

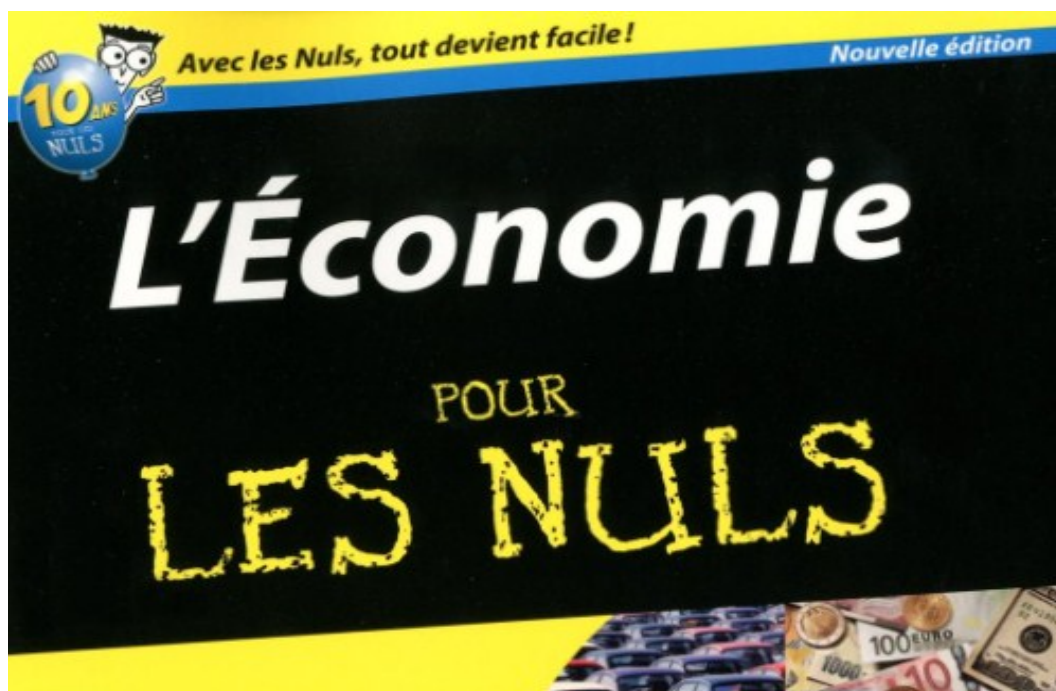
INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 6
Suivi des sociétés analysées	page 8
News de nos sociétés	page 10
Analyse de la société Sprott Resource Corp.	page 21
Analyse de la société CSF Group	page 25
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 31

Edito



Un peu de culture économique pour les nuls ... comme nous.

Nous n'avons pas vocation à faire de la macroéconomie : nous n'en avons pas les compétences. Néanmoins, nous nous y intéressons tant pour notre culture générale que dans l'optique d'équilibrer nos portefeuilles.

A notre avis, celui qui veut investir en bourse sur base de décisions macroéconomiques le fera en choisissant un ou plusieurs des thèmes définis par trois des plus grands économistes mondiaux.

Tout d'abord, il y a [Ricardo](#) qui pensait que la création de valeur est la conséquence d'une meilleure utilisation des trois facteurs de production que sont le capital, le travail et la terre à l'échelle d'un pays ou du monde : le capital doit aller là où il sera le mieux utilisé. Pour notre part, nous pensons que nos investissements dans les pays émergents sont typiquement des investissements « ricardiens » : Asia Pacific Wire and Cable, Deswell, Ukraine Opportunity, Vietnam Holding, Jardine Strategic ou First Pacific parmi les exemples de notre portefeuille. Une bonne partie de nos industrielles ont également souvent besoin de croissance « ricardienne » pour se développer. Souvent, la croissance selon Ricardo s'arrête quand elle se heurte au thème de notre deuxième économiste : Malthus.

Malthus estimait que sans freins, la population augmente de façon exponentielle ou géométrique, tandis que les ressources ne croissent que de façon arithmétique. Il en conclut le caractère inévitable de catastrophes démographiques, à moins d'empêcher la population de croître. Les investissements qui sont axés sur le thème de la raréfaction des ressources naturelles nous semblent être typiquement des investissements basés sur le malthusianisme. Dans

Edito

notre portefeuille, nous estimons que des sociétés comme Velcan, PV Crystalox ou nos mines de métaux précieux peuvent bénéficier de ce type de problèmes. Néanmoins, dans l'Equipe des Daubasses, nous pensons que la solution aux problèmes posés par Malthus sont à chercher dans les théories du 3e économiste, Schumpeter.

Schumpeter pensait que la création de valeur est la conséquence d'une invention de rupture qui change les règles du jeu et permet à sa « création destructrice » d'avoir lieu. Comme la croissance schumpetérienne ne dépend que de la capacité de l'esprit humain à inventer et ne dépend donc pas des matières premières, elle permet de briser les contraintes du malthusianisme. Dans le portefeuille du club, nous pensons que tous nos investissements en technos bénéficient des thèses schumpetériennes comme, par exemple, Encres Dubuit, Norcon, ADD Vantage, Blonder Tongue, Infosonic ou Sigmatron : ces sociétés peuvent apporter des réponses aux problèmes de raréfaction soulignés par Malthus. Schumpeter est notre économiste préféré : il est plus agréable de trouver des solutions à des problèmes que de souligner simplement un problème et c'est d'ailleurs souvent au travers de ce thème que nous avons réalisé nos plus belles plus-value.

« Mais pourquoi donc abordez-vous ce sujet, vous, des investisseurs dans la valeur ? »

Soyons clair ami(e) lecteur(trice) : nos décisions d'investir dans telle ou telle société sont dictées uniquement par une approche « bottom up », c'est-à-dire que nous investissons uniquement sur base de notre process qui nous impose de nous concentrer sur les actifs détenus par la société elle-même et sans tenir compte le moins du monde de contraintes « top down » (macroéconomiques).

Néanmoins, vous savez que nous avons une petite rubrique, accessoire à notre portefeuille de daubasses que nous appelons « diversification dans la valeur ». Cette rubrique nous permet d'investir justement sur des thèmes pour lesquels nous ne trouvons pas de daubasses à proprement parler. Elle restera toujours marginale par rapport aux « vraies » daubasses mais elle nous permet d'équilibrer notre portefeuille de belle manière : par exemple, si nos daubasses choisies exclusivement pour leur sous-évaluation nous font investir uniquement sur le thème de Schumpeter, nous tenterons, avec ces diversifications, de rééquilibrer notre portefeuille en axant nos investissements sur Malthus et Ricardo. Pourquoi ?

Parce qu'il semble bien que l'histoire économique fait se succéder différents cycles économiques au cours desquels c'est tantôt un thème, tantôt l'autre qui émerge. Grâce à nos diversifications, nous évitons de louper totalement un thème qui se serait avéré porteur.

Ainsi, [Charles Gave](#), un économiste français que nous apprécions, a détecté, pour chaque décennie d'après-guerre, un thème prépondérant. Nous le citons :

« De 1950 à 1960, nous avons eu une croissance Ricardienne, reconstruction de

Edito

l'Europe et du Japon, commerce international, communauté européenne.

De 1960 à 1970, une grande vague Schumpetérienne, pharmacie, IBM, Control Data, Hewlett-Packard, débarquement sur la lune...

De 1970 à 1980, une horrible décennie Malthusienne et inflationniste, avec or, argent, pétrole montant sans relâche et j'en passe.

De 1980 à 1990, à nouveau, une grande période Ricardienne : acte unique Européen, réunification Allemande, émergence des tigres asiatiques.

De 1990 à 2000, LA grande période Schumpetérienne par excellence se terminant par la bulle internet.

De 2000 à aujourd'hui, une croissance Ricardienne en Asie centrée sur la Chine, avec de forts relents de contrainte Malthusienne (pétrole etc.) »

Dans notre portefeuille, le thème du malthusianisme est sous représenté. Ça tombe bien : comme nous vous l'avions annoncé par mail, nous avons justement acheté une société holding qui nous permet de nous protéger d'un éventuellement choc de raréfaction des ressources.

Nous vous en laissons découvrir l'analyse ainsi que celle d'une société mi-ricardienne mi-schumpeterienne mais disposant d'un beau collatéral immobilier.

Bonne lecture et joyeuses fêtes de fin d'année!

L'Equipe des Daubasses

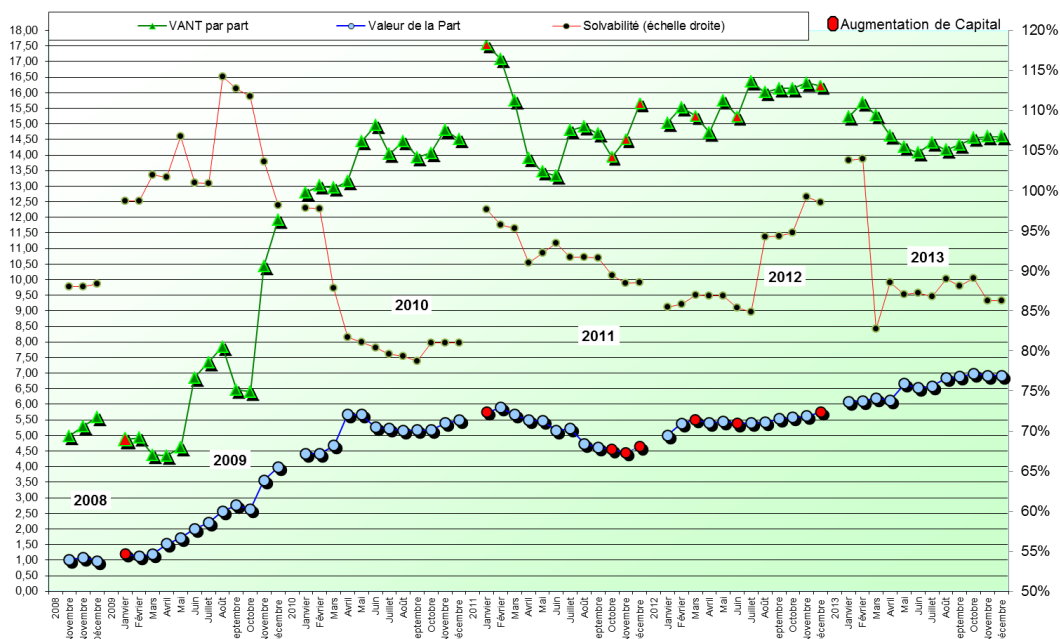


Portefeuille

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

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
29 novembre 2013	
Valeur d'une Part	6,91 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,59 €
Potentiel	111,02%
Solvabilité pondérée	86,28%
3,33% Pondération Max	10.046,36 €
Nombre total de positions	61
Répartition des Devises	
Euro	40,64%
Dollar Américain	35,12%
Livre Sterling	14,44%
Dollar Canadien	5,88%
Courone Suédoise	2,52%
Franc Suisse	1,46%
Variation des devises Yield	
	-2,03%
Nombre de société vendue	82
Gain Moyen	2.058,46 €
Perte Moyenne	- 737,58 €
Société en Gain	54
Société en Perte	28
1 Euro investi a rapporté	5,38 €



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

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

Portefeuille au 29 novembre 2013 / Notations														
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio		
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre	ROIC	
			Risque				Cours							
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)											
Net-Net	2	0	2	Sport Haley Inc	1,4453	0,42	77,71%	24/11/08	160%	1,5582				
	2	0	2	Coast Distribution System	4,8611	0,71	55,78%	25/11/08	63%	5,6674				
	3	0	3	Taitron	2,0033	0,53	100,26%	26/11/08	190%	3,1027	2,9251	0,3659		
	0	2	2	Trans World Entertainment	4,9565	0,88	99,39%	08/06/09	28%	5,5867				
	0	1	1	SigmaTron International	2,7289	2,44	44,97%	13/11/09	60%	10,6676	5,2264	1,2743		
	0	3	3	Leeds Group Plc	38,2400	0,73	82,65%	27/08/10	62%	45,45	43,53	0,6432		
	3	2	5	Vianini Industria	1,1299	1,10	220,21%	19/10/10	199%	3,7300	1,6761	0,7446		
	3	1	4	MBL Group	15,2000	0,53	129,96%	05/07/11	231%	26,4700				
	0	3	3	PV Crystalox Solar	10,5269	1,10	114,79%	05/11/11	56%	18,0984				
	3	2	5	Asian Pacific Wire & Cable	7,1448	0,48	53,96%	15/03/12	229%	11,2017				
	3	1	4	Deswell Industries Inc	3,5569	0,69	141,37%	15/03/12	152%	6,1685				
	3	0	3	Vel Affaires	10,0026	1,11	49,29%	16/07/12	102%	22,4877				
	0	2	2	Velcan Energy	14,2220	0,88	317,60%	22/08/12	43%	17,7954				
	3	0	3	Plaza Centers NV	69,55	0,09	50,44%	27/09/12	1557%	99,42				
	2	2	4	Global Tech Advanced Inovation	17,70	0,35	115,66%	17/10/12	309%	25,34				
	0	1	1	Electronic Sytem Technology	0,51	0,73	204,47%	02/01/13	36%	0,51				
0	1	1	Zoom Telephonics	0,36	0,61	62,36%	02/04/13	66%	0,37					
0	1	1	Norcon Plc	26,07	0,88	56,72%	09/07/13	18%	27,09					
0	2	2	Infosonics	1,11	1,11	121,35%	23/07/13	44%	1,14					
Net-Estate	3	3	6	Avalon			91,24%	02/09/09	228%	10,58	8,7965	0,3661		
	1	0	1	Bodisen Biotech			95,18%	10/11/09	1419%	0,6302	0,0363	1,1433		
	3	1	4	Blonder Tongue Laboratories			65,12%	16/11/09	111%	1,9628	1,4914	0,6236		
	3	1	4	Exacompta - Clairefontaine			62,78%	30/11/09	491%	298,58	196,25	0,2575		
	3	3	6	Gevelot			74,26%	09/12/09	121%	137,12	90,75	0,6843		
	3	2	5	Irce			49,65%	31/05/10	189%	5,1395	3,3050	0,5386		
	2	2	5	Hutchinson Technology			50,45%	31/08/10	128%	4,8692	6,9488	0,4389		
	2	2	4	Natuzzi			66,82%	19/01/11	181%	6,5084	6,2923	0,3687		
	2	2	5	Alco Store			37,91%	27/07/11	169%	29,635	17,9911	0,6120		
	3	2	5	Crown van Gelder			54,95%	12/10/11	164%	9,483	7,5043	0,4783		
	1	3	4	Peels Hotel			58,01%	12/10/11	97%	157,640	87,4300	0,9150		
	1	3	4	ADDvantage Technologies			111,71%	23/11/11	42%	3,676	3,6330	0,7123		
	3	1	4	Ceramiche Ricchetti			42,13%	09/01/12	838%	1,673	1,8014	0,1066		
	3	2	5	Panaria Group			42,36%	12/01/12	121%	2,795	1,1643	1,0856		
	3	0	3	Plastvaloire			36,73%	27/02/12	158%	48,809	32,5319	0,5819		
	0	1	1	Cottin Frères			50,37%	14/06/12	83%	6,602	0,0000	0,0000		
2	1	3	Coil			59,30%	14/11/12	100%	7,267	4,3465	0,8375			
1	3	4	Loeb Holding			80,42%	23/04/13	77%	330,926	242,53	0,7711			
3	1	4	Hammond Manufacturing			58,46%	04/06/13	123%	2,792	2,04	0,6132			
3	3	6	Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	131%	5,324	4,00	0,5751			
3	1	4	Dover Downs Gaming			62,19%	26/08/13	135%	3,463	3,17	0,4641			
3	1	4	I Grandi Viaggi			53,97%	16/10/13	222%	1,305	1,32	0,3103			
VANTre	2	0	2	Jemtec			1169,43%	25/01/11	111%	1,3494		1,3494	0,4743	76%
	3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia			65,07%	25/01/11	102%	0,4453		0,0000	0,0000	0%
	0	2	2	Malteries Franco-Belge			83,01%	14/04/11	34%	256,36		256,36	0,7451	27%
	3	0	3	Universal Security Instruments			102,27%	26/03/12	148%	11,20		11,20	0,4028	11%
Fonds	1	0	1	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	65%	5,3100				
	1	1	2	Eastern European Property				28/04/11	54%	118,43				
	1	0	1	Elephant Capital Plc				28/06/11	192%	49,00				
	1	0	1	Vietnam Holding				04/11/11	35%	1,69				
Diversification	0	2	2	Luxempart				28/06/11	32%	36,26				
	3	2	5	Dundee Precious Metal				14/10/11	241%	10,92				
	0	2	2	Investor AB				29/12/11	19%	249,38				
	2	2	4	FFP				15/05/12	73%	77,05				
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	32%	1691,08				
	2	1	3	(ADR) First Pacific LTD				11/02/13	37%	7,97				
	2	2	4	(ADR) Jardine Strategic LTD				11/02/13	34%	21,29				
	3	1	4	Silver Standard Ressource				10/07/13	272%	22,18				
	0	1	1	Kinross Gold Corp				15/07/13	42%	6,68				
	3	1	4	Argonaut Gold				18/09/13	300%	22,46				
1	3	4	Sprott Ressources Corp				07/11/13	21%	3,01					

Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos lettres précédentes, sous la même forme et avec les mêmes informations que dans notre portefeuille.

Sociétés Analysées									
	Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel	RendT		
			Devis	Euro		Devis	Euro	EuroT	
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	8,00	0,10	-29,67%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	77,14	0,93	37,35%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	80,00	0,96	22,38%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	16,80	0,20	-49,18%
5	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	11,01	8,10	10,39%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	3,47	2,55	22,52%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	3,59	3,59	-11,38%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	28,50	20,97	89,64%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	11,62	0,14	41,67%
10	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,59	1,90	25,12%
11	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	1,26	1,26	25,15%
12	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,19	0,19	6,67%
13	Euro	PVL.PA	Plastivoloire	19,65	19,65	08/03/12	18,93	18,93	-3,66%
14	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	3,41	2,51	-0,34%
15	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,45	1,80	-5,83%
16	USD	UUU	Universal Security Instrument	5,35	4,08	09/04/12	4,51	3,32	-18,67%
17	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	44,52	44,52	73,30%
18	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,30	0,30	30,43%
19	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	217,00	26,06	27,24%
20	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	5,64	5,64	9,51%
21	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3,90	3,90	06/07/12	3,60	3,60	-7,69%
22	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	11,15	11,15	21,33%
23	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1278,02	1278	21,02%
24	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	12,45	12,45	38,33%
25	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,25	1,25	17,74%
26	Euro	VLA.MI	Vianaini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	4,83	4,83	64,42%
27	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	72,50	0,87	-12,90%
28	USD	JSHLY	Jardine Strategic LTD	18,11	13,90	08/10/12	15,88	11,69	-15,94%
29	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	6,00	0,07	-87,65%
30	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8,42	6,57	07/11/12	10,32	7,59	15,58%
31	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5,84	4,56	07/11/12	6,20	4,56	0,12%
32	Euro	ALCOI.PA	Coil	3,10	3,10	07/12/12	3,64	3,64	17,42%
33	USD	ELST	Electronic System Tech	0,35	0,27	08/01/13	0,38	0,28	3,48%
34	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37,00	0,43	06/02/13	40,00	0,48	12,94%
35	USD	PPAFY	First Pacific LTD	7,14	5,45	08/03/13	5,83	4,29	-21,23%
36	Euro	GIRO.PA	Signaux Giron	28,92	28,92	08/03/13	26,82	26,82	-7,26%
37	USD	ZMTP	Zoom Telephonics	0,17	0,13	05/04/13	0,22	0,16	23,22%
38	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166,10	134,93	09/05/13	187,00	152	12,53%
39	USD	UPG	Universal Power Group	1,69	1,28	09/05/13	1,17	0,86	-32,73%
40	CAD	HMM-A.TO	Hammond Manufacturing	1,15	0,85	06/06/13	1,25	0,87	2,43%
41	USD	LAKE	Lakeland Industries	4,52	3,41	06/06/13	5,40	3,97	16,44%
42	USD	IFON	Infonics	0,54	0,42	05/07/13	0,79	0,58	38,20%
43	GBP	NCON.L	Norcon Plc	12,00	0,14	05/07/13	23,00	0,28	99,02%
44	USD	SSRI	Silver Standard Res.	7,50	5,61	09/08/13	5,97	4,39	-21,62%
45	USD	KGC	Kinross Gold Corp	5,20	3,89	09/08/13	4,71	3,47	-10,81%
46	Euro	DBT.PA	Encre Dubuit	2,66	2,66	06/09/13	2,30	2,30	-13,53%
47	USD	DDE	Dover Down Gaming	1,42	1,08	06/09/13	1,47	1,08	0,13%
48	Euro	CAPLI.PA	Capelli	1,60	1,60	08/10/13	1,55	1,55	-3,13%
49	CAD	AR.TO	Argonaut Gold	6,15	4,39	08/10/13	5,61	3,89	-11,41%
50	Euro	IGV.MI	I Grandi Viaggi	0,40	0,40	05/11/13	0,41	0,41	2,65%
51	Euro	GE.MI	Gefran	3,24	3,24	05/11/13	3,04	3,04	-6,17%
Opération clôturée									
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15	22,44%
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44	122,85%
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54	42,80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18	19,60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99	7,73%
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87	99,31%
7	GBP	PDX.L	Pursuit Dynamic (Vendu)	2,90	0,04	07/12/12	1,70	0,02	-45,56%
8	USD	AVHI	AV Homes (Vendu)	7,24	5,67	09/01/12	13,29	10,34	82,31%
9	USD	ASYS	Amtech (Vendu)	3,94	3,01	08/01/13	6,64	5,09	69,01%
10	USD	LEDS	SemiLed Corp (Vendu)	0,71	0,52	06/02/13	1,22	0,92	75,80%
11	USD	PTIX	Performance Techno (Vendu)	0,84	0,65	07/12/12	2,19	1,64	153,74%
12	DKK	FFARMS.CO	First Farms (Vente)	47,00	6,32	08/03/12	44,10	5,91	-6,49%
13	Euro	CSP.MI	CSP International (Vente)	0,84	0,84	06/07/12	1,36	1,36	61,90%
				Total pondéré a part égal					18,17%

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

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

Suivi des sociétés analysées

Ci-dessous, le tableau des ratios et des notations des sociétés analysées mais non détenues en portefeuille.

Sociétés Analysées - Ratios et Notations												
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	ROIC
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate			
			Risque				Cours					
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)									
			MBL Group					En Portefeuille				
			Eastern European Property					En Portefeuille				
			Peels Hotels					En Portefeuille				
			Elephant Capital					En Portefeuille				
			Alco Store					En Portefeuille				
			Coast Distribution System					En Portefeuille				
			Crown Van Gelder					En Portefeuille				
0	1	1	Paradise Inc	28,434	1,0023	80,56%	33%	37,9451	40,3033	0,41		
			PV Crystalox Solar					En Portefeuille				
			ADDvantage					En Portefeuille				
			Panaria Group					En Portefeuille				
			Ceramiche Ricchetti					En Portefeuille				
			Plastivaloire					En Portefeuille				
			Asian Pacific Wire & Cable					En Portefeuille				
			Deswell Industries Inc					En Portefeuille				
			Universal Security Instrument					En Portefeuille				
			FFP					En Portefeuille				
2	0	2	Techniline	0,5689	0,5273	40,90%	132%	0,6952				
0	3	3	AKER -A-				57%	340,00				
0	2	2	HF Company	6,1727	0,9137	60,49%	49%	8,4228	7,9346	0,41	8,4228	0,4934 7%
			Cottin Frères					En Portefeuille				
			Vet Affaires					En Portefeuille				
			Sofragi					En Portefeuille				
			Velcan Energy					En Portefeuille				
			Vianini Industria					En Portefeuille				
1	2	3	Vianaini Lavori				-6%	4,54				
3	0	3	JKX Oil				206%	221,572078	168,630224	1,33		
			Jardine Strategic LTD					En Portefeuille				
			Plaza Centers N.V					En Portefeuille				
			Xyratex Ltd					En Portefeuille				
			Global Tech Advanced Ino					En Portefeuille				
			Coil					En Portefeuille				
			Electronic System Tech					En Portefeuille				
0	3	3	Axa Property Trust				46%	58,55				
			First Pacific LTD					En Portefeuille				
2	2	4	Signaux Girod			59,33%	112%	56,98	44,04	0,64		
			Zoom Telephonics					En Portefeuille				
			Loeb Holding					En Portefeuille				
0	0	0	Universal Power Group	3,8213	0,3062	47,25%	49%	4,1258	3,8213	2,27		
			Hammond Manufacturing					En Portefeuille				
0	1	1	Lakeland Industries	4,9783	1,0847	60,06%	55%	8,3723	6,8555	0,27		
			Infosonics					En Portefeuille				
			Norcon Plc					En Portefeuille				
			Silver Strandard Res.					En Portefeuille				
			Kinross Gold Corp					En Portefeuille				
			Encre Dubuit					En Portefeuille				
			Dover Down Gaming					En Portefeuille				
1	1	2	Capelli	2,3105	0,6709	42,56%	58%	2,4500	2,4345	0,57		
			Argonaut Gold					En Portefeuille				
			I Grandi Viaggi					En Portefeuille				
0	0	0	Gefran	0,4888	6,2193	52,85%	24%	3,7688	2,652	-0,13		
			Opération clôturée									
			GigaTronics (Vendu)					Vendu le 24 Janvier 2012				
			KeyTronic (Vendu)					Vendu le 13 Mars 2012				
			Book-A-Million (Vendu)					Vendu en 3 fois le 30 Avril , 7et 24 Mai 2012				
			Networks Engine (Vendu)					Apporté a l'OPA le 18 Juillet 2012				
			LNC (Vendu)					Vendu le 1 Octobre (solvabilité inférieur a 40%)				
			CollabRx (Tegal) (Vendu)					Vendu le 30 Novembre 2012				
			Pursuit Dynamic (Vendu)					Vendu le 28 Février 2013				
			AV Homes (Vendu)					Vendu le 1 Avril 2013				
			Amtech (Vendu)					Vendu le 27 Juin 2013				
			SemiLed Corp (Vendu)					Vendu le 1 Août 2013 (proces type "Class Action" contre la direction)				
			Performance Techno (Vendu)					Vendu le 9 Août 2013				
			First Farms (Vente)					Vendu le 29 Octobre (multiples problèmes détectés)				
			CSP International (Vente)					Vendu le 15 Novembre				

News de nos sociétés



Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

La holding a augmenté la ligne la plus lourde de son portefeuille, la parapétrolière Aker Solution. Une manière d'investir une bonne partie de sa confortable trésorerie qui avait encore augmenté avec le remboursement par la filiale Aker Biomarine d'un prêt de 300 mio NOK.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

Après l'échec de l'OPA sur la société, nous reprenons notre suivi des rapport financiers. Le rapport le plus récent nous relate les 6 premier mois de l'année clôturée en août, soit sur les 6 premier mois de l'année. La situation patrimoniale de la société reste stable avec une VANT de 29.8143\$. Nous notons comme principal changement la solvabilité de la société qui a repassé la barre des 40%, à 40.35%. Pendant quelques mois à 37%, pour des raisons de vente et de stock saisonnier, nous avons compris que cette solvabilité reviendrait à la normale, selon nos critères dès ce phénomène saisonnier terminé.

Argonaut (Canada) Ticker : AR.TO

Quand un actif passe d'une daubasse à une autre daubasse ... Après Chromcraft rachetée par Sport Haley, c'est à un autre tour de passe-passe que nous avons assisté : Argonaut a racheté une mine d'or et d'argent à San Augustin et le vendeur n'est autre que ... Silver Standard, notre mine d'argent. L'intérêt pour Argonaut est que ce site est proche d'El Castillo, le plus gros actif de la société. Le paiement est fait pour partie en cash et pour partie en actions. Grâce à des coûts de production très faibles (mais malgré tout en hausse), la société reste bénéficiaire à la fin du 3e trimestre malgré la chute des cours de l'or. Notre modèle d'évaluation basé sur un cours de l'or à 1 105 usd (moyenne des 600 derniers jours amputée d'une marge de sécurité de 30 %) nous donne une juste valeur de 22,46 CAD.

Avalon Holdings (USA) Ticker : AWX

Belle amélioration des résultats de notre mini conglomérat actif dans les déchets, l'exploitation de club de golf et l'exploration pétrolière et gazière. Jugez-en vous-même : une hausse de 27 % du chiffre d'affaires sur les 9 premiers mois et un bénéfice par action de 0,18 usd (vs une perte de 0,01 l'année précédente). Un petit regret : la légère augmentation du nombre d'actions en circula-

News de nos sociétés

tion. Malgré cela, la VANT reste nettement plus haut que le cours actuel : à 9,92 USD.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

La société continue à avoir quelques peines à démontrer l'utilité de l'acquisition effectuée l'année dernière. Les ventes sont en baisse au cours du 3e trimestre et le léger bénéfice s'est transformé en perte. Sur les 9 premiers mois, la perte par action s'élève à 0,29 USD par action. La direction espère que le 4e trimestre et le début 2014 seront d'un meilleur niveau. Espérons-le car, depuis l'opération « destruction de la valeur des actionnaires par croissance externe », nous volons de déception en déception avec cette société. La VANT se tasse à 1,89 USD au 30/09.

Capelli (France) Ticker : CAPLI.PA

La société annonce son activité du premier semestre de l'exercice 2013/2014. Elle atteint 21,3 M EUR, stable par rapport à la même période de l'exercice précédent. Le niveau du carnet de commandes est excellent puisqu'il atteint 80,4 M EUR et les lots sous compromis de vente 256,2 M EUR. Ce qui assure une belle visibilité au Groupe sous réserve que les acquéreurs aient tout de même les financements pour réaliser leurs projets.

Par ailleurs, le développement en Suisse semble démarrer fort avec une quote-part de chiffre d'affaires annoncée à 10 M EUR pour le chantier de Lancy (proximité de Genève).

La filiale luxembourgeoise est également opérationnelle et va lancer son premier programme prochainement.

Le management annonce des prévisions dynamiques : un CA en hausse de 10% et un « bon niveau de rentabilité ». Les résultats semestriels sont attendus début décembre.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

La publication des données comptables au 30 septembre apporte son lot de mauvaises nouvelles. L'activité est en baisse (-2,4%) à 140,8 M EUR, mais surtout la rentabilité est en baisse avec un EBIT de l'ordre de -8,5 M EUR. Pire, les faibles liquidités de l'entreprise l'ont obligé à reporter nombre de ses échéances bancaires. Même si le Conseil d'Administration estime que ces événements ne sont pas en mesure de remettre en cause l'activité, il n'en est pas moins critique de devoir rééchelonner les remboursements auprès des banques. La situation de l'endettement reste limite puisqu'il atteint encore 97 M EUR. La priorité est donnée au déstockage et à la réduction des effectifs. Au niveau de l'activité, l'entreprise se veut prudente pour la fin de l'année, car elle ne voit pas de retournements de situation positif à court terme sur le marché de la céramique.

Notre ratio de solvabilité maison ressort tout juste au dessus de notre limite minimum de 40%, à 40,6%. Nous serons vigilants sur ce point dans les prochains mois du fait de la situation tendue de la trésorerie. Au niveau du bilan, la VANT ressort à 1,527 EUR et la VANE à 1,694 EUR. Par rapport au dernier cours de 0,191 EUR, le potentiel sur la VANE est donc de +787%.

News de nos sociétés

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

La société a présenté ses comptes pour le 3e trimestre. Pas mauvais avec une augmentation du bénéfice par action de 40 % par rapport au trimestre correspondant de l'exercice précédent, malgré une légère baisse des ventes mais une augmentation de la part des produits à forte marge bénéficiaire dans le chiffre d'affaires. Sur les 9 premiers mois, le bénéfice par action s'établit à 0,14 usd (vs une perte de 0,12 usd l'année précédente). Enfin, on nous annonce l'entrée au conseil d'administration de la société d'un certain Tom Faludy, l'ancien CEO d'une filiale de Berkshire Hathaway (le conglomérat de Warren Buffett) active dans le même segment que « notre » Coast.

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

Le premier semestre est le reflet d'un marché de demande faible pour les produits du secteur papetier et d'un niveau de l'énergie et de la pulpe à des prix élevés. La perte atteint ainsi -3,7 M EUR. Dans ces conditions de marché, l'entreprise se veut toujours optimiste mais retarde les effets d'économie et le recentrage sur les activités les plus lucratives, précédemment annoncés. Ainsi, l'entreprise s'attend à réaliser une perte nette de -9 M EUR sur l'exercice fiscal 2013.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Le marché ne semble pas faire le tri sur le secteur des mines alors que les cours de l'or chutent. Certes, la fonderie africaine Tsumeb absorbe les capitaux pour ses besoins d'investissement et tire la rentabilité vers le bas avec ses pertes récurrentes, mais les mines continuent à produire à des niveaux qui battent toute concurrence. Nous ne pouvons pas être assurés de posséder la minière la moins chère du marché, néanmoins, nous dormons tranquille avec notre producteur d'or *low cost* (352 USD l'once sur les 3 derniers mois) malgré la chute continue de son cours de bourse.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Le fonds indien a officiellement changé de propriétaire suite à la vente de Chamberlain Fund Services. Désormais, le propriétaire est SMP Fund Services, dont les locaux sont situés sur l'Île de Man : Clinch's House, Lord Street, Douglas, Isle of Man, IM99 1RZ.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Le CA sur le troisième trimestre est en baisse de seulement -0,72% par rapport au T3 2012 à 394,3 M EUR, ce qui est une relative bonne nouvelle. Le secteur papier permet à l'entreprise de sortir quelque peu la tête hors de l'eau (+2,32%), alors que l'activité transformation est en retrait sur le trimestre (-2,35%).

Un point positif tout de même, car le Groupe semble gagner des parts de marché. Le management prévoit un exercice 2013 du même crû que l'exercice 2012 au niveau de la profitabilité.

News de nos sociétés

FFP (France) Ticker : FFP.PA

Lors de la présentation de son rapport trimestriel, la holding de la famille Peugeot a annoncé avoir investi dans deux fonds de *private equity* : un orienté vers les émergents et l'autre dans les sociétés techno en Europe.

First Pacific (Hong-Kong) Ticker : FPAFY

Nouveaux investissements pour notre holding de Hong Kong. Cette fois, la société a acquis une participation de 34 % dans Roxas, un producteur philippin de sucre et d'éthanol. Mais ce n'est pas tout : nous apprenons aussi l'acquisition de 29 % du capital d'un opérateur thaï d'autoroute à péage, Don Muang Tollway. Après Singapour, il y a deux mois, voici un quatrième pays asiatique dans lequel First Pacific sera présent, de quoi faire diminuer l'impact des Philippines (surtout) et de l'Indonésie dans sa valeur intrinsèque.

Gefran (Italie) Ticker : GE.MI

L'activité du T3 2013 est en baisse de 1,9% sur le trimestre à 32,1 M EUR, comparé à 2012. Le résultat opérationnel est en baisse de 8,5% à 0,7 M EUR. Et le résultat net de la période est une perte de -0,6 M EUR après un impact financier de 1,0 M EUR lié à des variations de change (dollar américain et real brésilien essentiellement).

Au niveau des prévisions, le management s'attend à un niveau d'activité pour 2013 proche de celui de 2012 avec une progression de l'EBITDA de 2%.

La VANT ressort à 3,35 EUR et représente un potentiel de +13%.

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

Notre industrielle canadienne poursuit son petit bonhomme de chemin : tant le 3e trimestre que l'ensemble des 9 premiers mois sont bénéficiaires (contre une perte sur la même période l'année précédente) et ce, malgré la stagnation des ventes. Mécaniquement, la VANT de la société prend, elle aussi, un peu d'embonpoint en s'établissant à 2,82 CAD.

Infosonics (USA) Ticker : IFON

Avec le rapport des 9 premiers mois, nous apprenons que la VANT de la société est en augmentation à 1.1416\$. Le chiffre d'affaire a progressé de +0.7%, tandis que le coût des produits a augmenté de 3.40%. Malgré des coûts fixes en très légère diminution et la R&D en diminution de 27%, la société signe une perte de 0.05\$ par action alors qu'un an plutôt la perte était de 0.09\$. Nous pensons franchement que la dynamique que nous avons relevée au cours des derniers mois est bien traduite dans le bilan. Et une petite accélération supplémentaire des ventes pourrait déboucher sur des profits en 2014!

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Sur les 9 premiers mois de l'année, les résultats sont à la baisse : CA en baisse de -8,6% à 271,1 M EUR, EBIT en baisse de -77,9% à 0,6 M EUR et enfin un résultat net en baisse de -17,9% à 0,8 M EUR. Les chiffres ne sont pas reluisants, mais notons tout de même que les résultats restent positifs...

News de nos sociétés

Ce qui nous intéresse surtout, ce sont les données bilanciellles. Pour un cours de 1,78 EUR l'action, la VANE ressort à 2,24 EUR et la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) à 4,88 EUR. La VANT étant notre objectif de cours, nous estimons donc le potentiel sur notre titre à +174%.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Notre entreprise de sécurité canadienne a publié ses résultats annuels au 31 juillet 2013. Même si l'entreprise continue d'afficher des pertes, elles sont divisées par 2 par rapport à 2012 et par plus de 3 par rapport à 2011.

Au niveau du bilan, c'est toujours la saison des lunettes roses avec une trésorerie nette de dette équivalente à 1,21 CAD par action pour un dernier cours coté de 0,64 CAD. Nous estimons le potentiel sur la VANT de 1,34 CAD, soit +109%. La contrepartie de ces magnifiques chiffres, c'est que la liquidité du titre est ridiculement faible.

JKX Oil (UK) Ticker : JKX.L

Pour le troisième trimestre, la société annonce ses chiffres de production. Comparativement au troisième trimestre 2012, la production de baril équivalent pétrole produite par jour (c'est-à-dire soit gaz, soit pétrole) est en hausse de +54% à 11.943. Le management s'attend à un niveau de plus 11.000 barils par jour sur le quatrième trimestre.

En parallèle, l'entreprise continue ses développements et explorations principalement en Russie et en Ukraine et plus accessoirement en Hongrie.

Kinross (Canada) Ticker : KGC

Trimestre un peu mitigé pour cette mine d'or qui voit ses coûts d'extraction augmenter légèrement à 740 usd l'once. Néanmoins, son résultat reste bénéficiaire malgré l'environnement calamiteux pour tout ce qui a trait à l'or. Sur l'ensemble des 9 premiers mois par contre, en raison de réduction de valeur sur plusieurs actifs, le résultat reste bien déficitaire et la chute des cours de l'or a fait baisser assez lourdement la valeur de la société. Notre modèle d'évaluation basé sur un cours de l'or à 1 105 usd (moyenne des 600 derniers jours amputé d'une marge de sécurité de 30 %) nous donne une juste valeur de 6,30 CAD.

Leeds Group (UK) Ticker : LDSG.L

Dans un communiqué plutôt sommaire, la direction annonce que l'ensemble des résolutions présentées aux actionnaires ont été votées.

Le *Board* en profite pour informer qu'elle confirme les bons chiffres annoncés lors des résultats annuels clos au 31 mai 2013 notamment sur la Chine et l'Allemagne et qu'elle a identifié des opportunités de croissance sur de nouveaux territoires. Les chiffres des premiers mois de l'année sont même un petit peu mieux que prévus.

Ainsi, le titre gagne un peu plus de 15% sur le seul mois de novembre.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Notre « belle au bois dormant » luxembourgeoise nous annonce avoir acquis quelques actions propres. Elle envisage aussi d'investir quelques liquidités dans

News de nos sociétés

ses participations en *private equity*. Au 18/11, la direction estime la VL de la holding à 40,14 euros.

Malteries Franco-Belges (France) Ticker : MALT.PA

L'activité annuelle sur l'exercice clos au 30 juin 2013 a été satisfaisante à un niveau de 103,8 M EUR, soit une hausse de +14% par rapport à l'exercice 2012. Et les marges ne sont pas en reste avec un résultat opérationnel en hausse de 38% à 5,0 M EUR. Les sociétés filiales d'Europe de l'Est reconnues en équivalences ne sont pas en reste avec un résultat de 10,8 M EUR en hausse de 66% par rapport à 2012. Les résultats suivent la tendance et atteignent 13,9 M EUR (+68%) ce qui permettra la distribution d'un dividende de 5,45 EUR.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Lors de la publication de la situation financière au 30/09, nous constatons que les ventes continuent leur dégringolade, essentiellement sur la marque de prestige « Natuzzi » justement. Les ventes sous autres marques se stabilisent quant à elles. Sans surprise, l'entreprise est toujours déficitaire mais, ce qui nous ennuie le plus, c'est que l'Ebitda de la société est aussi négatif (l'Ebitda, c'est le résultat de la société avant les charges non décaissées, les charges financières et les impôts). La VANT poursuit sa descente aux enfers à 4,35 usd.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

L'entreprise a arrêté la production de quelques uns de ses sites industriels sur juillet, août et septembre. Ce qui a eu un impact à la baisse de la profitabilité de l'entreprise sur le 3ème trimestre, mais cela a permis de réduire ses stocks à rotation lente. Ainsi, sur les 9 premiers mois de l'année, le CA est en baisse de 4,0% à 207,9 M EUR. Les marchés USA et les marchés émergents (Asie, Amérique du Sud, Afrique et Australie) sont en progression. L'activité est toujours tirée vers le bas à cause du marché européen et notamment italien. Le résultat opérationnel est de -3,5 M EUR, en comparaison avec un résultat opérationnel de 0,1 M EUR au 30 septembre 2012. La perte nette atteint 5,2 M EUR sur la période. La direction est relativement optimiste pour 2014 car elle va prendre des mesures pour réduire ses coûts (notamment énergétiques) de plus de 10% sur ses sites italiens et portugais, se recentrer sur le haut de gamme et développer les marchés milieux de gamme en Europe sur certaines niches identifiées, augmenter les taux d'utilisation des usines et continuer à profiter des tendances de long terme dans les pays où le marché immobilier est au beau fixe, USA par exemple. Les dépenses de R&D ne seront pas en reste pour continuer à sortir des produits innovants, marque de fabrique du Groupe.

Au niveau de l'endettement, les nouvelles sont bonnes puisque la société s'est désendettée pour un montant de 8,5 M EUR.

La VANT ressort à 2,77 EUR, ce qui procure au cours actuel un potentiel de +118% avec une solvabilité de 46%.

News de nos sociétés

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

Nous déplorons tout d'abord le manque de transparence de la Direction de Plaza Center, qui n'a pas voulu exposer ses problèmes de liquidités clairement. Ce qui place cette Direction dans le « container » des « bras cassés ». C'est assez courant et nous ne nous en étonnons finalement qu'à moitié. Mais les choses sont désormais claires concernant cette direction.

Finalement, tout le contraire de la situation actuelle où la direction attend toujours un rapport d'experts pour prendre ses décisions. Et où il n'est pas facile de s'y retrouver. Il ont d'abord parlé de renégocier la durée de remboursement obligataire, ce qui donnerait à la société une bouffée d'oxygène. Ensuite il a été avancé une possible AK de 20 millions d'euros à un prix de 25 GBp...

Bien entendu, la question que nous nous posons à ce stade c'est : est-ce que tout cela suffira pour mener à bien les futurs investissements afin de terminer les projets futurs? Comme nous ne pouvons pas répondre à cette question aujourd'hui, nous avons tenté de raisonner sur le scénario le plus « apocalyptique possible ». Nous avons donc considéré que l'ensemble des actifs fixes ne valaient plus rien (dans ce scénario) et que les immeubles seraient facilement vendus à 30 % de moins que leur valeur au livre. La VANT qui valaient 72 GBp au 30/09 serait toujours, dans pareil cas de figure, de 16 GBp. Et nous notons enfin deux points : les comptes aux 30/09 tiennent déjà compte d'une réduction de valeur équivalent à 13 % du coût d'acquisition du stock d'immeubles et la plus grande part de l'actif fixe est constitué de participations dans des sociétés immobilières qui, au 31/12/2012, n'étaient pas endettées à l'excès.

A partir de ce scénario, nous avons depuis plusieurs semaines posé un ordre d'achat à un prix que nous qualifierons de « Radin Target » sans hésitation, tenant donc compte du pire, additionné à cette direction de bras cassés auxquels il n'est plus permis de faire confiance.

Nous rappelons une nouvelle fois à tous nos abonnés que nous expliquons ce que nous faisons, pourquoi nous le faisons, mais en aucun cas ce que vous devez faire. La somme de départ investie dans cette société représentait dans le portefeuille du club 1.20% et au cours actuel, elle ne représente plus que 0.24%. Une faillite de Plaza Centers et donc un investissement qui vaudrait 0 € demain ou dans les prochains jours et occasionnerait une perte de 0.24%, soit un véritable détail pour nous, puisque +/- 0.24% c'est parfois la volatilité de quelques heures de l'ensemble du portefeuille. Par contre, nous pensons à ce stade et malgré les problèmes de liquidité court terme que la société rencontre, que cela ne remet pas en cause la solidité de ces actifs. Nous n'excluons jamais avoir tort sur toute la ligne, mais c'est ce que nous pensons à ce stade de l'affaire et, aujourd'hui. Et que le marché ait réagi voir sur-réagi en matraquant le cours, nous laisse relativement imperturbable, car ce n'est pas la première fois qu'une daubasse que nous détenons en portefeuille fait le plongeon. Ce n'est jamais pour nous réjouir, mais c'est la dure réalité de certaines daubasses, que nous acceptons. Et qu'il est obligatoire d'accepter pour tout investisseur qui a décidé d'investir sur des daubasses, tout comme on accepte les *baggers*, sans rechigner...

News de nos sociétés

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

La saga PV Crystalox se poursuit pour nous, alors que le jeudi 28 novembre, nous pensions avoir clôturé cette opération. La veille déjà nous étions intrigués par les volumes échangés sur la bourse de Londres alors que normalement les actions que nous détenions avaient été transformées en d'autres actions qui seraient cotées sur un autre marché. Ce jour-là nous avons essayé de vendre via notre courtier Keytrade, mais c'était impossible. Par contre, le lendemain, en observant une nouvelle fois la bourse de Londres, nous avons constaté que la société était de nouveau cotée, avec du volume. Nous avons donc refait un essai et grosse surprise, nous avons pu déposer un ordre de vente à 17.60Gbp en tout début d'après midi. A 14H05 nous sommes parvenu à vendre 10.000 de nos actions à 17.60 Gbp... Voyant qu'il était possible de vendre et n'en revenant pas, et voyant également que le cours descendait, nous avons annulé notre premier ordre et redéposé un second ordre pour nos 76.000 actions restante à 17 Gbp cette fois: il était 14H40. A 14H46, nos 76.000 actions étaient vendues et nous avons vu s'afficher dans nos liquidités, sur le compte du club: + 17.500€. Nous étions assez heureux d'avoir pu boucler cette opération à ce prix et comme à chaque fois, nous nous sommes rappelé tous les évènements marquant qui avaient émaillé cet investissement. Mais notre joie fut de courte durée, quand entrant une nouvelle fois sur notre compte Keytrade à 16H, nos 86.000 actions avait été réintégrées sur notre compte titre et les 17.500€ de liquidité s'étaient volatilisées. Notre courtier Keytrade venait de nous annuler l'opération. Nous les avons bien entendu contactés mais peine perdue... Si c'est la première fois que Keytrade a véritablement ramé dans la semoule, sur une opération, nous ne parvenons toujours pas à comprendre ce qui s'est passé sur la bourse de Londres qui devait quand-même être nettement plus au fait de la situation! Voilà pour ces péripéties...

A l'heure où nous vous écrivons ces news, nous ne savons toujours pas ce que nous recevrons comme dividende, du cash ou bien la contre partie en actions... Même si les chances de recevoir du cash sont de plus en plus grandes. Nous avons par contre déjà reçu 5 actions nouvelles pour 13 actions anciennes, sur notre compte. Nous attendons donc désormais le dividende de 7.25 Gbp qui devrait être versé le 11 décembre. La VANT que nous avons calculée après paiement de ce dividende s'élève désormais à 26.90 Gbp, si aucun changement dans ce qui était annoncé n'intervient.

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

L'entreprise française de signalisation a publié son chiffre d'affaires annuels, arrêté au 30 septembre 2013. Il se situe en ligne avec les prévisions semestrielles à 127,8 M EUR, en retrait de 3,3% par rapport à l'exercice précédent. La direction annonce que les résultats des pôles spécialisés et activités internationales sont en phase avec les prévisions. Quant aux activités du pôle signalisation... ils seront en retrait. Nous attendons donc avec impatience les résultats annuels qui seront publiés le 31 janvier 2014 pour vérifier s'ils seront en ligne avec l'objectif annoncé en mai dernier, à savoir 7,8 M EUR de résultat opérationnel.

News de nos sociétés

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Quand un actif passe d'une daubasse à une autre daubasse ... Après Chromcraft rachetée par Sport Haley, c'est à un autre tour de passe-passe que nous avons assisté : Silver Standard vend son projet de San Augustin à ... Argonaut, une de nos aurifères. Ce projet qui était en état d'exploration avancé avait été valorisé par nos soins pour ... 0 ! Le prix de vente conclu est de 75 millions de usd, ce qui crée immédiatement un « effet richesse » par rapport à notre calcul initial. A noter qu'une partie du prix sera payé en actions Argonaut. Nous voilà donc actionnaire d'Argonaut deux fois : en direct et par l'intermédiaire de Silver Standard. Au cours du 3e trimestre, les coûts d'extraction pour le site de Pirquitas (pour rappel, le seul en exploitation à ce jour) s'établissent à 13,32 usd par once vendue, bien plus bas que les 18 usd que nous avons pris en compte dans notre analyse d'août 2013. La promesse de la direction de réduire ses coûts de production semble donc bien ne pas avoir été faite « en l'air ». Néanmoins, la chute continue des cours de l'argent n'a pas empêché la société de déclarer une perte pour ce troisième trimestre. Ajoutons à cela le changement du mode de calcul des taxes et redevances par le gouvernement mexicain (ce qui aura un fort impact sur le projet Pitarrilla, le principal actif de Silver Standard) et nous pouvons constater que, malgré un potentiel toujours très intéressant, les incertitudes restent fortes sur notre producteur d'argent. Notre modèle d'évaluation basé sur un cours de l'argent à 20,44 usd (moyenne des 600 derniers jours amputée d'une marge de sécurité de 30 %, attention cette "formule automatique" donne un cours un peu supérieur au cours actuel) nous donne une juste valeur de 20,90 CAD.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1.881,37 euros, en hausse de 0.80% par rapport au mois passé.

Sport Haley Inc (USA) Ticker : SPOR

Votre équipe préférée se faisait récemment la réflexion de l'occasion que représentait peut-être Sport Halley après le rachat de Chromcraft Revington dont nous vous parlions dans la lettre précédente (en fait, les actifs immo « cachés » de Chromcraft). Mais nous sommes arrivés à la conclusion que l'information financière délivrée par Sport Halley étant largement insuffisante, pour ne pas dire qu'il n'y avait pas la moindre information financière. Et les échanges, soit la liquidité était tellement faible, qu'un renforcement de Sport Halley n'était pas compatible avec nos exigences (minimum d'information et de liquidité), au-delà de notre process d'investissement. C'est dommage car nous flairons la bonne affaire! Nous nous contenterons donc de garder notre ligne et de suivre le film.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Le rapport du troisième trimestre publié le 14 novembre ne nous apprend rien de neuf sur la société dont la valeur patrimoniale a perdu 1% et s'est établi à 3.1027\$. La valeur net-net et la valeur net estate sont en très légère progression à 2.0033\$ et 2.9251\$ respectivement. Nous relevons une nouvelle fois, sur les 9 premier mois, la petite perte chronique de la société de 0.12\$ par action

News de nos sociétés

alors qu'un an plus tôt, sur la même période, la perte était de 0.14\$. Le chiffre d'affaire est en recul de -3.50%, mais le coût des produits est également en recul de -4.70% et surtout les coût fixes en recul de -3.50%. Comme Taitron a très peu de moyens de lutter contre le coût des produits, nous nous concentrons toujours sur les coûts fixes qui ne dépendent pas de la Direction. Nous pourrions dire que le recul de 3.50% c'est pas mal... Mais comme nous connaissons la société depuis plus de 5 ans désormais, nous sommes obligés de dire que c'est largement insuffisant, car la direction nous a habitué à de petites réductions comme celle là, sans continuité!

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Le rapport du troisième trimestre nous montre l'érosion de la valeur patrimoniale de la société à 6.2106 \$. Ni le ratio net-net, ni le ratio net estate ne correspondent à nos critères à 0.96 et 0.76. Les revenus de la société ont baissé de 8%. Le coût des produits a pourtant baissé de 10%, mais avec des coût fixes qui ont grimpé de 13% la société signe une perte de 2.40\$ au lieu d'une perte de 0.43\$ un an plutôt. Tout comme la société Universal Security Instruments, une provision de 1.48\$ a été passée, pour le paiement des taxes futures.

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

La NAV du fond est de 5.37\$. En progression de 1.12% par rapport au mois précédent. Le mois précédent, nous étions assez ironiques sur cette progression de la NAV, que nous attribuions plus au marché ukrainien qu'au gérant Fabien Pictet. Ce dernier communiquant peu, on essaie de comprendre comme on peut. En fait, nous nous étions trompés car Fabien Pictet nous explique, dans un communiqué, qu'il a liquidité une position détenue par son fonds, la Banque Ukrainienne « Platinum Bank », pour la somme de 7.66 millions de USD. Le profit sur cette opération est de 36.50% et pèse à elle seule 1.19\$ sur la NAV du fonds. Bravo donc à Fabien Pictet qui dispose de belles liquidités. Et a réalisé une belle opération dans un environnement difficile.

Universal Security Instruments (USA) Ticker : UUU

Le rapport semestriel clôturé au 30 septembre 2013, nous montre un léger tassement de la VANT à 10.6459\$. Les ventes sont en recul de 5% et le coût des produits sont en augmentation de 6.3%. Nous notons également une réduction des coût fixe de 18%. La perte totale de 1.13\$ par action est provoquée par une provision pour les taxes de pratiquement 1\$ par action. La direction nous explique qu'une nouvelle loi sur les impôts différés l'a obligée à passer cette provision. Même s'il n'est pas certain qu'ils devront payer autant d'impôt. Sans cette provision, la perte semestrielle aurait été de -0.13\$ au lieu de -0.25\$. Nous notons par ailleurs une rotation des stocks en augmentation à 266 jours au lieu de 194 sur la moyenne des trois derniers exercices.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Au-delà d'une activité et d'un résultat d'exploitation en hausse, les montants des 9 premiers mois de l'année restent symboliques, à respectivement 6,2 M EUR et 0,4 M EUR. Nous retiendrons d'avantage les effets positifs engendrés

News de nos sociétés

par les participations cotées détenues dans le portefeuille de titres de notre industriel - mini-holding - italien. En effet, la hausse des titres que ce holding détient (Cementir et Generali), ainsi que les distributions de dividendes permettent d'afficher un résultat financier de 1,1 M EUR. Nous n'avons pas précisé le bilan arrêté au 30/09/2013, mais la société communique sur des fonds propres d'un niveau de 101,5 M EUR versus une capitalisation boursière de 37,3 M EUR.

Enfin, nous notons que l'activité « opérationnelle » qui est assurée avec un carnet de commandes s'élève à 15,6 M EUR, soit plus de 2 ans d'activité et qu'il pourrait être signé 12,0 M EUR d'activité supplémentaire.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

Toujours aussi étonnante la sous-évaluation de cette société. Pour ses activités opérationnelles, nous apprenons une baisse substantielle du chiffre d'affaires mais une hausse conséquente tant de l'Ebitda que du résultat d'exploitation. Le carnet de commandes représente toujours environ 10 années de chiffre d'affaires. Une petite inconnue : la direction annonce la vente d'actions cotées mais ne précise pas lesquelles. Voilà qui est un peu gênant pour pouvoir actualiser la valeur de la holding.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,707 USD au 29 novembre 2013, en baisse de 2,4% par rapport au mois dernier. Soit une décote de 26%, avec le cours de clôture du 1er décembre (1,26 USD).

Durant le mois de novembre la société a racheté en 3 fois 71.500 titres à un cour moyen de 1,211 USD, soit avec une décote sur la dernière NAV de 29%. Bien entendu, nous avons l'habitude de ces bonnes nouvelles de rachats sous la NAV. Nous saluons tout de même encore une fois cette gestion agressive et créatrice de valeur.



Analyses de société

Sprott Resource Corp.

(Toronto, Ticker: SCP.TO / ISIN : CA85207D1033)

I. Introduction



Eric Sprott est un gérant de fonds canadien réputé mais aussi un grand philanthrope. Comme quoi l'un et l'autre ne sont pas incompatibles. C'est aussi un malthusien convaincu. La majorité des fonds qu'il gère surperforment largement leur benchmark.

Il gère sa « galaxie » au travers de sa société de tête : Sprott Inc. Petite surprise : au conseil d'administration de Sprott Inc, on retrouve un autre malthusien réputé, Marc Faber. Une des participations de Sprott Inc a attiré notre attention : il s'agit de Sprott Resource Corp.

Eric Sprott ne gère pas directement cette société mais on imagine sans peine qu'elle l'est dans le respect de sa philosophie d'investissement.

Sprott Resource Corp est donc une société cotée en bourse qui investit et opère à travers ses filiales dans le secteur des ressources naturelles. La société a actuellement des investissements et des opérations dans l'énergie, l'agriculture et les nutriments agricoles ainsi qu'une position importante dans les lingots d'or. Cette holding prend une participation active dans les sociétés dans lesquelles elle investit.

Depuis fin 2006, les fonds propres consolidés par action de la société ont augmenté au rythme impressionnant de 19 % par an. Voilà un bel exemple de création de valeur. Sur la même période, le cours de l'action ne s'est apprécié que de 8 % par an.

Au mois d'août 2013, la direction a annoncé des résultats semestriels en demi-teinte mais surtout la suspension du paiement mensuel du dividende, mise en paiement qui avait été initiée fin 2012. Elle explique que cette suspension vise à préserver la trésorerie de la société ... mais bizarrement, voilà qu'elle lance une offre publique de rachat sur une partie de son propre capital. Pas certain donc que cette suspension soit due à des problèmes de trésorerie mais plutôt pour permettre ce rachat d'actions et, peut-être, faire baisser le cours pour pouvoir racheter à bas prix.

En tous cas, cela semble fonctionner : au cours des 7 dernières années, la société a coté +/- à 1,10 X ses fonds propres consolidés ... et aujourd'hui, au cours de 2,50 CAD, le cours représente seulement 0,7 X ses fonds propres consolidés. Néanmoins, comme vous le savez cher(e) lecteur(trice), lorsque nous valorisons un holding, ce n'est pas sur base de ses fonds propres que nous le faisons mais bien sur base de la valeur de marché de ses participations.

Analyses de société

Le 8 novembre 2013, nous avons acheté 1 470 actions Sprott Resources à un coût d'achat, taxes et frais de courtage inclus, de 2,88 CAD.

II. Quelles sont-elles justement ces participations ?



La principale participation, c'est **Long Run Exploration**, une société canadienne active dans l'exploration pétrolière et gazière essentiellement dans l'Alberta. A son cours actuel de 3,98 CAD, elle représente 1,41 CAD par action Sprott Resource. A noter que cette société est bénéficiaire et cote plus ou moins au niveau de ses fonds propres.

En deuxième position, nous trouvons un des « dados » d'Eric Sprott : un **stock physique de lingots d'or**. Bien que la direction ait allégé la position au cours du 3e trimestre afin de dégager le cash nécessaire pour les rachats d'actions mentionnés plus haut, ce poste reste conséquent puisqu'il représente, au cours actuel de l'or de 1 300 CAD, la valeur de 0,77 CAD par action.



**INDEPENDENCE
CONTRACT DRILLING**

Derrière ces deux poids lourds, nous trouvons une société américaine parapétrolière, **Independence Contract Drilling**. Cette entreprise est intégrée verticalement car elle conçoit, fabrique et exploite elle-même des engins de forage. Les machines fabriquées ont la caractéristique de pouvoir être déplacées d'un puit à l'autre sans « démontage-remontage ». Cette société n'est pas cotée et est valorisée à hauteur de la quote-part des fonds propres détenus par Sprott Resource, soit 0,49 CAD.



One Earth Farm est une des principales exploitations agricoles du Canada. Il s'agit en fait d'un partenariat original par lequel One Earth Farm exploite en réalité les terres des « Premières Nations ». C'est ainsi que se désignent eux-mêmes les amérindiens du Canada. One Earth a été créée en partant du constat que les Premières Nations connaissaient un taux de chômage élevé mais qu'elles ne cultivaient pas leurs propres terres. Grâce au partenariat avec les équipes de Sprott Resource, leurs compétences commerciales et la capacité financière de la holding, une grande entreprise agricole est née. Après s'être étendue sur plus de 100 000 hectares et avoir constitué un cheptel de 15 000 bovins, l'entreprise tente à présent l'intégration verticale par l'acquisition d'un distributeur de viande bovine bio. Non cotée, cette participation représente, à la valeur de ses fonds propres, 0,36 CAD par action.



Autre participation agricole non cotée, **Union Agriculture Group** est détenue à seulement 7 % par Sprott Resource. Il s'agit d'un des plus gros exploi-

Analyses de société

tant agricole d'Uruguay. L'entreprise exploite 105 000 hectares dont 94 000 sont détenus en propre. La société produit du riz, du blé, du soja, du lait, ainsi que de la viande bovine et ovine. Selon la « fair value » que lui donne la direction, cette participation représente également 0,36 CAD par action.



Nous restons dans le domaine agricole mais nous quittons l'exploitation des terres proprement dite pour celui des engrais. **Stonegate Agricom** explore et développe des gisements de phosphates aux USA et au Pérou. Les sites ne sont encore, pour l'heure, qu'en phase de développement. Au cours actuel de 0,22 CAD, cette ligne pèse 0,16 CAD par action Sprott Resource.



One Earth Oil and Gas est une autre activité qui est exercée sur les terres des « Premières Nations ». Dans ce cas-ci, c'est, comme son nom l'indique, d'exploration et exploitation pétrolière et gazière qu'il s'agit. La valeur des fonds propres détenus par Sprott Resource représente 0,16 CAD par action.



On revient dans le monde des engrais avec **Potash Ridge Corporation**. Il s'agit d'une mine américaine de potasse. Il est prévu de démarrer la production en 2015. Au cours actuel de 0,11 USD, cette ligne représente 0,02 CAD par action.

Dernière ligne, minuscule celle-là, du portefeuille de Sprott Resource : **Virginia Energy**. L'entreprise est active dans l'exploration et le développement de gisements d'uranium. Son principal actif est le projet « Coles Hill » en Virginie, la plus grande ressource non encore exploitée des Etats-Unis. Le site en est au stade du développement. Un autre site au Québec en est, pour l'instant, toujours au stade de l'exploration. Au cours actuel de 0,13 CAD, cette ligne représente 0,01 CAD par action.

En tenant compte de tous ces actifs et en soustrayant le passif net de la société de 0,41 CAD par action, nous obtenons une juste valeur de 3,42 CAD pour Sprott Resources en fonction des cours des participations au 29/11.

III. Conclusions

Sprott Resources nous semble une excellente diversification « value » : elle nous permet d'investir avec décote dans une série d'activités qui sont entièrement hors de notre cercle de compétence. Pour ce faire, nous nous en remettons aux équipes mises en place par Eric Sprott, équipes qui ont démontré ces dernières années leur capacité à créer de la valeur pour les actionnaires.

L'entreprise est historiquement bon marché, nous l'avons vu, le management

Analyses de société

est compétent et, cerise sur le gâteau, l'allocation des capitaux nous semble excellente : lorsque la société cotait au-dessus de ses fonds propres consolidés, le nombre d'actions en circulation augmentait, permettant ainsi aux actionnaires historiques de voir leur société bénéficier d'afflux de liquidités, liquidités obtenues à une parité supérieure à la valeur économique de l'entreprise. Par contre, depuis que l'action cote sous la valeur de ses fonds propres consolidés, la direction procède à des rachats massifs d'actions propres, ce qui, mécaniquement, augmente la valeur des actions restant en circulation.



Analyses de société

CSF Group

(Londres, Ticker: CSFG.L / ISIN : JE00B61NN442)

I. Introduction



CSF est une entreprise malaysienne fondée en 1991. Ses titres cotent sur le marché londonien, dont le siège social est à Jersey depuis 2010. La société est régie sous la loi de Grande-Bretagne du fait de sa cotation à Londres.

La société est active dans le secteur du *data-center*. C'est une sorte de promoteur de data-centers. C'est-à-dire des immenses salles contenant des serveurs (web, ou autres), qu'ils mettent à disposition de leurs clients. Ces salles contiennent des *racks*, c'est à dire des « armoires à serveurs, ... », des centaines de mètres de câblage, des modules réseau pour l'interconnexion (*switches, routers, ...*), un système de climatisation robuste et un système de sécurité sophistiqué (avec sas d'accès, etc...). Il faut savoir que les grosses boîtes préfèrent éviter d'avoir leurs serveurs hébergés dans leurs locaux pour les raisons évoquées ci-dessus et s'adressent à des sociétés spécialisées, telles que CSF. Elle fournit donc une prestation complète : construction de l'immeuble, aménagement et maintenance aux plus hauts niveaux standards internationaux.

Actuellement, l'entreprise gère 6 data-centers en Asie du Sud Est : Malaisie, Indonésie, Vietnam et bientôt à Singapour.

Le cours a chuté fortement. Il est en baisse de 66% par rapport au 1er janvier 2013 et en baisse de près de 90% par rapport à son plus haut niveau d'octobre 2010 à 85,0 GBp

En fait, cette chute nous l'expliquons principalement par le fait suivant: sur l'exercice 2013, la société a provisionné pour 8 M GBP de créances irrécouvrables. Ce qui est énorme comparativement à la valeur de la société (une capitalisation boursière actuelle de 14 M GBP). Nous avons déjà ici l'élément déclencheur. Nous reviendrons par la suite sur cet élément.

Enfin, un point qui n'est pas négligeable. L'entreprise est auditée par Deloitte. Une maison d'audit à la réputation internationale. Ce qui n'est pas un luxe pour un investisseur qui s'aventure dans un pays aussi éloigné...

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes annuels arrêtés au 31 mars 2013. Les comptes étant en MYR, nous avons donc converti les comptes en GBP au taux de conversion : 1 GBP = 5,087 MYR. Nous tenons compte dans nos calculs d'un plan de 583 333 options exerçables.

Notre cours de référence est le cours de clôture du vendredi 1er décembre

Analyses de société

2013, soit 8,757 Gbp. Ou bien 43,60 MYR.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 100,04 MYR par action et un passif total qui représente 53,26 MYR par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de 46,78 MYR.

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



La société détient des terrains et des bâtiments acquis historiquement pour un montant de 3,249 MYR. Cela peut sembler peu, mais en fait, ce qui coûte le plus cher, ce sont les machines et toute l'installation technique à proprement parler plus que les bâtiments. Nous

prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant, y ajoutons la VANN, et obtenons une VANE de $1,62 \text{ MYR} + 46,78 \text{ MYR} = 48,40 \text{ MYR}$ par action.

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

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

Notre évaluation commence par l'**actif courant**, composé des actifs les plus liquides. Viennent en premier lieu les **créances clients**. Après l'importante provision comptabilisée sur ce poste, le solde est inscrit au bilan pour une valeur de 48,26 MYR par action. La société a été payée en moyenne en 215 jours sur les 3 dernières années et en 194 jours sur le dernier exercice. Les délais de paiement peuvent donc être qualifiés de long. Ce qui est étonnant du fait du business critique que les clients sous-traitent à CSF. Malgré l'importante provision actuelle, nous prenons donc une marge de sécurité de 20% sur ce montant et nous obtenons une valeur pour ces créances de 38,61 MYR.

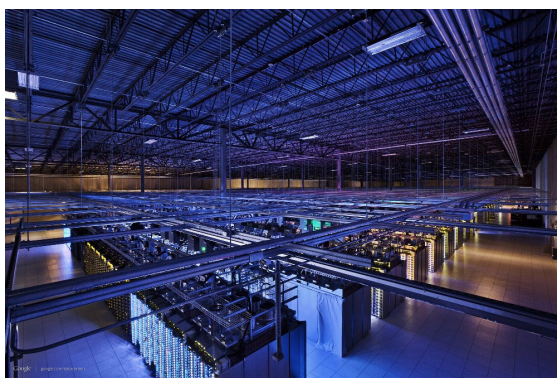
La **trésorerie** est le poste suivant. Elle représente 48,20 MYR par action. Nous la reprenons telle quelle. Pour la petite histoire, ce cash provient essentiellement de la levée de fonds de 2010 lors de l'introduction en bourse.

Nous passons aux **stocks**. Ils représentent pour une valeur comptable de 2,49 MYR par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 13 jours, identique au dernier exercice. Il est constitué de matériel informatique utilisé dans les data-centers. La direction a acté une provision de 5,1% sur ce stock pour prévenir d'une rotation plus faible. Certes, ce sont des biens

Analyses de société

qui peuvent devenir rapidement obsolètes. Néanmoins, ces stocks sont liquidités en 13 jours en moyenne. Nous prenons ainsi une marge de sécurité de 15% et retenons les stocks pour 2,12 MYR par action.

Enfin, nous trouvons dans l'actif courant, des **créances fiscales** pour 1,09 MYR. Nous ne savons pas dans quelle mesure ces créances sont recouvrables. Sont-elles déductibles de futures pertes ? Ainsi par conservatisme, nous allons les considérer comme sans valeur.



En ce qui concerne les **actifs non courants**, le poste le plus important est composé de **créances** pour 46,80 MYR. En fait, en y regardant de plus près, il s'agit de **prêt accordés** aux entités suivantes : Integrated DC Builders (IDCB) et PT Cyber pour respectivement 47,936 M MYR et 26,954 M MYR (ou encore 29,95 MYR et 16,84 MYR par ac-

tion).

IDCB est le développeur de l'immeuble CX5 (data-center en Malaisie). C'est un prêt non sécurisé et sans intérêts. En fait, il s'agit plus d'une espèce d'avance ou d'acompte qui rassure certainement le promoteur sur le paiement final puisque ce prêt sera remboursé à la livraison de l'immeuble. Nous sommes tout de même particulièrement méfiants sur ce prêt, car sur l'exercice passé, l'entreprise a transformé une partie de son prêt pour 30 M MYR en 100 000 actions préférentielles IDCB de 300 MYR chacune et payables à un coupon de 6,5%. Puis IDCB a racheté les titres pour 30 M MYR. Nous ne savons pas si cela a été un moyen de pression, mais ceci nous pose tout de même question.

L'autre prêt est accordé à la filiale PT Cyber détenu à 49%. La société détient et propose à la location le data-center indonésien CXJ. Ce prêt génère un rendement de 6%.

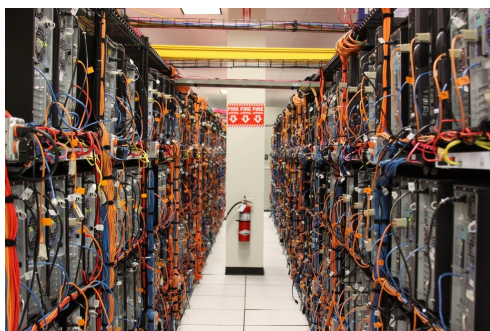
Sans connaître la structure financière des deux sociétés emprunteuses, il est délicat d'évaluer leur capacité de remboursement. Aussi, en prenant une marge de 30% sur ce montant, nous pensons ne pas prendre trop de risques d'appréciation. Nous retenons pour ces avances 32,76 MYR par action.

Nous arrivons aux **machines, équipements et mobilier**. Ce sont essentiellement tous les composants électroniques, serveurs et systèmes qui sont utilisés dans les data-centers. Nous ne sommes pas des spécialistes et n'avons pas la prétention de pouvoir estimer la valeur de ces actifs. Aussi, nous ne sommes pas persuadés que ces actifs ont une valeur marchande conséquente. Pour nous assurer tout risque d'appréciation, nous allons retenir ces « outils opérationnels » pour 50% de leur valeur amortie, soit 7,35 MYR par action.

Ensuite, comme nous l'avons vu plus haut dans le calcul de la VANE, la société possède de l'**immobilier**. En prenant une marge de sécurité de 20% sur les va-

Analyses de société

leurs historiques d'acquisitions, nous obtenons un montant de 1,62 MYR par action



Lors de l'acquisition de la société Third Wave Infrasy Sdn (active en Malaisie sur la distribution de matériel informatique, le déploiement de solution informatique et la maintenance), la société a payé un montant supérieur aux fonds propres. C'est le **Goodwill**. Il représente 2,34 MYR par action. Fidèles à notre approche patrimoniale tangible, nous considérons cet

élément comme nul.

De même que pour l'actif circulant, nous avons dans les comptes des avoirs fiscaux pour 0,24 MYR par action d'**actifs différés d'impôts**. Par prudence, nous allons considérer que cet actif n'a pas de valeur.

Pour terminer l'analyse du bilan, nous trouvons des **investissements** pour un montant de 77 k MYR dans des sociétés cotées malaisiennes et d'autres investissements en Thaïlande et au Vietnam dans le secteur technologique des data-centers, notamment un business de batteries au Vietnam. N'étant pas en mesure d'établir une valeur pour ces participations, nous allons prendre une marge importante de 50% et retenir une valeur de 0,07 MYR par action.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 53,26 MYR par action.

En **hors bilan**, nous avons trouvé ni litige, ni leasings ou autres garanties diverses.

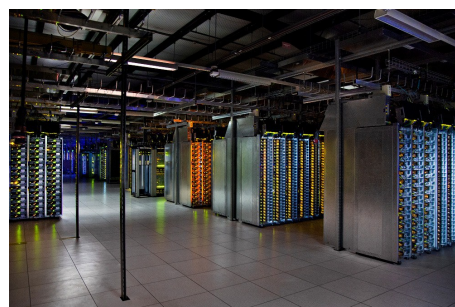
Pour résumer, en cas de mise en liquidation volontaire de la société, nous obtenons la valeur suivante (en MYR par action) :

Actif courant

- + Poste client : 38,61
- + Trésorerie : 48,20
- + Stock : 2,12
- + Créances fiscales : 0

Actif immobilisé

- + Créances : 32,76
- + Machines, équipements et mobilier: 7,35
- + Immeubles : 1,62
- + Investissements : 0,04
- + Goodwill : 0



Analyses de société

+ Actifs différés d'impôts : 0
+ Investissements : 0,07

Passif

- Total passif : -53,26

Nous obtenons donc une VMLV de 77,51 MYR par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



Sur les 5 derniers exercices, la société a généré à 4 reprises des résultats opérationnels de très bonne facture. En sommant la somme des résultats opérationnels sur lesquels nous appliquons une imposition forfaitaire de 35%. Nous retenons ce montant et nous l'actualisons à 12% et ajoutons la trésorerie nette de dette, soit 45,96 MYR par action, nous obtenons une VCB de 130,13 MYR par action.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 8,57 GBp ou 43,60 MYR, le titre présente une décote de :

7% sur la VANN
10% sur la VANE
44% sur le VMLV
66% sur la VCB

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 109,91 MYR) est de :
+152%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 96%

Ratio technologique = 0% (la société ne réalise pas de dépenses de recherche et développement)

Concernant l'importante provision de créance, nous avons plusieurs possibilités d'interprétations :

1) Le management s'est fait avoir une fois et ne s'y fera plus reprendre. On peut considérer cela à la limite de l'amateurisme, mais en affaires ça arrive. Et pour sûr on y reprendra plus le management

Analyses de société

2) Les comptes sont « pipeau » et on prend un risque sur tout le poste client : 32,3 M GBP

3) L'entreprise s'en sort renforcée car elle va dorénavant être plus que prudente. D'ailleurs le CEO a été mis de côté cet été « pour cause de santé ». Et là, ce signe négatif se transforme plutôt en signe positif

4) C'est une provision ultra prudente avec une possibilité de recouvrabilité. En somme, une « sur-provision » ?

Impossible bien entendu de savoir où nous sommes... Peut être un petit peu de tout cela. Quoi qu'il en soit, nous avons des décotes significatives sur de nombreux ratios (VCB et VMLV). Néanmoins, la décote sur VANE est trop faible à l'heure actuelle et ne passerons pas à l'achat avant d'avoir obtenu une marge de sécurité de 30%. Soit sous les 6,66 GBp toute chose égale par ailleurs.

Enfin, nous attirons votre attention sur le fait que la société a levé 25 M GBP en 2010 et qu'elle n'a pas flambé le cash. Il lui reste en effet 14 M GBP dans les comptes et l'information financière semble récurrente et de qualité. Les comptes ont tout l'air d'être à la sauce daubasse, la décote étant là pour le prouver. Il y a encore du chemin à la baisse pour rentrer dans nos critères. Mais nous ne sommes peut être pas en présence d'un management daubasse. Et quand les actifs sont là et qu'un management à peu près capable s'en occupe, des choses sont possibles.



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

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

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

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

Approche Bottom up :

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

Capitaux permanents :

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

Collatéral :

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

Délai moyen de paiement des clients :

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

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

Fonds de roulement :

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

Franchise :

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

Goodwill :

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

Ratio de solvabilité « maison » :

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

Rotation des stocks :

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

Triple net :

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

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

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

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

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

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

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

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

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

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

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

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

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



Avertissements!

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

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

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

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

Daubasses.com

© Tout droits réservés