

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

| | |
|--|-------------------------|
| Edito | page 3 |
| Portefeuille | page 8 |
| Suivi des sociétés analysées | page 10 |
| News de nos sociétés | page 12 |
| Analyse de la société Aviat Networks, Inc. | page 26 |
| Analyse de la société Northamber plc | page 31 |
| Analyse de la société MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke | page 36 |
| Pour mieux appréhender « les Daubasses » | page 41 |

Edito



Après l'Ukraine, le Vietnam : haute tension sur deux pays émergents !

En un peu moins de trois mois, nous avons du « larguer » hâtivement deux de nos meilleurs fonds cotés émergents. Ukraine Opportunity investi en Ukraine et Vietnam Holding Ltd investi au Vietnam. Ces décisions ont été prises en dehors de notre *process* chiffré et donc principalement par l'expérience que nous avons des émergents, mais également grâce à l'information de plusieurs de nos abonnés vivant en Asie en ce qui concerne le fond vietnamien. Nous sommes dans les deux cas sortis gagnant avec +19.48% pour le fond ukrainien et +84.11% sur le fond vietnamien. Ce qui ne nous semble pas le plus important, même si des investissements qui se terminent en plus value font toujours plaisir. Nous allons donc vous expliquer dans ce dernier édito avant les grandes vacances, notre approche des émergents, pourquoi nous avons vendu, alors que logiquement, nous achetons toujours au son du canon et vendons au son du violon, pourquoi en fait cette métaphore est vraie sauf quand elle cesse d'être une métaphore et que ce sont de véritables canons qui commencent à gronder...

C'est en 2011, à dix mois d'intervalle, que nous avons investi sur les deux fonds. Le 3 février sur le fond ukrainien et le 4 novembre sur le fond vietnamien. Après l'engouement émergent qui a trouvé son apogée et sa vitesse maximum de 2005 à 2007, de nombreux investisseurs se sont littéralement fait laminé. De 2007 à 2009, l'indice ukrainien a perdu plus de 80% de sa valeur, tandis que l'indice VN de la bourse d'Ho Chi Minh perdait sur la même période 80% de sa valeur. Tout ceci pour vous expliquer que quand l'Equipe des Daubasses a décidé d'investir sur ces deux pays émergents, après la crise des *subprimes* et quand la crise de l'endettement des états se profilait, une petite poignée

Edito

d'investisseurs s'intéressait encore aux émergents, la grosse majorité, ne voulait plus en entendre parler, ne voulant pas ajouter au risque émergent un risque *subprime* + dette des états globalisés (nous reviendrons sur cette perception erronée plus loin). Ce qui nous intéresse avec ces fonds cotés, c'est que nous pouvons voir la différence entre les actifs qu'ils possèdent, la NAV (pour Net Asset Value) et le cours. Nous achetons donc nos deux fonds avec une décote de plus de 50% par rapport au cours sur leurs NAV respectives, nous offrant une forte marge de sécurité, couplée à un potentiel très intéressant.

En investissant sur le fond ukrainien, nous savons dès le départ que ce sera un investissement à long terme, qui dépend de la santé des économies occidentales, européennes et US surtout, et de l'appétit des investisseurs concernant ces deux zones. Pour le fond vietnamien, nous pensons plutôt à moyen terme, voire court terme, la zone asiatique possédant une dynamique de croissance importante avec comme locomotive principale la Chine.

Nous allons maintenant vous expliquer le fonctionnement basique des places boursières émergentes et leurs sensibilités à différents facteurs exogènes, qui influent directement sur leur niveau.

Il faut d'abord distinguer trois catégories de pays émergents.

La catégorie 1°, ce sont les « géants » émergents. Nous trouvons donc dans cette catégorie des pays comme la Russie, la Chine, le Brésil, L'Inde. Les émergents de cette catégorie 1 n'entrent pas dans le fonctionnement basique que nous allons tenter d'expliquer, car d'une part ils ont un marché intérieur important, un tissu économique où l'on retrouve déjà des acteurs globaux (sociétés internationales), des places boursières assez profondes (nombres de sociétés cotées) et de taille souvent moyenne, voire supérieures à la moyenne, en terme de capitalisation totale.

La catégorie 2°, ce sont les « grands pays émergents ». Ce que nous entendons par là, c'est au niveau de leur population, soit plus de 20 millions d'habitants. Nous retrouvons dans cette catégorie la Turquie, la Pologne, le Vietnam, l'Ukraine, la Roumanie, la Thaïlande... Dans ces pays, il y a très peu de sociétés de taille internationale cotées, voir souvent aucune. On trouve par contre un bon nombre de sociétés de petite taille, que l'on peu cataloguer de « small cap » et dont la grande majorité ne dépasse pas 5 million d'€ de capitalisation boursière. Malgré le nombre de sociétés cotées parfois important, la taille du marché boursier est relativement réduit. Pour vous donner un ordre de grandeur, en 2012 la capitalisation du marché Canadien, 5ième marché le plus important du monde, était de 2 016 milliards de \$, le Canada comptant 35 millions d'habitants. La capitalisation du marché turc était en 2012 de 309 milliards de \$, soit pratiquement 7 fois plus petit, avec 76 millions d'habitants. Et la capitalisation du marché polonais en 2012 était de 178 milliards de \$, avec 38 millions d'habitants. La capitalisation du marché vietnamien de 33 milliards de \$ avec 88 millions d'habitants. La capitalisation du marché ukrainien de 21 milliards de dollars en 2012 pour une population de 45 millions d'habitants, et celui de la

Edito

Roumanie de 19 milliards de \$ en 2012, avec 20 millions d'habitants. Tout cela à remettre en perspective avec les capitalisation de 18 668 milliard de \$ des USA et de 3 700 milliards de \$ de la Chine, les deux leaders.

La catégorie 3°, ce sont les « petits pays émergents », classés également selon leurs populations. En général, ces pays ont un marché intérieur très étroit et un marché boursier également très étroit, très souvent sous le milliard de \$ de capitalisation annuelle et comptent même parfois quelques dizaine de sociétés cotées. Comme par exemple la Hongrie, le Cambodge, la Bulgarie, le Laos et presque tous les pays africain, hormis l'Afrique du Sud.

Nous reprécisons une nouvelle fois que le schéma est basique et que bien évidemment chaque pays émergent a sa spécificité, mais également que ce schéma basique aura tendance à changer avec la sortie de l'émergence de certain « géants émergents ». Nous pensons notamment à la Chine, déjà capable de soutenir des investissements très important dans d'autres pays émergents.

Le schéma est donc le suivant :

« Le cercle vertueux »

Les pays développés affichent de la croissance, les sociétés des pays développés affichent une croissance de leurs profits, les marchés boursiers des pays développés grimpent. Se forme alors ce que nous appellerons un « cercle vertueux » ou encore le vrai début d'un bal fou, les investissements directs se font d'abord massivement dans les géants émergents de la catégorie 1. Dans une seconde phase, l'industrie des fonds de placement collectifs ou privés, Assurances, banques, indépendants, des pays développés investissent massivement sur le marché boursier des géants émergents et simultanément, les investissements directs affluent dans les pays émergent de la catégorie 2 et 3. Dans une troisième phase, l'industrie des fonds de placements collectifs ou privés investissent sur les marchés boursiers des pays émergents de la catégorie 2 et 3. Des fonds qui ont des milliards à investir sur les marchés émergents de catégorie 2 et 3 font, vous le comprendrez, bouger les indice de ces pays.

Voici donc ce que ce « cercle vertueux » peut produit sur les indices boursiers des deux pays qui concerne nos deux fonds.

L'indice PFTS ukrainien passera de début 2004 à fin 2007 de 131 points à 1174 points... Ce cercle vertueux aura donc multiplié l'indice ukrainien par 8.96 en 4 ans!!!

L'indice VN vietnamien passera de début 2004 à début 2007 de 233 points à 1137 points. Ce cercle vertueux aura donc multiplié l'indice vietnamien par 4.87 en 3 ans et quelques...

Qui dit mieux???

Passons maintenant à la seconde partie du schéma :

« Le cercle vicieux »

Fin 2007, crise des *subprimes* échafaudée par les USA avec la complicité de l'Europe et des pays développés. Fin de la croissance et entrée en récession des

Edito

pays développés. Tout se passe simultanément. Les investissements dans tous les pays émergents sont subitement à l'arrêt complet. On vient de sonner la fin du bal partout et plus fortement encore sur les marchés boursiers. Et les fonds veulent sortir à tout prix et surtout à n'importe quel prix et principalement des marchés boursiers des pays émergents de la catégorie 2 et 3. Vous comprendrez de nouveau que quand des milliards de \$ veulent sortir en même temps de marchés boursiers très étroits de quelques dizaine de million de \$ par jour parfois moins, on déguste l'autre versant de la colline, celui qui descend... et à mach 3 ou 4!!!

Voici donc ce que ce cercle vicieux a produit sur nos deux indices boursiers, mais ce fut également le cas sur des dizaines d'autres marchés émergents de cette catégorie 2 et 3.

L'indice PFTS ukrainien passera de fin 2007 à début 2009 de 1174 points à 211 points. Une glissade de 83% ou un indice divisé par 5.56!

L'indice VN vietnamien passera de début 2007 à début 2009 de 1137 points à 245 points, soit une glissade de -79% ou un indice divisé par 4.64. Retour à la case départ en quelque sorte.

Nous disions donc un peu plus haut que les investisseurs occidentaux avaient eu un jugement erroné par rapport à la crise des *subprimes* et donc ne voulaient plus entendre parler des émergents en 2011. Mais ce que beaucoup d'investisseurs n'ont pas vraiment compris, c'est qu'à notre connaissance, dans les pays émergents de l'Est par exemple, aucune banque n'avait de *subprime* en caisse. Pourquoi investir dans des *subprimes* quand la croissance du pays apporte de bien plus larges profits...

Ce que nous avons donc compris en 2011 en investissant sur ces deux fonds, c'est qu'une fois la crise des *subprimes* derrière les pays développés, tous ces pays émergents valaient la peine que l'on s'y intéresse, car il ne resterait plus qu'à attendre la prochaine ruée des pays développés, une fois les économies remises sur pied. Car vous l'aurez compris, dans le schéma que nous avons tenté d'expliquer au mieux, ce sont les liquidités investies sur les émergents qui créent la dynamique.

A propos de notre fond émergent ukrainien, nous avons souvent dans les news exprimé nos doutes sur les qualités de gestions de Fabien Pictet, argumentés par des faits relatés dans ces rapports. Mais cela nous importait finalement peu, puisque tout le monde fait de l'argent sur les émergents quand les liquidités affluent et que ce soit vous, nous ou Fabien Pictet, n'avait finalement pas grande importance.

Si notre perception est juste, vous comprendrez de nouveau assez facilement qu'un pays émergent dont la stabilité législative, politique et sociale va en s'améliorant ou en se maintenant, sera capable d'attirer les capitaux étrangers en investissements directs, ainsi que les investissements boursiers des fonds, à un certain moment, même si ce moment peut-être long. Par contre, un pays émergent comme c'est le cas en ce moment sur l'Ukraine et le Vietnam, où

Edito

l'instabilité législative, politique et sociale fait rage et en plus où ont commencé à parler la violence et les armes, ne pourra pas attirer le moindre investissement à moyen et long terme.

Si nous avons pu finalement sortir gagnants de nos deux fonds, c'est aussi principalement parce qu'il n'y avait pas grand monde pour se précipiter vers la sortie, puisque le bal n'avait même pas encore commencé. Mais nous ne voulions pas non plus risquer de reperdre l'entièreté de nos gains. Alors que les perspectives à moyen et long terme nous semblaient complètement fermées sur l'ukraine et que les perspectives à court et moyen terme, semblaient également nettement plus incertaines sur le Vietnam. Et également par le fait que nous avons pu bénéficier de certaines informations qui ont été relayées par nos médias occidentaux avec retard, voire pas relayées du tout. Par exemple, dans la presse roumaine, pays voisin de l'Ukraine, l'information que 40 000 soldats russes étaient massés à la frontière entre la Russie et l'Ukraine, à l'Est, était divulguée au moins trois jours avant que l'on en parle ici. Sans compter des informations que nous n'avons lu nulle part, sur les menaces proférées par les Russes aux Roumains, qui nous vous le rappelons hébergent sur leur sol plusieurs bases américaines de l'OTAN, mais aussi les missiles à tête nucléaire pointés vers la Russie. Ou encore des manœuvres à l'extrême limite de la provocation de l'armée de l'air Russe sur les côtes roumaines et bulgares. Pour le Vietnam, ce sont plusieurs de nos abonnés vivant en Asie, dont le Vietnam même, qui nous ont informé des menaces de l'armée chinoise amassant aussi des troupes à la frontière vietnamienne, mais également de l'extrême violence envers les Chinois.

Nous remercions bien sur tous nos abonnés qui nous ont informé avec bienveillance. Prouvant une nouvelle fois que la famille Daubasses n'est pas juste une terne pour faire joli!

Nous n'excluons toutefois pas de revenir sur le fond vietnamien quand les événements actuels seront passés et quasi oubliés, quand les investisseurs chinois seront de retour et à condition bien entendu que la décote soit digne d'intérêt ! Pour le fonds ukrainien, cela nous semble nettement plus compliqué et vraiment plus lointain, car les causes ne sont pas du même ordre et les différents acteurs plus nombreux.

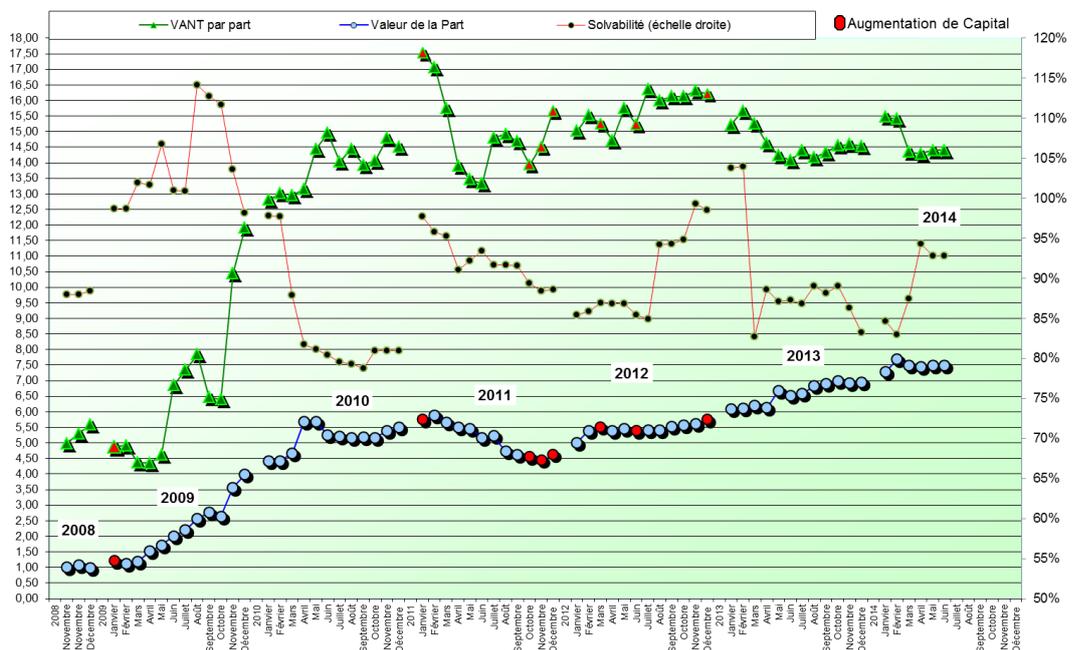
L'Equipe des Daubasses

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 | |
| 30 mai 2014 | |
| Valeur d'une Part | 7,49 € |
| Valeur des Actifs Net Tangible | 14,40 € |
| Potentiel | 92,19% |
| Solvabilité pondérée | 92,81% |
| 3,33% Pondération Max | 10.885,74 € |
| Nombre total de positions | 59 |
| Répartition des Devises | |
| Euro | 53,53% |
| Dollar Américain | 25,43% |
| Livre Sterling | 9,47% |
| Dollar Canadien | 7,47% |
| Courone Suédoise | 2,83% |
| Franc Suisse | 1,26% |
| Variation des devises Yield | |
| | 0,39% |
| Nombre de société vendue | 93 |
| Gain Moyen | 2.302,63 € |
| Perte Moyenne | - 737,58 € |
| Société en Gain | 65 |
| Société en Perte | 28 |
| 1 Euro investi a rapporté | 7,25 € |



Portefeuille

Ci-dessous, notre portefeuille, ainsi que les ratios et des notations des sociétés.

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

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

| Portefeuille au 30 mai 2014 / Notations | | | | | | | | | | | | | |
|---|------------|---------|--------------------------|------------------------|------------------------------------|-------------|--------|-----------|----------|------------|---------|---------|--------|
| Potentiel | Risque | Globale | Notation | | Potentiel | V Actif | Ratio | Ratio | Date | VANT | | V Actif | Ratio |
| | | | (0 = faible , 3 = élevé) | Net-Net | Net-Net | Solvabilité | Achat | Potentiel | Stop | Net-Estate | | | |
| | | | | | Risque | | | | | Cours | | | |
| | | | | | (0 = très risqué , 3 = peu risqué) | | | | | | | | |
| Net-Net | 2 | 0 | 2 | | Sport Haley Inc | 1,4453 | 0,38 | 77,71% | 24/11/08 | 183% | 1,5582 | | |
| | 1 | 3 | 4 | | Coast Distribution System | 5,0217 | 0,67 | 63,58% | 25/11/08 | 75% | 5,9055 | | |
| | 1 | 0 | 1 | | Taitron | 1,9510 | 0,51 | 102,97% | 26/11/08 | 200% | 3,0009 | 2,8742 | 0,3479 |
| | 1 | 3 | 4 | | Trans World Entertainment | 5,2919 | 0,66 | 105,72% | 08/06/09 | 71% | 5,9583 | | |
| | 0 | 3 | 3 | | Leeds Group Plc | 39,6900 | 0,76 | 81,57% | 27/08/10 | 56% | 46,69 | 45,00 | 0,6667 |
| | 3 | 3 | 6 | | Vianini Industria | 1,1865 | 1,18 | 231,79% | 19/10/10 | 179% | 3,9000 | 1,6761 | 0,8353 |
| | 3 | 1 | 4 | | MBL Group | 20,8500 | 0,38 | 133,61% | 05/07/11 | 179% | 22,2800 | | |
| | 3 | 1 | 4 | | Asian Pacific Wire & Cable | 6,8588 | 0,38 | 52,05% | 15/03/12 | 328% | 11,2181 | | |
| | 3 | 1 | 4 | | Deswell Industries Inc | 3,2688 | 0,65 | 131,19% | 15/03/12 | 174% | 5,7873 | | |
| | 3 | 0 | 3 | | Vet Affaires | 11,8029 | 0,88 | 54,30% | 16/07/12 | 124% | 23,1598 | | |
| | 0 | 2 | 2 | | Velcan Energy | 13,4350 | 0,79 | 309,47% | 22/08/12 | 59% | 16,8267 | | |
| | 3 | 0 | 3 | | Plaza Centers NV | 44,48 | 0,26 | 37,58% | 27/09/12 | 390% | 57,57 | | |
| | 3 | 1 | 4 | | Global Tech Advanced Innovation | 12,34 | 0,47 | 94,33% | 17/10/12 | 283% | 22,04 | | |
| | 0 | 1 | 1 | | Electronic Sytem Technology | 0,52 | 0,76 | 373,98% | 02/01/13 | 33% | 0,53 | | |
| | 2 | 0 | 2 | | Zoom Telephonics | 0,32 | 0,54 | 65,10% | 02/04/13 | 115% | 0,37 | | |
| | 0 | 3 | 3 | | Norcon Plc | 24,71 | 0,77 | 66,90% | 09/07/13 | 34% | 25,55 | | |
| | 0 | 0 | 0 | | Albemarle & Bond | 55,80 | 0,00 | 58,94% | 19/12/13 | 0% | 81,75 | | |
| | 3 | 2 | 5 | | Matica Technologies | 1,68 | 0,68 | 82,28% | 27/12/13 | 157% | 2,95 | | |
| | 2 | 1 | 3 | | Gravity Corp Ltd | 1,15 | 0,84 | 163,65% | 13/01/14 | 98% | 1,90 | | |
| | Net-Estate | 3 | 3 | 6 | | Avalon | | | 93,32% | 02/09/09 | 178% | 11,35 | 7,3912 |
| 1 | | 0 | 1 | | Bodisen Biotech | | | 95,18% | 10/11/09 | 2234% | 0,6302 | 0,0363 | 0,7438 |
| 2 | | 1 | 3 | | Blonder Tongue Laboratories | | | 65,12% | 16/11/09 | 95% | 1,8157 | 1,3622 | 0,6827 |
| 3 | | 2 | 5 | | Exacompta - Clairefontaine | | | 62,78% | 30/11/09 | 298% | 298,58 | 196,25 | 0,3822 |
| 1 | | 3 | 4 | | Gevelot | | | 77,58% | 09/12/09 | 5% | 139,91 | 102,72 | 1,2929 |
| 3 | | 1 | 4 | | Irce | | | 57,80% | 31/05/10 | 134% | 4,7689 | 3,0827 | 0,6624 |
| 1 | | 2 | 3 | | Natuzzi | | | 58,08% | 19/01/11 | 86% | 5,2541 | 5,2587 | 0,5382 |
| vendu le 05/06 | | | | Alco Store | | | 32,70% | 27/07/11 | 155% | 23,357 | 12,2386 | 0,7476 | |
| 2 | | 2 | 4 | | Crown van Gelder | | | 56,09% | 12/10/11 | 69% | 7,332 | 6,8019 | 0,6395 |
| 3 | | 3 | 6 | | Peel Hotels | | | 58,01% | 12/10/11 | 106% | 157,640 | 87,4300 | 0,8738 |
| 3 | | 1 | 4 | | Ceramiche Ricchetti | | | 39,22% | 09/01/12 | 417% | 1,398 | 1,6102 | 0,1936 |
| 1 | | 1 | 2 | | Panaria Group | | | 42,56% | 12/01/12 | 70% | 2,480 | 0,7415 | 1,9636 |
| vendu le 05/06 | | | | Plastivaloire | | | 39,44% | 27/02/12 | 124% | 50,389 | 36,5326 | 0,6153 | |
| 3 | | 0 | 3 | | Coil | | | 59,30% | 14/11/12 | 128% | 7,267 | 4,3465 | 0,7339 |
| 1 | | 3 | 4 | | Loeb Holding | | | 72,40% | 23/04/13 | 95% | 339,909 | 258,36 | 0,6735 |
| 3 | 2 | 5 | | Hammond Manufacturing | | | 60,42% | 04/06/13 | 101% | 2,916 | 2,20 | 0,6590 | |
| 3 | 2 | 5 | | Encre Dubuit | | | 50,37% | 14/08/13 | 135% | 5,324 | 4,00 | 0,5676 | |
| 3 | 1 | 4 | | Dover Downs Gaming | | | 64,62% | 26/08/13 | 150% | 3,524 | 3,30 | 0,4268 | |
| 2 | 2 | 4 | | I Grandi Viaggi | | | 55,46% | 16/10/13 | 110% | 1,272 | 1,46 | 0,4754 | |
| 1 | 3 | 4 | | SunLink Health System | | | 51,35% | 21/02/14 | 83% | 2,218 | 2,05 | 0,5900 | |
| 0 | 2 | 2 | | Hyduke Energy Services | | | 64,64% | 14/04/14 | 34% | 0,965 | 0,74 | 0,9727 | |
| VANTre | 2 | 0 | 2 | | Jemtec | | | 1425,31% | 25/01/11 | 103% | 1,2762 | | |
| | 3 | 0 | 3 | | BFS Entertainment&Multimédia | | | 60,72% | 25/01/11 | 172% | 0,4627 | | |
| | 0 | 1 | 1 | | Maltenes Franco-Belge | | | 85,59% | 14/04/11 | 15% | 265,91 | | |
| | 3 | 0 | 3 | | Universal Security Instruments | | | 106,40% | 26/03/12 | 143% | 10,48 | | |
| Fonds | 2 | 1 | 3 | | Eastern European Property | | | | 28/04/11 | 77% | 118,43 | | |
| | 1 | 1 | 2 | | Elephant Capital Plc | | | | 28/06/11 | 83% | 33,00 | | |
| Diversification | 1 | 2 | 3 | | Luxempart | | | | 28/06/11 | 26% | 40,45 | | |
| | 2 | 2 | 4 | | Dundee Precious Metal | | | | 14/10/11 | 204% | 10,90 | | |
| | 0 | 2 | 2 | | Investor AB | | | | 29/12/11 | 8% | 277,39 | | |
| | 0 | 3 | 3 | | Sofragi | | | | 27/07/12 | 25% | 1807,44 | | |
| | 0 | 2 | 2 | | (ADR) First Pacific LTD | | | | 11/02/13 | 47% | 8,39 | | |
| | 1 | 3 | 4 | | (ADR) Jardine Stratégic LTD | | | | 11/02/13 | 37% | 24,75 | | |
| | 3 | 1 | 4 | | Silver Standard Ressource | | | | 10/07/13 | 179% | 18,22 | | |
| | 3 | 1 | 4 | | Argonaut Gold | | | | 18/09/13 | 285% | 14,25 | | |
| | 0 | 1 | 1 | | Sprott Ressources Corp | | | | 07/11/13 | 23% | 3,45 | | |
| | 0 | 2 | 2 | | (ADR) Henderson Land LTD | | | | 13/12/13 | 19% | 7,73 | | |
| 1 | 3 | 4 | | Socfinaf | | | | 19/02/14 | 40% | 25,27 | | | |
| 0 | 2 | 2 | | Alamos Gold | | | | 05/03/14 | 68% | 13,90 | | | |

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 | | |
| 1 | GBP | MUBL.L | MBL Group | 10,50 | 0,14 | 09/05/11 | 8,00 | 0,10 | -28,22% |
| 2 | GBP | EEP.L | Eastern European Property | 72,00 | 0,68 | 09/05/11 | 67,00 | 0,82 | 21,76% |
| 3 | GBP | PHO.L | Peels Hotels | 70,00 | 0,79 | 09/06/11 | 76,40 | 0,94 | 19,29% |
| 4 | GBP | ECAP.L | Elephant Capital | 34,50 | 0,40 | 05/07/11 | 18,00 | 0,22 | -44,43% |
| 5 | USD | ALCS | Alco Store | 10,30 | 7,34 | 09/08/11 | 9,15 | 6,73 | -8,34% |
| 6 | USD | CRV | Coast Distribution System | 2,71 | 2,08 | 09/08/11 | 3,38 | 2,48 | 19,06% |
| 7 | Euro | CVG.AS | Crown Van Gelder | 4,05 | 4,05 | 08/09/11 | 4,35 | 4,35 | 7,41% |
| 8 | USD | PARF | Paradise Inc | 14,69 | 11,06 | 07/10/11 | 31,00 | 22,79 | 106,10% |
| 9 | Euro | PAN.MI | Panania Group | 1,01 | 1,01 | 08/02/12 | 1,46 | 1,46 | 44,16% |
| 10 | Euro | RIC.MI | Ceramiche Ricchetti | 0,18 | 0,18 | 08/02/12 | 0,31 | 0,31 | 73,17% |
| 11 | Euro | PVL.PA | Plastivaloire | 19,65 | 19,65 | 08/03/12 | 22,48 | 22,48 | 14,40% |
| 12 | USD | APWC | Asian Pacific Wire & Cable | 3,30 | 2,52 | 09/04/12 | 2,62 | 1,93 | -23,47% |
| 13 | USD | DSWL | Deswell Industries Inc | 2,51 | 1,91 | 09/04/12 | 2,11 | 1,55 | -18,97% |
| 14 | USD | UUU | Universal Security Instrument | 5,35 | 4,08 | 09/04/12 | 4,31 | 3,17 | -22,35% |
| 15 | Euro | ALTEC.PA | Techniline | 0,23 | 0,23 | 05/06/12 | 0,40 | 0,40 | 73,91% |
| 16 | NOK | AKER.OL | AKER -A- | 155,50 | 20,48 | 05/06/12 | 221,00 | 27,12 | 32,40% |
| 17 | Euro | VET.PA | Vet Affaires | 9,19 | 9,19 | 15/08/12 | 10,34 | 10,34 | 12,51% |
| 18 | Euro | SOFR.PA | Sofragi | 1056 | 1056 | 15/08/12 | 1450,00 | 1450 | 37,31% |
| 19 | Euro | ALVEL.PA | Velcan Energy | 9,00 | 9,00 | 07/09/12 | 10,60 | 10,60 | 17,78% |
| 20 | Euro | VIN.MI | Vianini Industria | 1,06 | 1,06 | 07/09/12 | 1,40 | 1,40 | 32,08% |
| 21 | Euro | VLA.MI | Vianini Lavori | 2,94 | 2,94 | 07/09/12 | 5,58 | 5,58 | 89,80% |
| 22 | GBP | JXX.L | JXX Oil | 79,50 | 1,00 | 07/09/12 | 61,00 | 0,75 | -25,20% |
| 23 | USD | JSHLY | Jardine Stratégic LTD | 18,11 | 13,90 | 08/10/12 | 18,04 | 13,26 | -4,59% |
| 24 | GBP | PLAZ.L | Plaza Centers N V | 47,25 | 0,59 | 08/10/12 | 11,75 | 0,14 | -75,32% |
| 25 | USD | GAI | Global Tech Advanced Ino | 5,84 | 4,56 | 07/11/12 | 5,76 | 4,24 | -7,07% |
| 26 | Euro | ALCOI.PA | Coil | 3,10 | 3,10 | 07/12/12 | 3,19 | 3,19 | 2,90% |
| 27 | USD | ELST | Electronic System Tech | 0,35 | 0,27 | 08/01/13 | 0,40 | 0,29 | 9,99% |
| 28 | GBP | APT.L | Axa Property Trust | 37,00 | 0,43 | 06/02/13 | 41,74 | 0,51 | 20,28% |
| 29 | USD | FPFAY | First Pacific LTD | 7,14 | 5,45 | 08/03/13 | 5,70 | 4,19 | -23,05% |
| 30 | Euro | GIRO.PA | Signaux Girod | 28,92 | 28,92 | 08/03/13 | 28,15 | 28,15 | -2,66% |
| 31 | USD | ZMPT | Zoom Telephonics | 0,17 | 0,13 | 05/04/13 | 0,17 | 0,13 | -4,87% |
| 32 | CHF | LOEP.SW | Loeb Holding | 166,10 | 134,93 | 09/05/13 | 174,00 | 143 | 5,64% |
| 33 | USD | UPG | Universal Power Group | 1,69 | 1,28 | 09/05/13 | 1,65 | 1,21 | -5,22% |
| 34 | CAD | HMM-A.TO | Hammond Manufacturing | 1,15 | 0,85 | 06/06/13 | 1,45 | 0,98 | 16,33% |
| 35 | GBP | NCON.L | Norcon Plc | 12,00 | 0,14 | 05/07/13 | 19,00 | 0,23 | 67,81% |
| 36 | USD | SSRI | Silver Standard Res. | 7,50 | 5,61 | 09/08/13 | 6,54 | 4,81 | -14,21% |
| 37 | Euro | DBT.PA | Encre Dubuit | 2,66 | 2,66 | 06/09/13 | 2,27 | 2,27 | -14,66% |
| 38 | USD | DDE | Dover Down Gaming | 1,42 | 1,08 | 06/09/13 | 1,41 | 1,04 | -4,21% |
| 39 | Euro | CAPLI.PA | Capelli | 1,60 | 1,60 | 08/10/13 | 1,76 | 1,76 | 10,00% |
| 40 | CAD | AR.TO | Argonaut Gold | 6,15 | 4,39 | 08/10/13 | 3,70 | 2,51 | -42,79% |
| 41 | Euro | IGV.MI | I Grandi Viaggi | 0,40 | 0,40 | 05/11/13 | 0,69 | 0,69 | 73,50% |
| 42 | CAD | SCP.TO | Sprott Resources | 2,37 | 1,62 | 09/12/13 | 2,80 | 1,90 | 17,09% |
| 43 | GBP | ABM.L | Albemarle&Bend | 20,25 | 0,24 | 07/01/14 | 0,00 | 0,00 | -100,00% |
| 44 | Euro | D7S.F | Matica | 1,23 | 1,23 | 07/01/14 | 1,15 | 1,15 | -6,50% |
| 45 | USD | GRVY | Gravity Corp Ltd | 0,99 | 0,73 | 05/02/14 | 0,96 | 0,71 | -3,61% |
| 46 | USD | SSY | SunLink Health System | 1,39 | 1,00 | 07/03/14 | 1,21 | 0,89 | -11,03% |
| 47 | Euro | 7463 | Socfinaf | 17,98 | 17,98 | 07/03/14 | 40,91 | 40,91 | 127,53% |
| 48 | USD | AGI | Alamos Gold | 9,86 | 7,15 | 09/04/14 | 8,27 | 6,08 | -14,92% |
| 49 | CAD | HYD.TO | Hydruke Energy Services | 0,51 | 0,34 | 07/05/14 | 0,72 | 0,49 | 45,40% |
| 50 | USD | STRI | STR Holdings Inc | 1,65 | 1,18 | 07/05/14 | 1,37 | 1,01 | -14,96% |
| Total pondéré a part égal | | | | | | | | | 9,54% |
| Opération clôturée | | | | | | | | | |
| 1 | USD | GIGA | GigaTronics (Vendu) | 1,30 | 0,9397 | 09/11/11 | 1,50 | 1,15 | 22,44% |
| 2 | USD | KTCC | Key-Tronic (Vendu) | 4,43 | 3,34 | 07/10/11 | 9,73 | 7,44 | 122,85% |
| 3 | USD | BAMM | Book-A-Million (Vendu) | 2,38 | 1,78 | 07/12/11 | 3,19 | 2,54 | 42,80% |
| 4 | USD | NEI | Networks Engine (Vendu) | 1,26 | 0,99 | 09/01/12 | 1,45 | 1,18 | 19,60% |
| 5 | Euro | LNC.PA | LesNouveauConstructeurs | 5,56 | 5,56 | 08/09/11 | 5,99 | 5,99 | 7,73% |
| 6 | USD | TGAL | CallabRx (Tegal) (Vendu) | 2,08 | 1,44 | 09/06/11 | 3,74 | 2,87 | 99,31% |
| 7 | GBP | PDX.L | Pursuit Dynamic (Vendu) | 2,90 | 0,04 | 07/12/12 | 1,70 | 0,02 | -45,56% |
| 8 | USD | AVHI | AV Homes (Vendu) | 7,24 | 5,67 | 09/01/12 | 13,29 | 10,34 | 82,31% |
| 9 | USD | XRTX | Xyratex Ltd (Vente) | 8,42 | 6,57 | 07/11/12 | 10,10 | 7,59 | 15,54% |
| 10 | USD | ASYS | Amtch (Vendu) | 3,94 | 3,01 | 08/01/13 | 6,64 | 5,09 | 69,01% |
| 11 | USD | LEDS | Semiled Corp (Vendu) | 0,71 | 0,52 | 06/02/13 | 1,22 | 0,92 | 75,80% |
| 12 | USD | PTIX | Performance Techno (Vendu) | 0,84 | 0,65 | 07/12/12 | 2,19 | 1,64 | 153,74% |
| 13 | DKK | FFARMS.CO | First Farms (Vente) | 47,00 | 6,32 | 08/03/12 | 44,10 | 5,91 | -6,49% |
| 14 | Euro | CSP.MI | CSP International (Vente) | 0,84 | 0,84 | 06/07/12 | 1,36 | 1,36 | 61,90% |
| 15 | USD | IFON | Infonsonics (Vente) | 0,54 | 0,42 | 05/07/13 | 1,61 | 1,18 | 181,39% |
| 16 | Euro | FFP.PA | FFP (Vente) | 25,69 | 25,69 | 05/06/12 | 47,80 | 47,80 | 86,06% |
| 17 | USD | KGC | Kinross Gold Corp (Vente) | 5,20 | 3,89 | 09/08/13 | 5,16 | 3,78 | -2,81% |
| 18 | Euro | COTT.PA | Cottin Frères (Vente) | 3,90 | 3,90 | 06/07/12 | 4,04 | 4,04 | 3,59% |
| 19 | Euro | GE.MI | Gefran (Vente) | 3,24 | 3,24 | 05/11/13 | 4,34 | 4,34 | 33,95% |
| 20 | GBP | PVCS.L | PV Crystalox Solar (Vente) | 8,40 | 0,10 | 09/11/11 | 16,46 | 0,20 | 101,40% |
| 21 | Euro | HF.PA | HF Company (Vente) | 5,15 | 5,15 | 06/07/12 | 8,50 | 8,50 | 65,05% |
| 22 | GBP | ZZI.L | SnoozeBox (Vente) | 7,00 | 0,08 | 05/02/14 | 10,10 | 0,12 | 45,09% |
| 23 | USD | LAKÉ | Lakeland Industries (Vente) | 4,52 | 3,41 | 06/06/13 | 7,19 | 5,19 | 51,94% |
| 24 | USD | AEY | ADDvantage (Vente) | 2,04 | 1,52 | 07/12/11 | 2,69 | 1,98 | 29,97% |
| Total pondéré a part égal | | | | | | | | | 54,86% |

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.

News de nos sociétés



ADD Vantage (USA) Ticker : AEY

Superbe hausse de 23 % des ventes pour le 2e trimestre de notre grossiste en matériel pour le câble ... essentiellement due à l'acquisition de Nave Communications dont nous vous avons parlé le mois passé. Ceci dit, même sans cette acquisition, le chiffre d'affaires aurait augmenté de plus de 5 %. Néanmoins, sur l'ensemble du semestre, les ventes de la nouvelle acquisition ne compensent même pas la perte du chiffre d'affaires à périmètre comparable. La perte du trimestre s'élève à 0,09 usd par action mais la direction estime que cette perte n'est pas récurrente car essentiellement portée par une branche d'activité qui a été cédée entre temps et par les coûts d'acquisition de Nave.

Néanmoins, comme nous vous l'avions annoncé, nous avons vendu notre ligne : cette acquisition a, en effet, dopé les actifs intangibles de la société et donc, mécaniquement, abaissé la VANT sous le cours actuel.

Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

La holding annonce que sa principale participation, Aker Solutions, va scinder ses activités en 2 entités : l'une pour recueillir la technologie sous-marine et l'autre pour l'équipement pétrolier. La direction estime que cette scission entraînera des gains d'efficacité dans le chef des deux entités.

Alco Store (USA) Ticker : ALCS

Les chiffres du rapport annuel ne sont pas terribles. La valeur patrimoniale est en baisse à 23.35\$ et la VANE est tombée à 12.24\$. Cet exercice 2013 clôturé le 2 février a vu les ventes baisser de 1.60% et le coût des produits augmenter de 0.75%. Pas trop grave jusque là... Cet exercice est finalement plombé par les coûts fixes, en augmentation de 7.63%. La société signe donc une perte de 8.11 \$ par action au lieu d'un gain de 0.36\$ par action un an plus tôt.

Sur les coûts fixes, la direction nous explique qu'elle a augmenté les dépenses pour mettre au point une stratégie de marketing globale destinée à augmenter l'achalandage et les ventes. Avec l'exemple ciblé de repas et services divers pour les personnes retraitées. Il s'en suit une explication plus ou moins détaillée de leur business model, dont nous n'avons cure, car il ne nous disent rien de spécifiquement nouveau.

Au niveau de la direction, le vice président de la logistique et de l'administration a démissionné le 27 avril. Enfin, la date de l'assemblée générale, où certains ac-

News de nos sociétés

tionnaires sont prêts à vouloir débarquer la direction qui n'avait pas hésité à brader la société à un fond, doit se tenir le 30 juillet. Mais ce qui nous a vraiment frappé dans ce rapport financier, c'est le fait que la solvabilité de la société s'est, à nouveau, dégradée pour descendre à 32 %. Ce niveau est vraiment trop éloigné de notre exigence de 40 % et, dans ces conditions, nous avons pris la décision de solder notre ligne.

Argonaut (Canada) Ticker : AR.TO

La mine d'or annonce un bénéfice de 0,02 CAD par action pour le 1er trimestre, en baisse par rapport à l'année dernière, mais un bénéfice tout de même. Par contre, les coûts d'extraction ont sérieusement augmenté à 731 usd par once produite, significativement au-dessus des 675 usd dont nous tenons compte pour nos évaluations. Nous suivrons de près l'évolution de ce ratio.

Avalon (USA) Ticker : AWX

Des résultats trimestriels décevants pour Avalon, avec un chiffre d'affaires en baisse de 40 % (surtout dans le segment « gestion des déchets ») et une perte trimestrielle multipliée par 4 ! La direction explique que cette baisse est due aux conditions climatiques et estime qu'elle est ponctuelle.

Nous apprenons que la filiale créée pour exploiter des puits d'extraction de gaz de schiste a bénéficié de l'apport de capitaux externes. Aujourd'hui, Avalon n'est plus majoritaire au capital de cette filiale car elle n'en détient que 47 %. Néanmoins, en raison de son rôle prépondérant dans la gestion, les comptes seront consolidés par intégration globale. Nous apprenons aussi que la direction surveille des opportunités dans l'Ohio, état dans lequel plusieurs clubs de golf éprouvent des difficultés financières et que la société pourrait acquérir.

Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L

Au 31 mars 2014, la NAV de Axa Property Trust est de 56,68 GBp. En hausse de +3,2% par rapport au 31 décembre 2013. Le management s'est donné comme objectif décembre 2015 pour liquider l'ensemble de son portefeuille et retourner les capitaux aux actionnaires.

BFS Entertainment (USA) Ticker : BFS

Notre distributeur et producteur de supports de films et de télévision a annoncé vouloir racheter 5 % de ses actions propres sur le marché tant l'écart entre la juste valeur de la société et son cours de bourse est important. Nous sommes évidemment du même avis et applaudissons cette initiative même si, corollaire de l'opération, la liquidité de l'action en bourse, déjà « rikiki », ne risque pas de s'améliorer.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Une fois de plus, la *recovery* et la justification des dépenses de notre bon argent en croissance externe est remis à une date ultérieure. En effet, au cours du premier trimestre, nous apprenons une nouvelle baisse des ventes de 17 % et un doublement de la perte par action à 0,19 USD. La direction conserve néanmoins son optimisme légendaire en nous expliquant que le carnet de commandes

News de nos sociétés

pour ses nouveaux produits est « blindés à donf » et qu'elle se réjouit de l'amélioration des performances de l'entreprise pour le reste de l'année. Nous nous réjouissons qu'ils se réjouissent ... et espérons nous réjouir, pour du bon cette fois, lors du prochain rapport financier.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ

Nous n'avons plus de nouvelles depuis longtemps au sujet de cette ultime « chinoiserie » de notre portefeuille.

Capelli (France) Ticker : CAPLI

En attendant la publication du rapport annuel 2013/2014, nous prenons connaissance du niveau d'activité qui est en hausse de 9% sur la période à 54,4 M EUR. Tous les signaux sont verts : *backlog* de 56 M EUR et développement en Suisse, au Luxembourg et bientôt en Allemagne. Les résultats sont attendus fin juin et sont d'ors et déjà annoncés comme étant « d'un bon niveau ».

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Le premier trimestre 2014 est en légère amélioration. Le niveau d'activité est semblable au premier trimestre 2013 à 47,2 M EUR, mais l'EBITDA ressort enfin en positif à 0,3 M EUR. Après les amortissements et les frais financiers, la perte atteint tout de même -2,1 M EUR.

La VANE présente encore un beau potentiel de +396% à 1,56 EUR. Mais nous constatons que la solvabilité se dégrade à nouveau à 38,6%.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Notre distributeur d'accessoires pour véhicules récréatifs et la navigation de plaisance, annonce avoir signé un accord de distribution exclusif avec le fabricant d'accessoires pour caravane Purple Line Product.

Le rapport financier du premier trimestre a également été publié. Le premier trimestre de l'année est traditionnellement un trimestre faible pour la société et celui-ci n'échappe pas à la règle puisqu'il se solde par une perte, perte néanmoins un peu réduite par rapport à celle de l'année précédente, à 0,15 usd par action. Les ventes sont en baisse, influencées par les mauvaises conditions météorologiques mais la maîtrise des coûts a donc permis de contenir le déficit. Logiquement, la VANT se tasse à 5,11 usd, phénomène amplifié par l'émission de nouvelles actions.

Coil (France) Ticker : ALCOI.PA

Notre direction de bonimenteurs réussit une nouvelle fois un coup de maître. Jugez plutôt par vous-même : les ventes sont en retrait de 7,4% en 2013 à 21,1 M EUR ; la tentative de « prise de contrôle des minoritaires » en septembre 2013 aurait eu des coûts de 0,2 M EUR ; des retards sur la nouvelle usine allemande qui sera livrée au troisième trimestre 2015 avec un surcoût de 0,6 M EUR. Ainsi la perte annuelle atteint -2,3 M EUR. Le management aborde (une nouvelle fois !) l'exercice 2014 avec confiances, texto : « *Les commandes passées en début d'année excèdent déjà les ventes pour l'ensemble de l'année*

News de nos sociétés

2013, même si elles ne se sont pas encore traduites dans le chiffre d'affaires du premier trimestre 2014 ».

Pis, cerise sur le gâteau : il est proposé de voter en faveur des administrateurs une rémunération fixe pour chacun de 80 000 EUR par an, au lieu de 42 500 EUR précédemment. Nous sommes à deux doigts d'appuyer sur la gachette « vente »; tellement ce management est médiocre et semble se foutre royalement et ouvertement des actionnaires minoritaires. Regardons tout de même la valeur patrimoniale... La VANT ressort à 7,22 EUR par action (potentiel de +135%), notamment grâce à une subvention de 1,3 M EUR octroyée dans le cadre de la création d'une unité de production en Allemagne.

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

Le titre se reprend bien en mai, avec un petit saut de biquet de +15%.

A mi-parcours du premier semestre, le management se veut optimiste avec des ventes en hausse de +7% par rapport à la même période de l'année dernière. C'est tout le secteur qui semble se reprendre. La direction rappelle que l'entreprise va de plus surfer sur le fait que l'Union Européenne vient d'acter l'interdiction de la distribution de sacs en plastique dans la grande distribution, avec une application planifiée à un horizon 1 an. Autre point positif : la société a connu des charges de gaz moins élevées car les prix sont en baisse, ce qui compense partiellement la hausse de la pulpe de pâte à papier. Un retour aux bénéfices n'est pas exclu dès le premier semestre. Enfin, en ce qui concerne un rapprochement stratégique, nous apprenons que des acteurs du marché ont déjà été approchés. Une arlésienne depuis de nombreux trimestres...

Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE

Au premier trimestre 2014 clôturé le 31 mars, notre casino préféré affiche une valeur patrimoniale stable, à 3.48\$ et une valeur net estate en très légère hausse à 3.32\$. L'endettement de la société a diminué de 12% sur les 3 premiers mois de l'année. Les revenus sont en baisse de 10% et les frais fixe en baisse de 8%. La perte est légère, à 0.03\$ par action, mais trois fois plus importante que l'année passée sur la même période où la perte était de 0.01\$.

La direction continue d'évoquer les difficultés causées par l'ouverture du casino de Arundel Mills Mall dans le Maryland, dont elle subit la concurrence depuis juin 2012. Si la recette des jeux est en recul de 12%, celui-ci est compensé en partie par l'activité hôtelière de la société en augmentation de 20%, le revenu des jeux pesant 5 X plus que l'activité hôtelière. Il est toujours aussi question du changement de loi sur les jeux qui pourrait entrer en vigueur en juillet 2014 et s'additionner aux difficultés créées par la concurrence. Le troisième trimestre sera sans doute le plus important pour la société, si cette législation change et devient moins favorable qu'elle ne l'est aujourd'hui.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Les cours de l'or atteignent des plus bas. A fin mai, nous sommes près de 1 250 USD l'once d'or. Très loin des sommets de 1 900 USD l'once atteint au plus haut en 2011. Les prévisions pour 2014 sont des coûts d'extraction compris dans une

News de nos sociétés

fourchette de 335 - 505 USD par once, net des produits liés à la vente d'argent et de cuivre. Nous avons donc une certaine marge de manœuvre.

Heureusement, puisque les chiffres du premier semestre ne sont pas brillants du fait que le profit de 8,6 M USD sur la période est uniquement dû à la valorisation à la juste valeur des instruments dérivés de couverture pour 15,1 M USD. Nous serons vigilants dans les trimestres à venir sur les dépenses de CAPEX et la liquidité de la société. Il est entendu que de nombreux coûts sont liés à la mise en production à plein régime de la fonderie africaine, qui devrait à terme procurer une activité non négligeable pour Dundee Precious Metals.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Goldman Sachs vient d'entrer au capital en achetant 577 500 actions, soit 3,64% des titres. Un signe ?

Egalement, le programme de rachat d'actions a été renouvelé. Les conditions sont : à maximum 105% du cours des derniers jours de bourse ; à un cours minimum de 1 GBp (?) ; en dessous de la NAV et pour un montant maximum de 300 000 titres par rachat. Aussi tôt dit, aussi tôt fait. Le lendemain (!!) - soit le 28 mai -, la société a racheté 300 000 titres à 66p par action dans le but de les annuler. Plutôt pas mal pour les actionnaires, car au 31 décembre 2013, la NAV a été publiée et elle est de 105,19 GBp par action. Ces rachats d'actions ont été effectués avec une décote de 37% sur cette NAV. Depuis le 31 décembre 2013, la société avait auparavant racheté 655 000 titres à un cours moyen de 61 GBp. Pour rappel, sur l'ensemble de l'exercice 2013, ce sont 2 010 000 actions qui ont été achetées puis annulées. C'est le genre de création de valeur que nous apprécions, surtout quand le titre dévisse à la baisse.

L'objectif de la société est de liquider l'ensemble de ses actifs et le management réfléchit aux orientations à donner à la société, notamment via un retrait de la cote. Bref, toutes les issues les plus favorables et fiscalement les plus intéressantes pour les actionnaires semblent être en discussion. L'arrivée de Goldman Sachs ne sera peut être pas une mauvaise chose dans cette perspective.

Electronic System Technology (USA) Ticker : ELST

Sur le T1 2014, l'activité est en hausse de 21% à 500 k USD. Ainsi, la perte sur ce trimestre est divisée par 10 par rapport à la même période de 2013, à -6 k USD. Au niveau patrimonial, la VANT reste identique à 0,53 USD, soit un potentiel de +33%.

Enfin, à noter que le 30 mai, l'actionnaire Edco Partners a acquis 752 220 titres à un cours de 0,40 USD et détient désormais 1 173 123 actions de la société, soit 22,7% du capital.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Les comptes semestriels arrêtés au 28 février 2014 font apparaître une NAV de 34 GBp, en hausse de 1 GBp par rapport à la NAV du 31 août 2013.

Le fonds souhaite mettre en place un programme de rachat de titres à un cours maximal de 24 GBp, soit 70% de la NAV au 28 février 2014 pour 15% de son capital. Les actions rachetées seraient annulées. Bien entendu, cela semble être une bonne nouvelle... mais au vu de la liquidité anémique du titre, ce projet de

News de nos sociétés

rachat de titres nous semble ambitieux. Nous aurions préféré un retrait de la cote pure et simple à un cours proche de la récente NAV. Le management réalisant lui-même les actifs par la suite. Entre souhaits et réalité, il existe toujours une nuance. Nous verrons comment le fonds indien arrive à acter son plan de rachat sur le marché dans les mois à venir.

Exacompta-Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

A l'issue du premier trimestre 2014, l'activité ressort en hausse de +5%, notamment du fait de l'acquisition de Photoweb à hauteur de 75%. A périmètre constant, la hausse serait de +2,5%. Les affaires sont tirées par une hausse de la consommation de 3% eu Europe sur la période. La société s'attend toutefois à nouveau à un exercice compliqué en Europe avec une concentration des acteurs. La société a versé un dividende de 0,5 EUR par action le 27 mai.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Au travers d'une joint-venture avec une autre société (Wilmar, un des plus gros acteurs de l'agro-alimentaire en Asie), la holding cotée à Hong Kong poursuit sa diversification tant géographique que sectorielle en lançant une OPA sur Goodman Fielder, un leader de l'agro-alimentaire en Australie et Nouvelle-Zélande qui détient un portefeuille de marques fortes sur ces deux territoires.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

Comme nous l'annoncions le mois dernier, la société a réussi à vendre sa filiale KUDU à 100%, pour 168 M EUR plus un earn-out (complément de prix si les objectifs sont atteints) de 7 M EUR. Ce qui procure déjà à la société une plus-value avant impôt de l'ordre de 60 M EUR avant impôts.

Autre bonne nouvelle, sur le mois la société a racheté 2 780 de ses propres titres. Par énormes, mais au vu de la liquidité du titre qui cote au simple fixing sur Alternext, nous pouvons presque parler d'exploit. Ces rachats, qui ont toujours historiquement été effectués dans un but de réduction de capital et non de distribution aux salariés, constituent - même à cette petite échelle - toujours une excellente nouvelle pour les actionnaires qui restent sur le bateau.

Ce titre que nous avons acheté le 9 décembre 2009 à un cours de revient (frais inclus) de 19,24 EUR, puis renforcé en novembre 2012 à un cours de 44,50 EUR, nous avons pu nous constituer une ligne à un cours de revient moyen (frais de courtage inclus) de 26,37 EUR. Au cours actuel de 119 EUR, c'est un *bagger* potentiel de +351%. Et nous n'incluons pas dans ce rendement le montant des dividendes versés sur la période (5,4 EUR bruts).

Hyduke Energy Services (Canada) Ticker : HYD.TO

La société signe un premier trimestre acceptable, avec un très léger recul de sa valeur patrimoniale à 0.96 CAD. Sa valeur net-estate est de 0.74 CAD. Sur les 3 premiers mois de l'année, les revenus ont progressé de 3% par rapport au trimestre précédent en raison d'une augmentation de l'activité de forage et d'entretien des puits dans l'Ouest canadien, et une augmentation de la demande pour les fournitures et services. La marge brute a augmenté de 32% par rapport au trimestre précédent et est le résultats des marges plus élevées réalisées sur

News de nos sociétés

un important contrat d'approvisionnement. Au final, la société signe une perte de 0.10 CAD par action au lieu de 3.20 CAD un an plus tôt sur la même période. Les pertes ont donc été divisées par 30.

Le rapport nous explique que durant le trimestre, deux unités de fabrication ont été fermées, pour rationaliser les coûts en augmentation.

Et surtout qu'un nouveau directeur a été nommé et a pris ses fonctions le 1er mai 2014. Il s'agit de monsieur Patrick Ross, qui était auparavant le directeur intérimaire.

Nous aimons particulièrement le ton ferme et précis du rapport qui place beaucoup d'espoir dans le redressement de la société par la nouvelle direction.

Même si nous aimerions voir dans les prochains trimestres se confirmer les faits par d'autres chiffres positifs, force est de constater qu'une certaine dynamique est déjà en place.

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

L'activité est en hausse au Brésil mais est largement balancée par des baisses de volumes importantes dans les autres pays, notamment avec une baisse de -20% en Italie. Comparativement au T1 2013, la baisse du chiffre d'affaires est de -7,3%. La bonne nouvelle néanmoins est que les marges remontent grâce à une baisse des prix du cuivre. Le bénéfice atteint 1,29 M EUR vs 0,37 M EUR sur la même période en 2013.

Au niveau du bilan, la VANT est en hausse de +3% par rapport au 31 décembre 2013 et atteint 4,89 EUR par action. Soit un potentiel de +136%.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Depuis le 27 mai, l'action est cotée à Londres. Il n'est donc plus nécessaire de passer par l'intermédiaire d'un certificat ADR pour prendre une position sur cette superbe holding.

JKX Oil (UK) Ticker : JKXOY

Nous avons l'honneur ce mois-ci d'avoir une lettre adressée aux actionnaires. Opération séduction qui s'explique par la guéguerre entre le management en place et les actionnaires Eclairs et Glengarry qui possèdent 39% du capital, et qui avaient tenté de sortir le CEO et le directeur commercial. Le management fait état d'une tentative de prise de contrôle des actifs de JKX sans payer de primes. Les dirigeants des dites sociétés activistes semblent avoir des antécédents judiciaires et M. Yudin semble même avoir des démêlés avec la justice ukrainienne et est activement recherché (!). Aussi, le management appelle ses actionnaires à voter positivement à toutes leurs résolutions en faisant remarquer que le Groupe est en avance sur ses mises en production en Russie et en Ukraine. En 1 an, la production a augmenté de +18% tout en augmentant les réserves du Groupe.

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Nous apprenons que Gregory P. Anderson, le CEO de la société, a démissionné. Le 21 mai 2014, Michael J. Ferrantino, Sr. vice-président exécutif du conseil d'administration, a été nommé chef intérimaire de la direction de la société et

News de nos sociétés

assumera les responsabilités de M. Anderson jusqu'à l'AG où sera nommé un nouveau CEO.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Nous avons reçu notre dividende de 4,40 CHF par titre participatif (brut).

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Le plan de restructuration pour Pescanova, porté par un consortium mené par Luxempart, a été rejeté et les représentants de Luxempart ont démissionné dans la foulée. Même si nous reprenons pour 0 la valeur de Pescanova dans les comptes de Luxempart, nous avons tout de même le sentiment que les possibilités d'une éventuelle bonne nouvelle s'éloignent de plus en plus.

Plusieurs participations de *private equity* ont été cédées durant le premier trimestre pour un montant total de 0,65 euros par action.

Une autre nouvelle que nous ne trouvons pas nécessairement bonne pour notre holding luxembourgeois, du moins à court terme : une de ses principales participations, la compagnie d'assurance Le Foyer, va lancer une offre publique de retrait à un cours qui semble attrayant (19 % de prime par rapport au dernier cours de bourse) mais la direction de Luxempart annonce qu'elle n'apportera pas ses titres à l'offre et qu'elle les conservera. Si nous faisons totalement confiance dans la direction pour prendre une décision qui soit avantageuse pour les actionnaires, le fait de ne plus disposer de valorisation boursière pour cette ligne nous dérange un peu : Luxempart devient, de plus en plus, une société de *private equity*, ce qui, en principe, ne rentre pas vraiment dans le cadre de notre approche puisque nous dépendons uniquement des valorisations subjectives de la direction pour évaluer les lignes non-cotées.

Conventionnellement, à dater de ce jour, nous calculerons la valeur de Luxempart en tenant compte du dernier cours de bourse de cette compagnie d'assurance amputé d'une marge de sécurité de 20 %. Nous avons conscience d'être extrêmement prudents puisque nous amputons un prix qui a été jugé correct par le CA du Foyer pour racheter les actions en circulation, mais que voulez-vous, on ne se refait pas ... A noter que Le Foyer est aussi le principal actionnaire de Luxempart et c'est ici que nous commençons nos "élucubrations" ... En réalité, nous nous demandons si on ne se dirige pas vers une simplification totale de la structure « Le Foyer-Luxempart ». Jugez-en plutôt ...

Avant l'OPRA annoncée, la structure d'actionariat se présente comme suit :

- Foyer-Finance, un holding non coté détient 78,8 % de Le Foyer (la compagnie d'assurance cotée) et 43,5 % de Luxempart
- Luxempart détient 6,1 % d'actions Le Foyer, 18,2 % d'actions Foyer Finance et 4,2 % de ses propres actions.

Et donc, après l'opération, nous devrions voir le capital de Le Foyer « assurances » détenu à 100 % par les 2 groupes.

Les fonds propres de Foyer Finance représentent 1,036 md d'euros et la holding n'a aucune dette.

Pour racheter les 52,3 % de Luxempart qui « traînent » dans la nature en payant, disons, 42 euros par action (légèrement sous la valeur liquidative de la holding, ce qui semble être dans la norme des différentes OPA sur holding de

News de nos sociétés

ces dernières années), Foyer Finance devrait déboursier 526 Mio d'euros. Ça pourrait s'avérer jouable d'autant que Luxempart détient déjà 340 mio d'euros de cash qui pourraient, en cas d'OPRA, être directement siphonnés par la holding. L'endettement à supporter ne serait donc alors que de 186 mio, à comparer avec des fonds propres de 1 036 mio. Les intérêts financiers à supporter, en partant d'une hypothèse de coût de la dette de 6 % par an, serait d'environ 11 mio alors que les dividendes encaissés pour les deux activités s'élèvent, à la grosse louche, à 35 mio d'euros.

L'autre option pourrait être une fusion entre Luxempart et Le Foyer « assurances » : l'OPRA lancée par Le Foyer, en supprimant les minoritaires de la compagnie d'assurance permet, même en cas de fusion, à Foyer-Finance de rester largement majoritaire dans l'ensemble fusionné. Et le float de la compagnie (2 md d'euros, soit près de 3 fois la capitalisation boursière de Luxempart) pourrait bénéficier du savoir-faire de Luxempart en matière d'investissement, savoir-faire certain quand on voit que l'augmentation de sa VL au cours des 10 dernières années, couplée aux dividendes distribués, à généré un rendement de 12 % par an sans utilisation d'aucun levier et, au contraire, en étant souvent assis sur une part de cash importante (+/- 20 % en moyenne).

Donc, pour notre part, nous voyons deux possibilités à moyen terme : soit une réduction de la décote relativement rapide (disons d'ici 2 ans max) par une OPA lancée par la maison-mère, soit la constitution d'un « mini BRK » par la fusion des deux entités.

Evidemment, tout ceci ne sont, pour l'heure, que conjectures issues de notre imagination fertile.

En nous en tenant pour le moment à notre décote de 20 % sur Le Foyer « assurance » par rapport au prix de l'OPRA, nous estimons la valeur intrinsèque de Luxempart au 31/05 à 44,94 euros.

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

Sur le troisième trimestre, clos au 31 mars 2014, le CA est en baisse de -7,4%. Nous savons cependant que le niveau d'activité n'est pas représentatif des résultats à venir du Groupe, car dans le périmètre du Groupe, il faut tenir compte d'une participation significative, mais non consolidée, car mise en équivalence et qui apporte l'essentiel des bénéfices.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Nous avons un peu peur de la publication très tardive des résultats annuels qui ont plus d'un mois de retard sur le planning, initialement prévu courant avril. L'activité 2013 a été en croissance de 2% pour atteindre 30,3 M EUR, et le résultat opérationnel a augmenté de +67% à 1,0 M EUR. L'impact sur le bénéfice est nul, il est flat à 0,3 M EUR du fait de la charge d'impôt. Résultat, nous sommes sur le plus bel exercice de Matica Technologies depuis sa création. Le président Sandro Camilleri donne pour objectif de continuer à croître dans les années à venir.

Au niveau des actifs, la VANT est de 2,85 EUR par action et procure un potentiel de +159%. A noter que le ratio net-net est de 0,70 à 1,58 EUR. Une net-net allemande : c'est suffisamment rare pour le signaler.

News de nos sociétés

Nous en avons profité pour renforcer notre position, nous avons doublé notre exposition.

Migatronic (Danemark) Ticker : MIGA-B.CO

L'information pour le premier trimestre 2014 est plutôt sommaire (en plus d'être uniquement publiée en danois !) : l'activité et les résultats sont en croissance, ce qui conforte le Groupe dans un exercice 2014 en progression par rapport à 2013.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Le fabricant italien de meubles vient d'annoncer l'ouverture d'un nouveau magasin à New York, sur Madison Avenue. La preuve que la restructuration ne passe pas que par de la décroissance.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Malgré une activité en hausse de +1,9% à 67,9 M EUR, la perte atteint -1,7 M EUR et s'explique par une baisse des prix. Et de par ce fait, des marges. C'est l'Europe qui pénalise toujours le Groupe, alors que l'Amérique et les pays émergents tirent les ventes vers le haut.

Au niveau de la VANT, elle est de 2,58 EUR par action. Selon notre approche patrimoniale, nous avons donc un objectif de +79%.

Paradise (USA) Ticker : PARF

Comme toujours depuis que nous suivons notre confiseur préféré, le premier trimestre de l'année n'est pas extraordinaire en terme de ventes. D'un autre côté, les stocks commencent déjà à être recomposés (achat de fruits frais au rythme des saisons, qui sont confits par la suite), en vue des ventes des deux derniers trimestres de l'année et donc la saisonnalité de l'activité génère souvent des pertes et une baisse des valeurs net-net et net estate. Malgré ce constat, la valeur patrimoniale n'est qu'en très légère baisse, à 39.53\$. En fait, la société est parvenue à augmenter ses ventes de 1.27% par rapport à la même période en 2013 et signe une perte trimestrielle de 0.31\$ contre 0.43\$ l'année passée.

La première fois que nous avons repéré cette société et que nous l'avons introduite dans nos listes, le cours était à 18\$. Il est aujourd'hui à 31\$. Le potentiel s'est donc presque réalisé aujourd'hui puisqu'à ce cours nous l'estimons à 27% (39.53 USD / 31 USD). Le manque de liquidités du titre nous a, depuis le départ, empêché d'investir sur cette société qui nous a toujours semblé présenter un risque limité pour un potentiel relativement intéressant. Nous confirmons donc que l'investissement est le temple des regrets...

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

Excellent exercice pour notre groupe hôtelier anglais qui semble surfer sur la reprise économique outre-Manche. L'activité est en hausse de +1,8% à 15,5 M GBP, le profit opérationnel en hausse de +65,7% à 0,9 M GBP. Et cerise sur le gâteau : la dette est en baisse de 0,7 M GBP sur la période.

News de nos sociétés

La VANT est en hausse de 1% et atteint 160 GBp, soit un potentiel de plus de 100%. Nous attendons la publication du rapport annuel pour voir ce qu'il en est du patrimoine immobilier de la société.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

Comme vous le savez, une des « lois d'airain » de notre *process* d'investissement repose sur la solvabilité des entreprises que nous détenons. Nous exigeons que celle-ci soit d'au moins 40 % sur base de notre formule « maison ». Si, lorsque nous achetons une société, nous veillons au strict respect de ce minima, il arrive que cette solvabilité se dégrade après notre achat pour tomber sous le seuil exigé.

C'est ce qui est arrivé avec Plastivaloire. Dans un premier temps, étant donné que cette solvabilité n'est passée que de justesse sous notre seuil, nous avons voulu « donner une chance » à cette entreprise et l'avons malgré tout conservée en portefeuille.

Néanmoins, cela fait maintenant plus d'un an que cette industrielle supporte un endettement élevé et notre patience a atteint ses limites.

C'est la raison pour laquelle nous venons de vendre nos actions à un cours de 22,27 euros ... un peu à regret il est vrai mais le *process* est le *process* et vouloir conserver une entreprise à faible rentabilité qui présente un endettement élevé récurrent ne nous a pas paru prudent, même si celle-ci reflète encore un bon potentiel.

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

Voici les points principaux du plan de restructuration proposé dans un prospectus de 1 312 pages en format PDF.

La direction explique en entrée que les investisseurs obligataires ont plus à y gagner en acceptant un délais supplémentaire que sur une liquidation de la société!

De juillet 2014 à juin 2016, il est prévu de liquider une partie du patrimoine pour une valeur de 171.60 millions d'euros afin de créer des liquidités qui permettront de rembourser les détenteurs d'obligations. Ces chiffres avancés l'ont été au prix du marché, par rapport à des offres déjà proposées ou à des valeurs au rabais selon les zones. Et sont, selon le prospectus, fiables.

La société propose donc de dégager les Free Cash Flow suivant: En 2014, 79.4 millions, en 2015, 138.40 millions et en 2016, 82.3 millions. Ce qui lui permettrait de faire face à toutes ses obligations et à disposer de cash positif en fin de période.

Des investissements seront aussi réalisés pour achever les bâtiments en cours de construction et sont chiffrés à 29.5 millions d'euros.

Il est également dit qu'il n'y aura pas de changement majeur dans les états financiers, même si une légère dilution pas encore chiffrable en % pourrait avoir lieu.

Si ce plan de restructuration est accepté, une somme de 20 millions d'euros seront injectés dans la société, sous forme d'augmentation de capital ou sous forme de titres subordonnés.

News de nos sociétés

Nous ne pouvons pas dire que les nouvelles sont époustouflantes et d'un intérêt majeur. Nous pensons à ce stade que si ce plan de restructuration est accepté, la prochaine étape sera principalement de suivre la vente des immeubles destinés à créer des liquidités et donc à voir si ces vente sont réalisées à bon prix ou pas. C'est à notre avis et pour le moment, la chose la plus importante pouvant peser sur la valeur patrimoniale de la société.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Le rapport financier du 1er trimestre nous montre que les coûts d'extraction de l'argent sont contrôlés pour le moment à 12,36 usd (légèrement sous le prix dont nous tenons compte dans nos calculs de valorisation). Néanmoins, le trimestre se solde par une perte relativement conséquente (0,21 CAD par action). La direction explique cette contre-performance par une moindre productivité dans les activités d'extraction dues à la saison des pluies, mais estime que le niveau total de production de 2014 restera à un haut niveau.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 2 008.27 euros, en hausse de 2.37% par rapport au mois passé.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

Le rapport des 9 premiers mois de l'année nous montrent une belle stabilité de la valeur patrimoniale de la société, avec une VANT de 2.07\$. La VANE est de 1.95\$. Les revenus des neufs premier mois sont en recul de 3%. Le coût des produits est aussi en recul de 1.36%. La perte de 0.22\$ s'est donc réduite, comparée à la perte de 0.34\$ un an plus tôt sur la même période.

La direction ne nous dit pas grand chose sur les résultats, mais affirme vouloir poursuivre l'amélioration de sa branche santé, avec ses cliniques et aussi sa branche pharmacie. Elle n'exclut toutefois pas à terme le rachat de sociétés concurrentes dans ces deux activités de base, ou de sociétés qui seraient complémentaires à ses activités.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

La marche en arrière de notre vendeur de pièces électroniques se poursuit à petits pas. La valeur patrimoniale est en léger recul au premier trimestre 2014, la VANT s'établit à 3\$, la VANN est passée à 1.95\$ et la VANE à 2.87\$. Les ventes sont en reculs de 22%, le coût des produits également de 22%. Nous notons aussi un recul des coût fixe de 7%. Tout ceci en comparaison avec les trois premiers mois de 2013. La perte trimestrielle est de 0.05\$ par action, elle était un an plus tôt de 0.04\$ sur la même période.

Il n'y a rien à retenir dans les déclarations de la direction, qui reste dans le général et le banal. On notera une nouvelle fois que depuis que le cours est parfois repassé sous les 1\$, en avril, les deux fondateurs et CEO de la société ont acheté 19 600 actions! Nous n'avons plus d'avis sur la question, puisque ces rachats sous 1\$ ont été observés depuis 2012.

News de nos sociétés

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

Deux bonnes nouvelles pour Velcan : à travers ses filiales Hydro Lao Investment 1 et Hydro Laos Investment 2, la société a signé avec le gouvernement du Laos le 23 mai 2014, des accords de développement de deux projets hydroélectriques de Nam Phouan et Nam Ang .

Nam Phouan, dans la province de Xaisomboun, aura une capacité installée de 52 MW et impliquera un investissement de l'ordre de 80 millions de Dollars US.

Nam Ang, dans la province d'Attapeu, aura une capacité installée de 41 MW et impliquera un investissement de l'ordre de 70 millions de Dollars US.

Nous estimons une nouvelle fois que cela bouge dans le bon sens pour la société Velcan.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

L'activité est multiplié par 4 au premier trimestre 2014, en comparaison avec le premier trimestre 2013 à 4,1 M EUR. Ce qui permet à la société de dégager un petit résultat opérationnel de 0,1 M EUR. Nous rappelons que la société nous intéresse pour plusieurs choses : son immobilier et son portefeuille de titres (Generali et Cementir). Nous évaluons la valeur par action à 3,90 EUR, soit une décote de 63,%, ou encore : un potentiel de +179%.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

Le communiqué portant sur le premier trimestre nous montre une baisse du chiffre d'affaires de 19 %, ce qui amène le résultat opérationnel à un déficit symbolique. La direction annonce néanmoins poursuivre sa stratégie de diversification à l'international et présente un carnet de commandes toujours aussi costaud représentant près de 10 ans d'activité (nous notons notamment l'obtention du chantier pour la construction des ateliers de maintenance de la gare de Turin). Grâce aux très bons résultats des participations non-cotées, le résultat net reste néanmoins largement positif.

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Paradoxalement, la société signe un beau trimestre au niveau compte des résultats, presque à l'équilibre, mais réduit sa valeur patrimoniale à cause de l'augmentation de son endettement et annonce de probables besoins de liquidité dans les 12 prochains mois. La VANT ressort à 0.29\$ alors qu'elle était à 0.36 \$ fin 2013. La VANE s'établit à 0.28\$. L'endettement de la société a bondi de 28% par rapport à décembre 2013, mais la solvabilité reste dans les clous avec 58.58%. Sur les trois premiers mois de l'année, les ventes sont en croissance de 12%. Ce qui est assez plaisant, ce sont la diminution des coûts fixes de 16% et l'augmentation de la R&D de 19%. Au final, la perte est de 0.005\$ par action alors qu'elle était de 0.05\$ un an plus tôt sur la même période. La perte a donc été divisée par 10. Nous notons aussi qu'un million d'actions supplémentaire ont été émises sur les 3 premiers mois de l'année, ce qui est évidemment dilutif. Nous pourrions presque dire que tout cela n'est pas mal du tout, pour une société qui compte 27 employés dont 9 dans la R&D. Mais des problèmes de liquidités sont redoutés par la direction dans les 12 prochains mois, puisque les Free

News de nos sociétés

Cash-flow restent malgré tout négatifs. La direction nous explique qu'elle a une ligne de crédit de 1.25 millions de \$ mais que cela ne sera peut-être pas suffisant.

Zoom Telephonics reste donc une *small cap* très fragile dont la capitalisation boursière est à ce moment inférieure à 5 millions de \$. Nous l'avons achetée avant de prendre la décision de ne plus investir que sur des sociétés dont la capitalisation est supérieure à 5 millions de \$.



Analyses de société

Aviat Networks, Inc.

(Nasdaq, Ticker: AVNW / ISIN : US05366Y1029)

I. Introduction



Aviat Networks conçoit, fabrique et commercialise une gamme de produits de réseau sans fil, offre des solutions et fournit des services aux sociétés de téléphonie mobiles et fixes, aux opérateurs de réseaux privés, à des organismes gouvernementaux, des entreprises de transport et de services publics, à des organismes de sécurité publique et à des gestionnaires de réseau.

Les principaux produits de la société sont des stations de base d'accès sans fil à large bande et de l'équipement pour téléphones fixes et mobiles, des systèmes radios numériques, backhaul, etc. Elle offre également des services et des solutions pour le déploiement de nouveaux réseaux, l'extension du réseau, et les mises à niveau de capacité.

La société est présente sur les 5 continents. Son chiffre d'affaire est réparti comme suit:

40% en Amérique du nord

32% en Afrique et au Moyen Orient

16% en Amérique Latine et en Asie Pacifique

11% en Europe et en Russie

Ses deux principaux clients sont la société africaine MTN Group, qui représente à elle seule 25% de ses revenus, et l'américain Verizon qui représente 11% de ses revenus.

Ses principaux concurrents sont Alcatel Lucent, Erickson et le chinois Huawei...

Nous vous proposons cette analyse à partir du rapport trimestriel clôturé au 30 mars 2014 et à un cours de 1.04\$.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 3.59\$ et a des dettes de 2.26 \$. Sa valeur d'actif net-net est donc de 1.33\$ par action.

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

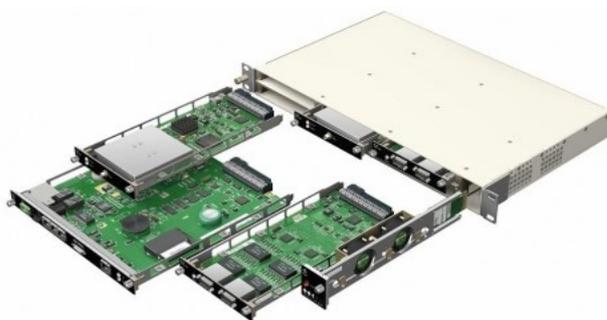
La société est également propriétaire de bâtiments à une valeur d'acquisition de 0.19 \$. Après avoir soustrait une marge de sécurité de 20% et ajouté la va-

Analyses de société

leur net-net, la valeur Net-estate de la société revient à 1.49\$.

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

Voyons maintenant de quoi est composé le bilan. Dans les **actifs courants**, les **liquidités** valent 0.77\$ par action: nous les reprenons en l'état. Le **compte client** vaut 1.29\$ par action. Nous remarquons que la direction a déjà provisionné 10% pour d'éventuels non paiements. Et il est également précisé que le plus gros client de la société, MTN Group, représente 12% des créances client. Nous décidons donc de prendre une marge supplémentaire de 10%, soit ce post pour 1.16\$. Nous trouvons ensuite une rubrique intitulée **coûts non facturés**. Nous



n'avons pas trouvé d'explication plus précise sur cette rubrique, mais selon la dénomination, nous comprenons qu'il s'agit sans doute des services qui ne seraient pas encore facturés aux clients. Ce poste vaut 0.43\$ par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20%.

Nous le reprenons donc pour 0.35\$ par action. Le **stock** de la société est également divisé en deux parties: le stock de pièces dirons-nous, qui vaut 0.57\$ par action, et l'inventaire du service à la clientèle qui vaut 0.21\$ par action. Le rapport nous apprend que les deux postes composant le stock ont été comptabilisés aux coûts les plus bas du marché. La direction a provisionné pour obsolescence 0.01\$ par action sur son stock de pièces, composé de 83% de produits finis, de 12% de produit semi-finis et de 5% de matériel de base, correspondant à 1.7%. Elle a également passé une dépréciation de 0.03\$ par action sur son inventaire de service à la clientèle, correspondant à 14%. Si nous observons la rotation des stocks, sur la moyenne des trois dernières années, la durée est de 53 jours. Dans ce dernier bilan la durée est de 49 jours. Il n'y a donc pas le moindre problème actuellement au niveau du stock. Toutefois, nous allons prendre une marge sécurité supplémentaire de 20% sur les produits finis et de 6% sur le stock des services, pour arriver à 20% et en tenant donc compte de la dépréciation de 14% déjà actée par la direction. Nous tiendrons donc compte de 0.47\$ pour le stock de pièces et de 0.19\$ pour le stock lié aux services. Nous ne tiendrons pas compte des **impôts différés** et dans les **autres actifs courants**, d'une valeur de 0.31\$ par action. Devant l'absence de détails, nous reprendrons ces autres actifs pour une valeur de 70%, soit 0.21\$ par action.

Dans les **actifs à long terme**, nous reprenons les **terrains et propriétés** avec notre habituelle marge de sécurité de 20% sur le prix d'acquisition, soit pour 0.16\$ par action. Nous reprenons l'**équipement et les machines** pour 10% de leur coût d'acquisition, soit 0.11\$. Et nous ne tenons pas compte des intangibles et des impôts différés. Nous inscrivons enfin les **autres actifs** pour une valeur de 0.02\$ par action.

Analyses de société

Actif courant :

Liquidités : 0.77 \$
 Compte client : 1.16 \$
 Coûts non facturés : 0.35\$
 Stocks : 0.47 \$
 Stocks services clientèle : 0.19\$
 Autres actifs : 0.21\$



Actif immobilisé :

Immobilier : 0.16\$
 Equipement : 0.11\$
 Autres actifs : 0.02\$

Nous avons donc un actif total de 3.44\$.

Hors bilan, nous avons trouvé des *leases* pour les 5 prochaines années d'une valeur de 0.25\$, ainsi que des stocks options dont nous ne tiendrons pas compte puisque le prix d'exercice est de 3.08\$, largement supérieur à la VANT de la société. Nous avons enfin trouvé des crédits documentaires d'une valeur de 0.84\$, dont nous ne tiendrons pas compte non plus, car en règle générale ils ne sont jamais payés. Le crédit documentaire est un contrat international engageant un importateur et un exportateur sur une quantité de marchandise précise. Ce document est émis par un tiers, en général une banque.

Si nous soustrayons les dettes de 2.26 \$ et les leases de 0.25\$ de l'actif total, nous trouvons donc une valeur de mise en liquidation volontaire de 0.93\$.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Impossible de calculer la valeur de la capacité bénéficiaire, la société ayant enregistré des pertes sur les 5 dernières années.

VI. Conclusions

A un cours de 1.04\$, nous disposons d'une **marge de sécurité de 30.10%** sur la valeur net-estate.

Pour une VANT de 1.8174\$, **le potentiel estimé est donc de 75%**.

La solvabilité ressort à 55.51%.

C'est assez étrange, mais nous ne parvenons pas à comprendre précisément pourquoi une société comme Aviat Networks se retrouve dans la catégorie Daubasse, alors qu'elle est active dans le monde entier. Les points négatifs suivant avancés par la direction, sont sans doute une piste, mais cela nous semble trop synthétique et trop général, pour mettre véritablement le doigt sur le ou les problèmes :

Analyses de société

- *baisse des prix et l'érosion des marges, en raison de la concurrence accrue dans le secteur de la transmission de micro-ondes ;*
- *l'incapacité de certains de nos fournisseurs à réaliser et livrer à temps, en raison de leur situation financière, qui génère des pénuries de composants ou d'autres approvisionnements*
- *la faiblesse persistante de l'économie mondiale affectant les dépenses de la clientèle;*
- *notre incapacité à protéger nos droits de propriété intellectuelle*

Nous avons d'autant plus difficile à comprendre, car selon l'iDate Digit Word Institute, la croissance de ce secteur, entre 2010 et 2016, devrait être quasi nulle en Europe avec + 0,3 %, contre + 15 % aux Etats-Unis, + 26 % en Asie et une explosion de +57 % en Afrique. Alors que la société, nous l'avons vu, est bien positionnée sur l'Afrique avec 32% du chiffre d'affaire, sur l'Asie et l'Amérique Latine 16% et sur l'Amérique du Nord avec 40%... Soit 88% de son chiffre d'affaire, sur les 3 continents qui vont générer le plus de croissance à l'avenir.



En fait, ce qui n'est pas compréhensible et sans doute le plus inquiétant, c'est le recul des ventes sur l'Afrique et le Moyen-Orient, avec un recul de 43% sur les 3 premiers trimestres clôturés en mars, comparés aux trois mêmes trimestres de l'année précédente. Problème qui est évoqué par la direction en une seule phrase : cette baisse des revenus en Afrique est due au fait que nos clients ont continué à ralentir leurs investissements.

Nous pensons que c'est en contradiction avec le développement en Afrique annoncé par l'Idate Institute, que nous ajoutons aux deux messages de la direction prévenant que la perte de leur gros client en Afrique, soit MTN Group, aurait des conséquences sur leur chiffre d'affaire, puisque la société MTN génère 25% de celui-ci.

Si nous observons le chiffre d'affaire global depuis 2009, soit sur 5 ans, nous constatons une baisse de 49%, avec une nette accélération sur les trois trimestres clôturés en mars 2014, par rapport aux trois mêmes trimestres de l'année précédente, où le chiffre d'affaire a reculé de 29%.

Nous observons donc une nette accélération de la détérioration du chiffre d'affaire qui ne nous semble pas expliquée de manière claire et intelligible par la direction. Sans preuve, nous ne franchirons pas le pas de penser que la direc-

Analyses de société

tion cache quelque chose aux actionnaires, par rapport à son client africain MTN... Mais nous pensons aussi que les doutes sont permis.

Au chapitre positif, nous notons deux choses. Tout d'abord, la société dispose de 0.77\$ de cash par action, ce qui, nous l'avons souvent observé, permet d'affronter des difficultés passagères sereinement. Par rapport aux pertes de 2013, la société dispose avec son cash d'un peu plus de 3 ans de délais. Et deuxièmement, une très belle cerise sur le gâteau, c'est la R&D de la société qui correspond sur 5 ans à 2.8 fois sa capitalisation boursière actuelle.

Notre ratio technologique maison ressort donc à 284.49%. Ce savoir-faire n'est donc pas valorisé dans notre analyse du bilan. Cela nous semble aussi le point fort qui permettrait à la société de sortir de cette phase difficile par le haut.

En ce qui concerne notre position par rapport à cette société, nous pensons déjà que la stratégie d'un possible achat va être assez complexe à gérer, car d'une part, à ce stade, le potentiel de 73% ne nous semble pas suffisant. D'autre part, à sa Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) de 0.93\$, le potentiel estimé serait juste au niveau actuel du potentiel estimé de notre portefeuille. Donc nous aurions tendance à vouloir encore un meilleur prix... Mais il faudrait alors aussi tenir compte d'un cours qui resterait un certain temps sous les 1\$, et qui pourrait amener le Nasdaq à menacer de la société *délistement*! C'est donc peut-être une annonce de ce type qui pourrait donner l'envie à Monsieur le Marché de proposer vraiment la société à prix cassé, pour en faire une très belle occasion.

Nous allons donc suivre de près l'évolution ce dossier et nous espérons avec cette analyse, vous avoir donné l'envie de faire pareil.



Analyses de société

Northamber plc

(London Stock Exchange, Ticker: NAR.L / ISIN : GB00B2Q99X01)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Northamber est une société anglaise fondée en 1980 par son actuel PDG, David Philips. Elle emploie 113 salariés dans la banlieue Sud de Londres. La société distribue du matériel informatique et toutes sortes de périphériques électroniques à destination du grand public comme des professionnels.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes semestriels arrêtés au 31 décembre 2013. Nous n'avons trouvé aucun programme d'octroi d'actions dilutif.

Notre cours de référence est le cours de clôture du vendredi 30 mai 2014, soit 33,60 GBp.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 74,40 GBp par action et l'ensemble de ses dettes représente 25,75 GBp par action. Une fois le dividende de 0,3 GBp versé le 9 avril 2014 déduit, sa valeur d'actif net-net revient donc à 48,35 GBp par action.

A noter : c'est la première fois dans le rapport annuel que nous voyons écrit noir sur blanc dans le texte introductif destiné aux actionnaires le montant de l'actif net-net. Apparemment, un indicateur suivi par le management !

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

La société détient des terrains et des bâtiments acquis historiquement pour un montant de 16 252 k GBP. Nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant, y ajoutons la VANN et obtenons une VANE de 74,63 GBp 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 de ses actifs. Cette évaluation est rendue aisée car les actifs de la société sont clairement définis et rapidement identifiables.

Analyses de société

Nous commençons par les actifs les plus liquides qui composent **l'actif courant**. D'abord les **créances clients**. Elles sont inscrites au bilan pour une valeur de 34,19 Gbp par action. La société a été payée en moyenne en 49 jours sur les 3 dernières années et en 40 jours sur le dernier exercice. Les délais de paiement des clients est relativement court (typique d'une activité de distribution). Nous prenons donc une marge limitée de 20% sur ce montant et nous obtenons une valeur pour ces créances de 27,35 Gbp.



Viennent alors les **stocks** pour une valeur comptable de 17,97 Gbp par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 33 jours et de 34 jours pour le dernier exercice. Souvent, avec un distributeur de matériel technologique, le principal risque réside essentiellement dans les stocks. En effet, ce genre de produits devient rapidement obsolète. Et alors, ces vieux nanards auraient une valeur marchande qui avoisinerait le « 0 ». Nous sommes donc agréablement surpris par la rapidité de la rotation. Néanmoins, comme le meilleur du passé ne présage pas du futur, nous pré-

férons prudemment prendre une marge de sécurité de 20% sur ces marchandises. Ainsi, la valeur retenue pour ces stocks est de 14,38 Gbp par action.

Nous avons ensuite la **trésorerie**. Elle représente 18,92 Gbp par action. Nous la re prenons telle quelle.

En ce qui concerne les **actifs non courants**, 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 valeurs historiques d'acquisitions, nous obtenons un montant de 26,29 Gbp par action

Ensuite, figurent les **machines, équipements** et le **meuble** acquis pour une valeur de 4,78 Gbp par action et amortis à hauteur de 4,41 Gbp par action (soit 92%), ce qui représente une valeur nette comptable de 0,37 Gbp par action. Nous re prenons arbitrairement 10% de ce montant amorti, soit 0,04 Gbp

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 27,38 Gbp par action.

En **hors bilan**, nous avons trouvé un litige dont le niveau de réalisation est estimée par la direction comme extrêmement faible. Il s'agit d'un engagement donné sur un terrain industriel dont elle détient des droits pour 175 ans dans la zone d'Arbroath. Par prudence, nous re prenons 50% de cette somme, soit 1,25 Gbp par action.

Pour résumer, en cas de mise en liquidation volontaire de la société, nous obte-

Analyses de société

nous la valeur suivante (en GBp par action) :

Actif courant :

- + Poste client : 27,35
- + Stock : 14,38
- + Trésorerie : 18,92

Actif immobilisé :

- + Immeubles et terrains : 26,29
- + Equipements et matériels : 0,04

Passif :

- Total passif : -25,75
- Dividende versé le 9 avril : -0,30

Hors bilan :

- Litige sur le terrain industriel : -1,25

Nous obtenons donc une VMLV de 59,68 GBp par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société n'a généré que deux petits résultats opérationnels positifs. Nous ne pouvons donc pas calculer de VCB. Néanmoins, nous y reviendrons plus bas, la lecture comptable ne reflète pas forcément la profitabilité économique « réelle » de la société.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 33,60 GBp, le titre Northamber présente une décote de :

- 30% sur la VANN
- 55% sur la VANE
- 44% sur la VMLV

Le **potentiel** sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 75,70 GBp, après le dividende) à 33,60 GBp est de : **+125%**

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 85%

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

Au-delà des décotes intéressantes sur nos ratios daubasses, plusieurs éléments attirent notre attention :



Analyses de société

- l'entreprise a racheté en 2012 son entrepôt logistique de 18 000 pieds carrés (NDLR : hé oui, nous sommes en terres anglaises) où sont stockés ses produits, pour un montant de 6,8 M GBP. Cette acquisition a été réalisée 100% en cash. La société n'ayant aucune dette.



- l'entreprise a racheté de façon récurrente des titres sur le marché pour annulation. Depuis le 30 juin 2008, l'entreprise a acheté et a ensuite annulé 1 650 390 actions. C'est un bon exemple de création de valeur pour l'actionnaire quand les actions cotent largement sous leur valeur patrimoniale. Ce qui n'est pas étonnant, puisque le premier actionnaire n'est autre que le PDG-fondateur et membre du *board*, David Philips, qui détient 61,47% du capital de Northamber.

- depuis le lundi 2 septembre 2013 le titre se négocie sur l'AIM, un marché moins réglementé de la bourse de Londres. L'objectif ? Réduire les coûts de cotation. Et nous pensons également qu'il y a peut-être une finalité capitalistique. La visibilité de la société sera moins bonne et le cours ne devrait pas trop monter. Peut-être aussi que le fondateur souhaite profiter des actionnaires qui vont se débarrasser de leur titre désormais coté sur une place « moins fréquentable » ?

- comme nous l'avons vu, le management est de loin le premier actionnaire et a créé pas mal de valeur patrimoniale

- enfin, il faut savoir lire entre les lignes de la rentabilité. Dans les résultats déficitaires, ou alors très légèrement bénéficiaires, des derniers exercices, il y a selon nous une deuxième lecture à apporter. En effet, les amortissements des biens immobiliers acquis ont permis de créer un patrimoine immobilier en réduisant au maximum les impôts de l'activité opérationnelle. L'entrepôt qui a été racheté en 2012 par la filiale Anitass va continuer à valoir quelque chose malgré le fait que cette entreprise filiale continue d'être valorisée à sa valeur historique en « investissements » dans les comptes de Northamber. Mieux même, cette société immobilière, en accumulant les loyers et si l'immeuble s'apprécie, peut prendre de la valeur tout en permettant de diminuer le bénéfice du Groupe. D'autant plus que la filiale ayant sa propre existence juridique, il est relativement aisé de la céder. Pour rappel, sur les 3 derniers exercices, la société a en fait généré en moyenne plus de 1 M GBP de cash-flow. Une belle « optimisation fiscale » et une création de valeur en sous-marin.

Autant d'éléments intéressants qui peuvent attirer l'œil de l'investisseur qui veut se constituer un patrimoine immobilier. Surtout qu'il est ici possible de l'acquérir avec une belle décote, au côté d'un vieux briscard, un poil filou.

Analyses de société

Les citoyens français apprécieront le fait que le titre est éligible au PEA.

Remarque

Cher(e) abonné(e), nous attirons votre attention sur le fait que ce titre est peu liquide. Si vous désirez acquérir des titres après avoir effectué votre propre analyse, soyez vigilant au niveau des ordres.



Analyses de société

MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke

(Frankfurt Stock Exchange, Ticker: FW1.DE / ISIN : DE000A0B95Y8)

*** Eligible au PEA ***

L'obligation est aussi disponible sur le Frankfurt Stock Exchange. Le code ISIN : DE000A1X25B5.

I. Introduction



MIFA est un producteur de vélos allemand situé à Sangerhausen, dans le Nord de l'Allemagne. La société a été créée en 1907 et a été reprise par Peter Wicht et Michael Lehmann en 1996. Près de 1 000 employés sont embauchés. MIFA vend plusieurs centaines de milliers de vélos (546 000 en 2012), principalement en Allemagne (72%), en France (8%) et dans le reste du monde. L'outil est l'un des plus automatisés et modernes au monde.

Après des années de *success story*, l'entreprise semble avoir effectué « la croissance externe de trop » en 2012 en rachetant une entreprise spécialisée dans les vélos électriques : GRACE. S'en suivent des augmentations de capital, une émission d'obligations de 25 M EUR et une augmentation importante des stocks. En mars dernier, les 2 repreneurs quittent la société et elle est mise sous tutelle. Avant la publication de résultats 2013 annoncés comme en forte perte, le titre chute de près de 80% en 3 mois et de 40% sur une semaine. Les obligations émises en août 2013, notées initialement BBB- (*investment grade*, ou « investissement spéculatif » en français) passent à B-, puis à CC (« risque de défaillance réel » selon Feri EuriRating).

Nos cours de référence sont ceux de la clôture du vendredi 30 mai 2014, soit 1,70 EUR pour l'action et 26,69% du nominal, ou encore 266,9 EUR pour l'obligation. Les comptes utilisés sont ceux du 30 septembre 2013.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 8,26 EUR par action et l'ensemble de ses dettes représente 6,03 EUR par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de 2,23 EUR par action.

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

La société détient des terrains et des bâtiments acquis historiquement pour un montant de 8 789 k EUR. Nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant, y ajoutons la VANN et obtenons une VANE de 2,77 EUR par action.

Analyses de société

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. Cette analyse est d'autant plus pertinente dans l'état actuel de la société. Nous prenons des marges de sécurité plus importante qu'à notre habitude, car il n'est pas évident que le management en place ait le temps, si une liquidation devait avoir lieu, de le faire dans les meilleures conditions pour l'actionnaire.



Nous commençons par les actifs les plus liquides qui composent **l'actif courant**. Les **stocks** représentent les plus importants actifs de la société, pour une valeur comptable de 7,31 EUR par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 283 jours et a augmenté à 335 jours pour le dernier exercice. Certes, ce ne sont pas des produits technologiques rapidement obsolètes. Mais cet allongement du stockage représente non seulement un coût, mais également peut-être des produits moins prisés. En l'espace de 3 ans, les stocks ont ainsi augmenté de 85%. Eu égard de l'importance de cet actif, nous décidons de prendre une marge de sécurité de 30% sur cette valeur. La valeur retenue pour ces stocks est donc de 5,12 EUR par action.

Loin derrière, le second poste est constitué des **créances clients**. Elles sont inscrites au bilan pour une valeur de 0,48 EUR par action. La société a été payée en moyenne en 17 jours sur les 3 dernières années et en 16 jours sur le dernier exercice. Ces délais sont d'un excellent niveau. Nous décidons néanmoins de rester prudent et de prendre une marge de sécurité de 20% sur ce montant et nous obtenons une valeur pour ces créances de 0,38 EUR.

Nous avons ensuite la **trésorerie** pour 0,19 EUR par action. Pas d'hésitation, nous reprenons ce montant tel quel.

Suivent les **créances d'impôts**, pour un montant de 0,15 EUR par action, que nous valorisons par conservatisme pour 0.

Enfin, suite à un projet polonais avec la ville de Varsovie, MIFA est détentrice d'une **créance à moins d'un an** pour un montant de 0,13 EUR par action. Ne connaissant pas les évolutions de ce projet, ni de la possibilité de son issue favorable, nous décidons de ne valoriser que 50% de ce montant dans notre calcul, soit 0,06 EUR.

Passons aux **actifs non courants**, et pour commencer les **actifs durables tangibles**. En premier lieu, **l'immobilier** et les **terrains**. Comme dans notre calcul de la VANE, et du fait d'une histoire plus que centenaire, nous considérons la marge 20% sur les coûts d'acquisition historique comme suffisamment conservatrice. Ce qui représente 0,72 EUR par action.

Analyses de société

Les **équipements et machines** représentent une valeur nette comptable de 6 952 k EUR et sont amortis à plus de 50%. Il nous est impossible de savoir quelle est la véritable valeur marchande de ces actifs. Arbitrairement, nous reprenons 10% de la somme amortie, soit 0,07 EUR par action.

Ensuite, nous avons les actifs incorporels, que nous ignorons dans notre calcul. Ils représentaient 0,44 EUR par action.

Nous finissons par les **impôts différés** qui représentent 0,12 EUR par action. Par prudence, nous ne les valorisons pas dans notre calcul.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 6,03 EUR par action.

En **hors bilan**, nous n'avons trouvé ni leasings, ni engagements financier, ni litige en cours.

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

Actif courant :

- + Stock : 5,12
- + Poste client : 0,38
- + Trésorerie : 0,19
- + Créances d'impôt : 0
- + Créance ville de Varsovie : 0,06

Actif immobilisé :

- + Immeubles et terrains : 0,72
- + Equipements et matériels : 0,07
- + Impôts différés : 0

Passif :

- Total passif : -6,03

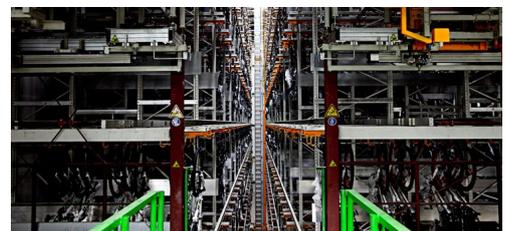
Hors bilan :

Néant

Nous obtenons donc une VMLV de 0,51 EUR par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a bien généré des profits sur les 4 dernières années. Mais avec la perte de 2012 et la grosse perte attendue en 2013, à laquelle il faut compter sur une augmentation de capital à venir, il nous semble mal venu de calculer un potentiel sur les profits. Nous considérons que



Analyses de société

l'analyse actuelle doit se baser uniquement sur la valeur patrimoniale et non de potentiels retournements vers des bénéfices futurs hypothétiques.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 1,70 EUR, l'action MIFA présente une décote de :

24% sur la VANN

39% sur la VANE

Le **potentiel** sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 3,65 EUR) à 1,70EUR est de : **+115%**

Notre calcul de **solvabilité** maison ressort à : **42%**, au dessus de nos 40% réglementaires exigés.

Ratio technologique = 0% (la société réalise très peu de dépenses de recherche et développement)



Même si la décote avec les comptes trimestriels de septembre 2013 apparaît facialement intéressante, nous trouvons que les incertitudes qui planent actuellement sur MIFA sont des éléments qui ne permettent pas un achat serein: continuation de l'activité possible ? Quid du partenariat avec l'indien HERO et d'une augmentation de capital de 15 M EUR ? Retour à la rentabilité ? Remplacement de l'équipe dirigeante par un professionnel du retournement d'entreprise : quels effets ?

Bien sûr quelques éléments positifs pointent le bout de leur nez comme la vente de terrains pour 5,7 M EUR. Ce qui prouverait que l'immobilier a bien une valeur réelle.

Ces éléments ne mettent pas en confiance, et au vu du maigre potentiel du titre sur sa VANT (+115%), il nous semble plus opportun de se pencher sur l'obligation. En effet, la société a profité de l'engouement des marchés et de l'argent pas cher pour lever 25 M EUR. Les risques pour les porteurs de dettes, comme les obligataires, sont bel et bien réels, mais moindre. Dans le sens où s'il y a réa-

Analyses de société

lisation des actifs, ils seront prioritaires sur les actionnaires.

Mieux, si l'augmentation de capital avec le partenaire indien se concrétise, ce serait certes une grosse dilution pour les actionnaires actuels, mais cela pourrait permettre à l'entreprise de souffler. Pour les obligataires, ce serait une excellente nouvelle, puisque cette augmentation de capital augmenterait la solvabilité de l'entreprise et lui permettrait de l'aider à faire face à ses dettes.

Le potentiel de l'obligation est supérieur au potentiel que nous avons calculé sur l'action. A savoir, pour cette obligation qui cote à 26,69% de son nominal, soit 266,9 EUR, qui sera remboursable en août 2018 et avec un coupon de 7,50%, soit 75 EUR par an. Si nous considérons que les obligations seront remboursées à échéance en août 2014 (soit 4,25 ans), le rendement hypothétique serait de :

$1\ 000\ \text{EUR (nominal remboursé)} + 75 \times 4\ \text{coupons} = 1\ 300\ \text{EUR}$. Soit un rendement de $1\ 300 / 266,9 = +387\%$, ou encore une performance de $+45,1\%$ annuelle. Alors là, nous sommes dans la théorie.

Dans un dernier communiqué, le potentiel futur partenaire indien aurait demandé aux obligataires de renoncer à 60%, voir 80% de leurs avoirs ! Rien que ça. Prenons l'hypothèse du pire, soit 80%, et refaisons nos calculs :

$200\ \text{EUR (nominal remboursé} = 1\ 000\ \text{EUR} - 80\%) + 75 \times 4\ \text{coupons} = 500\ \text{EUR}$. Soit un rendement de $500 / 266,9 = +87\%$, ou encore une performance de $+15,9\%$ annuelle... si le coupon est maintenu à ce niveau.

Au vu des risques et des potentiels, notre cœur balance davantage pour l'obligation : moins de risque, potentiel non négligeable. Cette opportunité est compréhensible car de nombreux institutionnels qui ont souscrit à cette émission obligataire n'ont statutairement pas le droit de détenir des titres si mal notés (CC pour rappel). Attention tout de même, la plus grande vigilance reste de mise, même si les coupons sont cumulables s'ils ne sont pas payés à la bonne échéance (c'est-à-dire qu'ils devront quoi qu'il arrive avant la fin de vie de l'obligation être payés), de mauvaises surprises sont à attendre. Par exemple, pour le versement du premier coupon annuel attendu le 12 août 2014, la société a demandé à ses obligataires de bien vouloir décaler l'échéance au 31 octobre 2014.

Remarque

La société est en situation très tendue, et il est possible que malgré l'augmentation de capital qui est en pourparlers avec un partenaire indien pour 15 M EUR aboutissait, que les pertes de l'exercice 2013 l'emmènent à petit feu tout droit vers une faillite, non souhaitée. Et là, impossible de prédire ce qu'il pourrait rester aux actionnaires ou aux créanciers obligataires.

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