

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	<u>page 3</u>
Portefeuille	<u>page 5</u>
Suivi des sociétés analysées	<u>page 7</u>
News de nos sociétés	<u>page 8</u>
Analyse de la société JKC Oil & Gas plc	<u>page 18</u>
Analyse de la société Vulcan Energy SA	<u>page 22</u>
Les « sœurs Vianini » - Analyse des deux sociétés Vianini	<u>page 27</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 34</u>

Edito



Quel ennui!

C'est tout ce que nous pouvons dire de ces deux mois écoulés. Pas concernant nos vacances, nous tenons à vous rassurer ami(e) lecteur(trice), mais bien sur le plan boursier.

Électrocardiogramme plat, volumes anorexiques et l'indice Vix de la volatilité en pleine dépression. Bref, qu'est-ce qu'on s'est emm...



Seuls Mario et Ben, nos deux imprimeurs d'élite, sont parvenus à animer un peu les marchés amorphes et à nous sauver de l'ennui en offrant ce que la majorité des investisseurs souhaitent : de l'espoir. Espoir de (PQ)E divers ou de LTRO(p d'argents dans le circuit).

Edito

Grâce à nos deux magiciens qui « Oz » avouer leurs tentations de planche à billets, les marchés ont poursuivi leur petit bonhomme de chemin durant l'été.

Au cours de ces deux mois, entre deux bâillements, nous avons pu assister à des hausses comprises entre 3 et 7 % des principaux indices et tout cela dans la plus grande « zénitude ». Seule la Chine a échappé à cette ambiance digne d'un monastère tibétain.

Malgré cette ambiance, nous parvenons encore à dénicher des sociétés qui correspondent à nos critères. Certes, il faut retourner plus de pierres avant de tomber sur « la » pépite, certes les sociétés qui restent sous évaluées présentent souvent de bonnes raisons de l'être ... mais nous trouvons encore et toujours.

Tout d'abord, nous faisons un petit retour sur le groupe Caltagirone, mieux connus au travers des « Vianini ». Après [notre article](#) portant sur la répartition géographique et notre petit travail statistique désignant l'Italie comme l'un des marchés d'actions les moins chers comparativement à son PIB, nous avons tenu à faire un petit tour du côté des sociétés italiennes... et le conglomérat Caltagirone nous a semblé une bonne manière de s'exposer à l'économie transalpine. Ce petit retour pour nous permettre aussi de vérifier qu'il y a toujours bien de la valeur au sein de ces sociétés.

Ensuite, une société que nous suivons de loin depuis pas mal de temps, Velcan, active dans l'hydro-électricité dans les pays émergents. Une diversification géographique au sein du PEA ... voilà qui devrait ravir nos abonnés hollandais ... heu pardon ... français.

Enfin, toujours dans l'énergie, nous voyons le cours d'Encana monter de manière inexorable. L'échéance des options que nous avons émises sur cette société est encore éloignée (janvier 2013), mais le risque d'être exercé a diminué sensiblement. Pour ceux qui ne souhaitent ou ne peuvent investir en options ou, plus simplement, qui souhaitent compléter leur exposition sur le secteur gazier, nous présentons une autre possibilité, certes un peu plus spéculative, d'investir dans le gaz. Il s'agit d'une société ukrainienne, cotée à Londres. Nous sommes très méfiant au sujet de l'Ukraine, un des pays les moins respectueux de la propriété privée. Mais nous avons procédé à certaines vérifications et obtenu suffisamment d'informations pour penser que cette société-là est sans doute gérée dans le respect des actionnaires. Le rapport « rendement potentiel/risque » nous semble en tous cas suffisamment élevé pour nous permettre d'envisager d'y investir prochainement quelques billes pour notre propre portefeuille.

L'équipe des Daubasses vous souhaite une bonne rentrée et une excellente lecture de cette lettre à nouveau 100 % PEA.

Page 5

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.

Page 6

News de nos sociétés



Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.F

Le promoteur allemand a publié des nouvelles pertes au 30/06. La réorganisation de la société, suite à l'arrivée du nouvel actionnaire, se poursuit avec la liquidation du portefeuille d'immobilier commercial (qui permet de générer des liquidités avec l'abaissement du besoin en fonds de roulement) et la constitution d'un portefeuille résidentiel. La direction estime que l'année 2012 se terminera avec un résultat sensiblement meilleur que 2011.

Aker ASA (Norvège) Ticker : AKER.OL

La holding communique sa VL journalière sur son site à présent. Ce qui nous évite de savants calculs de suivi ... et vous permet de suivre l'évolution de la décote de manière régulière. Au 04/09, la VL est de 315 NOK, ce qui offre aux acquéreurs une décote de 42 %.

Avalon (USA) Ticker : AWW

Bénéfice en hausse sur le 2e trimestre et diminution de la perte sur l'ensemble du 1er semestre : tels sont les comptes encourageants présentés par Avalon qui, malgré ses pertes, voit la valeur de sa VANE augmenter. Malheureusement, l'émission d'un nombre un peu trop conséquent de stock-options dilue tout ça un peu trop à notre goût.

AV Homes (USA) Ticker : AVHI

Vent d'optimisme sur la société ... qui annonce un doublement des commandes conclues lors du 2e trimestre par rapport à l'année précédente.

Le PDG de la société trouve le marché du logement assez porteur et pense que la crise immobilière touche à sa fin.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Le constructeur a acquis un projet d'une valeur finale de 250 millions de GBP pour le réaménagement du site de 83 hectares d'un ancien hôpital. Bref, la société ne reste pas inactive.

BFS Entertainment&Multimédia (Canada) Ticker : BFS.V

Nouvelle perte annuelle pour l'entreprise couplée à une nette baisse des ventes. La VANT se tasse à un niveau de 0,42 CAD. La direction se montre assez

News de nos sociétés

confiante quant à un retour aux bénéfices pour l'année prochaine (année déjà bien entamée par ailleurs puisque les exercices comptable se clôturent début mai).

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Nous étions curieux de voir l'impact de l'acquisition de Drake effectuée par la société sur sa VANT (avec notamment notre crainte de paiement d'une grosse survaleur). Nos craintes étaient fondées puisque les intangibles de la société explosent, pesant ainsi mécaniquement sur la VANT de la société qui est ramenée à 1,90 usd. Sur le plan opérationnel, après un premier trimestre exécrable, le 2e fut moins mauvais. La direction se montre assez optimiste pour l'avenir, prévoyant la fin de la réorganisation de la société en 2012, ce qui lui permettra de profiter dès l'année prochaine « à plein » des effets de synergies avec Drake.

Bodisen Biotech (USA) Ticker : BBCZ

Pas de retard dans la publication des comptes semestriels cette fois pour notre chinoiserie productrice d'engrais ... mais pas de bonnes nouvelles non plus avec des pertes qui se succèdent avec la régularité d'un métronome sans que la direction ne semble perturbée le moins du monde.

Certes la marge de sécurité sur la VANT (1,41 usd) reste plus qu'appréciable mais nous nous demandons tout de même quand cette daubasse pourra enfin générer des profits. L'explication habituelle avancée par la direction est, encore et toujours, le coût des matières premières mais aussi, nouveauté, la hausse des coûts de recherche et développement. Ceci dit, dans le rapport, la direction annonce qu'elle aura besoin de financement complémentaire pour mener à bien ses projets dans les 12 prochains mois et qu'elle n'a aucune assurance d'obtenir ses financements. N'est-ce pas là une manière de nous préparer à une dilution massive ? Ou à pis ...

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Le S1 2012 n'est pas du meilleur tonneau avec un CA en baisse de 1,2% par rapport au S1 2011 à 99,4 M EUR. C'est une baisse limitée, mais la perte atteint 6,9 M EUR.

C'est désastreux nous direz-vous. Effectivement. Mais d'un point de vue patrimonial, nous sommes rassurés par le fait que le groupe a généré un EBITDA positif et que ce sont les amortissements qui ont généré une perte opérationnelle. Enfin, les capitaux propres du groupe s'élèvent à plus de 160 M EUR au 30/06/2012.

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC

Toujours des pertes pour notre spécialiste en ameublement même si les ventes sont en légère hausse (grâce à l'acquisition de fin 2011). Une partie de cette perte est due aux frais encourus par l'annulation d'un contrat de crédit, annulation qui, en principe, devrait permettre de diminuer les charges financières dans le futur. C'est vrai que les choses semblent bouger chez Chromcraft comme nous le disions dans nos lettres précédentes, mais bon sang, que c'est lent !

News de nos sociétés

Coast Distribution System (USA) Ticker: CRV

Le distributeur de matériel pour la navigation de plaisance et pour le camping-car, a publié un bénéfice pour son 2e trimestre (traditionnellement un trimestre fort). Sur l'ensemble du semestre, tant le résultat que l'Ebitda restent négatifs malgré une légère hausse des ventes. La direction attribue cette performance moyenne à la faiblesse du dollar canadien (une partie des ventes de la société sont réalisées au Canada) et le manque de confiance des consommateurs. Elle est cependant optimiste pour la suite de l'exercice notamment en raison de la hausse de ses prix de vente qui amélioreront ses marges mais aussi du lancement des ventes par l'intermédiaire de grandes surfaces.

Cottin Frères (France) Ticker : COTT.PA

A défaut de nouvelles financières et de nouvelles tout court sur la société des frères « Chipoteurs », nous vous proposons ci-dessous une petite recette tirée de leur site en petit moment de détente avec quelques ajouts humoristiques de notre cru!

Coq Au Vin

1 coq d'environ 3 kg coupé en morceaux
 1 bouteille de vin rouge corsé (de préférence un Labourée-Roi Chambertin grand cru 2005 assemblé avec raffinement à un pinot Bulgare, grande cuvée Boyard 2003)
 250 g de lardons
 250 g de champignons de Paris
 1 oignon émincé
 2 carottes coupées en rondelles
 2 gousses d'ail
 1 bouquet garni
 1 cuillère à soupe de grains de poivre
 50 cl de fond de veau
 5 cl de cognac
 3 cuillères à soupe d'huile
 1 cuillère à soupe bombée de farine
 sel, poivre

Préparation : 30 minutes - Cuisson : 2H45

- 1 . La veille, mettez le coq à mariner : placez-le dans un grand saladier avec l'oignon et les carottes.
Versez le vin, posez le bouquet garni et ajoutez les grains de poivres.
- 2 . Couvrez et laissez mariner une nuit au réfrigérateur.
- 3 . Le jour même : égouttez les morceaux de coq et les légumes, épongez-les bien avec du papier absorbant.
- 4 . Filtrez la marinade et réservez.
- 5 . Faites chauffer l'huile dans une cocotte, jetez-y les morceaux de coq et laissez-les bien dorer sur toutes les faces.

News de nos sociétés

6 . Retirez-les de la cocotte une fois dorés, mettez les légumes à la place. Laissez-les revenir à feu doux 5 minutes.

Saupoudrez le tout de farine, remuez pour bien enrober les légumes.

7 . Remettez les morceaux de coq dans la cocotte, ajoutez les gousses d'ail écrasées. Faites chauffer le cognac, versez-le et flambez.

8 . Mouillez le tout avec le vin de la marinade, ajoutez le fond de veau, salez et poivrez.

Portez à ébullition, puis couvrez et baissez le feu. Laissez mijoter 2 h 30 à feu doux.

9 . Emincez les champignons. Faites-les dorer dans une poêle avec les lardons pendant environ 5-10 minutes.

Rajoutez-les dans la cocotte 15 minutes avant de servir. Goûtez et rectifiez l'assaisonnement.

Servir avec un vin rouge (de préférence un Labourée-Roi du style Corton grand cru 2001 certifié non coupé, même s'il est mentionné qu'ils ont bien été tentés par un *pinotage* Sud-Africain, pour faire bondir les marges brutes de 25%)

Deswell Industries (USA) Ticker : DSWL

Sans toutefois disposer d'un bilan officiel, un communiqué de la société basée à Macao nous apprend que les ventes du premier trimestre, clôturé au 30 juin, sont en recul de 20% par rapport à l'année passée. La société rapporte néanmoins des profits de 0.0025 \$ par action, comparé au profit de 0.0046 de l'année 2011 à la même période. Nous attendons évidemment plus de chiffre et plus de détail, pour faire un point sur la situation patrimoniale de la société, mais on peut déjà penser qu'elle est au moins stable, voire en très légère amélioration.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

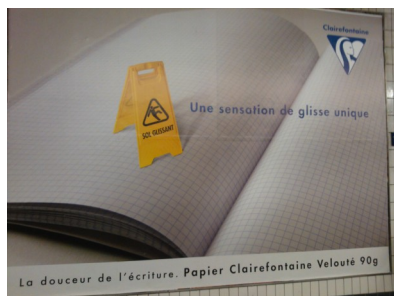
Très grosse nouvelle pour les actionnaires du fonds immobilier concentré sur la Turquie. Le 29 août dernier, un pacte d'actionnaires représentant 52,4% du capital va convoquer une Assemblée Générale Extraordinaire le 25 septembre prochain pour dissoudre la société en réalisant les actifs. Nous comprenons mieux maintenant les cessions d'immeubles les mois passés. Nous estimons que c'est une bonne nouvelle, puisque selon les dernières informations, la valeur d'actif net de la part du fonds était valorisée à 118,2p (avant impacts positifs des ventes d'immeubles). Nous avons donc renforcé notre position à 80p, soit un potentiel que nous estimons d'au moins +48%, si les actifs sont cédés dans de bonnes conditions.

Exacompta - Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

L'entreprise vosgienne a publié ses comptes du S1 2012. L'activité est en baisse de 4,8% à 258 M EUR et a généré une perte de 2,8 M EUR. Cette perte s'explique par un outil de production sous-utilisé (même si l'entreprise renforce ses parts de marché dans un marché du papier en baisse de 29% sur le 1er semestre 2012) et un décalage de la facturation de juin à juillet. Le management prévient que le contexte est difficile et que l'exercice 2012 sera déficitaire.

News de nos sociétés

A noter actuellement des panneaux publicitaires, dans les transports en commun, sur les cahiers Clairefontaine pour vanter les qualités de « glisse » de leur papier. Un moment de rentrée scolaire propice.



First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO

Le second trimestre de notre « viking » installée à l'est est quelques peu décevant. Bien que d'un point de vue patrimonial nous notons une certaine stabilité, avec une Valeur d'Actif Net Tangible de 66.24 DKK. En fait, le chiffre d'affaire sur le deuxième trimestre, clôturé au 30 juin, est en chute de 26%. La direction nous explique que les prix des grains et des oléagineux a grimpé plus que prévu avec la sécheresse actuelle en Roumanie et Slovénie, mais que d'un autre côté, le prix du lait a baissé plus que prévu, en Slovénie. Quand on sait que le chiffre d'affaire est principalement composé de la vente de lait, l'explication du recul du chiffre d'affaire nous semble donc cohérente. Sur les 6 premiers mois de l'année, le chiffre d'affaire de notre fermier « viking » assure encore une progression de 8%, comparé au 6 premiers mois de 2011, mais le coût des produits a également grimpé de 10%. La réduction des coûts d'administration de 13%, chose positive qui nous conforte dans l'idée que la direction est sérieuse, ne suffit pas à renverser la tendance. L'ardoise finale se solde par une perte de 1.96 DKK par action, alors que les 6 premiers mois de l'année 2011 s'étaient terminés par un profit de 0.60 DKK. A noter également que dans cette perte de 1.96 DKK est inclus un change défavorable sur le Lei Roumain de 0.57 DKK.

Le plus préoccupant actuellement pour First Farms, sont ces cultures en Roumanie, où une très importante sécheresse a sévit depuis le printemps. S'il est évidemment très difficile de se risquer à un pronostic, sur la quantité de récolte de grain et d'oléagineux en 2012, nous pouvons penser sans grand risque qu'elle ne sera pas terrible, ce qui pourrait encore faire chuter dans les prochains trimestres le chiffre d'affaire de la société. Par rapport à cette éventualité, qui aurait des répercussions négatives sur le cours de First Farms, une discussion entre nous a déjà fixé la fourchette d'objectif de renforcement de la société au sein du portefeuille du club d'investissement. Cette fourchette serait de 30 à 35 DKK.

Pour terminer, nous notons enfin un achat d'actions du CEO Anders Holgers pour 100 000 DKK et un achat d'actions de 400 000 DKK par le membre du Board, Henrik Hougaard.

News de nos sociétés

FFP (France) Ticker : FFP

Logiquement, la holding familiale a annoncé une perte pour son premier semestre, en lien avec la consolidation dans ses comptes de sa participation dans Peugeot. Ceci dit, le poids du constructeur automobile dans le portefeuille global tend à baisser, ce qui, couplé à une bonne résistance des autres participations, tend à réduire le profil de risque de la société.

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

Le groupe italien producteur de câbles a publié ses résultats S1 2012. Le CA est en baisse de 18,4% à 203,8 M EUR par rapport au S1 2011 et le bénéfice en chute de 92,5% à 0,7 M EUR.

Le management s'attend à un second semestre du même ordre. Nous restons confiants avec notre investissement car nous avons de supers collatéraux tangibles avec des capitaux propres de plus de 140 M EUR.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Le 15 août, le management de Leeds Group a décidé de déprécier totalement la valeur de sa participation dans Dawson.

Ce n'est pas réellement une surprise tant la solvabilité de cette participation était ridicule. Ceci ne change fondamentalement pas grand chose à notre point de vue, car dans notre approche patrimoniale, cette participation ne représentait pas grand chose. Nous gardons nos titres bien au chaud en espérant un futur rachats des minoritaires (cf. les news des derniers mois avec tous les rachats d'actions sur le marché pour annulation qui ont été effectués).

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Très beau rapport semestriel pour la holding dans lequel nous avons, entre autre, la bonne surprise d'apprendre que la vente de Wurth s'est faite avec une belle plus-value par rapport à sa valeur aux comptes. Au 16/08, la direction annonce une VL par action de 37,37 euros.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

L'entreprise poursuit la liquidation de ses anciennes activités et se recentre sur la vente directe aux particuliers. Lors de la publication des comptes annuels (clôturés le 31/03), la société présente logiquement une nouvelle perte conséquente. Les éléments positifs sont la forte réduction du besoin en fonds de roulement, résultante de la liquidation des stocks de la filiale en liquidation, la forte part des liquidités détenues (23 GBp par action), le niveau de la VANT (37,33 GBp) qui reste importante par rapport à notre cours d'acquisition, le fait que le stock restant de l'activité en liquidation est à présent fortement réduit (à peine 2,89 GBp, ce qui, même en l'estimant à 0, permet de conserver une belle marge de sécurité sur la VANT).

Le point négatif, c'est le fait que les activités poursuivies ou en développement en « B to C » sont aussi déficitaires. Ce point sera absolument à surveiller de près puisque la direction ne semble pas vouloir s'orienter vers la liquidation pure et simple ... à notre plus grand désespoir.

News de nos sociétés

Paradise Inc (USA) Ticker : PARF

Le nouveau bilan de notre confiseur préféré au 30 juin se poursuit dans l'excellence avec une valeur d'actif net net en augmentation, à 27.67\$ et une valeur d'actif Net-Estate de 39.54\$ dépassant la valeur d'actif net Tangible établie, après ces nouveaux chiffres, à 36.90\$. Nous savons depuis que nous avons analysé cette société et aussi avec son suivi, que ses ventes sont hautement cycliques dans l'année avec une grande partie de son chiffre d'affaire se réalisant en fin d'année, et avec les deux premiers trimestres de l'année assez difficiles. Et pourtant, sur les 6 premiers mois de l'année, la société est parvenue à augmenter son chiffre d'affaire de 22% par rapport à 2011. Malheureusement, le coût des produits a quant'à lui, subi également une hausse de 19%, la direction nous expliquant que le coût des matières premières et de l'énergie, en augmentation, sont les deux facteurs de hausse. Malgré la conjoncture, la société parvient presque à l'équilibre avec une perte de 0.08\$ par action, contre une perte en 2011 sur la même période de 0.26\$.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

Chiffre d'affaires en baisse au 3e trimestre 2012 (clôturé le 30/06) : la dernière acquisition, le groupe Bourbon, subit de plein fouet le ralentissement dans le secteur automobile. Ah ces directions constamment atteintes de fièvre acheteuse et qui privilégient les acquisitions à de la saine croissance interne ...

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Avec le rapport clôturé au 30 juin, nous en savons un peu plus sur la solidité de la société PV Crystalox Solar. Et nous sommes plutôt agréablement surpris. En pence, sa valeur d'actif Net-Net est de 12.83p, après un léger redressement dû à la rotation des stocks. Sa valeur Net-Estate s'établit à 14.79 p, quand à sa VANT elle est de 36.40 p. Nous rappelons que les bilans sont libellés en Euro. Comme nous nous y attendions, le chiffre d'affaire est en chute vertigineuse, passant de 129 millions d'euros à 32 millions d'euros, soit en recul de 75%. Mais le véritable tour de force de la direction, que nous saluons au passage et dont nous avons déjà pointé la réactivité, lors de la fermeture de l'usine anglaise peu après notre achat, c'est finalement, le fait que sans la charge exceptionnel de 44.7 millions qu'ils ont passé, justement sur l'usine anglaise de Bitterfeld, il aurait réussi à dégager un EBIT positif. La direction, nous explique que cette charge a été calculée en fonction d'une prévision sur les flux de trésorerie qu'aurait du générer l'usine. La direction nous informe également qu'elle analyse toutes les options sur cette usine de production de silicium, fermée comme nous vous le rappelons dès le début de la crise du solaire. Entendons que cette usine pourrait éventuellement être vendue. Une charge exceptionnel, reste dans un premier temps une écriture comptable sans conséquence pour la trésorerie de la société, qui s'élève aujourd'hui à 23.74 p, soit plus de 3 fois son cours actuel. Nous sommes désormais curieux de voir la décision de la direction, sur le sort de l'usine, mais nous sommes déjà confiants, sur le fait que la direction de la société prendra la meilleure décision possible et certainement, la moins coûteuse et la plus rentable pour les actionnaires.

News de nos sociétés

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

Nous avons reçu des bons de souscription pour participer à une augmentation de capital à 1,50 NOK. Nous estimons le potentiel sur la VANT à plus de 100% par rapport à ce cours d'émission, en tenant bien entendu compte de la dilution.

Néanmoins, nous ne participerons pas à cette augmentation de capital. Pourquoi ? Simplement parce que l'action n'est, selon nos critères, plus une VANTR car son ROIC moyen des 5 dernières années est descendu sous les 7% avec les derniers résultats.

Nous gardons néanmoins notre position, car nous pensons que la société norvégienne va sortir de la crise photovoltaïque comme une des rares survivantes et aussi parce que nous n'avons pas encore atteint la valeur de la VANT que nous estimons à 3,80 NOK.

Sam (France) Ticker : SAMP.PA

Rien de particulier à signaler si ce n'est le rachat de plus de 25 000 actions propres au cours du mois de juillet, ce qui représente tout de même plus de 6 % du capital.

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD

En consultant le rapport du deuxième trimestre 2012, nous observons une certaine stabilité de la situation patrimoniale de la société, avec toutefois un léger biais négatif. La valeur Net Estate de la société s'établit à 0.9617\$. Sur les 6 premiers mois de l'année, les ventes sont en très léger recul de 1.40%, ce qui en soi, n'est pas bien grave. Par contre le coût des produits a augmenté de 6%, le coût des ventes de 4.4% et le coût administratif de 11%. Au final, la perte générée sur 6 mois est de 0.04\$, alors que sur la même période un an plus tôt, la société générait des profits de 0.01\$. Si nous pouvons comprendre que le coût des produits est difficile à maîtriser pour une société de la taille de Scott Liquid Gold, dont la capitalisation boursière est d'un peu moins de 2 millions de dollars, les coûts administratifs et liés à la vente sont par contre des paramètres qui peuvent être contrôlés entièrement par la direction de la société. Hors dans l'analyse de la direction, sur ces résultats, on préfère nous parler de la consommation en berne et de petits problèmes de distribution.

Ce qui reste toutefois très intéressant avec Scott Liquid Gold, c'est l'immobilier qu'elle possède pour une valeur d'acquisition de 1.5988\$, alors que le cours de la société est de 0.18\$. Ce qui permet de faire preuve de patience.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

A la lecture du rapport semestriel, nous constatons que la société reste peu exposée aux actions (52 %). Au 04/09, il y a toujours possibilité d'acquérir des parts de ce fonds fermés avec une décote de 38,5 %.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Avec la sortie du rapport trimestriel clôturé en juin, la bonne surprise que nous attendions le mois passé ne s'est une nouvelle fois pas produite. La valeur patrimoniale de la société s'érode une nouvelle fois, comme toujours lentement,

News de nos sociétés

mais également sûrement. La Valeur d'actif Net-Net s'établit à 2.1667\$, la Valeur Net-Estate à 3.0885\$ et la Valeur d'actif net Tangible est de 3.2418\$. Sur les 6 premier mois de l'année, les ventes sont en recul de 12% alors que le coût des produits est en augmentation de 6%. Les profits bruts sont pratiquement divisés par 2. Le seul point réellement positif que nous relevons est la diminution des coûts généraux, d'administration et de vente de 17% comparé sur 6 mois un an plutôt mais également sur 3 mois. Résultat des courses, la perte sur 6 mois s'élève à 0.11\$ par action, contre une perte de 0.06\$ par action un an plutôt. Du 17 au 23 août, le cours de la société s'est stabilisé à 0.92\$ et on pouvait penser que le *délistement* qui pèse sur la société depuis le mois passé était quasiment inéluctable. Mais à la fin du mois, le cours a touché une nouvelle fois 1\$ sans qu'il ne soit fait mention pour l'instant d'un rachat d'action de la part de la direction.

Tegal Corporation (USA) Ticker : TGAL

Notre « médico-techno » annonce une perte pour le premier trimestre 2013 (clôturé le 30/06). Mécaniquement, la VANT se tasse un peu à 4,41 usd par action. Il va falloir vérifier pour la suite le prix payé pour l'acquisition de CollabRx. Nous espérons que ce ne sera pas un achat « à la Blonder Tongue » entraînant le paiement de beaucoup d'incorporelle et une baisse mécanique du collatéral tangible par action.

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

La VL du fond est de 5.77\$, en progression de 8% par rapport à la VL de Juillet. Mais toujours pas de News. Fabien a dû faire quelques belles emplettes, en se déplaçant physiquement, avec l'ensemble de son équipe pour ne pas tomber dans les pièges précédents du minoritaire floué, par ces filous d'Ukrainiens et avant son retour cela se traduit déjà dans la VL. C'est pas beau tout ça? Ce qui à court terme pourrait nous faire pardonner d'emblée son silence radio de plus en plus inquiétant.

Universal Security Instruments (USA) Ticker : UUU

Les résultats du trimestre clôturé au 30 juin, nous apprennent que la valeur patrimoniale de la société est stable avec une VANN à 10.5694\$. Nous notons toutefois que la société clôture ce deuxième trimestre avec une légère perte de 0.16\$ par action, alors que les comptes étaient très légèrement positifs sur la même période un an plutôt. Si nous essayons de comprendre ce qu'il s'est passé, nous observons que le chiffre d'affaire est en recul de 5%, alors que dans un même temps, le coût des produits a été réduit de 11%. Ce qui permet à la société d'enregistrer sur ces trois mois des profits bruts en hausse de 12% par rapport à l'année 2011 sur la même période. Jusque là positif, mais ensuite nous observons que les coûts généraux d'administration et de vente sont en croissance de 23%, par rapport à 2011. Ce qui vient finalement « guillotiner » les chances de profits. La direction avance comme explication, une hausse du dollar (nous vous rappelons que les produits de la société sont fabriqués en Chine, via une joint-venture détenue à 50% et installée à Hong Kong) et la nécessité de promotion exigée par la nouvelle génération de produits.

News de nos sociétés

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

Suite à ses nombreux rachats d'actions qui se suivent, désormais, le fonds fermé détient désormais 569 000 de ses propres actions. Soit plus de 10% du capital.

Nous attendons que le management décide de les annuler purement et simplement.

A noter que la société a émis des warrants qui permettent d'acquérir des titres à 1,196 USD jusqu'au 13 décembre 2012. Nous ne comprenons pas l'intérêt de cette émission, si ce n'est le fait de préparer une potentielle augmentation de capital avant la fin de l'année.

Erratum :

Deux petites erreurs se sont glissées lors de l'analyse de Vet'Affaires de la lettre de août (numéro 16). Tout d'abord sur le calcul de la VANN : après déduction automatique des 1,20 euros sur la valeur des créances, la VANN n'est pas de 14,48 euros comme annoncés dans l'analyse mais bien de 13,27 euros. Ensuite, pour le calcul de la VANE, nous avons repris le montant des immeubles à fin 2010 au lieu de fin 2011. La VANE s'établit donc à 16,11 euros au lieu des 15,65 euros annoncés. Bref, une VANN légèrement plus faible, une VANE légèrement plus élevée mais rien qui ne remette fondamentalement en cause les conclusions de notre analyse. Toutes nos excuses pour ces approximations.



Analyses de société

JKX Oil & Gas plc

(Londres, Ticker: JKX.L / ISIN : GB0004697420)

Eligible au PEA



Une fois n'est pas coutume, nous vous proposons dans cette lettre l'analyse d'une société atypique, qui ne remplit pas les critères daubasses typiques (VANN, VANE, VANTRe ou VMLV).

En fait, nous vous avons déniché, cher abonné, une société pétrolière et gazière cotée sur la bourse de Londres - et donc éligible au PEA, alléluia ! - dont l'essentiel de l'activité est situé en Ukraine et qui prospecte dans tous l'Est européen avec, entre autres, d'importantes réserves en Russie. Cette société se nomme JKX Oil & Gas.

Si l'essentiel des revenus actuels provient de l'exploitation pétrolière, les réserves détenues par JKX sont surtout composées de gaz naturel.

Alors pourquoi présenter une telle analyse si elle ne correspond pas à nos critères « daubasses » ? En fait, d'un point de vue patrimonial, nous pensons que nous avons là une potentielle bonne affaire. Car, comme pour les mines d'or et Encana, nous pensons que nous avons avec cette entreprise la possibilité d'obtenir des réserves gazières et pétrolières à un prix hors concurrence et le tout avec un bilan impeccable.

Cependant, tout n'est pas rose et nous avons en premier lieu dû faire face à plusieurs inquiétudes. Tout d'abord, nous nous sommes demandés pourquoi une entreprise dont l'essentiel de l'activité est en Ukraine, est cotée à Londres en Livres Sterling... et avec des comptes publiés en Dollars américains. Cerise sur le gâteau, les deux principaux actionnaires sont des ukrainiens qui ont investi dans la société via des sociétés holding domiciliées dans des paradis fiscaux : Ralkon Commercial (27% du capital) et Glengary Overseas (11,5% du capital).

Il est bon de signaler que tout le board est anglais et qu'en cas de fraude, pour des anglais avec une société cotée à Londres, les membres du board doivent rendre des comptes à la justice anglaise. Sans nous garantir de tout risque de fraude, cela évite selon nous déjà bon nombres de tentatives de magouilles plus ou moins mafieuses qui sont facilités en Europe de l'Est sans une véritable protection de l'actionnaire minoritaire... Bref, voici un premier point sur lequel nous sommes rassurés.

Sur la qualité de l'information financière et de sa fiabilité, nous estimons pouvoir faire confiance à l'auditeur internationalement reconnu : PriceWaterhouse-Coopers. Ce n'est pas un gage d'assurance à 100%, mais ce n'est pas mieux, ni pire qu'avec une société européenne auditée par une des « BIG 4 » de l'audit.

Analyses de société

Enfin, en ce qui concerne l'actionnariat, via nos sur recherches sur internet, nous avons trouvé des informations relativement facilement et nous pouvons donc penser que les ukrainiens gèrent leurs investissements « en bon pères de famille ». Par ailleurs, Igor Kolomoisky, l'actionnaire principal de Ralkon Commercial, a pignon sur rue, puisque c'est un représentant de dimension européenne de la communauté économique juive. Nous n'osons pas penser qu'un tel personnage politique, religieux et businessman puisse ouvertement frauder pour lever des fonds à Londres. Concernant le second actionnaire, la société Glengary Overseas, est dirigé par Dmitry Firtash qui a des relations avec le géant russe Gazprom. Ce n'est donc pas un amateur sur le terrain énergétique.



En dernier point, nous pouvons préciser que JKC Oil & Gas a versé des dividendes périodiquement de 2002 à 2011. Cela peut paraître banal... mais c'est un point qui nous rassure sur le fait que le cash affiché dans les comptes a une réalité matérielle !

Maintenant que nous sommes quelque peu rassurés sur le contexte, passons aux chiffres.

Nous allons valoriser la société d'un point de vue uniquement patrimonial en évaluant les réserves de pétrole et de gaz. Nous reprenons les réserves prouvées à 100% et les réserves probables uniquement à 50% telles qu'annon-

cées dans le rapport semestriel au 30 juin 2012.

Les réserves prouvées du groupe en Ukraine, Russie et Hongrie représentent 1,5 millions de barils de pétrole et 140,7 Mds de pieds cube de gaz au 30 juin 2012. Les réserves probables s'élèvent à 1,5 millions de barils de pétrole et 377,2 Mds de pieds cube de gaz. Nous reprenons donc ces réserves probables pour 50 % de leur valeur estimée et les ajoutons aux réserves prouvées et prenons en compte un patrimoine de réserves énergétiques pour JKC de 2,25 millions de barils de pétrole et 329,3 Mds de pieds cube de gaz. Nous prenons un prix du baril prudent (attention le Brent, on est en Europe, pas le WTIC) de 100 et pour les 1 000 pieds cube à 10 USD: nous prenons un montant plus élevé que le prix officiel (de +/- 3 USD) car celui-ci concerne le marché américain en sur-production mais nous savons qu'en Europe, il est significativement plus élevé (bien au delà de 10 USD).

En fonction de ces postulats, nous donnons une valeur de 225 millions de dollars aux réserves de pétrole et de 3 930 millions de Mds pour les réserves de gaz.

Le problème est de déterminer leur valeur réelle en déduisant les coûts de production.

Analyses de société

Malheureusement, nous n'avons pas trouvé les coûts de production par produit. Juste un coût de production en "Baril équivalent Pétrole" de 39,94 usd (rapport S1 2012). Nous devons donc convertir nos 1 000 pieds cube de gaz en baril de pétrole. Après quelques recherches et savants calculs, nous avons trouvé le multiplicateur : en fait, « énergétiquement » parlant, 1 000 pieds cube de gaz équivalent à 0,185 baril de pétrole.



Donc les réserves de gaz valent 61 Mio de baril de pétrole. Le coût de production total pour les réserves de JKX serait donc de $(2,25 + 61) \times 39,94 = 2\,526$ millions de dollars.

Nous obtiendrions donc une valeur pour les réserves de $225 + 3\,930 - 2\,526$ soit 1 629 Mio de dollars.

Ensuite, nous ajoutons la Valeur d'Actif Net Net (VANN), soit l'actif circulant auquel nous retranchons l'ensemble du passif, soit 34,31 millions de dollars.

Ainsi que 5 années de dépenses de CAPEX que nous estimons à l'année avec conservatisme à 150 millions de dollars, soit 750 millions de dollars au total.

Nous considérons le nombre de titres dilués : 172,07 M titres et un cours GBP/USD = 1,5881.

Enfin, pour prévenir tout risque politique et ajouter une marge d'erreur, nous prenons une marge de sécurité supplémentaire de 30% et obtenons une valorisation patrimoniale de 2,16 GBP. Au cours actuel de 0,81 GBP, **le potentiel de l'action est de +167 %**.

Ce potentiel important doit être rapproché de trois risques que nous sommes aujourd'hui incapables de valoriser : quelle somme la société devra-t-elle lever pour assurer la production de ses réserves ? Ensuite le second risque qui est un risque géopolitique, sur la Russie et l'Ukraine essentiellement. Nous avons pris une marge de sécurité de 30% sur notre valorisation globale pour en tenir compte, mais il est impossible selon nous de prévoir ce qu'il en sera à l'avenir de la taxation et des droits de propriété sur les concessions gazières et pétrolières dans ces pays.

Enfin le risque « prix énergétique ». Vous savez, cher(e) lecteur(trice), que nous sommes relativement optimistes sur les cours du gaz... mais du gaz aux prix américain. Le prix que nous prenons pour valoriser les réserves de JKX est celui pratiqué en Europe. En effet, selon nous, il existe un risque bien réel de convergence des prix améri-



Analyses de société

cains et européens, convergence qui ne manquera pas d'avoir lieu dès que les terminaux américains seront prêts à exporter les surplus issus des gaz de schiste. Si nous avons une conviction raisonnable, qu'à long terme, les prix américains vont augmenter, nous en sommes moins sûrs concernant les prix en Europe.

Ainsi, si les prix du gaz en Europe tombent à 9,50 USD, la valeur net de la société devient... négative. A contrario, une hausse du cours du gaz à 15 USD par exemple porte la valeur de la société à 5,85 GBP, soit un potentiel de x7.

Enfin, nous avons une petite cerise sur le gâteau avec les coûts d'exploration qui ont déjà été engagés en Bulgarie et Slovaquie et qui pourraient apporter un petit plus en terme de valorisation en cas de découvertes exploitables.



Analyses de société

Velcan Energy SA

(Paris, Ticker: MLVEL.PA / ISIN : FR0010245803)

Eligible au PEA

I. Introduction



Velcan Energy est un producteur français d'électricité. Le Groupe développe et exploite des concessions hydroélectriques situées en

Inde, au Brésil, en Indonésie et au Laos.

Ces installations ont une puissance individuelle comprise entre 15 et 200 MW.

En réalité, à ce jour, bien peu de projets ont été concrétisés et sont en exploitation. Seule une installation de 15 MW au Brésil fonctionne actuellement.

Les régions sur lesquelles Velcan est active sont assez instables sur le plan politique et de la sécurité juridique. Ainsi, certains projets sont souvent abandonnés avant leur concrétisation.



Il faut noter qu'une période assez longue se déroule entre le moment où la société obtient une concession auprès d'un gouvernement, et le moment de la mise en chantier de la centrale : entre 24 et 60 mois. La construction proprement dite dure normalement trois ans de plus. Ce qui explique aussi en partie la lenteur du processus de développement. A noter qu'à ce jour, aucune construction nouvelle n'a été entamée.

Signalons aussi que sur les deux principaux marchés de Velcan, l'Inde et le Bré-

Analyses de société

sil, le marché de l'électricité est partiellement libéralisé, ce qui permet au producteur de vendre son électricité non seulement aux distributeurs publics mais aussi à des traders ou directement auprès de gros consommateurs industriels.



Les principales recettes du groupe proviennent évidemment de la vente de l'électricité produite mais aussi de celle de « crédits carbone ».

En raison du poids important des projets par rapport aux installations réellement en exploitation, la société génère, de manière structurelle, des pertes opérationnelles.

Le 22 août 2012, nous avons acquis des actions Velcan au coût de revient, frais de courtage inclus, de 8,97 euros.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 31/12/2011.

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

Nous relevons un actif courant de 15,05 euros par action, duquel nous retirons les dettes et les intérêts des minoritaires pour 1,18 euros. La Valeur d'Actif Net Net de Velcan s'établit donc à 13,94 euros.

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

Nous constatons que la société détient des immeubles, acquis pour 3,78 euros par action. Nous prenons notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % sur ce prix, l'ajoutons à la VANN et obtenons une VANE de 16,97 euros par action.

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et surtout son poste le plus important : les **liquidités**. Comme la société n'a pas encore commencé à investir massivement, elle détient un trésor de guerre très impressionnant : 14,69 euros par action. En déduisant l'ensemble du passif de ce poste, nous obtenons 13,57 euros. Nous sommes donc en présence de ce que nous appelons une « triple nette ». C'est tout théorique évidemment, mais cela signifie que la société pourrait arrêter ses activités aujourd'hui, rembourser l'intégralité de ses dettes et distribuer un dividende équivalent à 150 % de notre prix d'achat aux actionnaires tout en conservant la petite centrale électrique brésilienne en fonctionnement. Nous constatons que la société « couve » sa tirelire comme une poule le ferait pour ses poussins : elle est investie tant en obligations court terme qu'en comptes à terme. Les devises aussi font l'objet d'une diversification : au 31/12, 31 % du cash était constitué de dollars US, 23 % d'euros, 21 % de couronnes norvé-

Analyses de société

giennes et 19 % de roupies indonésiennes. Nous reprenons ce poste tel quel dans notre calcul.



Les **créances commerciales** sont, comparativement, un petit poste de l'actif courant : 0,16 euros par action. Nous constatons que la direction a opéré de très grosses provisions sur le poste de créances en raison de litige avec des clients « biomasse » (une ancienne activité de Velcan abandonnée aujourd'hui). Ces provisions représentent 0,43 euros par action. Nous n'en tenons pas

compte mais en cas d'évolution positive, l'extourne de ces provisions pourrait constituer une agréable petite surprise. Par principe, nous appliquons une réduction de valeur supplémentaire de 10 % sur le solde des créances commerciales et amputons donc sa valeur de 0,02 euros par action.

Il y a également un compte reprenant les **crédits carbone à encaisser**. La valeur de ce compte dépend évidemment de l'évolution du cours de ces fameux crédits carbone. La direction a déjà acté une réduction de valeur de 31 % sur ce poste pour tenir compte de l'évolution négative de la valeur des actifs de ce marché assez particulier. Nous constatons que depuis la date de clôture des comptes de Velcan, le cours de ces crédits a augmenté de 10 %. Nous reprenons donc ce poste tel quel.

Nous en venons aux **actifs fixes**. Une fois n'est pas coutume, nous allons nous attarder sur l'**immobilier**. Vous savez qu'habituellement, nous reprenons ce poste pour le montant tel qu'il a été calculé lors de l'établissement de la VANE. Néanmoins, nous nous devons de réfléchir un peu plus sur ce poste : d'une part, nous n'avons pas d'éléments nous permettant de déterminer la nature exacte de cet immobilier. Nous pouvons supposer qu'outre l'un ou l'autre immeuble de bureau pour les ingénieurs du groupe, il s'agisse essentiellement d'une partie des installations de production et des terrains sur lesquelles elles ont été construites. Mais voilà ... généralement, la société obtient une concession d'exploitation pour une durée limitée comprise entre 20 et 40 ans. A l'échéance de la concession, toute l'installation revient à l'Etat qui a octroyée la concession. Autrement dit, contrairement à de l'immobilier « standard », celui de Velcan perd réellement de la valeur temps au fur et à mesure que la fin de concession approche. Heureusement, les concessions détenues par Velcan sont relativement récentes et les immeubles présentent encore, selon nous, une belle valeur économique. Vu l'importance de ce poste dans le bilan de l'entreprise, nous soupçonnons aussi que le poste « immobilier » comprenne en réalité pour partie des **installations techniques**. Ainsi, pour tenir compte de ce double phénomène, nous prendrons, pour le calcul de la VLMV, une valeur de seulement 50 % de la valeur d'acquisition au lieu de nos traditionnels 80 %. Nous amputons donc la VANE de 1,13 euros supplémentaires.

Analyses de société

Vu leur valeur très symbolique, nous ne tenons pas compte des **installations techniques proprement dites** ni du **mobilier**.

Nous tenons compte par contre de sommes **déposées en garantie d'obligations futures** pour un montant de 0,03 euros par action.

La société a consenti quelques **engagements hors bilan**, notamment envers les acquéreurs de certains projets qu'elle a cédés. Même s'il n'est pas certain que ces engagements devront obligatoirement être honorés, nous en tenons compte intégralement et déduisons donc de la valeur d'actif de la société, la somme de 0,11 euro par action, montant qui correspond à la partie des risques non provisionnée par Velcan.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la Valeur de Velcan en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 15,74 euros par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société n'a pratiquement jamais généré de résultat d'exploitation positif. Il nous est donc impossible de calculer une quelconque VCB. Nous remarquons néanmoins que, grâce à une bonne gestion de sa trésorerie et aussi de ses risques devises, la société parvient, malgré tout, de temps à autres à générer des résultats nets positifs. Ce qui lui permet, malgré des résultats opérationnels déficitaires, de préserver plus ou moins tant sa valeur d'actif net que sa force de frappe financière.

VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 8,97 euros, nous avons acquis nos actions Velcan avec une marge de sécurité de :

36 % sur sa VANN
47 % sur sa VANE
43 % sur sa VLMV

Investir dans Velcan, c'est assumer deux risques : le premier est inhérent aux pays émergents avec les dangers tant politiques que juridiques que cela suppose. Le deuxième réside dans le fait que, actuellement, l'essentiel des activités n'est pas centré sur la génération de cash-flow proprement dite mais bien sur un travail d'aboutissement de projets ... et ces projets pourraient bien ne jamais aboutir.

Mais investir dans Velcan, c'est aussi investir dans deux formidables potentiels ... Potentiels qui sont le corollaire des risques que nous venons d'énoncer : le potentiel de pays émergents comme l'Inde et le Brésil dont les besoins en énergie ne devraient que croître de manière exponentielle et aussi des pays «

Analyses de société

frontière » comme le Laos ou l'Indonésie où beaucoup de choses restent à faire mais qui sont idéalement positionnés pour éventuellement approvisionner en électricité le géant chinois, un goinfre en matière d'énergie s'il en est.

L'autre potentiel est inhérent aux projets eux-mêmes : leur potentiel n'est absolument pas valorisé dans le cours de bourse puisque celui-ci ne tient même pas compte de l'entièreté des liquidités destinées à financer ces projets. Hors, outre l'aspect émergent, l'intérêt de Velcan est de travailler dans le secteur d'une énergie qui n'a pas besoin des subsides publics pour être rentable.

Quand on voit le massacre sur le secteur photovoltaïque, massacre évidemment dû au dumping chinois mais aussi à l'arrêt des aides publiques en raison de l'état déficient des finances de la plupart des pays développés, cet élément n'est sans doute pas négligeable.



Analyses de société

Les « sœurs Vianini »

Eligibles au PEA

Comme vous avez pu le lire sur [notre blog](#), la place boursière italienne serait parmi les places boursières les plus sous évaluées.

Loin de nous, ami(e) lecteur(trice), l'idée d'orienter toute notre politique d'investissement sur ce seul critère. N'oubliez pas que nous achetons des sociétés sous évaluées où qu'elles se trouvent et certainement pas pour des raisons macroéconomiques, ces raisons fussent-elles une sous-évaluation globale d'un marché (encore faudrait-il que cette sous-évaluation soit avérée, ce qui n'est pas certain : le ratio « capitalisation boursière/PIB » propose un indice de valorisation, pas une certitude).

Ceci dit, cet élément (et une question d'un de nos abonnés) nous a incité à nous pencher à nouveau sur les sociétés de notre watch-list qui correspondent le plus, selon nous, à l'ensemble de l'économie italienne. Le groupe *Caltagirone* nous a semblé représenter le mieux cette caractéristique. Nous vous l'avions présenté en 2010. Les sociétés du groupe Caltagirone que nous suivons sont *Vianini Industria* et *Vianini Lavori*. Les présentations qui en avaient été faites à l'époque sont d'ailleurs à votre disposition dans la rubrique « [Nos anciennes analyses](#) » de la Zone Premium (nous vous rappelons d'ailleurs que notre club d'investissement détient une petite participation dans Vianini Industria).

Vianini Industria

(Milan, Ticker: VIN.MI / ISIN : IT0003127898)



VIANINI INDUSTRIA S.p.A.

Cette société ancestrale (qui existe depuis la fin du 19^e siècle) est spécialisée dans la fabrication d'éléments en béton (pipeline, tuyaux,

blocs pour tunnel, poutres, traverses de chemin de fer, ...).

Nous avons acheté des actions de cette société à un prix de revient, frais de courtage inclus, de 1,35 euros.

Dans cette analyse de « mise à jour », nous ne passerons pas en revue toutes les valorisations de la société comme nous le faisons traditionnellement. En effet, ces sociétés sont un peu hybrides, à mi-chemin entre la holding et la société industrielle : Vianini détient effectivement, à côté de ses actifs opérationnels, d'importantes participations dans des sociétés cotées ou non cotées. Nous travaillerons donc essentiellement sur la VLMV pour la partie "actifs opérationnels" et une évaluation plus proche de celle que nous utilisons pour évaluer les holdings pour les participations financières.

Analyses de société

Voici donc une nouvelle approche de la valeur, applicable uniquement aux sociétés du groupe Caltagirone : la Valeur de Holding en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VHLMV). Bon, c'est vrai que nous poussons peut-être le bouchon un peu loin. Traduisons simplement par : la valeur de marché prudente.



Pour la forme, nous avons tout de même calculé la VANN de la société. Elle s'élève au 30/06, à 1,34 euros. La forte diminution de la VANN par rapport à notre analyse de fin 2010 s'explique essentiellement par la transformation d'une créance vis-à-vis de Parted en action, ce qui a mécaniquement fait glisser le montant de cette créance de la partie «

actif courant » (qui entre en compte pour le calcul de la VANN) vers la partie « actif fixe » (dont nous ne tenons pas compte dans le calcul de la VANN).

La Valeur de Holding en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VHLMV)

Fidèles à nos bonnes vieilles habitudes, nous commençons par l'**actif courant** dont le principal poste est du **cash** pour 1,06 euros par action, soit presque l'équivalent du cours actuel !

Les **stocks** représentent 0,05 euros par action. Nous constatons que la direction a déjà acté des réductions de valeur de 15 % sur ce poste. Comme il s'agit de produits très « basiques », nous ne pensons pas qu'il y ait un gros risque d'obsolescence sur ce poste et nous nous contentons de la réduction de valeur actée par la direction. Nous le reprenons donc pour sa valeur aux livres.

Pour la rubrique de **travaux en cours**, nous nous montrerons plus prudents en les reprenant pour la moitié de leur valeur aux comptes, soit 0,07 euros.

Les **créances** sont payées à 250 jours. Ce type de délai, très long, reste assez courant dans le secteur. Néanmoins, ce n'est pas parce que c'est courant que ce n'est pas dangereux ! Nous amputons donc ce compte de 30 % de sa valeur et tenons compte de seulement 0,22 euro par action.

Nous reprenons aussi une petite **créance vis-à-vis d'une société sœur**, Rofin 2008, pour 20 % de son montant, soit 0,01 euro par action.

Au niveau de l'**actif fixe**, nous tenons tout d'abord compte des actifs liés à l'exploitation proprement dite de la société : l'**immobilier** (pour 80 % de sa valeur d'acquisition, soit 0,54 euro par action) et le **matériel de production** (pour un montant symbolique de 50 % de la valeur amortie, soit 0,04 euro).

Analyses de société

Nous passons à présent au plat de résistance : les **participations financières**. Nous allons appliquer pour leur évaluation une règle assez simple qui tente à la fois de se montrer prudente mais aussi réaliste.

Nous évaluerons les participations non cotées pour 80 % de la valeur reprise dans les comptes du dernier rapport financier et les participations cotées à leur valeur boursière à la date de la présente analyse.

Voici donc ces participations :

Parted 1982 est une société non cotée qui détient à son tour une importante participation dans l'éditeur **Caltagirone Edition**. Après marge de sécurité de 20 %, ce poste est valorisé à 0,65 euro par action.

Generali : 1 800 000 actions de l'assureur italien sont détenues par Vianini Industria. Au cours de 11,40 euros, cette participation représente 0,68 euros par action.

Le cimentier **Cementir** est détenu à raison de 2 614 300 actions qui, au cours de 1,44 euros « pèsent » 0,13 euros par action.

Le **passif** de Vianini Industria représente 0,28 euros par action.



Nous établissons donc la VL de Vianini Industria à 3,17 euros par action, ce qui, malgré la chute du marché italien, nous laisse encore une marge de sécurité de 57 % par rapport à notre prix d'achat d'avant crise de l'euro.

Une autre manière de voir les choses serait de considérer qu'en acquérant la société, on considère que les actifs d'exploitation et Parted ne valent pas plus que le montant des dettes, soit 0,28 (en réalité, sur base des valeurs liquidations ci-dessus, ils valent 6 fois plus, soit 1,58), on achète, dans ce cas, du cash et des actions Cementir et Generali avec, au cours actuel de 1,13 euro, une décote de 39 %. Bref, de très bonnes marges de sécurité nous semble-t-il ...

Vianini Lavori

(Milan, Ticker: VLA.MI / ISIN : IT0003127864)



Cette société est aussi un peu hybride avec un mix entre activités opérationnelles (cette fois il s'agit d'une activité de maître d'œuvre sur divers chantiers BTP) et détentions de participations financières.

Analyses de société

Nous utiliserons la même approche que pour *Industria*, c'est-à-dire en travaillant essentiellement sur la valeur liquidative de la société.

La Valeur de Holding en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VHLMV)

Nous constatons que *Lavori* est légèrement moins riche en **cash** que sa sœur *Industria*, avec « seulement » 0,61 euros par action. Mais les autres postes de l'**actif courant** sont plus conséquents.

Ainsi les **travaux en cours** représentent une rubrique « de poids » dans les comptes de la société. Il s'agit essentiellement des travaux pour les lignes de métro de Rome et de Naples, ainsi que pour la construction d'autoroutes. Nous les comptabilisons pour la moitié de leur valeur aux comptes, soit 1,08 euro par action.



Les **créances commerciales** sont payées relativement rapidement, à 38 jours. Pour cette raison, nous ne prendrons qu'une marge de sécurité de 15 % sur ce poste d'autant que la direction a déjà provisionné 2 % à titre de créances douteuses. Nous reprenons donc ce poste pour 0,41 euros par action.

L'entreprise détient également des **créances sur des sociétés liées**. Nous supposons que ces créances ont été accordées en bon père de famille et en parfaite connaissance de la situation de solvabilité de ces débiteurs. Nous les reprenons également avec une marge de sécurité de 15 %, soit 0,82 euros.

Au niveau de l'**actif fixe**, nous ne tenons pas compte des **actifs d'exploitation** qui représentent, selon nous, un montant vraiment trop symbolique.

Relevons tout de même **un immeuble** à Rome comptabilisé à sa juste valeur, juste valeur que nous amputons d'autorité de 20 % et reprenons pour 0,05 euros.

Nous tenons compte également de **sommes d'argent bloquées en garantie d'obligations** de Vianini pour 0,26 euro.

Et nous arrivons à la partie « holding » de la société. Ici aussi, nous appliquerons les mêmes règles que pour *Industria*, à savoir cours de bourse pour les sociétés cotées et valeur aux livres, moins 20 % pour les sociétés non cotées.

Détenue à 34,5 % et non cotée, **Metro C** est chargée de la construction de la ligne C du métro de Rome. Après marge de sécurité de 20 %, nous tenons compte de cette participation pour 0,95 euro par action.

On retrouve aussi toute une série de **participations non cotées** dans des socié-

Analyses de société

tés aux activités aussi variées que la distribution d'eau en Campanie, la gestion de gares ferroviaires en Italie et en Tchèque, une concession d'autoroute, des systèmes d'irrigation en Arabie Saoudite et au Sri Lanka, ou encore des centrales hydroélectriques en Thaïlande et en Colombie. A 80 % de leur valeur aux comptes, nous reprenons l'ensemble de ces participations pour 1,84 euros par action.

Parmi les **participations cotées**, nous retrouvons :

25,5 % du capital du cimentier **Cementir** que nous valorisons, au cours de 1,44, à 1,33 euros par action.

15 855 000 actions d'**Acea**, active dans la gestion et la distribution d'eau et d'énergie en Italie et à l'étranger, ainsi que dans l'environnement. Au cours de 4,32 euros, nous reprenons cette participation pour 1,56 euros par action Vianini Lavori.

1 400 000 actions de l'assureur **Generali** qui, au cours de 11,40 euros, représentent 0,36 euros par action.

Depuis notre dernière analyse, les actions de **Banca Monte dei Paschi di Siena** ont été vendues.

Le **passif** s'élève à 4,73 euros par action.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la VL de Vianini Lavori à 4,54 euros. Par rapport au cours actuel de 2,82 euros, notre valeur « mi de holding – mi de liquidation » nous offre une marge de sécurité de 38 %.

La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Mais il y a mieux ! Sur la durée des comptes disponibles (depuis 2006), la société n'a jamais présenté de résultats opérationnels négatifs. Autrement dit, son activité de BTP est bel et bien rentable.



N'allez pas penser qu'investir sur base de la capacité bénéficiaire d'une société active dans un secteur à priori très cyclique, alors qu'une période de ralentissement économique semble se profiler devant nous, soit risqué : la société annonce un carnet de commandes de 1,85 milliards d'euros, soit l'équivalent de 7 fois le chiffre d'affaires 2011 ! La pérennité à moyen terme de cette capacité bénéficiaire nous semblant assurée, place au calcul.

Sur les 5 derniers exercices, ce bénéfice d'exploitation s'est en moyenne élevé, après amputation de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, à 0,25 eu-

Analyses de société

ros. Si nous actualisons ce montant, non pas à 12 % mais à 15 % (nous sommes dans un pays PIIGS, que diable !), nous obtenons une valeur de 1,67 euros. Fidèles à notre formule de calcul habituelle, nous ajoutons le cash de l'actif et déduisons les dettes financière. La VCB de Lavori s'établit alors à 2,25 euros ... légèrement en dessous du cours actuel.



Mais c'est sans compter avec la spécificité de cette société dont la majorité des actifs ne concernent pas son exploitation. Décidons de manière très arbitraire de ne pas tenir compte des participations dans les sociétés non cotées ... Exit donc la participation dans la construction de la ligne de métro de Rome, dans la distribution d'eau, dans la gestion des gares, dans les concessions autoroutière ou les centrales hydroélectriques ... Considérons donc que tout cela ne vaut rien ... Vous allez penser, cher(e) lecteur(trice), que nous nous montrons d'une morosité extrême en envisageant cela ... et vous avez raison. Mais nous aimons les bonnes surprises !

Ajoutons à la VCB les participations dans Generali, Acea et Cementir au cours du marché : ces participations résultent tout de même d'un excédent de cash qui a été réinvesti. En ajoutant ces participations à la VCB opérationnelle de Lavori, nous obtenons une VCB finale de 5,50 euros, soit le double du cours actuel !

Conclusions

Un investissement dans une de ces deux sociétés du groupe Caltagirone nous semble présenter un excellent moyen de profiter de la « recovery » que nous espérons voir arriver sur la bourse italienne.

Certes, cette recovery n'est pas certaine. Mais si elle n'a pas lieu, nous pensons que l'importance des marges de sécurité et la solvabilité du groupe offrent une bonne protection pour un investissement.

Et si on finit par assister à l'éclatement de la zone euro ? N'y a-t-il pas un risque que la dévaluation monétaire qui s'en suivra se répercute sur la valeur en « bons euros » ? En fait, cette question nous a été posée sur notre blog par un de nos fidèle lecteur. Voici la réponse, la plus objective possible, que nous avons tenté de lui apporter :

« Dans le cadre de votre question, nous allons faire une tentative de réponse en faisant appel à notre « bon sens paysan » qui vous dira pourquoi nous ne perdons pas notre temps en conjecture sur une sortie ou non des Piigs de la zone euro.

Analyses de société

Qu'est ce qu'une action ? ==> c'est un droit de propriété sur une société

Qu'est-ce qu'une daubasse ? ==> c'est une société dont le cours de bourse est inférieur à la valeur réelle de ses actifs

Autrement dit, notre portefeuille est constitué de droits de propriété sur des actifs qui ont été payés à un prix inférieur à leur valeur économique.

Prenons la société X qui détient un immeuble situé en Italie et évalué à 100 euros.

L'Italie revient à la Lire et la parité de cette nouvelle Lire par rapport à l'Euro est dévaluée de 30 %. L'immeuble sera inscrit à 100 nouvelles Lires dans les comptes de la société, ce qui, une fois le change effectué, reviendra à 70 Euros. Une perte de 30 % donc ... Holà, pas si vite ... Pour nous, si la monnaie s'est bel et bien délitée, l'actif quant à lui, a conservé sa vraie valeur et, en réalité, il vaut toujours bien 100 Euros ou, dans le cas de la nouvelle devise, sa vraie valeur serait, non pas de 100 Lires mais bien de 142,9 Lires.

Autrement dit, à long terme, nous pensons que la vraie valeur de ces immeubles finira par ressortir du cours de bourse, compensant en principe le délitement de la nouvelle devise.

Attention, ce raisonnement est valable pour les actifs fixes. Pour les créances et la trésorerie par exemple, il est fort possible que les actionnaires de la société supportent bel et bien la perte de valeur monétaire ... perte de valeur monétaire qui pourrait être compensée par une perte de valeur des dettes supportées par la société.

Voilà une des raisons pour lesquelles nous ne nous attardons que rarement à tenter d'hypothétiques projections macroéconomiques.

En tant qu'abonné, vous avez la possibilité de relire notre lettre du mois de février dans laquelle nous apportons d'autres explications sur le sujet avec, notamment, l'analyse du cas argentin ... certes pas comparable à 100 % à la situation actuelle, mais non dénué d'intérêt malgré tout. »



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