

25.53% d'obligations

12.49% de liquidités ou placements court terme

0.53% dépôts de garantie

Peu de mouvements significatifs dans la répartition, sinon une augmentation de 1.68% de la partie actions et un recul des liquidités de 1.41%.

Sprott Resource (Canada) Ticker : SCP.TO

Au cours du mois écoulé, la société s'est un peu renforcée, via un placement privé, dans le capital de Corsa Coal, un producteur de charbon métallurgique déjà présent dans son portefeuille.

Symphony International (Iles Vierges Britanniques) Ticker : SIHL.L

La NAV du fonds est en baisse de 1 pence au 30 septembre 2016 par rapport au 30 juin 2016, à 1,32 USD sur base diluée.

Thalassa Holding (Iles Vierges Britanniques) Ticker : THAL.L

Après l'augmentation de capital de la minière Papua Mining, Thalassa Holdings détient désormais 26,7% du capital.

News de nos sociétés

Parallèlement, la filiale WGP Survey a signé un contrat de 2 M USD dans l'acquisition de données sismiques concernant l'activité *Oil & Gas* de la société.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Si nous savons depuis assez longtemps que Trans World est une histoire qui se terminera bien, nous étions bien évidemment incapables d'imaginer que notre vendeur de cassettes VHS acheté en juin 2009 à 10% de sa valeur net net, allait nous offrir un véritable feu d'artifice... en terme de performance! Et avec un brin de provocation, nous n'avons pas hésité à plusieurs reprises à qualifier Trans World de « Apple de la Daubasse », puisque ceux qui ont eu le bonne idée d'acheter Apple (après le retour de Steve Jobs) et Trans World en 2009 ont des investissements multipliés par 6, des « *baggers* 6X ». Et nous ne parlons pas des dividendes de Trans World nets de double taxation qui couvrent l'entièreté de notre prix d'achat frais inclus.

La nouvelle étonnante de ce 17 octobre c'est l'achat par Trans World de la société Etailz Inc. pour 75 millions. Etailz est une société en pleine croissance sur le marché du numérique et le communiqué nous explique que cette acquisition devrait être relative dès la première année complète, soit 2017.

Toujours inconnue au bataillon, le cours de Trans World n'a pris que +12% sur le mois... et la société cote toujours à la moitié de sa valeur d'actif net tangible et offre donc un potentiel autour de 100%. Pourquoi ne pas en reprendre une bonne louche à ce stade, vu le potentiel de 100% et le risque limité? C'est sans doute la question que vous nous poseriez. En fait, nous n'avons pas les éléments nous permettant de prendre une décision, nous ne savons par exemple pas si Trans World a payé le juste prix ou très cher, ce qui aurait pour effet de générer un écart d'acquisition (*goodwill*) qui n'entre pas en compte dans sa valeur patrimoniale (VANT), vu qu'une grande partie de ses liquidités sont désormais investies dans cette société (Etailz). Il nous faut donc examiner la quantité d'actif tangible qu'elle a eu en échange et qui reste notre base unique de valorisation. Il est donc possible, voire plus que probable, que la VANT de Trans World soit en recul. Il y a donc peu de chances que son potentiel soit encore de 100% à l'heure où nous écrivons ces news. Seul le risque de perte nous semble à ce stade minime, et pour notre portefeuille, nous pouvons même affirmer que le risque de perte est nul.

Analyses de société

Tornos Holding

(Swiss Exchange, Ticker : TOHN.S / ISIN : CH0011607683)

I. Introduction

TORNOS

Après la société suisse CPH Chimie + Papier Holding que nous avons analysée et achetée dans la foulée il y a seulement quelques mois (avec un gain latent actuel de +26%), une nouvelle société helvète apparaît sur nos radars : **Tornos Holding**.

La société produit des machines-outils haut de gamme à travers le monde, et notamment à destination de l'Asie. Elle emploie plus de 600 personnes.

Quel mal frappe donc ce pays montagneux qui tutoie les sommets en terme de plein-emploi et avec une économie florissante ? Et bien, paradoxalement, bon nombres de sociétés souffrent d'une économie « trop forte », trop rassurante, qui attire les capitaux... et qui ont pour désagréables effets de valoriser à des niveaux excessivement élevés le franc suisse par rapport aux autres devises. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, les sociétés qui sont sur un marché mondial et qui exportent majoritairement sont largement pénalisées. Les prix qu'ils présentent sont difficilement concurrentiels du fait de coûts en francs suisses (et donc très élevés) sur un marché globalisé. C'est un paramètre qui échappe aux managements des entreprises suisses.

Les esprits optimistes diront que cela permet de rationaliser au maximum les frais de gestion et d'optimiser les produits pour les placer sur des créneaux à haute valeur ajoutée qui sont plus difficiles à concurrencer. Certes...

En attendant, Tornos souffre de ce désavantage compétitif important. Elle commence à délocaliser sa production hors de la Suisse, mais cela ne l'empêche pas de souffrir sur tous ses marchés. Et le titre reflète bien ces problèmes avec un cours qui a été divisé par 5 depuis ses plus hauts de 2011.

Nous travaillons avec le rapport semestriel arrêté au 30 juin 2016. Le cours de référence est notre cours d'achat de 2,88 CHF.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 5,68 CHF par action et l'ensemble des dettes représente 2,68 CHF par action. La VANN s'établit donc à 2,97 CHF par action.

Analyses de société

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

La société détient des immeubles et des terrains qu'elle a acquis pour un coût historique équivalent à 3,10 CHF par action. En retranchant notre marge de 20% sur ce montant et en l'ajoutant à la VANN, nous obtenons une VANE égale à 5,44 CHF.

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 détaillons dans le tableau ci-dessous les différents postes du bilan et les marges de sécurité retenues (données en CHF) :

Postes du bilan	Valeur par action	Marge de sécurité	Valeur nette par action
Actifs courants			
Liquidité	0,59	0%	0,59
Créances	1,41	20%	1,13
Stocks	3,51	30%	2,46
Pré-paiements	0,17	0%	0,17
Actifs non courants			
Immobilier	3,10	20%	2,48
Outils industriels	0,08	80%	0,02
Intangibles	0,05	100%	0,00
Total Actif (A)			6,84
Hors bilan			
Leases	0,00	0%	0,00
Stock Option	0,00	0%	0,00
Litiges	0,00	0%	0,00
Total passif			-2,68
Total Passif + Hors bilan (B)			-2,68
VLMV (A) + (B)			4,16

Ce qui nous donne donc une VMLV de 4,16 CHF par action.

Analyses de société

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Tornos a généré des pertes opérationnelles trop importantes sur les exercices 2012 et 2013 (55 M CHF pour ces 2 exercices), et nous ne pouvons donc pas calculer de VCB.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 2,88 CHF, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

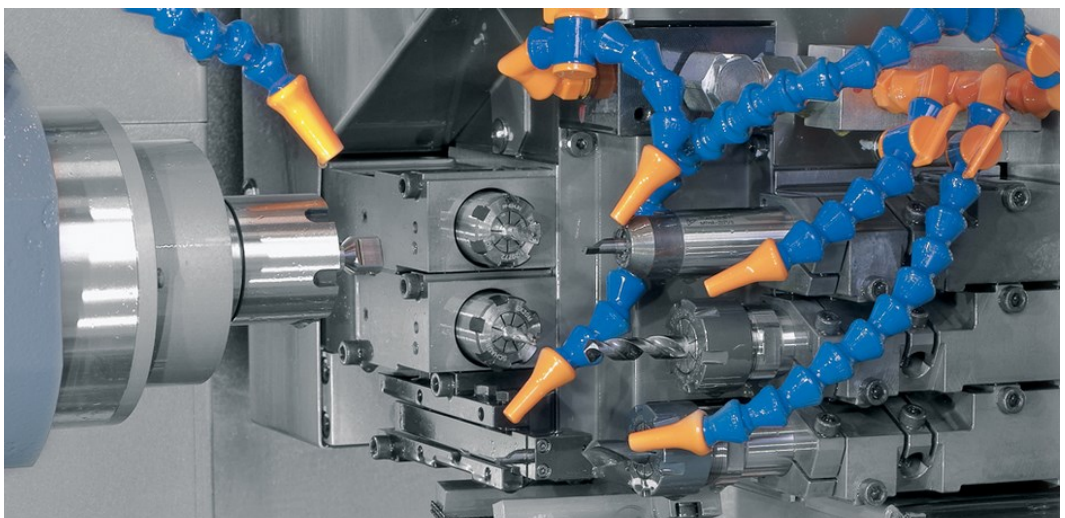
- 3% sur la VANN de 2,97 CHF
- 47% sur la VANE de 5,44 CHF
- 31% sur la VMLV de 4,16 CHF

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 5,44 CHF) est de : 89%.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 67%.

Ratio technologique = 104% (il représente la sommes des 5 dernières années de dépenses en Recherche & Développement divisé par la capitalisation boursière de la société).

La société a en effet dépensé 56,7 M CHF depuis 2011 pour une capitalisation boursière de 54.5 M CHF



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

Dans un secteur hyper concurrentiel, la société commence tout juste à se diriger vers un marché de niche. La cherté du franc suisse a été un facteur qui a amplifié la perte de vitesse de la société, malgré des actifs tangibles... qui sont sous-exploités.

Analyses de société

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

Si la société ne réussit pas à la fois à se réorienter sur des marchés haut-de-gamme avec une concurrence moins élevée alors que le franc suisse continue à la désavantager sur le marché mondial, il sera difficile de sortir la tête de l'eau.

Pire, une nouvelle réévaluation du franc suisse pourrait lui être fatale à court terme.

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

Le management de Tornos semble (enfin) avoir compris que le principal souci de la société réside dans sa compétitivité faible du fait de ses coûts de production dans une devise non concurrentielle.

Dès lors, elle peut prendre le taureau par les cornes en se réorientant sur un marché de niche en jouant sur la qualité suisse (la société dépense des millions tous les ans en R&D !) tout en externalisant un peu plus ses outils de production en zone hors-franc suisse.

Un autre facteur que nous ne maîtrise pas, Tornos non plus d'ailleurs, pourrait être une légère dévaluation du franc suisse. Si cela se produisait, la société pourrait reprendre des parts de marché.



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 décotée 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