

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	<u>page 3</u>
Portefeuille	<u>page 9</u>
Suivi des sociétés analysées	<u>page 11</u>
News de nos sociétés	<u>page 12</u>
Analyse de la société Groupe Plastivaloire	<u>page 20</u>
Diversification dans la valeur: Esprit Viking (3ème partie)	<u>page 23</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 73</u>

Edito



Investir dans les pays émergents est-il encore sensé ?

Vous êtes sans doute très nombreux à vous rappeler la vague d'euphorie qui a déferlé pendant un lustre sur les émergents. Entre 2002 et 2007, ne pas être investi sur les émergents était considéré par la presse financière et par un nombre important d'investisseurs comme une faute de bon sens de grade 7,3 sur l'échelle de 7,5 des supports incontournables.

Aujourd'hui, les émergents, c'est un peu comme un manoir à l'abandon dont plus personne ne veut entendre parler. La crise des *subprimes* puis de la « dette souveraine » sont passées par là comme autant de tsunamis brutaux et ravageurs. Et pourtant, à notre connaissance, aucun pays émergent et sur les quatre continents n'était impliqué dans la moindre subprime et leur endettement reste souvent plus que raisonnable si on le compare à l'endettement des pays développés. Que s'est-il donc passé pour que le rêve se transforme aussi rapidement en cauchemar ?

Comme nous avons pris la décision de nous intéresser de nouveau aux émergents voici environ 1 an (le 3 février 2011, nous investissons dans le fond Fermé **Ukraine Opportunity Trust PLC**), il nous a semblé intéressant de vous exposer notre point de vue sur ce type d'investissement qui entre parfaitement dans la catégorie diversification dans la valeur. D'autant plus que la foule ne s'intéresse pas encore à la « chose ».

Revenons brièvement à l'ABC de ce qu'il faut comprendre sur les émergents. Tout d'abord, il ne faut jamais traiter les émergents comme un ensemble ho-

Edito

mogène, y compris sur le même continent : Amérique du Sud, Europe de l'Est ou Asie. La raison en est très simple, il y a d'énormes différences entre les pays. Des différences de population tout d'abord, 6-7 millions d'habitants ne signifie pas du tout le même paramètre de consommation intérieure qu'un pays de 25-30 millions d'habitants. Des différences de situations géographiques ensuite. Certains pays peuvent commercer plus aisément sur de vastes marchés voisins. L'exemple de la Turquie qui est à la croisée de l'Europe et du Moyen Orient, mais aussi, les pays Baltes (Lituanie, Lettonie et Estonie) qui sont à la croisée des pays nordiques (Suède, Norvège, Danemark et Finlande), de la Russie et des autres pays de l'Est. Et vous avez enfin l'activité économique proprement dite, couplée à la politique. Sur quel secteur est basée l'activité économique du pays? Est-elle diversifiée? Quels poids représentent les exportations et dans quel cadre politique se déroule cette activité économique ?

Selon la réponse que vous apportez à ces questions, de très grandes différences entre les pays apparaîtront.

Pour comprendre les pays émergents, aujourd'hui, voyons ce qui s'est passé hier, avant la crise.

Ce qui n'est parfois pas aisé à saisir avec les émergents, c'est la différence de taille et parfois de très grosse taille, qu'il peut exister entre la santé économique « boiteuse », couplée à une politique de capharnaüm et l'éclatante performance du marché.

Aucun pays émergent, hormis sans doute la Chine, n'a les moyens financiers pour ajuster ses embellies économiques réelles et son marché, soit les sociétés cotées en bourse. Pour que les marchés émergents s'apprécient, il faut donc des capitaux externes. C'est exactement ce qui s'est passé après la bulle techno de 2000... Une fois la bulle dégonflée sur les marchés développés et l'amorce d'une embellie économique globale vers 2003, toutes les banques et toutes les sociétés de gestions privées créent leurs fonds « émergents ». Et ces acteurs alimenteront la croissance des indices boursier émergents, jusqu'en 2008.

N'allez pas penser qu'en 2003 tout commençait à bien fonctionner dans les pays émergents, pas du tout. Il y avait seulement quelques mieux et surtout un gros désir des classes dirigeantes de s'enrichir. Ceci étant particulièrement vrai dans les pays ex-communistes de l'Europe de l'Est, mais également dans des pays ex-communistes d'Asie, et aussi dans certaines dictatures d'Amérique du Sud. A chaque fois, sous couvert « démocratique » ou de simple « renouveau », l'ensemble du tissu économique reste aux mains des anciennes nomenclatures. En une nuit, on devient propriétaire d'une raffinerie de pétrole, d'une aciérie, d'une cimenterie, les exemples sont pléthores...

Le seul moyen de passer à la caisse pour ces oligarques, c'est l'introduction en bourse où des fonds étrangers participent à l'introduction et où ces oligarques vendent une petite partie de leur participation... Ils vendront d'autres parties

Edito

plus tard quand les marchés auront décidé que cela vaut beaucoup plus !

N'allez-pas croire qu'il fallait être un spécialiste des émergents en 2003 pour générer une performance à 3 chiffres sur 5 ans, en 2008. Il suffisait juste de suivre le mouvement, sur les sociétés les plus en vues de ces marchés. Il existe d'ailleurs dans le monde de la gestion, une petite poignée de véritables spécialistes des émergents qui connaissent les mentalités, qui connaissent les sociétés, les managements et les rapports qu'ils entretiennent avec le pouvoir (d'une importance capitale). 98% des autres sont de véritables enfants de cœur qui ont participé à la fête parce que le voisin semblait aussi décider à y participer.

En 2008, les subprimes ont sifflé la fin de la Rave Party. Comme certains de ces marchés étaient extrêmement étroits en terme de capitalisations, vendre quelques positions de quelques centaines de millions, c'était être assuré ne pas trouver d'acheteurs en face... Et vous savez tous ce qui se passe quand il ne reste que des vendeurs et pas d'acheteurs, c'est le toboggan. En fait, il n'y avait pas la moindre subprime dans les émergents, en 2008. La chute de tous les marchés a juste été provoquée par tous les investisseurs étrangers qui ont voulu retirer leurs billes en même temps, par prudence, par volonté d'augmenter leurs liquidités. Peu importe.

Voici donc en gros le schéma.

Qu'attendre des émergents aujourd'hui ?

Très clairement pas grand-chose. Pour la simple raison que les pays développés sont en pleine crise et ne sont pas disposés à investir de nouveau massivement sur les émergents. Les capitaux occidentaux ne sont pas encore prêts à reprendre le chemin des émergents et à alimenter ces marchés.

Pourquoi avons-nous décidé d'investir sur les émergents, si il n'y a pas grand-chose à en attendre dans l'immédiat ?

La réponse est finalement très simple, c'est en fait pour être dans les premiers sur le coup. Ce qui nous permettra par la suite de bénéficier de la dynamique des capitaux entrant, lorsque la crise sera derrière nous.

Comment investir sur les émergents, en chasseur de « Daubasses » ?

Voilà sans aucun doute la question la plus délicate à laquelle il nous a fallu apporter une réponse en adéquation complète avec notre stratégie d'investissement.

Vous savez sans doute tous que la préoccupation principale de l'investisseur dans la valeur c'est d'être en mesure d'estimer la valeur de ce qu'il désire acheter et d'ensuite la comparer au prix proposé par le marché.

Edito

Les supports les plus courants que l'on trouve sur le marché pour investir sur les émergents, puisque nous n'avons pas accès directement à ces marchés, ce sont les trackers ou ETF sur indices. Si l'offre s'est étoffée au cours de la dernière décennie, les trackers émergents reprennent très souvent des zones géographiques, et la gamme par pays reste limitée aux grands pays émergents, comme la Russie, Le Brésil, la Chine, l'Inde, la Turquie... C'est évidemment compréhensible puisque la majorité des autres marchés sont étroits, mais cela ne fait pas vraiment l'affaire des investisseurs « value ». Même s'il est possible de disposer parfois de quelques paramètres intéressants, comme le PER ou le Price to Book (le prix comparé à la valeur des fonds propres) des sociétés qui composent le tracker.

Le problème, c'est que la majorité des sociétés qui composent ces trackers sont des big caps émergentes et vous savez très bien que ce n'est généralement pas sur des big caps, qu'elles soient émergentes ou pas, que vous allez trouver un price-to-book de 70% ou moins, soit un cours offrant une décote de 30% ou plus sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT). Petit exemple : l'indice global émergent le MSCI Emerging Market est crédité d'un price-to-book de 2,91 (ce qui signifie que les entreprises constituant ce tracker sont en moyenne valorisées 2,91 x leurs fonds propres)... Ou encore le tracker BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) qui est crédité d'une price-to-book de 3... Ce n'est donc peut-être pas extrêmement cher couplé à des PER autour de 10 où l'on peut alors déduire une croissance tournant autour de 20%. Mais le chasseur de Daubasses n'achète qu'à prix cassé et n'est pas prêt à se laisser distraire par la première sirène venue, qu'elle danse la Samba ou qu'elle se présente en Geisha ravissante.

Nous avons donc une nouvelle fois dû mettre nos bottes en caoutchouc pour sortir des sentiers battus et parfois doublement. En nous intéressant aux émergents de série B, tous ces pays oubliés par les trackers.

En fait, nous avons basé depuis plusieurs mois notre chasse « émergente » sur deux axes. Le fond fermé et la société cotée sur un marché développé, mais dont l'activité se déroule à 100% dans un pays émergent.

Les fonds fermés ont le double avantage de proposer autre chose que des big caps dans des pays émergents de série B, mais surtout de pouvoir comparer leur NAV (Net Asset Value ou Valeur d'Actif Net en français) au prix proposé par le marché. Quand nous avons investi sur le fond Ukraine Opportunity Trust PLC, si nous avons une idée non chiffrable que le marché était sous-évalué, avec par exemple le fait que le principal indice boursier ukrainien était à 80% de son sommet de 2008, il était par contre évident que nous achetions ce fonds fermé avec une décote de plus de 50% sur sa Valeur d'Actif Net. C'est d'une certaine manière une double barrière de sécurité, avec au moins un des deux éléments tangibles, cette décote sur la NAV.

Si nous passons en revue les trois autres fonds que nous avons en portefeuille,

Edito

nous pouvons dire ceci. Le fond **Eastern European Property** qui est investi en Turquie sur de l'immobilier, bénéficie à notre sens du fait que le marché turc est encore relativement bon marché puisque ses indices de référence sont plus ou moins à 40% de leur sommet de 2008. L'immobilier, de manière générale dans les pays émergents, a dévissé. Ce qui nous importe réellement c'est que nous avons payé ce fond avec une décote de prêt de 40% sur sa NAV. Nous avons donc le potentiel de rattrapage sur la NAV en plus d'un potentiel éventuel lié à une revalorisation des actifs.

Notre fond indien **Elephant Capital PLC** s'inscrit dans la même perspective. Même si l'Inde est un émergent faisant partie des « sentiers battus », la bourse indienne est toujours à 37% de ses plus haut de 2008. Ce fond est assez diversifié au niveau secteur : média, hôtel, automobile, matériaux de construction et maintenance aéroportuaire. Et surtout, nous avons pu l'acheter avec plus de 40% de décote sur sa NAV.

Enfin, notre fond vietnamien **Vietnam Holding** dont l'indice vietnamien est encore à 70% de ses sommets de 2008 et que nous avons acquis avec une décote de plus de 30% sur la NAV.

Vous remarquerez toutefois que nous avons démarré nos investissements de manière prudente et progressive. Les 4 fonds cotés que nous possédons représentent actuellement 3,75% de l'ensemble du portefeuille, alors que théoriquement, chaque fond pourrait valoir 3,33% du portefeuille, soit pour les 4 fonds 14% environ. Nous avons donc de la marge pour renforcer au fur et à mesure des opportunités.

Même si nous disposons d'une liste d'une cinquantaine de fonds fermés cotés qui offrent pour l'instant de belles décotes, nous sommes depuis des mois à la recherche de sociétés cotées sur les marchés développés, mais dont les activités sont ciblées sur des pays émergents, le second axe de nos recherches. Ce n'est pas évident à dénicher et comme d'habitude, la somme de travail est très importante.

Nous avons malgré tout déniché une société danoise dont l'activité agricole se déroule entièrement à l'Est : en Slovaquie et en Roumanie. Il s'agit de la société **First Farms**, dont nous allons vous proposer une analyse complète dans cette lettre.

Ce que nous recherchons avant tout sur ce type de sociétés, c'est d'acheter des actifs sous-évalués. Dans le cas précis de First Farms, il s'agit principalement de terrains agricoles situés en Roumanie. Et pour ne rien gâcher à la fête, cette entreprise ayant son siège sociale au Danemark et ses actions étant négociées à la bourse de Copenhague, nous avons un effet positif double : une cotation en Couronnes danoises et la satisfaction d'investir dans l'un des pays les moins endettés de l'Union Européenne.

Edito

Pour conclure, si cette diversification dans la valeur sur ces pays émergents de série B, voire de secteurs de pays émergents plus en vue, nous semble vraiment digne d'intérêt. Comme toujours, ceci n'est pas dénué de risque. Un risque pays d'abord, où l'instabilité politique est monnaie courante et où la démocratie n'est parfois que pure dialectique. Un risque macroéconomique ensuite, car vous l'aurez compris, tous ces pays sont dépendants de la santé de l'économie mondiale et des apports de capitaux extérieurs.

Nous pensons une nouvelle fois que la clé de la réussite de ces investissements émergents passe tout d'abord par la prudence, des investissements progressifs et comme toujours une diversification.

L'Equipe des Daubasses



Portefeuille

Portefeuille au 2 mars 2012

				Prix de Revient			2 mars 2012				RendTotal	
	%	Ticker	Société		Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro	
				Unitaire								
Société Net-Net				61.390,29	Euro	33,10%						
1	USD	0,43%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,70	1.050,00	802,83	67,01%
2	USD	0,18%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,78	445,00	340,25	-28,41%
3	USD	0,53%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	2,35	1.292,50	988,24	100,77%
4	GBP	0,85%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	147,10	1.345,97	1583,49	170,39%
5	USD	0,80%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,04	1.939,60	1.483,02	-7,07%
6	USD	3,75%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	10,06	9.094,24	6.953,45	42,05%
7	USD	1,10%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,37	2.671,50	2.042,63	63,77%
8	USD	1,36%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,45	3.307,50	2.528,91	244,51%
9	USD	0,21%	XING	Qiao Xing Universal Ressources	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,78	507,00	387,65	-64,31%
10	USD	1,59%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	3,51	3.853,98	2.946,75	5,98%
11	Euro	1,79%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,71	3.313,50	3.313,50	11,21%
12	USD	1,18%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,78	2.851,59	2.180,32	-0,81%
13	USD	2,45%	SGMA	SigmaTron International	3,55	5.251,10	3.712,79	1470	4,04	5.938,95	4.540,92	22,30%
14	USD	2,62%	IFON	Infonics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,92	6.360,88	4.863,53	35,47%
15	GBP	1,95%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	17,40	3.071,10	3.613,06	-8,33%
16	USD	0,89%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	1,68	2.167,20	1.657,04	-39,31%
17	Euro	2,14%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,23	3.972,90	3.972,90	-6,82%
18	USD	0,48%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	1.168,50	893,43	-76,41%
19	GBP	0,72%	MUBL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	4,51	1.127,50	1.326,47	-45,18%
20	GBP	2,61%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	4,75	4.108,75	4.833,82	-18,56%
21	USD	2,37%	BAMM	Book-A-Million	2,82	5.639,47	4.119,41	2000	2,87	5.738,40	4.387,58	6,51%
22	Euro	3,10%	LNC.PA	Les Nouveaux Constructeurs	5,18	4.012,99	4.012,99	775	7,42	5.750,50	5.750,50	43,30%
Société Net-Estate				80.538,32	Euro	43,42%						
23	USD	2,85%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,58	6.909,40	5.282,92	46,08%
24	USD	0,89%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,24	2.160,00	1.651,53	18,06%
25	USD	1,54%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,36	3.740,28	2.859,81	55,01%
26	Euro	2,48%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	80,09	5.126,35	5.126,35	64	71,79	4.594,56	4.594,56	-10,37%
27	Euro	2,73%	ALGEV.PA	Gewelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	59,50	5.057,50	5.057,50	209,12%
28	Euro	2,36%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	45,99	4.369,05	4.369,05	109,10%
29	USD	0,71%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,20	1.733,60	1.325,51	-28,24%
30	Euro	2,42%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	2,00	4.488,75	4.488,75	47,41%
31	USD	2,38%	HTCH	Hutchinson Technology	2,21	5.961,83	4.379,30	2700	2,14	5.778,00	4.417,86	0,88%
32	USD	2,10%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	3,23	5.087,25	3.889,71	2,55%
33	USD	1,11%	DUCK	Duckwall-Alco Store	11,23	3.527,58	2.472,89	314	8,56	2.687,84	2.055,12	-16,89%
34	USD	6,23%	KTCC	Key Tronic Corp	3,68	5.411,02	3.964,97	1471	10,27	15.107,17	11.550,93	191,32%
35	Euro	2,56%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	5,00	4.750,00	4.750,00	22,23%
36	GBP	2,22%	PHOL	Peels Hotel	38,59	3.444,18	3.927,77	8925	39,20	3.498,60	4.116,00	4,79%
37	USD	2,99%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,34	7.242,30	5.537,46	14,52%
38	Euro	1,59%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,17	2.396,16	2.396,16	14000	0,21	2.940,00	2.940,00	22,70%
39	Euro	3,09%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	1,10	5.735,60	5.735,60	10,43%
40	Euro	3,19%	PVL.PA	Plastivale	19,39	5.819,08	5.819,08	300	19,72	5.916,00	5.916,00	1,67%
Société VANTre				15.200,64	Euro	8,20%						
41	CAD	1,05%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,70	2.607,50	1.945,90	-17,34%
42	CAD	1,26%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimed	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,13	3.133,00	2.338,06	-37,55%
43	Euro	2,00%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	161,20	3.707,60	3.707,60	8,27%
43	NOK	1,38%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	4,77	19.223,10	2.563,08	34,25%
44	Euro	2,50%	BEN.MI	Benetton Group	2,99	2.989,15	2.989,15	1000	4,65	4.646,00	4.646,00	55,43%
Fond Décoté				7.655,87	Euro	4,13%						
45	USD	1,54%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,30	3.737,50	2.857,69	-18,77%
46	GBP	0,62%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	69,00	972,90	1.144,59	16,95%
47	GBP	0,52%	ACAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	33,25	814,63	958,38	-7,83%
48	USD	1,45%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	0,94	3.525,00	2.695,21	29,97%
Diversification				16.528,53	Euro	8,91%						
49	Euro	1,73%	LUXE.PA	Luxemart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	22,94	3.211,60	3.211,60	-7,32%
50	CAD	1,67%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	2,51	4.154,05	3.100,04	-3,94%
51	CAD	1,12%	DPM.TO	Dundee Precious Metal	7,96	2.188,59	1.568,32	275	10,09	2.774,75	2.070,71	32,03%
52	SEK	2,86%	INVE.A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	143,90	46.767,50	5.302,44	16,63%
53	DKK	1,53%	FFARMS.D	First Frams	46,56	21.184,86	2.849,38	455	46,50	21.157,50	2.843,75	-0,20%
Emission d'Option				0,00	Euro	0,00%						
				Limite			Nbr					
0	0	0,00%	0	0	0,00		0	0,00	0,00	0,00	#DIV/0!	
Liquidité				4.156,55	Euro	2,24%						
		2,24%	Compte Courant		Euro					4.156,55		
					USD					0,00	0,00	
					GBP					0,00	0,00	
					CAD					0,00	0,00	
		0 janvier 1900	Compte Epargne		Euro					0,00	0,00	
	100%		Total			3,33%	Egal	6.176	Euro		185.470,20	

Portefeuille

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

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 2 mars 2012 - Ratios et Notations

Notation			Potentiel (0 = faible , 3 = élevé)	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	
Potentiel	Risque	Globale	Net-Net	Net-Net	Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre	ROIC	
			Risque (0 = très risqué , 3 = peu risqué)				Cours						
2	0	2	Sport Haley Inc	2,4037	0,29	87,68%	24/11/08	252%	2,4606				
2	2	4	Tandy Brand Accesories	2,9389	0,61	49,95%	24/11/08	120%	3,9129	3,3268	0,5350		
3	3	6	Coast Distribution System	5,4976	0,43	61,48%	25/11/08	182%	6,6213				
1	1	2	Barrat Development PLC	164,32	0,90	62,31%	26/11/08	38%	203,69	0,00	0,0000		
3	1	4	Taitron	2,3477	0,44	94,82%	26/11/08	224%	3,3731	3,2751	0,3175		
3	3	6	AV Homes	25,1072	0,40	97,70%	26/11/08	216%	31,8352	29,1857	0,3447		
2	2	4	Chromcraft Revington	2,3584	0,58	74,91%	04/06/09	250%	3,5742	4,7993	0,2855		
2	1	3	Trans World Entertainment	3,8699	0,63	57,26%	08/06/09	92%	4,7006				
2	0	2	Qiao Xing Universal Ressource	3,6876	0,21	100,41%	28/07/09	719%	6,3897	3,8094	0,2048		
2	2	4	Meade Instrument	8,4216	0,42	76,12%	29/07/09	144%	8,5810				
3	1	4	Adler Real Estate			75,55%	07/08/09	144%	1,7219				
2	1	3	Winland Electronics	0,4665	1,67	104,22%	05/11/09	56%	1,0722	1,2114	0,6414		
3	3	6	SigmaTron International	5,3140	0,68	48,48%	13/11/09	219%	12,8928	8,4677	0,4771		
1	1	2	Infosonics	0,7440	1,24	183,25%	06/05/10	48%	1,3591				
3	2	5	Leeds Group PLC	31,7600	0,55	73,79%	27/08/10	141%	42,00	37,19	0,4679		
3	0	3	Entorian Technologies	7,3326	0,23	112,77%	11/10/10	384%	8,1311	7,7642	0,2164		
3	2	5	Vianini Industria	2,0986	0,59	184,75%	19/10/10	180%	3,4388	2,6425	0,4655		
2	0	2	China Crescent	0,0053	0,06	80,23%	19/01/11	2300%	0,0072				
3	0	3	MBL Group	4,5200	1,00	61,41%	05/07/11	582%	30,7700				
3	0	3	PV Crystalor Solar	15,1385	0,31	85,67%	05/11/11	1067%	55,4285				
3	1	4	Book-A-Million	3,2886	0,87	42,80%	11/11/11	150%	7,1613				
2	2	4	Les Nouveaux Constructeurs	9,9352	0,75	47,44%	14/11/11	70%	12,6481				
3	3	6	Avalon			93,28%	02/09/09	185%	10,20	8,2520	0,4338		
3	0	3	Bodisen Biotech			93,30%	10/11/09	512%	1,4692	0,6718	0,3572		
3	0	3	Blonder Tongue Laboratories			88,54%	16/11/09	150%	3,3965	2,0188	0,6737		
3	3	6	Exacompta - Clairefontaine			68,02%	30/11/09	316%	298,61	199,83	0,3593		
2	3	5	Gevelot			75,00%	09/12/09	118%	129,82	60,37	0,9856		
0	2	2	SAM			89,09%	11/01/10	23%	56,67	55,19	0,8332		
3	2	5	Scott Liquid Gold			56,06%	14/04/10	439%	0,7524	1,0777	0,1856		
3	2	5	Irce			45,11%	31/05/10	177%	5,5239	3,5368	0,5641		
3	1	4	Hutchinson Technology			61,46%	31/08/10	300%	8,5651	6,5388	0,3273		
2	2	4	Natuzzi			72,99%	19/01/11	139%	7,7061	6,5059	0,4965		
3	2	5	Duckwall-Alco Store			41,05%	27/07/11	216%	27,034	19,2274	0,4452		
1	3	4	Key Tronic Corp			58,99%	11/10/11	-40%	6,165	5,6534	1,8166		
3	1	4	Crown van Gelder			59,89%	12/10/11	173%	13,659	6,4944	0,7699		
3	3	6	Peels Hotel			54,86%	12/10/11	300%	156,790	72,2700	0,5424		
1	3	4	ADDvantage Technologies			86,02%	23/11/11	41%	3,299	3,1284	0,7480		
3	1	4	Ceramiche Ricchetti			43,48%	09/01/12	838%	1,925	1,9696	0,1066		
3	3	6	Panaria Group			64,84%	12/01/12	169%	2,971	1,4852	0,7427		
3	3	6	Plastivaloire			46,36%	27/02/12	200%	59,131	34,3697	0,5738		
3	0	3	Jemtec			577,10%	25/01/11	109%	1,4620		1,4278	0,4903	76%
3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia			66,58%	25/01/11	268%	0,4786		0,4786	0,2716	6%
0	3	3	Malteries Franco-Belge			82,13%	14/04/11	53%	246,23		246,23	0,6547	26%
3	0	3	Renewable Energy Corp ASA			53,30%	30/11/11	142%	11,56		11,56	0,4127	8%
			Benetton Group			50,19%	12/01/12	46%	6,77		6,77	0,6867	8%
3	0	3	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	140%	5,5300				
2	0	2	Eastern European Property				28/04/11	72%	118,43				
3	0	3	Elephant Capital PLC				28/06/11	89%	63,00				
2	0	2	Vietnam Holding				04/11/11	23%	1,16				
2	3	5	Luxempart				28/06/11	53%	35,00				
3	1	4	Oceana Gold Corp				14/10/11	233%	8,35				
3	1	4	Dundee Precious Metal				14/10/11	116%	21,81				
1	3	4	Investor AB				29/12/11	36%	196,38				
2	2	4	First Frams				25/01/12	44%	66,86				

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.

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.

Sociétés Analysées									
		Ticker	Société	Cours Ouverture		Date	Cours Actuel		RendT
				Devise	Euro		Devise	Euro	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	4,51	0,05	-61,28%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	69,00	0,81	19,99%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	39,20	0,46	-41,43%
4	USD	TGAL	Tegal	2,08	1,44	09/06/11	3,30	2,52	75,23%
5	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	33,25	0,39	-1,76%
6	USD	DUCK	Duckwall Alco	10,30	7,34	09/08/11	8,56	6,54	-10,83%
7	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	2,35	1,80	-13,79%
8	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	7,42	7,42	33,45%
9	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	5,00	5,00	23,46%
10	USD	PARF.OB	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	17,00	11,42	3,22%
11	USD	KTCC	Key-Tronic	4,43	3,34	07/10/11	10,27	7,85	135,10%
12	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	4,75	0,06	-43,44%
13	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,34	1,79	17,55%
14	USD	BAMM	Book-A-Million	2,38	1,78	07/12/11	2,87	2,19	23,54%
15	USD	AVHI	AV Homes	7,24	5,67	09/01/12	10,06	7,69	35,62%
16	USD	NEI	Networks Engine	1,26	0,99	09/01/12	1,39	1,06	7,68%
17	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	1,10	1,10	9,21%
18	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,21	0,21	16,67%
Opération clôturée									
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15	22,44%
Total pondéré à parts égales									13,19%

Sociétés Analysées - Ratios et Notations											
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC	
			Risque			Cours					
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
			MBL Group								En Portefeuille
			Eastern European Property								En Portefeuille
			Peels Hotels								En Portefeuille
1	1	2	Tegal	3,844	0,8585	311,20%	52%	5,01			
			Elephant Capital								En Portefeuille
			Duckwall Alco								En Portefeuille
			Coast Distribution System								En Portefeuille
			LesNouveauConstructeurs								En Portefeuille
			Crown Van Gelder								En Portefeuille
3	2	5	Paradise Inc	24,554	0,6924	91,41%	103%	34,554	36,42	0,4033	
			Key-Tronic								En Portefeuille
			PV Crystalox Solar								En Portefeuille
			ADDvantage								En Portefeuille
			Book-A-Million								En Portefeuille
			AV Homes								En Portefeuille
0	2	2	Networks Engine	1,546	0,8991	70,42%	38%	1,9113			
			Panaria Group								En Portefeuille
			Ceramiche Ricchetti								En Portefeuille
Opération clôturée											
			GigaTronics (Vendu)								Vendu le 24 Janvier 2012

News de nos sociétés



ADDvantage Technologies (USA) Ticker : (AEY)

L'entreprise a publié les résultats du premier trimestre, clôturé le 31/12. Les effets de la perte de l'exclusivité Cisco se font sentir : un chiffre d'affaires en baisse de 20 % et un résultat net en baisse de 43 %.

Avatar Holding (USA) Ticker : AVTR

Les plus attentifs parmi vous auront remarqué que la société a changé de nom pour s'appeler à présent A V Home. Il s'agit juste d'un lifting et, pour des investisseurs « value » tel que nous, cela ne change strictement rien à la vraie valeur de la société, si ce n'est, peut-être, un signal supplémentaire de la volonté de changement de la direction. Notons que le dernier indice « Case Shiller » publié ne montre pas encore une reprise du marché immobilier américain malgré des prix objectivement bas.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Notre constructeur résidentiel britannique continue de voir la vie en rose. Pour les résultats du premier semestre, clôturé le 31/12, le chiffre d'affaires est en hausse de 8,6 % et le résultat opérationnel de 40 %. D'après un sondage interne à l'entreprise, 98 % de ses clients la recommanderait à un ami. Bref, tout baigne. La VANT s'établit à présent à 1,92 GBP.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Ce fabricant de solutions numériques pour le marché du câble vient de s'offrir l'un de ses concurrents pour la modique somme de 1,29 usd par action. Il s'agit de RL Drake qui réalise un chiffre d'affaires représentant environ un tiers de celui de Blonder Tongue. La structure bilantaire de la société, jusqu'ici impeccable, va probablement se dégrader. Mais nous espérons que les économies d'échelle et les synergies permettront de doper la rentabilité de la société pour inciter, à terme, Mr Market à nous en offrir enfin le juste prix de ses actifs.

Books-A-Million (USA) Ticker : BAMM

[1 Stock That's Going to Zero](#) est l'intitulé d'un article du Motley Fool, qui nous a vraiment bien fait rire. A chacun son avis bien entendu, mais nous n'avions jamais imaginé que d'autres investisseurs dans la valeur puissent aider les amateurs de Daubasses à ramasser des actifs à prix cassé. Ceci illustre également

News de nos sociétés

que même à l'intérieur de la famille « investissement dans la valeur », la démarche Daubasse est considérée peu sérieuse, voire toujours mal comprise. Dans une vidéo, Austin Smith nous explique que le commerce de détails sur les livres est mort... Vive Amazon ! Nous n'allons pas pouvoir nous étendre trop sur le sujet dans ces news, mais contrairement aux idées reçues, Books-A-Million génère une marge brut de 30% supérieure à Amazon et même avec une structure qui semble plus légère en matière de coûts (le commerce en ligne), Books-a-Million génère une marge nette de 40% supérieure à Amazon ! Cela dit, nous pensons que la direction de Books-a-Million veut également créer dans ses librairies un endroit convivial qui place la société bien au-delà d'un endroit où l'on achète simplement un livre et a déjà commencé à combler son retard en matière de livre électronique.

En fait, nous ne pouvons au final que remercier le site du Motley Fool qui permet encore au chasseur de Daubasse d'acquérir la société à prix cassé !

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

Joli jeu d'écriture comptable pour notre papetier hollandais, qui grâce à une renégociation de son plan de pension pour ses employés, dégage un profit de 4,3 M EUR (avec cet effet positif non récurrent de +7,8 M EUR). Hors cette opération, les pertes ressortiraient à 4,3 M EUR. Le marché semble avoir chaussé ses lunettes roses avec cette publication, car le titre a largement profité de cette nouvelle.

Les ventes sur l'exercice sont quasi stables (+0,9%). L'entreprise souhaite continuer à rentrer dans des marchés de spécialité comme les emballages. A court terme, et espérons-le à plus long terme, Crown Van Gelger pense bénéficier de la baisse des matières premières : la pulpe de papier. Le management s'attend un exercice profitable.

Duckwall-Alco Store (USA) Ticker : DUCK

Sans toutefois disposer du rapport annuel, nous disposons dans un communiqué de presse de l'information suivante : sur l'année 2011 clôturée le 31 janvier 2012, les ventes de Duckwall-Alco Store sont en progression de 4,4%.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Comment calculer les profits d'une société qui exploite des mines d'or ? A la louche, rien de plus simple en réalité. Il suffit de connaître : le cours de l'or, le niveau de production d'or et le coût d'extraction. Pour chaque société, à quelques nuances près, le niveau de production et le coût d'extraction sont des paramètres connus et aisément extrapolables à court terme. Les cours de l'or sont connus sur les périodes passées. Aussi, nous sommes étonnés que le marché réagisse à la hausse suite aux publications des bons résultats des minières que nous avons en portefeuille. Car avec un cours de l'once d'or supérieur à 1 700 USD / once en moyenne sur le 4ème trimestre 2011, il ne faisait aucune surprise que les résultats seraient excellents. Et pourtant, les cours de nos minières ont profité de leurs publications... Sacré monsieur Marché !

Dundee Precious Metals a généré un CA en hausse de 67% à 338 M USD et des profits x3,5 à 80 M USD. Notre minière profite à plein de cours de l'or élevés, de

News de nos sociétés

1 569 USD / once en moyenne sur 2011 - car elle n'a aucune couverture, ce qui était un de nos critères d'achat. Et avec un coût de production de « positif » de +112 USD / once (du fait de l'extraction de cuivre, zinc et argent), des objectifs d'extraction de 128 000 à 143 000 onces pour 2012, 3 mines en production et 3 autres en cours d'exploitation / développement et un trésor de cash de 173 M USD nous annoncent un avenir à moyen terme radieux.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Avec les résultats au 31/08/2011, c'est la soupe à la grimace : l'actif net par action tombe à 51p, soit une baisse de 35% par rapport au 31/08/2010. En fait, cette véritable chute s'explique par des écritures de réduction de valeurs de 2 des valeurs détenues par le fond fermé. Ce sont les 2 sociétés les plus technologiques : Clintech (biotechnologie) et Obopay (paiement par téléphone portable). Espérons que ces réductions de valeur soient le reflet du conservatisme du management et non d'une perte de valeur définitive. Sur les participations cotées, c'est la même tendance avec une sous-performance par rapport au marché indien.

Bonnes nouvelles tout de même : des sociétés qui tournent bien, comme le spécialiste de la maintenance aéroportuaire en Inde, AirWorks, et un rachat d'actions à 35p qui a permis d'annuler 2 260 589 titres.

Exacompta - Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Le CA 2011 est en hausse de 16,3% par rapport à 2010, pour atteindre 220,5 M EUR : un plus haut historique pour le groupe. Annonce que nous pouvons considérer comme « bonne » pour une daubasse qui génère des bénéfices. Le management précise que le cru 2012, hors événements économiques exceptionnels, devrait être de la même qualité.

Investor AB (Suède) Ticker : INVE-A.ST

La direction étudie la possibilité pour les détenteurs d'actions A (c'est-à-dire nous) de convertir leurs actions en « actions B ». Ce qui pourrait s'avérer intéressant à double titre : d'une part, les actions A sont un peu plus décotées que les actions B (et donc, on pourrait envisager une petite réduction de la décote) et d'autre part, on pourrait espérer une amélioration de la liquidité des actions par une fusion entre les deux types de support. Ce n'est pas un événement « importantissime » mais il méritait d'être souligné comme argument supplémentaire du souci de la direction de créer de la « valeur actionnaire ».

Key Tronic (USA) Ticker : KTCC

Après l'annonce de ses excellents résultats le mois passé (cfr notre lettre de février), la société a mis son rapport financier à disposition. Rien de bien neuf selon nous si ce n'est l'actualisation de la VANT qui s'établit à 5,41 usd ... bien en deçà du cours actuel qui a été boosté par les annonces miraculeuses. Nous nous devons aussi de souligner que la moitié du bénéfice net ne provient pas exactement d'activités opérationnelles mais de l'activation d'impôts différés.

News de nos sociétés

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

S'il en est un titre en portefeuille peu liquide, Leeds Group fait parti du trio de tête. Ce qui n'empêche pas, et par nous ne savons quel miracle, l'entreprise de continuer à ramasser ses propres titres sur le marché : le 2 février, ce sont encore 760 000 titres qui ont rempli la besace de notre entreprise à un prix moyen de 17,75 p. Pour rappel, l'actif net de l'action est de 45,7p. C'est donc une excellente opération créatrice de valeur pour les actionnaires restants ... et ils doivent commencer à se faire rares ! Désormais, Leeds Group détient 12% de son propre capital et les managers 53%. Le flottant se réduit et nous pensons que nous n'avons jamais été aussi près d'un retrait de la cote.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEM

Deux opérations ce mois-ci. La première, c'est la vente du groupe de salles de cinéma Utopia à son management et une société de capital à risque luxembourgeoise. Le montant de la vente n'est pas connu et nous ne pouvons donc pas déterminer l'impact de l'opération sur la valeur de notre holding. Nous pouvons seulement supposer que Luxempart n'ayant pas le « couteau sous la gorge » sur le plan de sa solvabilité, la vente a pu se faire dans des conditions intéressantes. La deuxième opération, c'est la souscription par Luxempart à l'émission d'une obligation convertible auprès de Pescanova, le « fameux poissonnier » espagnol dont la société a déjà acquis 5 % l'année dernière. L'obligation a une maturité de 7 ans et servira un intérêt de 8,75 %. Le taux de conversion est de 32,81 euros, soit 28 % au-dessus du cours actuel.

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

Notre malterie franco-belge a publié son rapport semestriel clos au 31/12/2011. Le groupe fait face à un double effet négatif. Tout d'abord, une baisse de la marge brute à cause du prix élevé des matières premières. Et, du fait de surcapacités et d'une demande sur le marché de la bière en baisse en Europe de l'Est, la société a arrêté plusieurs unités de production de malt. Le CA se maintient à 43,3 M EUR (+2,3%) mais le résultat net atteint seulement 0,9 M EUR vs 5,5 M EUR sur la même période en 2010.

Le management s'attend néanmoins à un rebond de la rentabilité sur le second semestre grâce à une bonne visibilité (carnet de commandes plein) et une tension moins importante sur les matières premières. Ainsi, le résultat est attendu au même niveau que 2010/2011, soit environ 11 M EUR.

Une filiale a été créée en Bulgarie : Malterie Soufflet Bulgarie. La filiale hongroise a cessé son activité de malterie car non compétitive selon le management. Elle conserve néanmoins son activité de collecte d'orge de brasserie.

Networks Engine (USA) Ticker : NEI

Le 8 février, le rapport trimestriel de la société cloturé au 31 décembre 2011 était disponible. Nous constatons une amélioration de la situation patrimoniale de la société, avec une appréciation de 10% de sa valeur d'actif Net tangible à 1.911\$. Sa valeur Net-Net est toutefois en recul, car nous avons dû effectuer un retraitement des stocks pour cause de rotation supérieure à la moyenne des 3

News de nos sociétés

dernières années, de 66 jours alors que la moyenne est de 49 jours. La valeur Net-Net s'établi donc a 1.546 \$, soit assez proche du cours actuel de 1.50\$. Au niveau des ventes, nous observons une stagnation par rapport aux 3 premiers mois de 2010. Une légère réduction des dépenses permet de dégager un profit en hausse de 1% par rapport à la même période de 2010.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Nous pourrions dire *bis repetita* pour Oceana Gold en reprenant notre commentaire de Dundee Precious Metal. Néanmoins, il faut être plus prudent, car pour Oceana, le coût de production d'or est beaucoup plus élevé. Il a atteint en moyenne 875 USD par once en moyenne sur 2011.

Le CA 2011 profite à plein des cours de l'or. Il est en croissance de 219% à 396 M USD grâce à l'effet prix, l'effet volume étant légèrement négatif par rapport à 2010. Le résultat opérationnel est en hausse de 17% et atteint 164 M USD. Les profits sont stables à 44 M USD, uniquement du fait de gains sur couverture sur le cuivre qui avaient fortement impacté positivement l'exercice 2010 (12 M USD). Hors effet couverture, les profits ressortent en hausse de 18%. Depuis 2011, la société n'a plus de couverture.

En terme de croissance, le projet de Didipio aux Philippines suit son cours et maintient les délais avec une mise en exploitation prévue fin 2012 avec des réserves probables et prouvées revues à la hausse de 19% pour l'or à 1,68 M onces et de 35% pour le cuivre à 229 000 tonnes. L'entreprise a 170 M USD dans les caisses.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Les discussions que nous suivons sur le forum PV Crystalox Solar de la bourse de Londres, nous apprennent que le prix de toutes les composantes des panneaux solaires est en augmentation sur le marché, hormis les panneaux solaires (produits finis). Toujours d'après ces échanges, cette augmentation des prix pourrait avoir une répercussion positive sur les résultats du premier trimestre de la société. A confirmer bien entendu.

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

Sans surprises, la publication de l'exercice 2011 est mauvaise. C'est la première fois depuis la création de la société en 1996 qu'elle fait un exercice en décroissance. Sur l'exercice, le CA est en baisse de 3% à 13,4 Mds NOK et l'EBITDA - avant réduction de valeur - en chute de 19% à 2,9 Mds NOK. Après une réduction de valeur des sites de production de panneaux en Norvège et à Singapour pour 10,1 Mds NOK, les pertes atteignent 10,0 Mds NOK.

Le management est confiant à long terme sur le marché de l'énergie et de la capacité de l'entreprise à faire face à la surcapacité actuelle. Elle prévoit des réductions de coûts et se prépare à une reprise du marché. Néanmoins, à court terme, il nous semble évident qu'il est improbable de retrouver les marges de 2010. Espérons qu'avec la qualité de REC et de ses bonnes finances (les fonds propres représentent 50% de son bilan), elle fasse partie des sociétés survivantes du secteur qui pourront se partager le gros gâteau d'après crise.

News de nos sociétés

SAM (France) Ticker : SAMP.PA

Après PTS durant le premier semestre 2011, SAM poursuit sa politique de croissance externe en acquérant la société hollandaise Rodac. Le chiffre d'affaires de l'année est, logiquement, en progression mais la direction annonce que les coûts exceptionnels liés aux acquisitions pèseront sur la rentabilité du groupe, mais nous dit aussi que « le résultat opérationnel courant restera positif » ... ce que nous traduisons par « le résultat net se soldera par une perte ». Bon, ben nous voilà avertis. Franchement, ils auraient mieux fait de nous ristourner leur cash au lieu d'acheter à tout va.

Scotts Liquid Gold (US) Ticker : SLGD.OB

Nous observons un changement dans la direction de la société. En effet, monsieur Barry J. Levine a été nommé au poste de Chief Financial Officer et Chief Operating Officer de la Société, le 27 février 2012.

Taitron (US) Ticker : TAIT

Nous vous avons parlé dans la lettre de décembre 2011, du rachat d'actions des deux fondateurs de la société, qui avait d'ailleurs commencé en novembre. Nous observons que le rachat d'actions de ces messieurs Wang Stewart et Ku Tzu Sheng se poursuivent. Nous ne pouvons pas dire qu'ils ont cassé réellement leur tirelire sur le mois de février avec un achat de 800 et 2 000 actions, soit à eux deux 2 800 actions à un prix de 1\$ et 1.01\$.

Si par contre nous relevons le nombre d'achats qu'ils ont effectués depuis novembre 2011 à eux deux, c'est 17 achats d'actions pour un total de 116 740 actions.

Que se prépare-t-il sur Taitron ? Reste toujours un mystère ! Mais nous ne pensons pas que les deux fondateurs de la société ont décidé d'engloutir environ 120 000 \$, juste pour permettre à Taitron de se maintenir au-dessus de la barre des 1\$, afin de ne pas être délisté sur le Pink Sheet. Sanction qui planait voici quelques mois encore, puisque du 23 septembre au 12 décembre 2011, le prix de l'action Taitron est restée sous la barre des 1\$.

Tandy Brands Accessories (USA) Ticker : TBAC

Le 10 février 2012, nous avons pu prendre connaissance du rapport semestriel de la société clôturé au 31 décembre 2011. Nous pouvons dire d'emblée que les nombreux accords de licence contractés par la société ces derniers mois, et surtout les mesures prises par la direction, commencent à porter leurs fruits et à être traduits noir sur blanc dans le bilan. La valeur d'actif net tangible est passée de 3.4993\$ à 3.9129\$, soit une augmentation de 12%. La valeur Net-Net de la société a pratiquement doublé pour s'établir à 2.9389\$. Les raisons traduites dans le bilan sont multiples. Tout d'abord, une réduction de l'endettement de plus de 15% faisant passer la solvabilité de la société de 40% à 49%. Ensuite, les redressements sur la rotation des stocks et la durée de créances ont disparu. La rotation des stocks est de 121 jours alors que la moyenne de ces 3 dernières années est de 125 jours. Même chose pour le délais de paiement des factures de 41 jours, alors que la moyenne est de 43 jours.

News de nos sociétés

Au niveau des comptes de résultats, si le chiffres d'affaires est stable par rapport à la période de 6 mois en 2010, mais en augmentation de plus de 10% sur la comparaison à 3 mois, nous observons aussi que les dépenses générales et administratives ont été réduites de 20%, ce qui au final, sur 6 mois, se traduit par un profit de 0.23\$ au lieu d'une perte de 0.28\$ sur la même période de 2010.

Le marché a évidemment réagit à ces bonnes nouvelles en faisant grimper le cours de +80%. Nous regrettons évidemment de ne pas avoir renforcé notre ligne, d'autant plus que nous en avons évoqué à plusieurs reprises la possibilité. Avec un potentiel de +122% aujourd'hui, nous pensons toujours que le couple potentiel / risque reste très intéressant.

Tegal (US) Ticker : TGAL

Lors de la publication des résultats semestriels, arrêtés le 31/12, nous obtenons d'abord la confirmation de la vente massive de brevets (plus de 30) et annonce sa volonté d'en vendre d'autres. Suite à ces ventes et malgré une petite acquisition, la société commence à ressembler à une énorme tirelire : la société détient, après déduction de l'ensemble de son passif, de l'argent qui représente 4,69 usd par action, soit quasiment le double du cours au moment où nous vous avons présenté cette société, dans notre lettre du mois de juin 2011.

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

Nous disposons, juste avant la publication de la lettre, du rapport de fin décembre 2011. La NAV s'établit à 5.53\$. Pour les informations, nous en retiendrons deux. La première c'est le rachat d'actions effectué durant le dernier trimestre 2012, soit 735 619 actions achetées à un prix moyen de 2.52\$... C'est, selon la direction du fond, le meilleur investissement actuel. Sur l'année 2011, le fond a racheté 1 124 328 de ses propres actions. La seconde information qui nous semble importante, c'est qu'il y aura fin 2012 des élections en Ukraine. Ce qui pourrait, espérons-le, changer l'image désastreuse actuelle du paysage politique. C'est à cette condition que les investisseurs institutionnels se réintéresseront aux investissements en Ukraine.

Winland Electronics (USA) Ticker : WEX

Nous avons appris le 7 février que l'AMEX a été convaincu par les arguments de la société, sur laquelle planait un délistement pour non respect des standards de cotation, à savoir un capital propre inférieur à 4 millions de \$ et des pertes récurrentes. L'AMEX a donc prolongé la date à laquelle Winland Electronics devra se mettre en conformité avec ces standards, jusqu'au 29 mai.

Logiquement, nous devrions nous attendre à de bonnes surprises dans le rapport annuel ou au moins sur les résultats du premier trimestre 2012 ... Le problème, c'est que sans ce rapport annuel, nous ne pouvons pas comprendre si la bonne surprise possible à venir a quelques bases tangibles pour se réaliser.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

Au 31 décembre 2011, l'actif net par action est de 1,098 USD par action. De avril à décembre 2011, le fond fermé a racheté sur le marché 1 667 888 actions

News de nos sociétés

qu'elle a annulé, soit 2,97% du capital, avec une décote moyenne sur l'actif net de 32,7%. De la création de valeur comme nous aimons.



Analyses de société

Groupe Plastivaloire

(Paris, Ticker: PVL.PA / ISIN : FR0000051377)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Plastiques du Val-de-Loire (Plastivaloire) est une société française, créé en 1963. Elle détient des sites de production en Pologne, Roumanie, Hongrie, Espagne et Tunisie. Elle est spécialisée dans la conception, la production et la commercialisation de pièces plastiques par procédé d'injection à destination des produits de grande consommation. Ses principaux débouchés sont: la sous-traitance de pièces automobiles (pour près de 70 % des ventes avec comme clients, entre autres, Renault, Peugeot et Valéo), les coffrets de téléviseurs pour le compte de grands fabricants comme Sony, Orange ou Philips ainsi que la fabrication de pièces plastiques comme des interrupteurs électriques, des télécommandes ou des terminaux de paiement.

En raison de sa forte exposition au secteur automobile, la société est très cyclique. Elle a notamment connu un exercice 2009 déficitaire. Grâce à son bilan relativement sain, la société a pu procéder à des acquisitions, notamment avec un esprit « contrarian » : Plastivaloire a notamment acquis en pleine tourmente 2009 un concurrent qui représentait 25 % de son chiffre d'affaires.

Nous notons aussi l'acquisition de Bourbon début 2011, acquisition qui va lui permettre de pratiquement doubler son chiffre d'affaires. Cet achat, réalisé avec un esprit retors que ne désavouerait pas l'Equipe des Daubasses, s'est fait sous la valeur estimée des actifs tangibles acquis. Ce qui a entraîné, au cours du semestre écoulé, un profit exceptionnel et « one shot » de 14 euros par action.

Ces acquisitions ont néanmoins entraîné une certaine dégradation de la qualité de son bilan dont la solvabilité « maison » s'élève à présent à 46 %.

Nous remarquons aussi que les usines françaises sont largement déficitaires et que la rentabilité du groupe est essentiellement portée par les implantations internationales.

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

Sur base des comptes semestriels arrêtés au 30/09/2011, nous pouvons acheter un actif courant représentant 85,85 euros par action, duquel nous nous devons de déduire les dettes et les intérêts des minoritaires qui représentent 95,25 euros par action. La VANN de Plastivaloire est donc négative.

Analyses de société

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



La société est propriétaire d'immeubles acquis au coût de 53,49 euros par action. Nous leur appliquons notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajoutons le montant obtenu à la VANN (négative) et obtenons une VANE de 33,39 euros par action.

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal qui est constitué par les **créances commerciales**. Elles représentent 36,67 euros par actions et sont payées, en moyenne, à 97 jours. Ce délai est légèrement moins bon par rapport à la moyenne des trois derniers exercices (90 jours) et semble relativement élevé. La direction a acté des provisions pour créances douteuses équivalentes à 1,3 % de l'en cours, ce qui témoigne d'une certaine prudence mais pas d'un excès de prudence... Excès de prudence dont nous allons pour notre part faire preuve en prenant une marge de sécurité de 20 % sur ce poste, soit 7,33 euros.

Les **stocks**, eux aussi, ont une tendance à « tourner » moins rapidement : 94 jours au 30/09 contre une moyenne de 85 jours les 3 derniers exercices. Nous remarquons que la direction a acté des réductions de valeur pour 6,7 % de la valeur brute du stock et que celui-ci est constitué, pour 56 %, de matières premières a priori moins soumises aux risques d'obsolescence. Nous « checkons » toutes ces constatations et décidons d'appliquer une marge de sécurité de 25 % sur ce poste et amputons donc sa valeur aux livres de 4,58 euros.

Un poste important « **d'autres créances** » apparaît au bilan. Après recherche dans les annexes, nous remarquons que la plus grosse partie consiste en créances commerciales qui ont été « affacturées ». Ce poste est en très forte augmentation par rapport à l'exercice précédent. Pour notre part, nous n'aimons pas trop cette approche, souvent onéreuse pour une entreprise, qui consiste à céder une partie des créances qu'elle détient. Le cumul de ce poste avec celui des créances commerciales tend à nous inquiéter quant au poids du « crédit client » accordé par Plastivaloire. Nous décidons de prendre une marge de sécurité de 20 % également sur ce poste et l'amputons donc de 2,71 euros par action.

La **trésorerie** représente 6,08 euros par action et n'appelle aucun commentaire particulier.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre les immeubles abordés dans le calcul de la VANE, nous relevons essentiellement les **installations industrielles** qui ont été acquises à un coût de 87,30 euros par action. Nous les reprenons pour 10 % de leurs coûts d'acquisition, soit 8,73 euros par action.

Analyses de société

Nous n'avons rien relevé en matière de **dilution** ou de **hors bilan**.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la Valeur de Plastivaloire en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 27,50 euros.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



Une daubasse qui fait des bénéfices, c'est assez rare pour être souligné. Au cours des 5 derniers exercices comptables, le résultat opérationnel de la société s'est élevé, en moyenne, à 3,99 euros par action (après déduction d'un forfait de 35 % pour tenir compte de l'impôt sur le résultat). Nous actualisons ce mon-

tant au taux de 12 % et obtenons 33,25 euros. A cette somme, nous ajoutons les immobilisations financières et la trésorerie de l'actif, et déduisons les intérêts des minoritaires et les dettes financières. Nous obtenons une VCB négative de... 0,15 euros.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 19,27 euros, nous avons pu acquérir Plastivaloire avec une marge de sécurité de :

42 % sur sa VANE
30 % sur sa VMLV

Avec Plastivaloire, nous avons l'impression d'acquérir une « cyclique de croissance » avec une direction qui nous semble avoir une politique rationnelle et retorse de croissance externe. Nous garderons cependant un œil sur la solvabilité de la société en espérant que le management ne nous entraîne pas vers une indigestion d'acquisition : il a, comme projet, d'encore acquérir un concurrent allemand alors que l'intégration de Bourbon pourrait prendre des années. Direction ambitieuse et retorse mais peut-être pas conservatrice et prudente.

Néanmoins, le fait que le PDG détienne, avec sa famille, plus de 50 % du capital de la société nous laisse supposer (espérer ?) qu'il n'entraînera pas sa société dans des aventures financièrement trop aléatoires.

Ceci dit, le prix auquel la société est proposée nous semble attrayant : même si la société a pratiquement toujours été cotée sous ses capitaux propres, cette décote a été, en moyenne au cours de ces cinq dernières années, de 56 %. En appliquant cette décote historique aux fonds propres actuels, on obtiendrait un objectif de cours « normal » de 24 euros... en attendant bien sûr un retour à la juste valeur que nous estimons tourner autour de la VANT, soit 52,3 euros.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)



Voici le troisième et dernier volet de notre *saga* « Esprit Viking ».

First Farms, quand « l'esprit viking » s'invite dans les émergents ...



FirstFarms

Avant d'aborder l'analyse financière proprement dite, nous vous proposons de prendre connaissance du cheminement de nos interrogations, de nos doutes et des réponses que nous avons tenté d'apporter... mais aussi de notre lettre au management de la société et de la réponse de ce management. Nous allons donc vous présenter ci-dessous la majeure partie des 90 échanges que nous avons eus entre nous du 20 Janvier 2012 au 8 Février 2012.

Nous espérons que cela vous permettra de bien comprendre la société First Farms et son environnement « géo-économico-politique » d'une part et d'autre part le travail de fond que nous fournissons en aval avant toute prise de décision d'investissement. Même si tous les dossiers ne sont pas aussi étoffés ... heureusement !

La société First Farms est donc une société Danoise cotée sur la bourse de Copenhague qui déroule ses activités dans deux pays de l'Est de L'Europe : la Slovaquie où elle est active principalement dans la production laitière avec un cheptel de 2700 vaches laitières et la Roumanie où elle déroule une activité de

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

grande culture céréalière et surtout où elle est propriétaire de 7536 Hectares de terres agricoles.

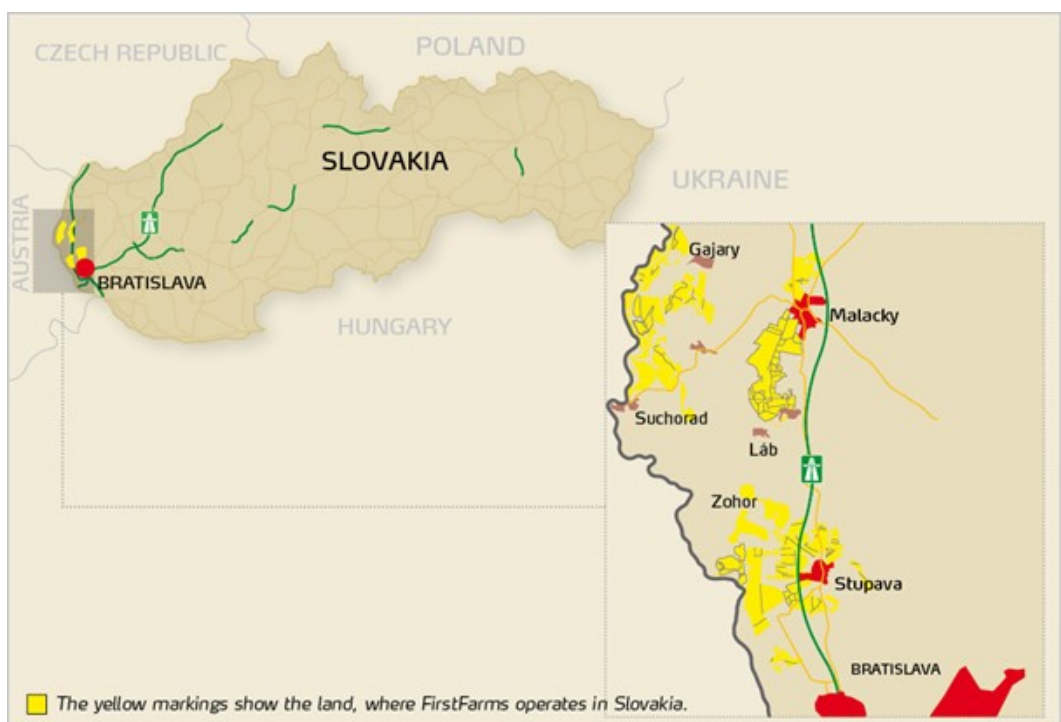
Commençons par faire une esquisse rapide des deux pays de l'Est. Avec des chiffres datant de 2011.

La Slovaquie

La Slovaquie est un des pays les plus avancés d'Europe de l'Est. C'est avec la Slovénie, le second pays de la Zone Est européenne à faire partie de la zone Euro. Le premier janvier 2009, la Couronne Slovaque est remplacée par l'Euro. Avec un PIB de 22 200\$ par habitant, nous ne pouvons plus réellement parler de pays émergent. Pour vous donner un ordre de grandeur, le PIB par habitant du Portugal est de 23 000\$ par habitant et celui de l'Espagne 29 000\$ par habitant. La dette publique représente 44% du PIB, ce qui, vous en conviendrez, reste plus que raisonnable .

La Slovaquie compte 5,4 millions d'habitants pour une superficie de 49 035 KM². La surface agricole représente 29% e la superficie du pays.

Sur la carte , vous pouvez découvrir la localisation des trois fermes de First Farm (points noirs et gris) situées au nord de Bratislava, non loin de l'aéroport et dans une zone à la fois industrielle (implantation des usines Volskvagen – Sko-



Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

da) et agricole. First Farms exploite dans cette zone 8200 hectares de terrains en location.

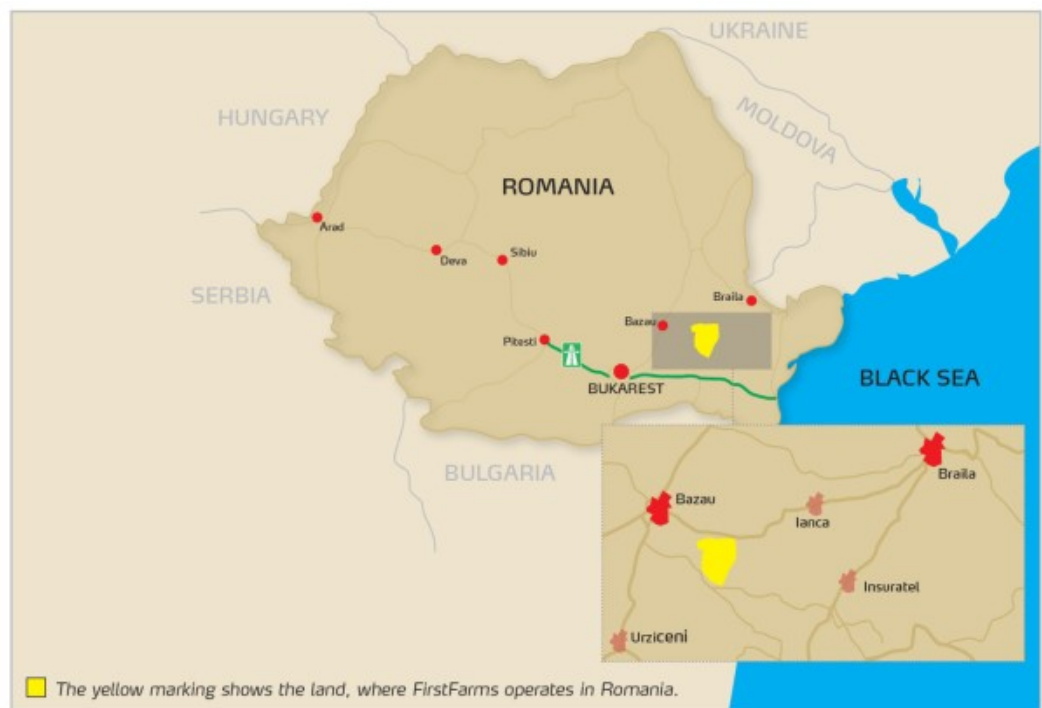
La Roumanie

La Roumanie est un des pays les moins développés de l'Union Européenne avec un PIB de 11 500 \$ par habitant. La dette publique représente ne représente que 34% du PIB.

La Roumanie compte 31,8 millions d'habitants pour une superficie de 237 500 Km². La surface agricole représente 40% de la superficie du pays.

C'est évidemment en Roumanie que se trouve, selon nous, la valeur cachée de First Farms avec des terrains évalués au bilan à 2 000 euros l'hectare.

Sur la carte, vous pouvez découvrir la zone où se trouve les terrains détenus par



First Farms. C'est une des zones les plus fertiles de Roumanie mais nous y reviendrons un peu plus tard.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)



Place maintenant à la discussion que nous avons eue. Une fois n'est pas coutume, nous allons vous préciser « qui dit quoi », principalement pour plus de compréhension, mais aussi plus de clarté !

Pierre

Bonjour à tous,

La traduction Google Français-Roumain n'est pas trop mal, j'ai relooké quelques phrases, mais pas tout ce serait trop long.....

Je pense que c'est compréhensible.

Je me demande quand même si un investissement pour le club ne serait pas approprié. Je vous laisse lire l'article pour que vous me disiez ce que vous en pensez... Mais au niveau des prix avancés à l'hectare, nous sommes plus proche des zones fertiles avec les terrains détenus par First Farm que de la fourchette courante ... Je dirais que nous devrions faire une moyenne entre le haut de la fourchette courante et le bas des terres fertiles...

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

En plus, la pression sur les prix va sans doute monter jusqu'en 2016 ou 2020 selon l'accord ou pas avec l'UE...

Je sais que First Farm n'entre pas dans nos critères purs même si le prix actuel est proposé avec une décote de 30% sur la VANT... Mais nous avons les moyens d'estimer beaucoup mieux qu'habituellement la valeur des terrains et surtout de mettre cette valeur en perspective. Je pourrais éventuellement trouver sur des sites Roumains le degré de fertilité des zones où sont situés les terres de Firstfarm, classées par le ministère de l'agriculture et peut-être aussi des annonces de prix de vente d'un hectare dans la zone, à titre d'information ...

Qu'en pensez-vous avant d'aller plus loin ?

Bien a vous. Pierre

PS. Bien entendu, nous en avons déjà discuté avec Louis P, l'idéal serait d'acheter directement. Une part du club de 3.33%, nous permettrait d'acheter 2 hectares et quelques ares ! Mais il faut passer par la constitution d' une société et cela ce complique trop !

Le premier article (en Roumain, traduction automatique de Google) :

La Roumanie demande à l'UE de reporter à 2020 la décision sur la vente de terres à des non-résidents. Roumanie fera une approche par l'Union européenne qui ne sont pas obligés de vendre des terres à des non-résidents, en 2020, a déclaré à Berlin, ministre de l'Agriculture Valeriu Tabara.

« La Roumanie n'est pas prête à ce moment d'ouvrir la terre et les terres agricoles et à cette fin la Roumanie va faire une demande a l'UE pour nous permettre de prolonger le délai après 2016, alors que le pays n'est pas obligé de vendre des terres à des non-résidents, alors comment les autres Etats ont fait. Bien sûr, il reste à voir la position de l'Union européenne et notre capacité à négocier, mais c'est la position du MADR et le gouvernement roumain », a déclaré le ministre de l'Agriculture.

Il a ajouté que la Roumanie est conditionnée par le traité d'adhésion de commencer la vente des terres pour 2016 aux non-résidents. Le Chef de l'Agriculture a déclaré qu'actuellement, environ 7-8% des terres arables de la Roumanie est utilisé par les étrangers qui ont acheté en conformité avec la loi ou ont loué

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

les terres aux deux conditions que l'on trouve dans le Code civil . Ainsi, il ya une obligation pour les individus d'être domicilié en Roumanie et aux entreprises ou associations personnelles être basée en Roumanie s'ils veulent posséder des terres ou pour le travail.

Selon MADR, la surface agricole détenue par des étrangers en Roumanie à la fin de 2011 s'élève à plus de 700.000 hectares, soit 8,5% des terres arables de la Roumanie. Dans un classement des acheteurs de terrains en Roumanie, l'Italie est au premier rang avec 24,29%, 15,48% Allemagne 9,98% et les pays arabes. Par ailleurs, la Hongrie avait 8,17% des 700.000 hectares de terres agricoles au cours achetés en Roumanie, l'Espagne (6,22%), Autriche (6,13%), Danemark (4,52%), la Grèce et les Pays-Bas , 4% et 0,78% en Turquie.

Selon Valeriu Tabara, les prix des terrains en Roumanie l'année dernière se situait entre 1500 et 2500 euros par hectare, et en 2011 dans les zones fertile atteignait 4000-5000 euros par hectare.

La Roumanie participant au Salon International de cette année pour l'alimentation, l'agriculture et l'horticulture « Semaine verte » à Berlin (Allemagne), en tant que partenaire de l'Etat, les 62 sociétés opérant dans l'industrie alimentaire, l'agriculture et l'horticulture dans notre pays de donner des produits dans le Hall 10.2 de Messe Berlin Pavillon des Expositions, une superficie de 1000 m².

Source: AGERPRES

Le second article (en Roumain avec traduction automatique Google) :

La Roumanie pourrait devenir l'une des grandes puissances de l'agriculture en Europe.

La Roumanie pourrait être le prochain grandes puissances de l'Europe par le développement des fermes agricoles et des unités de transformation .

Développement des moyennes et grandes exploitations, et les unités de transformation pourrait propulser la Roumanie dans les puissances agricoles de l'Europe, estime le ministre fédéral de la protection des aliments, Agriculture et de la consommation de l'Allemagne, Ilse Aigner.

« La Roumanie pourrait être le prochain puissances agricoles qui continueront à développer des moyennes et grandes exploitations, mais qui doit également

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

développé une industrie de transformation de ces produits de base de qualité. La Roumanie doit continuer à développer l'agriculture, si elle veut être puissante », a déclaré à l'Agerpres, Ilse Aigner, lors de sa rencontre avec des journalistes accrédités auprès de la « Semaine verte ».

Le ministre allemand Aigner, les nouvelles technologies peuvent être utilisées sur une petite échelle, mais les exploitations moyennes et grandes sont essentielles.

En outre, l'officiel allemand a déclaré que l'Allemagne était dans la structure actuelle de l'agriculture roumaine, soit 1,6 millions d'exploitations agricoles, il y a 50 ans, mais l'application de la technologie, l'innovation et la recherche de leur nombre ne dépasse pas 300 000 aujourd'hui.

La Roumanie souhaite la performance dans l'agriculture Pendant ce temps, le roumain Valeriu Tabara ministre de l'Agriculture a déclaré qu'il était heureux qu'il peut apprendre à faire des performances d'un pays avec des ressources, pas très riche, mais qui pourrait devenir l'une des grandes puissances agricoles du monde.

« La Roumanie souhaite être performante dans l'agriculture, surtout face au problème avenir - la sécurité alimentaire - liée étroitement à l'agriculture. Vous devriez envisager une relation plus étroite entre les agriculteurs et les transformateurs et une juste et honnête avec le consommateur », a déclaré Valeriu Tabara.

La «Semaine verte» se déroulera du 20 janvier au 29 2012 à Berlin et est l'exposition la plus importante dans l'industrie alimentaire mondiale, l'agriculture et l'horticulture.

Source: Agerpres

Louis P.

Personnellement, j'ai une grosse conviction à très long terme sur Firstfarms avec une seule réticence : un repli de la Roumanie sur elle-même et ses anciens démons ne la fera-t-elle pas exproprier les « capitalistes » étrangers ou même nationaux ?

La valo des terrains de Firstfarm est donc pile dans la moyenne. Apparemment, sauf s'ils sont particulièrement fertiles, il n'y aurait pas d'heureuse surprise

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

court terme à attendre de ce côté là.

Franck

3,33%, ça ferait 2 ha ??

Ce serait intéressant de calculer combien on obtient d'ha avec Firstfarm pour le même montant en actions ? Ce n'est pas directement comparable car ce sont des terrains exploités mais je trouve que ce serait un ratio pertinent : le nombre d'ha par action !

Je suis plutôt pour un investissement du club pour 1 portion en tant que diversification dans la valeur et protection contre l'inflation.

Louis P.

Si on tient compte que les dettes sont couvertes par les stocks, les cultures sur pieds, le troupeau de vaches, les créances et les installations de production, qu'on considère que les quotas laitiers ne valent rien (ce qui n'est pas, pour le moment, le cas car ils seraient aisément négociables), en achetant 650 actions (soit 4 000 euros), on obtient 1,1 ha et une demi vache. Mais il y a des richesses cachées comme les droits au bail sur 4 000 ha supplémentaires ou les bâtiments (que je ne parviens pas à différencier des terrains).

Franck

Merci Louis P, c'est excellent comme statistique !

Pierre, est-ce que tu pourrais couper tes informations pour nous sortir un prix à l'ha moyen. Et voir ainsi si nous obtenons une décote ?

Si on est puriste, il faut prendre en compte ce qu'on obtient en plus du terrain et tenter de les valoriser : le bâti, la 1/2 vache, le droit au bail + exploitation des terrains et les fonctions de l'entreprise : gestion, prospection pour achat, bénéfices, ...

En France, le prix moyen 2010 ressort à environ 5 200 EUR et 3 600 EUR pour les terrains et prés loués.

Source :

<http://www.lafranceagricole.fr/actualite-agricole/foncier-les-prix-de...>

<http://www.proprietes-rurales.com/fr/pageseditos.asp,pk,37.rwi.html>

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Donc, oui, c'est moins cher en Roumanie mais peut-on réellement parler d'aubaine ?

Je ne connais pas la valeur d'1/2 vache...

Louis P.

Franck, le plus simple, c'est de se baser sur les comptes de Firstfarms : une décote de 29 % sur la VANT et des terrains valorisés à 2 000 euros l'hectare dans les comptes. Un terrain loué ne se valorise que 5 000 euros l'hectare en France mais c'est normal : le propriétaire légal n'est jamais réellement propriétaire, le droit est fait pour que ce soit celui qui exploite la terre qui en soit le vrai propriétaire (notamment avec une législation sur les baux à ferme très très stricte vis-à-vis du propriétaire). Dans mon coin, c'est +/- 10 - 12 000 euros l'hectare libre de droits mais les terres ne sont pas très riches. En Hesbaye, les terres sont plus fertiles et on doit au moins déboursier 20 000 euros l'hectare pour des terres libre de bail.

Mais avec Firstfarms, les terres sont libres de bail puisque c'est Firstfarm qui les exploite.

Pierre

Merci pour vos réactions... Je vais essayer de creuser un peu dès lundi, pour avoir les prix réels de la zone et le niveau de fertilité.

Franck

Louis P.,

Je ne suis pas sûr de bien comprendre : 20 000 EUR / ha en Belgique ?

Sais-tu quelles sont les durées des baux des terrains loués par FirstFarms ? Car si demain, l'entreprise doit renouveler 50% de ses baux, certainement qu'il y aura une revalorisation ?

Louis P.

50 % sont des baux de 5 ans et 50 % des baux de 10 et 15 ans. Pas certain qu'il y aura une forte revalorisation des loyers, du moins bien au delà de l'inflation. En tous cas, je ne l'ai jamais constaté en Belgique. Pour info, les terres louées concernent la Slovaquie, pas la Roumanie.

C'est bien 20 000 euros l'hectare en Hesbaye (là où les terres sont fertiles) et

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

10 000 dans mon coin, mais ici, les terrains qui ne peuvent servir que comme « prairie à vaches » ou, à la rigueur, la culture du maïs. Mais pas question de tenter d'y faire pousser des betteraves ou du blé.

Franck

Si le renouvellement du bail se fait avec une faible revalo : 2 000 EUR / ha, c'est cadeau alors ?

Louis P, comment être sûr que les baux vont être renouvelés à FirstFarm ?

Le point le plus critique : quel est le rendement en Roumanie et en Slovaquie ? Certainement que la production à l'ha n'a rien à voir avec la France et la Belgique.

Ici on en parle et plus je trouve que ces terres arables au rabais comme un investissement tangible intéressant. Surtout qu'il y a aussi ½ vache dans cette vallo de 2 000 EUR / l'ha !

D'après ce que j'ai pu trouver sur le net, une vache ça vaut en moyenne 1 250 EUR ==> 625 EUR la 1/2 vache. Est-ce que vous pouvez confirmer si vous avez des amis / voisins agriculteurs ? :-)

Mes sources :

<http://www.rue89.com/2009/05/13/investir-dans-une-vache-en-temps-de-v...>

<http://www.lyonmag.com/article/9174/>

Cotation hebdomadaire :

<http://www.office-elevage.fr/prixprod/prixprod.htm>

<http://www.office-elevage.fr/prixprod/courbes.PDF>

Louis P.

Je travaillais dans le secteur viandeux mais, de mémoire, en Belgique, une holshtein pied noir (qui est la rolls des vaches laitières) au début de sa lactation vaut effectivement dans les 1 300 euros.

Louis P.

Juste pour la petite histoire, les deux derniers liens que tu donnes sont ceux des bêtes destinées à l'abattoir. Et une vache laitière, au moment de l'abattage, ne vaut quasi rien (à peine 200 euros). C'est une vache en début de lactation qui a toute sa valeur et elle diminue en avançant en âge contrairement aux vaches allaitantes qui perdent très peu de valeur jusqu'au moment de l'abattage (sauf si le fermier les garde vraiment très longtemps) .

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Franck

Merci Louis P. pour ces précisions. Nous pouvons donc partir sur du 1 300 EUR la tête.

En gros, pour schématiser, on peut acheter avec FirstFarm, du 2 000 EUR l'ha et 1 vache offerte tous les 2 hectares.

Soit à 1 300 EUR la tête, 650 EUR de réduction sur l'ha, soit un prix net de l'ha à 1 350 EUR. On peut arrondir pour se mettre une marge de sécurité à 1 500 EUR l'ha si la vache n'est pas autant valorisée qu'en Belgique, même si à mon avis, le prix de marché est plus ou moins fixe en Europe). Et là, on est sur des prix relativement intéressants.

Franck

Ce n'est pas directement comparable, mais ça peut donner un ordre d'idée. Sur le marché parisien, il y a AgroGénération, une boîte qui loue des terres en Ukraine et en Argentine : 50 000 ha en Ukraine et 700 ha en Argentine. Elle ne possède aucun terrain et, à ma connaissance, ne possède pas de bêtes car ne produit que des céréales.

La société est valorisée 71 M EUR en bourse.

Voici le rapport S1 2011 : http://www.agrogeneration.com/images/stories/Communiqu_presse/agrogen...

Et le prospectus d'introduction : http://www.agrogeneration.com/images/stories/Prospectus_06092011.pdf

L'entreprise est valorisée 2,5x ses fonds propres sans être propriétaire de terres !

L'idéal serait de trouver un autre acteur en Roumanie pour comparer plus facilement. Peut être une boîte autrichienne ? Pierre, tu as des pistes ?

Louis P.

Attention Franck, dans un troupeau de laitières, tu as bien des vaches en début de lactation (1 300 euros) mais aussi des plus âgées dont la durée de lactation a déjà diminué, des vieilles carnes proches de l'abattage (200 euros), des génisses pas encore lachères (1 000 euros), des vaches pleines (1500 euros), des veaux mâles (200 euros) ou femelles (500 euros) et probablement quelques taureaux

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

qui ne valent souvent pas grand chose dans les races laitières (à moins que l'insémination artificielle, en perte de vitesse en Belgique mais peut-être encore « à la mode » à l'est ?). Faire une moyenne de 1 300 euros sur l'ensemble du troupeau ne me paraît pas tout-à-fait adéquat. La moyenne doit certainement se situer plus bas.

Une autre comparaison, c'est CRESUD, une société argentine active dans l'agriculture en Amérique du sud qui cote à 2,2 fois sa VANT qui est plus rentable que Firstfarms mais aussi bien plus endettée et localisée dans des pays aussi peu libéraux que la Roumanie ou la Slovaquie.

http://www.cresud.com.ar/cresud/index_eni.htm

Franck

Cresud, AgroGeneration sont largement survalorisées par rapport à FirstFarm ... Ce qui ne veut pas dire que FirstFarms soit sous-valorisée ...

Je pense que tout est histoire de marketing, Cresud et AgroGeneration sont les pros de la communication à tout va, ce qui explique certainement cette valo.

Néanmoins, si le marché est capable d'acheter plus de 2x la VANT, FirstFarm a certainement une valeur marchande bien supérieure à sa valeur de marché actuelle.

Pour les vaches, coupons la vaches en 2 et retenons un 500 EUR par tête. Ça me semble relativement conservateur, on divise par 2 = 250 EUR et on obtient un ha de terres cultivées à 1 750 EUR à la grosse louchette.

Est-ce encore un prix raisonnable ? Pierre as-tu connaissance de transactions dans ta famille roumaines pour qu'on voit un peu la valeur de marché sur des petites surfaces agricoles ?

Je m'en vais étudier un peu CRESUD...

Franck

J'ai trouvé 2 valeurs intéressantes :

- 1 américaine, une grosse du secteur : Adecoagro. Lien Google Finance : <http://www.google.com/finance?q=NYSE:AGRO>

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

A noter que c'est une société rentable.

Dernière présentation : http://ir.adecoagro.com/adecoagro/web/arquivos/3Q11_Conference_call.pdf

- 1 italienne : Bonifiche Ferraresi. Je ne comprends rien à l'entité, tout est en italien. Louis A, si tu pouvais y faire un tour...

Lien Google Finance : <http://www.google.com/finance?q=BIT:BF>

Site de la société : <http://www2.bonificheferraresi.it/index.php>

Dernier rapport semestriel :

http://www2.bonificheferraresi.it/index.php?option=com_docman&task=do...

Pierre

Bonjour a tous,

J'ai une carte avec la qualité des terres que je vais vous envoyer par mail avec les explications.

Pour commencer, j'ai trouvé un article sur une autre société danoise qui s'est installée en Roumanie en Avril 2010 et qui donne des informations intéressantes qui recoupent surtout l'information sur les prix à l'hectare car elle est installée dans la même zone que First Farms. Elle explique avoir acheté ces terrains pour 2500€ l'hectare et on comprend que les terres sont très fertiles, voire les plus fertiles de Roumanie (mais j'en reparle avec la carte)... Elle donne aussi une quantité produite sur les première production tout en expliquant que c'est faible vu la sécheresse.

Il y a aussi des infos plus larges sur l'Union Européenne qui pourrait donner des subventions plus importantes pour développer ces sociétés ...

Bien a vous. Pierre

PS. Je vais demain essayer de trouver des annonces pour avoir encore une autre idée de prix à l'hectare sur la zone... Pour les vaches, le prix n'est pas roumain mais bien européen comme vous en parlez...

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

L'article en question avec traduction automatique Google:

<http://www.agro-business.ro/danezii-de-la-jd-agro-realizeaza-in-barag...>

Dans le nord de l'Alomita, près du village de Cocora est né JD Agro, l'une des fermes maraîchères les plus modernes dans le pays, récemment ouvert. Société danoise de développement Jantzen (JD) a investi la somme énorme ici plus de 45 millions (!). JD Agro est déjà annoncé comme un acteur majeur, avec pas moins de 6000 ha. Semblait impressionnant et propre, un signe que la civilisation occidentale peut être présente ici avec nous. Notez que le Cocora ont été créés à ce jour, 35 emplois occupés par le personnel recruté localement. Il convient également de noter que la société ne le directeur Morten Sørensen est le danois.

La Roumanie, considéré comme un El Dorado.

« L'Europe centrale et orientale est un marché nouveau et prometteur pour les investissements agricoles. En tant que pays membre de l'UE des dernières années, la Roumanie est particulièrement intéressante, car beaucoup d'attention et d'augmenter la possibilité d'accorder d'importants projets de subvention agricole de l'UE. De plus, voici la vente des terres agricoles fertiles à des prix extrêmement attractif », a déclaré Erik Jantzen, propriétaire de la compagnie qui porte son nom.

Il a dit que JD Agro était installé sur trois provinces : Braila, Buzau et l'Alomita et le territoire de 12 municipalités. En outre, les entreprises ont élargi la compagnie déjà dans les provinces de Teleorman et Constanta où les exploitations ont été créés.

Ulrik Helweg-Larsen Son Excellence, l'Ambassadeur du Danemark à Bucarest, ont assisté à l'événement, s'est dit ravi par les réalisations de ses compatriotes en Roumanie.

Le prix d'un hectare, € 2500.

L'ha 6000 ont été achetés par environ 15 millions d'euros. D'où un prix moyen de 2.500 euros / ha. Un autre 10 millions ont été utilisés pour le siège de montage et 4 millions de machines et d'équipement. Le reste a été dépensé sur les actes, les routes (10 000 m² à usage interne et pas seulement) pour la préparation de la première production en 3100 afin d'hectares.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Les premières cultures sont le blé (3.000 kg / ha), maïs (4000 kg / ha) et le Colza (2500 kg / ha), avec une production modeste en raison de la sécheresse. Cette année, la gamme de céréales seront plus élevés, avec le travail et les autres 2900 hectares.

La haute cour de plus de 6000 mètres carrés est le siège administratif et deux halls immenses. Un (type entrepôt) est utilisé pour le tri et le stockage du grain. L'autre a un espace réservé pour les engrais et produits chimiques pour le traitement. Voici « mensonges cavalerie lourde » génération suivante de machines agricoles. J'ai vu des camions Mercedes, moissonneuses-batteuses et des tracteurs John Deere.

La même « cour » a été érigé et un centre de stockage. Il se compose de: huit silos d'une capacité de 32.000 tonnes global, de l'équipement de séchage d'une capacité de 50 t / h et le grain nettoyage de l'équipement d'une capacité de 100 t / heure.

L'inauguration de la nouvelle société a été suivie par plus de 150 invités, dont des responsables locaux et des Provinces.

Traian DOBRE

Franck

D'après toutes ces informations, une véritable filière agricole industrielle à l'occidentale est en train d'émerger.

Une seule chose me laisse un peu sceptique avec FirstFarms : le management. Est il créateur de valeurs, et surtout « honnête » ?

Pierre

Bonjour a tous,

voici donc en attache, une carte de Roumanie.

Cela ressemble à un poisson et vous regardez la « queue » et la large zone rouge du bas.

J'ai souligné Buzau et Braila où nos amis danois ont leurs terres, puis j'ai encerclé en noir la zone exacte. A Gauche de Buzau, j'ai fait plusieurs points noirs qui

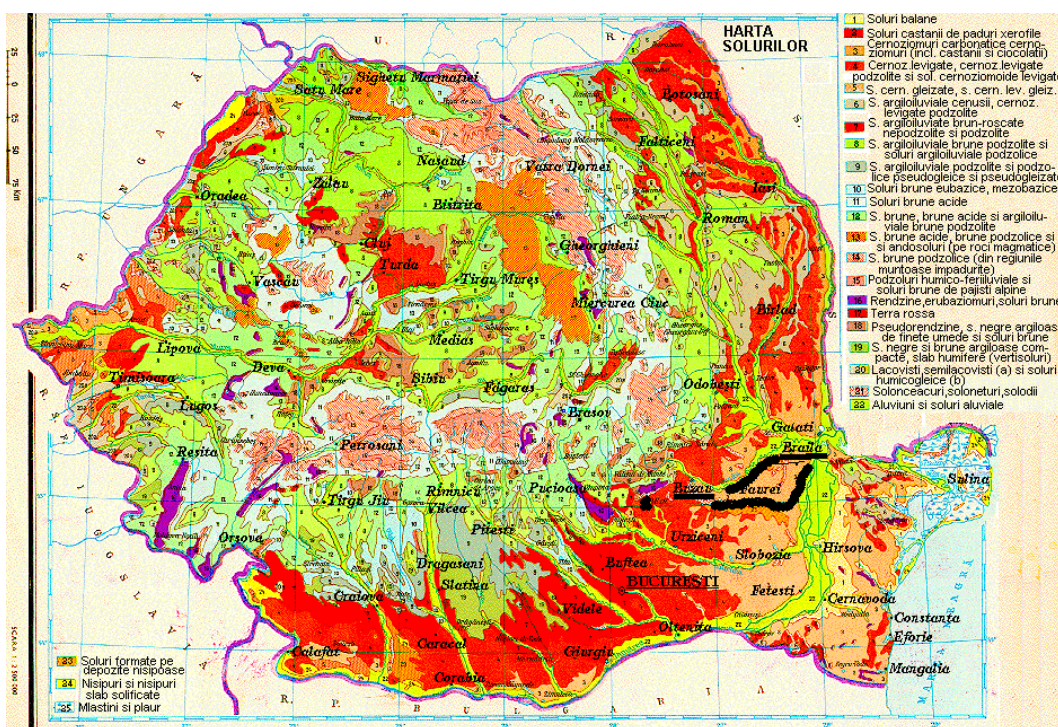
Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

font finalement une petite tache noire... C'est là que j'habite.

Vous avez en bas, en couleur jaune, le Danube qui longe toute la frontière bulgare... Le Danube rentre dans les terres et passe entre Fetesti et Cernavoda. A partir de Braila et jusque Sulina, c'est le Delta du Danube.

Bon, en fait, les terres les plus fertiles de Roumanie sont en rouge et en saumon... Celles en saumon sont encore plus fertiles que les rouges... Et vous le voyez, c'est exactement là que les Danois se situent... En fait, selon mon épouse, ces terres contiennent le plus de « cernozone » d'après un ingénieur russe ayant inventé une table pour le classement des terrains selon leur fertilité... Mon épouse a aussi trouvé un article plus technique expliquant que, sur ces terres « cernozone », en Roumanie, on trouve jusque 40 mètres de profondeur de la terre noire... Grosse différence donc avec les terres sablonneuses et autres...



Après une discussion avec mon épouse (ingénieure agronome), il y aurait un élément à prendre en compte et qui augmenterait fortement la valeur des terrains de First Farm, c'est l'irrigation, construite par Ceaucescu, mais pas accessible aux petits propriétaires pour une question de coût. Je vais donc voir ce qui existe dans la zone. Mais cela pourrait être un énorme « plus » qui n'est pas pris en compte actuellement sur la valeur des terrains et qui serait aussi bénéfique pour les cultures car les sécheresses sont de plus en plus fréquentes dans cette zone !

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Demain, je vais voir les annonces de terrains à vendre sur la zone.

Bien à vous et bonne semaine à tous.

Pierre

Pierre

Franck,

Je me suis posé la même question que toi sur le management .

Franck

Merci Pierre pour toutes ces infos.

De mon côté, j'ai trouvé un document récapitulatif des plus grands fonds qui achètent des terres :

<http://www.grain.org/attachments/2431/download>

Louis P.

Merci pour toutes ces infos à tous les deux. Apparemment, « l'agricole », ça nous inspire. Deux remarques par rapport à ce que je viens de lire :

La première, c'est qu'il semble bien que dans une exploitation agricole, les installations et constructions prennent une place importante dans l'actif fixe. On peut donc penser que la part la plus importante de l'actif fixe est composée, non des terrains, mais bien des installations.

La 2e, c'est juste pour vous rappeler que si les terrains sont bien quasiment tous détenus en Roumanie, la majorité du chiffre d'affaires et des actifs sont bel et bien localisés en Slovaquie. L'aspect « slovaque » de la chose ne doit donc pas être éludé.

Pour le reste, c'est quand même génial d'avoir un oeil « de la place » sur l'analyse et c'est là qu'on voit l'avantage de Buffett quand il se permet de sortir du carcan daubasse pure et dure.

Autre chose, j'ai lu que la Roumanie qui est, par l'Europe, censée permettre l'accès à la propriété foncière aux étrangers à partir de 2016 a demandé un report de cette libéralisation jusqu'en 2020. Dommage parce que c'est le genre de truc qui aurait pu pousser la valeur des terrains vers le haut. Ca risque de re-

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

le « boost » final.

Louis P.

Pour le lait, il faut rester prudent : il est possible que le système des quotas laitiers disparaisse en 2015. Cela devrait conduire inévitablement à une baisse des prix du lait en UE et donc une baisse de la rentabilité de la branche laitière de Firstfarms. Baisse qui serait, peut-être, compensée par une augmentation des volumes (mais pas sûr) et qui entrainerait également une valorisation des quotas laitiers détenus par la société à 0 (mais comme on ne les reprend pas en VANT, c'est pas trop grave).

Louis P.

Pour répondre à Franck à propos des terrains loués (qui sont essentiellement situés en Slovaquie), la société paie pour le moment +/- 40 euros par an par hectare (alors que les prix à l'hectare là bas tournent +/- autour de 3 000 euros l'hectare). La direction explique qu'avec des loyers pareils, elle n'a pas intérêt à acheter des terrains.

Apparemment, en Slovaquie, une très grande partie des terrains agricoles appartiennent encore à l'Etat ou à des organisations publiques. Il est prévu au fil du temps de les vendre (ce qui risque d'entraîner une hausse des loyers) mais avec un droit de préférence pour ceux qui les exploitent déjà.

Louis A.

Que veux-tu savoir, Franck, à propos de Bonifiche Ferraresi ?

Franck

Merci Louis P pour ces précisions ! C'est tout bon la location à ce prix.

Louis A., si tu pouvais nous dire si l'entreprise est propriétaire de ses terrains ? Si oui, combien d'ha et dans quelles régions de l'Italie ? Quels produits cultive la société ? Si tu pouvais nous faire un petit recap de l'histoire de la société, ses managers, la stratégie et les perspectives, ce serait top !

Franck

Pour la Slovaquie, j'ai une proposition. Il me reste plus de 3 semaines de congés à poser. Pierre, je ne connais pas tes disponibilités, mais je te propose un road trip en Slovaquie d'1 semaine / 10 jours. But du jeu : vérifier sur le terrain la qualité des terres, la qualité des infrastructures. Pour ça, on fait un petit repor-

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

tage photo. Deuxième étape : on se fait passer pour des paysans français (ou belges comme tu veux) et on essaie de rencontrer des locaux ou des organismes qui vendent ou louent leurs terres pour en sortir une valo. Bien sûr, en amont, on se fait des cartes de visites pour bien noyer le poisson et gagner en crédibilité.

Le principal dans cette histoire est surtout de bien se marrer.

Qui est partant ? Pour ceux qui sont de la partie, faut qu'on s'organise assez vite. Comme ça je pose mes congés au + vite (pas évident en cette période de clôture annuelle).

Louis A.

Alors, pour ce qui est de Bonifiche Ferraresi:

- Société fondée en 1871.
- Activité: culture et commercialisation de produits agricoles (principalement des céréales et des fruits).
- Patrimoine actuel: deux usines agricoles situées dans la province de Ferrara une autre dans la province de Arezzo, pour un total de 5.400 hectares. La société possède également des immeubles résidentiels, principalement dans la province de Ferrara.

Franck

Pas mal. Il y a peut être un petit quelque chose à creuser sur cette entreprise. Est-ce que tu sais où sont localisées ces terres ?

Louis A.

Ici:

http://fr.wikipedia.org/wiki/Province_de_Ferrare

et ici:

http://fr.wikipedia.org/wiki/Province_d%27Arezzo

Franck

Merci Louis A, ce sont des régions du Nord de l'Italie, donc plutôt riches ? Certainement que l'ha vaut quelque chose...

Es-tu sûr que l'entreprise est bien propriétaire et pas seulement locataire ?

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Bernard, Pierre,

Voulez-vous qu'on aille plus loin sur cette société italienne ou alors on laisse tomber ?

Pour comparaison, je me consacre à un gros du secteur qui vaut plus de 1 Md USD aux US : Adecoagro. Lien Google Finance : NYSE:AGRO

A noter que c'est une société rentable.

Dernière présentation : http://ir.adecoagro.com/adecoagro/web/arquivos/3Q11_Conference_call.pdf

Le souci, c'est que cette société n'est pas active en Europe de l'Est, mais en terme de valorisation, ça peut avoir du sens pour les calculs et les approches.

A vous de me dire.

Louis P.

Heu ... pour la petite sauterie en Slovaquie, perso, c'est compliqué .

Ceci dit, je ne suis pas certain qu'un voyage sur place nous avancerait beaucoup. Mais bon, c'est vous qui voyez évidemment.

Louis A.

Es-tu sûr que l'entreprise est bien propriétaire et pas seulement locataire ? Je n'en suis pas certain à 100%. Ceci dit, c'est clairement indiqué en page d'accueil du site que les terres font partie du patrimoine de la société. Maintenant s'ils jouent sur les mots....

Pierre

Bonjours à tous,

pas mal de choses.

Franck, je suis partant pour une « virée d'affaire » en Slovaquie... Mais , je me pose la question de ce que nous allons faire exactement... Car First Farms loue les terrains et je pense qu'il est sans doute possible via le Net de se faire une idée, sur les prix, la fertilité et autre. En plus, l'idéal à l'Est, ce serait de connaître quelqu'un là-bas pour nous piloter... sinon, on risque d'arriver comme des cheveux dans la soupe, voir de ne pas être en mesure de rencontrer grand monde ! Si voici 10 ans encore, un citoyen de l'Ouest était considéré partout a

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

L'Est comme un Nabab, c'est loin d'être le cas aujourd'hui ! Donc, pour moi, l'idée est pas mal et je suis libre (n'importe quand) mais, il faudrait définir ce que nous cherchons et surtout entrer en contact avec, l'Ambassade de France ou de Belgique là bas, pour voir qui pourrait nous piloter.

Louis P, ce qui m'inquiète le plus dans ce que tu dis dans ton post de 8:05, c'est que la majorité du chiffre d'affaire est générer en Slovaquie... Car il faut quand même faire attention de bien savoir si First Farms a une activité agricole, sur la Roumanie et n'est pas là juste pour spéculer sur les terrains ! Comme le font certains petits malins, j'ai déjà entendu cela avec notamment des Italiens qui achetaient des terrains agricole, se contentaient d'encaisser les subventions d'état à l'hectare et point barre, pas de culture, rien, juste une attente « pépère » que les prix montent...

Il y a quand même trois points bizarres sur ce sujet :

1° le fait comme tu le dis qu'il n'y ai pas de chiffre d'affaires en Roumanie, voire presque pas.

2° Hier dans mes recherches, je suis entré sur leur site quand on discutait avec mon épouse, pour un renseignement éventuel. Et j'ai vu que leur siège n'est pas dans la zone, mais près de Bucarest, dans un quartier résidentiel !

Personnellement, je ne vois pas trop ce qu'ils font là... Alors que les terrains sont à 100-150Km de là, ce qui signifie, sans autoroute, un minimum de 2 heure de trajet.

3° Dernier point, en 2007, ils ont démarré, semblerait-il, sur l'Ouest de la Roumanie (devant du poisson), près de la Frontière Hongroise et ont dû fermer boutique par manque de rentabilité... Là, je trouve que c'est difficile à comprendre, de la part du Management, alors que l'on sait que les zones Agricoles sont, non pas avant les Carpates, mais dans la plaine de L'est après les Carpates, soit où ils se sont installés ensuite. (Je vous colle le passage de leur site, c'est le premier paragraphe). Dans le dernier paragraphe, ils disent clairement que toute la surface achetée dans la zone Breila-Buzau n'est pas exploitée. Ils évoquent, évidemment, le parcellement... Qu'est-ce que le parcellement ? C'est le fait que tous les terrains ne sont pas dans la même zone. Mais c'est l'excuse la plus répandue et notamment par les Italiens dont je vous parlais plus haut, pour encaisser les subsides agricoles de l'Etat, en faisant semblant de cultiver

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

un minimum, pour encaisser ces subsides...

J'ai donc un petit pressentiment, sans preuve pour l'instant, qu'ils sont plus en Roumanie pour de la spéculation immo, que pour réellement faire de l'agriculture... Ce qui change sans doute pas mal les données, si cela se vérifie...

A-t-on des informations sur leur actifs en Roumanie, en dehors des terrains ? Ce qui permettrait de vérifier leurs infrastructures en Roumanie ? Et si on a des infos, sur leur production en Roumanie, nous saurons vérifier, en gros, les surfaces réellement cultivées, en recoupant avec les infos de production à l'hectare de telle année, éditée par le gouvernement ou autres sources.

Je pense qu'il faut quand même rester prudent, s'ils sont là pour de la spéculation immobilière sans réelle activité agricole... Car même avec la libéralisation en 2016 ou 2020 selon la négociation UE, il n'est pas certain que les prix explosent, comme on pourrait le croire. Car d'une part la Roumanie est un vaste espace de terres agricoles, donc une offre très importante et deuxièmement pour que cela explose, il faut une forte demande, avec des gens-sociétés qui sont prêts à réellement faire de l'agriculture... Soit à faire de gros investissements d'infrastructure et de machines agricoles. Bon disons qu'il y aura des chinois et autres au portillons... Mais n'oublions pas que ce sont les Roumains qui disposent de la plus grande surface agricole, souvent appropriée, en une nuit, donc volée avec papiers en règle. C'est donc eux qui passeront à la caisse en premier et comme ils n'ont pas payé, ils peuvent lâcher à n'importe quel niveau de prix et engorger l'offre... Je vous dis cela car, moi aussi, je pensais que les terrains agricoles allaient exploser sur les 20 ans que j'ai passés en Roumanie... ce qui n'a jamais été le cas.... Pour un vignoble, par exemple rapporté en Euro ou en USD, les prix n'ont jamais explosé, sur 20 ans.

Pour le lait Bernard, je ne suis pas certain que les quotas soit de rigueur, car la production n'est pas débordante. Bien entendu, je ne connais pas le problème en Slovaquie. Par contre ce qui est à peu près certain, c'est que l'ensemble des producteurs de l'Est sont pendus à Danone ou Nestlé, sans autre alternative pour leur acheter leur lait. Donc, les prix, c'est au bon vouloir de Danone-Nestlé ! Qui comme vous devez vous en doutez paient des cacahuètes...

Voici, pour l'instant... Je vais, avant de poursuivre mes recherches sur les prix, tenter de percer le mystère, de savoir si First Farms veut réellement faire de l'agriculture en Roumanie ou pas, en fouillant un peu les rapports.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Bien a vous. Pierre

Louis P.

Je ne pense pas qu'il s'agisse d'une coquille vide :

- la société est danoise, c'est un premier gage de sérieux
- le commissaire aux comptes, c'est KPMG : même s'ils se sont déjà fait piéger, c'est pas le genre de société qui mettrait en péril sa réputation par des rapports de complaisance
- d'après ce que j'ai compris, Firstfarm, c'est un véhicule d'investissement pour des familles danoises fortunées, des gens qui sont déjà riches et qui ne prendraient pas le risque de noircir leur réputation.

Ca ne donne aucune garantie véritable évidemment mais je pense que le risque n'est tout de même pas plus élevé que pour une société française ou belge. Le vrai risque selon moi ne réside pas dans l'honnêteté du management mais sur le respect des droits de propriété en Europe de l'Est. Ceci dit, tant la Slovaquie que la Roumanie sont considérés par la fondation Heritage comme des pays moins libéraux que la Belgique mais plus libéraux que la France.

Par contre, sur base du critère « respect de la propriété privée », elles peuvent mieux faire (50 et 40 pour la Slovaquie et la Roumanie contre 80 pour la Belgique et la France).

Néanmoins, pour le critère « liberté d'investissement » avec des cotes de 75 et 80, elle se classe au même niveau que la Belgique (80) mais bien au-dessus de la France (55).

Les tableaux complets ici : <http://www.heritage.org/Index/ranking>

Louis P.

Attention, je pense qu'il est normal que le chiffre d'affaires soit plus élevé en Slovaquie : le lait doit être plus porteur en terme de volume de flux financiers que les cultures. Mais il y a bien du chiffre d'affaires en Roumanie : 30 % des revenus totaux des 3 premiers trimestres 2011 viennent de Roumanie et seulement 15 % des revenus roumains proviennent de subventions. La proportion est la même pour les actifs : 30 % des actifs de la société sont roumains et 70 % sont slovaques.

N'oublions pas que les développements en Roumanie sont récents : historique-

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

ment, la société a débuté ses activités par la reprise d'unité d'exploitation laitières en difficultés en Slovaquie.

Louis P.

Donc, pour clarifier, 15 % des revenus roumains provenant de subvention, cela signifie que seulement 4,5 % des revenus globaux proviennent de subventions d'origines roumaines.

Louis P.

Pour répondre à la question de Pierre ("A-t-on des informations, sur leur Actifs en Roumanie, en dehors des terrains... Ce qui permettrait de vérifier leur infrastructure en Roumanie ? "), les actifs roumains représentent +/-19,5 mio d'euros. Ils détiennent 7 604 ha valorisés à 2 005 euros. Les terrains représentent donc dans les comptes 15,2 mio d'euros. Il existe donc des actifs roumains autres que terrains pour 4,3 mio d'euros ou 22 % de la valeur aux comptes des actifs.

Louis P.

Autre info : Firstfarms occupe 18 personnes en Roumanie et 186 en Slovaquie (ça paraît logique que la production laitière nécessite plus de main d'œuvre que les cultures mais l'écart semble tout de même très grand). Ce qu'il faudrait vérifier, c'est si la société fait appel à des entreprises agricoles pour les semailles et les récoltes ou si elle fait tout en interne.

Pierre

Louis P.,

Ce que tu dis est rassurant et je fais sans doute fausse route avec la spéculation immo... Mais je ne sais pas si je me suis fait bien comprendre, mais il n'y a absolument rien d'illégal à la spéculation sur les terrains agricoles, même partiellement pour obtenir des subventions d'états. Si l'Etat est assez idiot pour donner des subventions aux petits malins, c'est le problème de l'Etat, qui ne fait pas la différence et de contrôle entre terrain cultivé et non cultivé... pour octroyer des subventions.

Par contre, je pense que si c'est juste de la spéculation immo, il faut exiger plus de décôte sur le prix d'achat !

Pour ce qui est du respect de la propriété privée... La cote de la Roumanie est à

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

mon sens due aux maisons nationalisées pendant le communisme, voir des terrains à l'intérieur des grandes villes, mais plus particulièrement de Bucarest. Tu as des héritiers de ces personnes à qui les communistes ont pris leurs maisons, qui viennent réclamer, ce qui aurait dû être leur héritage. Par exemple des grosses villas dans de très beaux quartiers ont été transformées en ambassades ou en un organisme quelconque et l'Etat ne veut pas les rétrocéder... Tu as aussi le cas où sur les terrains de leurs parents ou ancêtres, l'Etat a rasé la maison, mais a construit un hôpital, voir un bâtiment du ministère... Et la aussi, l'Etat ne veut ni rétrocéder le rien ni dédommager... Il y a énormément de procès à Strasbourg devant la Cour Européenne pour ces problèmes. Anecdote, même dans le village de Fintinele où j'habite, la mairie, la police et la poste étaient dans des bâtiments et terrains confisqués, mais l'enjeu n'étant pas le même, ils ont été rétrocédés. Les enjeux sont parfois de plusieurs millions d'Euro sur ces terrains voir parfois plus.

Tout ceci pour dire que les terrains agricoles ne sont pas stratégiques par rapport à leur valeur et qu'il n'y a jamais eu le moindre problème, même si une partie d'entre eux n'ont pas non plus été rétrocédés. Par exemple, l'institut de recherche viticole de notre zone, où nous allons faire nos analyses, possédait 300 hectare de vignobles, un "petit château", avec caves creusées dans les collines, entouré d'un parc... Quelques dizaines d'hectares ont été rétrocédés, mais pas le château, ni la majorité des vignobles qui appartenaient à des petits voir parfois gros propriétaires.

Donc le problème de non respect de la propriété privée, c'est de ne pas rétrocéder aux anciens propriétaires ou à leurs héritiers... ou alors de tomber sur un mafieu en col blanc qui veut absolument tes 15 hectares en bordure de Bucarest pour en faire un lotissement ou un centre commercial. Mais ces terrains là sont partagés depuis longtemps et revendus aussi, à Immoeast (NDLR : foncière autrichienne cotée très active en Europe de l'Est) ou autre...

Bien à toi. Pierre

Franck

Louis P.,

Comment sais-tu que FirstFarms est un outil d'investissement pour les riches familles danoises ?

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Autre point : en quoi ce serait « mal » de faire de l'acquisition de terrains et de ne pas les exploiter ? Pour nous, ok, ce n'est pas notre but d'acheter du terrain pour du terrain, car nous recherchons des terres cultivées.

Après, si le management veut faire de la spéculation, c'est son droit. Maintenant, s'il n'y a pas de CA, ce n'est pas parce que les terres viennent juste d'être acquises ? Le temps de les exploiter... (ok, c'est une excuse foireuse...).

Louis P.

Domage que Firstfarms ne soit pas active qu'en Roumanie : nous cernons quand même mieux la problématique sur ce pays qu'en Slovaquie. Ceci dit, je comprends que c'est difficile de détricoter le bric à brac mis en place par le communisme.

Au sujet des quotas laitiers, j'ai trouvé une information qui précise que c'est en Slovaquie que les quotas détenus par exploitation est le plus élevé (et en Roumanie le moins élevé). Est-ce que cela signifie qu'une remise en cause des quotas entraînerait une plus grosse pénalité pour la Slovaquie ? Ou simplement que c'est en Slovaquie que se trouvent les plus grosses unités d'exploitation ?

Pierre

Louis P,

Je pense que c'est la seconde hypothèse, qui est la plus probable car en Roumanie, je sais que Danone a parfois des problème pour s'approvisionner en lait local. Dans le centre de la Roumanie, où il y a quand même de vastes étendues, style Alpage, ce sont des petits propriétaires de 3-4 vaches, voire d'une seule parfois qui se regroupent pour approvisionner Danone. Par exemple à Fintinele, il y a au moins 80-90 vaches que chaque propriétaire emmène le matin à la pâture. Pâturage indéfini, ou seulement défini par l'endroit où il n'y a plus d'herbe... Il n'y a pas de clôture en Roumanie dans les pâtures. Chacun a sa vache pour faire son lait et son fromage et les villageois se regroupent pour faire paître en engageant un *cow-boy*, qui est parfois un tzigane de passage, qui reste dans le village avec les vaches du printemps à l'automne. Mais très peu de gros cheptels organisés pour produire du lait. Dans la période communiste, il y avait des camions des laiteries d'Etats qui passaient dans chaque village. A mon avis très peu rentable.

J'ai été actionnaire d'une petite société roumaine créée par trois vétérinaires et

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

qui voulait produire des produits laitiers. Devant la difficulté d'approvisionnement, puisque c'est Danone qui rafle tout ou presque, au bout d'un moment, ils ont commencé à créer leur propre cheptel.

Encore aujourd'hui, dans notre zone qui n'est pas particulièrement fournie en « alpage », puisque c'est la fin des Carpates et le début de la plaine à céréale, je ne pourrais pas t'emmener à une ferme de production laitière disposant d'un cheptel... Je n'en connais pas !

Je ne pense pas qu'à ce stade de développement, les quotas soient un problème aussi bien pour la Roumanie que la Slovaquie.

Bien à toi. Pierre

Franck

Si j'ai bien compris, il va falloir qu'on passe aussi en Roumanie ? :-)

Pierre

Bonjour à tous,

Francki, si j'ai bien compris avec le coût du voyage, dans le meilleur hôtel de Braila, du champagne et des nanas, même si First Farms fait 100% de PV, nous serons les seuls dindons du club à ne pas gagner un Kopeck ! Remarque... que pour le fun !

Bon, je viens de relever les prix dans plusieurs sites roumains agricoles, mais aussi sur deux agences immo : pas un terrain sous 2 000 € / Ha et le maximum, 2 700 € / Ha.

Donc, évaluer les terrains à 2 000 €, c'est très conservateur et adapté pour un prix de crise, comme le fait First Farms. Je pense qu'à la sortie de crise, un prix conservateur serait de 2 500 €. Par contre, le jour où on libéralise, c'est difficile à évaluer, mais dans cette zone peut-être que 4 000 - 5 000 € serait réaliste.

Je vous ai collé les annonces en roumain, mais c'est facile à comprendre et les prix sont souvent à la fin.

A la fin, le prix à l'hectare d'une forêt de hêtre, juste pour le fun !

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Bien a vous. Pierre

<http://buzau.anunturi-agricole.ro/cautare-terenuri/c-3/>

<http://www.imobiliare-terenuri.ro/terenuri/vanzari-terenuri-Braila.php>

Sur Buzau

VAND 7 HA TEREN AGRICOL (Stare Foarte Bună)

Categoria: Terenuri

Anunț publicat în: 19 Ianuarie 2012 21:36:33

Vand 7 ha teren agricol, comasare 100%, CF, intabulare, zona Costesti, aprox. 5 km de Buzau, pret 2500 euro/ha.

VAND 39 HA TEREN AGRICOL (Stare Foarte Bună)

Categoria: Terenuri

Anunț publicat în: 11 Noiembrie 2011 02:07:06

Vand 39 ha teren agricol, comasare 100%, CF, intabulare, drum de acces, situat pe raza com.TINTESTI, aprox.3 km de BUZAU.Se poate vinde si par-celat astfel; 6, 5 ha, 6, 5 ha, 13 ha, 13 ha, pret 2700 euro/ha negociabil

VAND 86 HA TEREN AGRICOL (Stare Foarte Bună)

Categoria: Terenuri

Anunț publicat în: 02 Noiembrie 2011 15:07:39

Vand 86 ha teren agricol, comasare 100%, CF, intabulare, 80% pretabil livada, vita de vie, zona Com.Zarnesti-BUZAU, pret 2000 euro/ha .

Commentaire : il y a de la vigne dans cette annonce (vita de vie), mais la surface n'est pas précisée.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Sur Braila

VAND 50 HA TEREN AGRICOL (Stare Foarte Bună)

Categoria: Terenuri

Anunț publicat în: 05 Ianuarie 2012 20:20:46

Vand 50 ha teren agricol, CF, dispuse in trei loturi, respectiv; (22, 52 ha; 10 ha; 17, 48 ha), zona Faurei-Braila, pret 2400 euro/ha.

Imobiliare Braila - Tip anunt: Agentie Imobiliara

Vanzare Teren in lanca

VAND TEREN AGRICOL

BRAILA - 830 HA, COMASARE 70 %, CADASTRU SI INTABULARE, UN SINGUR PROPRIETAR,CANAL IRIGATII, CURENT ELECTRIC, IDEAL AGRICULTURA BIO. 2.600 EURO/HA

Telefon: 0741201519 Data: 2012-01-06

Commentaire : il est ici précisé qu'il y a un canal d'irrigation et le courant électrique (c'est facile à comprendre) Canal de irigati et curent electric.....Belle surface de 830 Ha à 2 600 Euro l'Ha.

VAND 21 HA TEREN AGRICOL

Vand 21 ha teren agricol,comasare 100%,CF,acces la drum pietruit,zona lanca-Braila,pret 2300 euro/ha. Telefon: 0745764448 Data: 2011-10-19

Data: 2011-02-03

vand 400ha teren agricoljud.Braila

Vand 400ha teren agricol in jud.Braila,comasare 100%,cadastru si intabulare, pret=2200euro/ha. Telefon=0733649029.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Braila

vand 5 ha pamant agricol,comasat, in comuna Viziru, jud.Braila, situat langa canalul de irigare Pret: 10.000EUR

ID: 75112L Date de contact la legatura prin email cu ioan
la legatura prin telefon cu ioan : 0764731070

Commentaire : 10 000 euros pour 5 ha, cela fait 2000 euro / Ha ! Est précisé que c'est situé le long d'un canal d'irrigation.

Juste pour le fun :

J'ai aussi trouvé 20 ha de forêt de hêtre à 1800€ / Ha.

Louis P.

Je me fais la réflexion qu'il y a beaucoup plus de terres agricoles à vendre en Roumanie qu'en Belgique. Le marché a l'air plus liquide... ou moins réservé à des ventes entre initiés.

Pierre

Oui Louis P., tout-à-fait. Mais l'espace n'est pas le même en Roumanie.

Sa superficie de 238 391 km² la situe sur la 7^{ème} place en Europe. 31% de la superficie de la Roumanie est occupée par des montagnes, 33% par des collines et des plateaux, et le reste de 36% par des plaines. Avec les 36% de plaines, cela fait 85 820 km², ce qui fait 736 507 hectares de culture potentiel.

La superficie total de la Belgique est de 30 258 Km² !

Le rapport de surface cultivable en céréales doit être de 5-6 x plus important, sans parler de verger, prairie, vigne, ...

Si l'on prend la superficie totale, la Roumanie c'est 8 X la Belgique...

Bien a toi. Pierre

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Franck

Bon, et si on achetait du terrain plutôt que des actions de FirstFarms ?

Non, je déconne, je n'ai pas envie de gérer une ferme de 100 000 ha en Roumanie ! Je veux juste toucher des dividendes et des plus-values depuis mon pc, dans mon appartement parisien ! ;-)

Louis P,

Tu as eu comment les profils des investisseurs ? Car si ce sont réellement de riches familles danoises, je me vois bien investir à leurs côtés...

Louis P.

Y a leur pedigree dans le rapport annuel.

Pierre

Bonjours à tous,

Un article qui me semble sonner très juste, même s'il date de 2006... Des informations qui viennent recouper ce que je vous disais sur la qualité des terres et même la qualité des produits cultivés... On apprend aussi que la plus grande surface agricole d'Europe, avec 56 000 hectare est en Roumanie, c'est dans le Delta du Danube, en fait sur "Insula mare Braila" « la grande ile de Braila », en traduction littérale... C'est d'ailleurs là les terres les plus chères, car alluvionnaire... Mais bien entendu, il ne reste plus grand chose à acheter, par là.

La Roumanie, nouvelle terre agricole pour l'Europe.

La France compte sur ce prochain État membre de l'Union européenne pour défendre la politique agricole commune.

Une économie roumaine en rattrapage.

Un convoi d'une vingtaine de moissonneuses-batteuses croise une charrette tirée par un cheval. Ce contraste devenu l'image d'Épinal du monde rural roumain, Thierry Bourgoing l'observe au quotidien. Ce jeune Français, installé depuis six ans avec son épouse dans la plaine valaque, gère une ferme pour le compte de Michel Créteur, agriculteur des Ardennes à l'origine du projet. Son exploitation compte aujourd'hui plus de 2 000 hectares, mesurés par GPS, conti-

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

gus à des parcelles d'un hectare sinon moins.

Avant que ses tracteurs John Deere ne sèment du blé derrière une récolte de 12 000 tonnes de maïs, des Roumains du village viennent en famille ramasser les débris qu'ils brûleront cet hiver pour se chauffer. D'autres chargent du maïs, récolté à la main sur leur propre parcelle, qui alimentera leur unique vache et leurs quelques poules. Cette autosubsistance paysanne est très répandue dans les campagnes roumaines, où vit, au jour le jour, hors du marché économique et des statistiques du chômage, près de la moitié de la population du pays.

Ils ne sont guère plus agriculteurs que les propriétaires d'immenses exploitations, bradées depuis la chute du communisme dans des conditions douteuses, souvent mal entretenues. Résultat : l'essentiel de la production agricole roumaine, qui contribue à 12 % du PIB, est de fait réalisé par une poignée d'exploitants. Le paradoxe de la Roumanie est ainsi d'être un pays agricole en manque d'agriculteurs entrepreneurs. Organiser les filières agricoles.

L'enjeu de l'entrée prochaine dans l'Union européenne et dans la politique agricole commune (PAC) sera de faire émerger des entrepreneurs et, au lieu de l'agrobusiness sauvage actuel, d'organiser les filières agricoles après des années de désordre. Le premier objectif est de rendre à nouveau le pays autosuffisant. La consommation roumaine a entamé son envol alors que le pays importe porcs, volailles, viande de bœuf ou produits laitiers. Par manque d'infrastructures, « il est plus rapide d'importer des produits agricoles de Turquie que de la Bucovine », remarque Stéphane Coroner, conseiller français auprès du ministre roumain de l'agriculture.

« L'adhésion à l'UE va d'abord être une énorme claque concurrentielle pour le pays », prévient-il.

Le maïs roumain est, lui, compétitif et s'exporte. L'an dernier, Thierry Bourgoing en a exporté une partie par barge sur le Danube jusqu'au port de Constanta, sur la mer Noire, pour servir d'alimentation animale en Espagne et en Italie. Par rapport à un pays cloisonné comme la Hongrie, ce débouché maritime avantage la Roumanie pour desservir notamment les pays arabes. Mais son premier atout, dans un secteur où la surface cultivée détermine l'amortissement des charges, est d'offrir encore de bonnes terres à louer, comme auparavant les plaines de l'ex-RDA et de la Pologne.

Trente exploitations dépassent les 10 000 hectares, taille digne des surfaces

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

australiennes ou argentine. Une île du Danube est même considérée comme la plus grande exploitation d'Europe : 56 000 hectares ! « On réunit ici en quelques années une étendue qu'il faudrait un siècle en France à constituer », souligne Thierry Bourgoing . Les qualités et la profondeur du fameux tchernoziom sont l'autre atout majeur. Cette terre fertile, de couleur chocolat, exige peu d'engrais et de semences. Autant d'économies sur les intrants qui donnent au maïs roumain « un des meilleurs prix de revient », selon Patrick Valmary, consultant à Bucarest pour Caussade Semences. La somme de toutes les charges représente 700 euros à l'hectare contre près du double en France. « Un gros potentiel ».

Cependant, la sécheresse ou, à l'inverse, les inondations, et la rudesse de l'hiver gelant certaines cultures, les coûts d'irrigation ainsi que le coût plus élevé des produits phytosanitaires à importer tempèrent cette impression d'eldorado. Mais la montée progressive des aides directes de la PAC (50 euros par hectare en 2007 contre 300 euros en France pour le maïs actuellement) et l'amélioration attendue des capacités de stockage pour moins subir la fluctuation des cours mondiaux et des infrastructures devraient remuscler dans les années à venir l'agriculture roumaine.

« Le pays offre un gros potentiel à la production et même à l'export », a bien compris Pierre Jarreau, directeur commercial en Roumanie du semencier Limagrain, pointant le maïs. Et le tournesol. Le gouvernement roumain, par cette culture, ambitionne de faire du pays un exportateur de biodiesel et y incite fiscalement. Devant cette redistribution en cours des cartes agricoles dans l'UE, l'agriculteur Michel Créteur a fait le pari de la Roumanie , comprenant que « pour les grandes firmes agricoles françaises, il faut être présent ici pour continuer d'exister en France ».

Comment la population rurale vivant en autarcie, elle, pourra continuer de survivre ? Certes, les prochaines aides de la PAC au développement rural (1 200 euros par an pour un projet) visent à garder les campagnes vivantes, mais personne n'en attend des miracles. Elles permettront que se développe, par exemple, du tourisme à la ferme dans les Carpates, propices aussi à des filières de produits biologiques, mais rien de significatif. La population des campagnes est âgée (70 % des exploitants individuels ont 55 ans ou plus et seulement 5 % ont moins de 35 ans) et exerce souvent plusieurs métiers, alimentant une économie informelle parallèle.

Un système de rente viagère

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Le maintien de cette population en milieu rural arrange le gouvernement, qui n'a pas intérêt à voir enfler les banlieues de Bucarest, mais limite le développement du pays. Un système de rente viagère incite les plus de 62 ans à céder leurs terres aux jeunes pour qu'ils les reprennent et les réunissent en parcelles. Mais cette incitation financière remporte peu de succès, alors qu'elle vise à constituer cette « classe moyenne » de fermes familiales commerciales, de 300 400 hectares, qui font tant défaut à l'agriculture roumaine.

« La distribution équilibrée sur le territoire de villes moyennes à approvisionner s'y prêterait », estime Stéphane Coroner. Vieillesse démographique oblige, les milliers de maigres exploitations de survie paraissent en tout cas vouées à disparaître. La difficulté pour l'agriculture roumaine, une fois de plain-pied dans le marché européen, va être de ne pas céder au tout-intensif.

Pierre

Bingo ! Voici un article qui reprend le nom de sociétés étrangères active dans le secteur agricole avec des filiales en Roumanie. Il ne me reste plus qu'à voir si l'une d'entre elles est cotée.

Italien : Riso Scotti (producteur de riz), Lactitalia (lait), PanGram (pâtes), Agri-mon (œufs). Danois : FirstFarms , Ingleby. Néerlandais : Coremans Zootehnia à Arad, Dairy Farm hollandaise à Giurgiu.

Fonds de l'UE pour l'agriculture de la Roumanie, les investissements étrangers dans l'agriculture

Les fonds européens | roumanie initiés | Novembre 1, 2010 à 11:27

Avec son adhésion à l'UE en 2007, la Roumanie a obtenu l'accès à des alternatives de financement bien nécessaire dans l'agriculture; les principales sources de financement sont les paiements directs et ceux à travers le Programme National de Développement Rural. La bonne utilisation du financement pour le secteur agricole pourrait déclencher une agriculture plus compétitive roumaine, l'augmentation du nombre d'emplois dans les zones rurales, ainsi que le développement durable des zones rurales. Roumanie-Insider.com regarde les principales caractéristiques des fonds de l'UE pour l'agriculture, un domaine qui pourrait devenir l'un des avantages compétitifs du pays si elles sont correctement

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

pris en charge, ainsi que dans plusieurs investissements étrangers dans l'agriculture roumaine.

Par Alexandra Fodor, Corina Saceanu

Les paiements directs pour des projets agricoles sont administrés par l'Agence de Paiements et Intervention pour l'Agriculture (APIA). Pour être admissible à un paiement unique, un agriculteur est tenu de droits au paiement et la terre. Ces droits sont calculés en fonction du nombre d'hectares de terres cultivées de l'agriculteur a. En 2010, l'Union européenne a soulevé les paiements directs octroyés aux agriculteurs de la Roumanie, afin que les agriculteurs de cette année sont en droit de recevoir RON 680 (soit EUR 166) pour chaque hectare de terres agricoles; l'année dernière la somme allouée ne dépasse pas 475 RON (EUR 116) pour un hectare. Les subventions accordées par l'Union européenne en 2010 s'élèvent à 731 millions d'euros - qui couvre 80 euros par hectare. Ajouté à cela quelques autres 85 euros par hectare en provenance du budget de l'Etat. En 2011, l'Union européenne va accorder des fonds en Roumanie vaut 907 millions d'euros (101 euros par hectare), complété par des sommes provenant du budget de l'Etat.

Actuellement, le programme national de développement rural est en charge du développement durable de l'agriculture roumaine. L'autorité de gestion du programme de financement est le ministère de l'Agriculture et du Développement Rural et de l'autorité de paiement est l'Agence de Paiements pour le Développement Rural et de la Pêche. Les objectifs généraux du Programme national pour le développement rural sont d'accroître la compétitivité des secteurs agro-alimentaire et forestière, pour améliorer l'environnement et la zone rurale, afin d'améliorer la qualité de vie dans les zones rurales, la diversification de l'économie rurale et le début des initiatives de développement local.

Avant de postuler à des fonds de l'UE pour l'agriculture, il ya un couple de choses candidats doivent savoir afin d'améliorer leurs chances de succès:

** Les candidats potentiels doivent vérifier si elles entrent dans la catégorie des PME et doit identifier le type de l'activité et l'investissement (acquisition d'équipement, une nouvelle construction, la modernisation, la ferme, l'activité industrielle)*

** La société n'a pas à enregistrer des pertes de l'exercice, avant d'être soumis*

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

pour financement et doit éviter les dettes d'Etat ou de forclusion.

** Le terrain sur lequel la société va réaliser les travaux doivent être détenues par l'entreprise ou en concession.*

Il y a trois options pour rédiger le projet:

** Le bénéficiaire potentiel prépare le projet, consulter le Guide du demandeur trouve à www.apdrp.ro;*

** Le bénéficiaire potentiel demande le soutien d'un consultant au sein du Bureau du comté de l'Agriculture Consultancy, qui existe dans chaque comté et qui ont également des centres locaux, ou des informations plus détaillées au premier plan les bureaux de comté pour le développement rural et de la Pêche;*

** Le bénéficiaire potentiel demande à l'appui d'un cabinet de conseil privé.*

Le dossier de projet, la demande de financement, et les annexes doivent être soumises au Bureau de comté pour le développement rural et de la Pêche, dans le quartier où vit le bénéficiaire et fonctionne.

Les investissements étrangers dans l'agriculture roumaine

L'agriculture de la Roumanie était l'un des moteurs du pays avant la chute du communisme. En 2010, l'agriculture a été l'un des rares domaines où le PIB de la Roumanie a enregistré une croissance. Le secteur couvert que 4,1 pour cent du PIB au deuxième trimestre de cette année, à partir de jusqu'à 12 pour cent en 2004.

Le pays a 14,7 millions d'hectares de terres pour l'agriculture. La superficie des terres agricoles cultivées en Roumanie est d'environ 9,4 millions d'hectares et les investisseurs étrangers détiennent plus de 500.000 hectares, selon les estimations des médias. Italiens et Danois sont parmi les acheteurs étrangers les plus actifs de l'agriculture roumaine terre. Italiens possèdent plus de 300.000 hectares de terres agricoles en Roumanie. Plusieurs entreprises italiennes travaillant dans ce domaine en Roumanie sont Riso Scotti (producteur de riz), Lactitalia (lait), PanGram (pâtes), Agrimon (œufs).

Les Danois sont les plus connus pour l'acquisition de forêts en Roumanie et en

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

détiennent plus de 130 000 hectares de terres au total, selon les rapports des médias en Roumanie. Les investisseurs danois comprennent FirstFarms et Ingleby. Les investisseurs néerlandais dans l'agriculture roumaine comprennent Coremans Zootehnia à Arad, Dairy Farm hollandaise à Giurgiu. Français a également investir dans l'agriculture roumaine - Arnaud Perrein est l'un des plus gros investisseurs dans l'agriculture dans le comté de Ialomita, par exemple.

A la fin de 2008, on comptait 700 millions d'euros d'investissements étrangers dans l'agriculture - 1,4 pour cent des IDE du pays à l'époque.

Programme Farmer (« Fermierul » programme)

L'objectif de ce programme est d'établir de nouvelles activités dans les zones rurales en attirant des fonds d'investissement par des prêts et des fonds SA-PARD. Les catégories de bénéficiaires admissibles qui reçoivent des subventions sont: les agriculteurs individuels, des associations d'agriculteurs, les associations familiales, des sociétés privées. Les activités admissibles sont:

** Les investissements dans la production agricole (cultures, animaux), y compris les centres des ménages agricoles, entrepôts et autres éléments spécifiques liés à la production agricole*

** Les investissements dans les services liés à la production agricole-fournitures, la protection des végétaux, les services vétérinaires, l'assistance technique et des services de conseil offerts aux agriculteurs.*

** Les investissements dans l'équipement*

Franck

Merci Pierre.

Je crois que tu as gagné le prix du message le plus long ! :-)

Rien à voir, ça vous dit de passer un ordre avec un prix limite à 0,7 VANT sur FirstFarm dans la catégorie « diversification dans la valeur » ?

Je vote : 1 voix.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Louis P.

Ok mais peut-être en commençant par une demi-position en attendant soit les réponses de la direction, soit votre p'tite virée dans les étables slovaques !

Ca tombe bien : elle cote pour le moment avec une marge de 30 % sur la VANT.

Franck

Ok, allons-y pour une 1/2 portion.

Qu'en pensent Pierre et Louis A. ?

Franck

Je me demande si le mail que j'ai envoyé au CEO ne va pas lui donner des ailes et qu'il va pas racheter des titres à tout va sur le marché... on verra bien !

Louis A.

Tu as déjà envoyé le mail au CEO? Je ne dois pas faire la correction alors?

A part ça, ok pour moi pour une 1/2 position.

Pierre

Oui, une demi position, nous laisse pas mal de champ pour une renforcement ultérieur.

Bien a vous. Pierre

Louis P.

Voilà 455 actions achetées à 45,8 DKK.

Franck

Me voilà enfin Gentleman Farmer !!! Merci à tous !

Louis P.

T'imagines quand tu rencontreras les p'tites nénétes slovaques : tu pourras leur expliquer que tu es un gros propriétaire terrien. Ca doit en « jeter » ce genre de truc :-)

Louis A.

Heu... Des petites nénétes slovaques, j'en croise assez souvent. A mon avis, il

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

va falloir plus que ça pour les impressionner...

Louis P.

Pffff toutes les mêmes :-)

Juste pour la petite histoire : le mari d'une collègue de mon épouse est agriculteur dans le Condroz (terres fertiles mais ça ne vaut quand même pas la Hesbaye) : il vient d'acheter 6 ha au prix de ... 30 000 euros l'hectare. Dingue non ? Il paraît que dans son coin les prix sont en train de monter à cause des flamands qui achètent des terres agricoles pour placer leur argent en raison d'une crainte de l'effondrement de l'euro... un peu le même raisonnement que moi quoi... sauf que nous ne payons que 2 000 euros pour des terres plus riches.

Franck

Attention, les infrastructures autour ne sont quand même pas identiques...

Louis P.

Bien sûr et les terrains à bâtir (si on veut spéculer sur un changement de destination) ne sont pas aux mêmes prix non plus. Par contre, la main d'oeuvre pour produire est plus faible en Roumanie et donc ... permet de maintenir une structure de frais plus faible pour produire.

Louis P.

Confirmation d'une "bulle" sur les terrains agricoles en Wallonie :
<http://www.lalibre.be/societe/planete/article/718295/trouver-une-terr...>

Louis A.

Qui eu cru qu'il y aurait une quelconque bulle en Wallonie...

Voici à présent la réponse (en anglais) du CEO de First Farms au mail de Frank :

Comme indiqué par le Ceo de First Farms, Per Villumsen les réponses aux questions de Franck sont en gris.

> Message du 27/01/12 15:50

> De : "Per Villumsen"

> A : "Franck CUILLERIER"

> Copie à :

> Objet : SV: belgian investors - information request

> Cher M. Franck Cuillerier,

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Thank you very much for your kind email, I will be happy to have your visit, we are always happy to have our owners visiting. I will put my answers in red after your questions. Please see below.

Have a nice weekend and I will be looking forward to hearing from you.

Med venlig hilsen / Best regards/Mit freundlichen Grüßen

*Per Villumsen
CEO / Konatel'*

<i>FirstFarms A/S</i>	<i>FirstFarms Slovakia</i>
<i>Aastvej 10 B</i>	<i>Kozia 2243,</i>
<i>DK-7190 Billund</i>	<i>901 13 Malacky, Slovakia</i>

Tel: +45 75 86 87 87
Fax: +45 75 86 87 83 Fax SK:+421 34 772 2029
Mob: +45 40 45 89 01 Mob SK:+421 918 782 100

Mail: p...@firstfarms.dk
http://www.firstfarms.dk

Fra: Franck CUIILLERIER [mailto:franck...@....fr]
> Sendt: 24. januar 2012 21:52
> Til: Per Villumsen
> Emne: belgian investors - information request

Dear Mr Per Villumsen,
> My name is Franck Cuillerier. I belong to a group of Belgian Investors who hold FirstFarm shares. I represent this group.
> We are interesting in visiting Slovakian farms. A belgian investor from the group and I are motivated to come in Slovakia to see the farms. We want to see how the business is running, specially what kind of cereal you are producing, the engines you use, the facilities, milk plants, ...

Please let me know when it could be convenient for you, are you coming by car or do you want fly to Vienna? I can arrange transport from Vienna airport and book a hotel for you, if you like, please let me know. Week 7 is not an option, due to winter holidays in Slovakia.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

> *Our second question is about the utilization of the land of the group. In 2010 annual report, you mentioned :*

> *- 8 300 ha in Slovakia, mainly leased. Only 401 ha are owned by the group. The reason you explain why you lease the land is the very low price of lease fees. Could you explain the market of the agricultural land. Is it possible to buy the land and what is the medium price in this country ?*

It is possible to buy the land, but they are in very small plots, average price is for arable land 3 – 4.000 €/ha, building land is 10 – 50.000 €/ha.

> *Who are the lender of the group ?*

We have loans at Uni Banka, Slovakia and a private loan from Mr. Hougaard. What is the relationship between these lenders and the group ? Unicredit Group is part of Uni Credit Group, Italy, Mr. Hougaard is chairman of FirstFarms.

> *How do you expect to growth in this country (what is you long term vision in Slovakia) ?*

FirstFarms vision is to be one of the largest producers of agriculture products in Slovakia, expansion in dairy and pig production.

> *- 7 604 ha in Romania. You mentioned only 3 000 ha were cultivated. What about the rest of the land (4 200 ha) ?*

We are farming 4.200 ha in Romania now, the rest is rented out and for sale.

> *Do you have difficulties to operate in the country (infrastructures, workers, lack of liquidity to invest, ...) ?*

We don't have problems operating in Romania due to infrastructure and workers, but lack of liquidity is a well known problem around the entire world currently.

> *What is your mid-term aim to use this land ?*

Question not understood?

> *What is the value-added growth strategy of the group ?*

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

We want to be one of the largest farming companies in Europe, our aim is to merge with other companies to speed up the growth.

> *And about the milk production in Slovakia : what about milk quotas ending in 2015 : is it an opportunity or a danger for our company ?*

I see this as a good opportunity, where we will be among the most modern farms in Europe with milk production.

> *Who are the buyers of milk ?*

Largest dairy factory in Slovakia, Rajo, Danone in Hungary and a Slovak trading Company selling to Italy.

> *Why the company only product milk in Slovakia ?*

We have plans for expanding in Romania.

> *Thank you in advance for your reading and your answer.*

> *Do not hesitate to contact me. It will be a pleasure.*

> *Best regards,*

> *Franck Cuillerier*

Franck

Bon, je vois que quelques unes de mes questions n'ont pas été intelligibles... Notamment, celles sur les prêteurs, je pensais en fait « qui sont les prêteurs des terres sur lesquelles FirstFarms cultive ».

Sinon, il est très sympa je trouve. Il nous invite directement à Vienne ! :-)

Louis P.

Effectivement, nous pouvons enfin dire que nous avons obtenu des réponses d'une direction à nos questions.

Y a juste un truc qui me « dérange » dans ses réponses : il dit *see this as a good opportunity, where we will be among the most modern farms in Europe with milk production*. Or, sur les photos, on voit clairement qu'il travaille avec un carrousel qui nécessite encore une intervention manuelle lors de la traite et non avec un robot 100 % automatique. A moins que les photos ne datent d'avant la construction des nouvelles unités de production en 2010, il peut dire que sa

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

ferme est moderne mais certainement pas « THE most modern ».

Peut-être que ce serait bien de lui demander si les salles de traite sont équipés de robots de traite ou si ce sont encore des carrousels qui nécessitent une intervention manuelle.

Franck

Ce n'est pas le point qui me dérange le plus.

Ce qui m'étonne, c'est qu'ils veulent s'orienter vers la production de lait et de porcs.

Alors qu'à mon avis, le potentiel est sur la céréale...

Autre point : ils veulent vendre / louer une partie des terres non exploitées en Roumanie. Ca rejoint un peu l'avis de Pierre qu'il s'agit de terres certainement achetées à titre spéculatif et en attendant, FirstFarms touchent des subventions.

C'est dommage je trouve, que ces terres ne soient pas exploitées pour compte propre...

Louis P.

Je n'ai pas trop d'avis sur l'avenir plus élevés ou non des céréales par rapport aux aliments « protéinés ». Ce que je peux dire, c'est qu'en diversifiant ses débouchés et en faisant de l'intégration verticale, la société « lissera » plus ses résultats : une hausse des prix des céréales met les marges des productions animales sous pression et vice versa. si la société parvient à produire suffisamment de céréales pour couvrir ses productions animales, elle ne dépendra plus du tout des cours des céréales.

Pour les terres roumaines, peut-être ont-elles été achetées en partie dans un but spéculatif (mais bon, y a rien de mal à ça, nous achetons bien des daubasses juste dans le but de les revendre plus cher que le prix payé pour les acquérir) mais c'est peut-être aussi des terres qu'ils ont été contraints d'acheter lors de reprise d'exploitation agricole et qui ne sont pas stratégiques pour eux (par exemple, parce que difficilement irrigables). C'est juste une supposition.

Pierre

Ce que Louis P. dit de l'intégration verticale, avec production de céréales en

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Roumanie pour les animaux de Slovaquie, m'avait effleurer l'esprit dans nos discussions. Et je trouve que c'est excellent également, car comme je vous l'avais déjà expliqué, le prix des céréales en Roumanie n'est pas aligné sur les marchés de Londres ou de New York pour les paysans roumains... Pas évidemment, pour ceux qui leur achètent et qui stockent, puis le revende au prix fort (cela est réservé à l'ancienne nomenclature de Ceausescu). De cette manière, nos amis de First Farms s'alignent sans se faire remarquer au prix du marché Roumain, prix donc bas, pour revendre à leur filiale, Slovaquie... Et il faut bien comprendre aussi qu'il ne saurait pas trouver des céréales à ce prix en Slovaquie... Donc, d'un côté il peuvent ou être très compétitifs avec cette manœuvre pour leur lait ou leur porc, ou ils peuvent dégager des marges plus importante que la moyenne !

Je pense que c'est vraiment très réfléchis.

Pour la partie de terre non exploitées, oui c'est sans doute un peu de spéculation, mais peut-être aussi une question de rentabilité. Produire sur toute la surface a un coût, alors qu'ils n'ont besoin pour leurs animaux en Slovaquie que ce qui cultivent, soit la moitié des terres. Et comme vendre sur le marché Roumain n'est pas très rentable, puisque aux mains de quelques uns, il faut alors un débouché international, ce qui implique à mon sens une infrastructure de stockage supplémentaire et donc des investissements qui n'en valent pas, peut-être, trop la chandelle. C'est d'ailleurs avec ce problème de stockage que les ex-communistes tiennent tous les paysans et petites coopératives par les
Ok, il produisent, mais n'ont pas d'infrastructure des stockage. Ceux qui leur achètent fixent donc les prix. S'ils ne sont pas contents, ils restent avec leurs céréales, stockées comme ils le peuvent, mais la marchandise se détériore très vite avec les chaleurs ou les bestioles...

Ma femme m'expliquait qu'il faut une aération importante dans un silo, car par exemple de mai à octobre, lors des chaleurs, le cœur du silo chauffe. Elle m'expliquait d'ailleurs que du temps de Ceausescu, elle avait été appelée avec toute sa classe de primaire pour aérer le blé d'un silo et que c'était impressionnant.

Franchement, je trouve que c'est positif. Les terres non cultivées, c'est le plus qui vaudra sans doute un jour le double, donc de toute manière, un plus pour l'actionnaire normalement et un collatéral solide.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Je pense enfin que cette direction me semble avoir quelques qualités. A confirmer dans le futur, bien entendu.

Bien a vous. Pierre

Louis A.

Bon, alors, c'est quand que vous partez? :-)))

Il est même prêt à effectuer la réservation d'hôtel pour vous, ainsi que d'assurer le trajet entre l'aéroport et l'hôtel ! Que demande le peuple???

Franck

Je ne sais pas si les filles et la boisson seront offertes, car ce sont nos plus gros postes de dépenses... :-)

Louis A.

Posez-lui donc directement la question!

En conclusion, nous pensons que vous venez de lire l'analyse *corporate* la plus brute qu'il soit, mais avec l'avantage d'offrir une très large palette de réflexions sur cette société. En tout cas, la plus large que nous avons présenté à ce jour.

En relisant notre débat, l'idée de vous en offrir un résumé, voir un compte-rendu synthétique comme à notre habitude, nous a semblé soudain trop réducteur.

Place à présent à l'analyse financière pour conclure ce dossier.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

FirstFarms

(Copenhagen Stock Exchange, ISIN : DK0060056166)



Nous avons acheté nos actions First Farms à un coût de revient, frais de courtage inclus, de 46,46 DKK. Et pourtant, cette société ne constitue, en fonction de nos critères, ni une VANN, ni une VANE, ni une VANTre.

Comme vous avez pu le lire ci-dessus, il s'agit, pour nous, de diversifier nos investissements tout en gardant évidemment une « value touch ».

Nous allons donc aborder la valorisation de First Farms « à la manière d'un fond fermé » ou « d'une holding décotée » même s'il s'agit bel et bien une entreprise opérationnelle.

Voici donc la **Valeur de Mise en Liquidation Volontaire** telle que nous l'avons calculée pour cette société et ce, sur base des comptes arrêtés au 30/09/2011.

Une fois n'est pas coutume, nous commencerons par le haut du bilan.

Nous remarquons tout d'abord du **goodwill** pour 3,41 DKK par action mais vous nous connaissez, cher lecteur, pour nous, ce genre de poste ne vaut pas plus que ce qu'il signifie techniquement : le surcoût par rapport à leur valeur comptable d'actifs acquis par la société. Nous n'avons jamais considéré qu'un « surcoût » représentait une « valeur » et reprenons donc ce goodwill pour 0.

Le cas des **quotas laitiers** auraient pu être traités différemment : ce sont, certes, des immobilisations incorporelles mais ces quotas représentent bel et bien un droit de commercialiser une certaine quantité de lait. Cependant, comme nous en avons traité ci-dessus, il y a de fortes chances que le système des quotas soit revu par l'UE en 2015 et même, qu'il disparaisse. Dès lors, si ce poste représente toujours un outil de production pour l'entreprise jusqu'à cette date, nous estimons que dans le cas d'une mise en liquidation, il ne vaudrait plus grand-chose et le reprenons donc également pour 0.



Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)



Nous passons à présent au plat de résistance et à la principale richesse de First farm : son **immobilier**. Il se compose des **bâtiments d'exploitation** (étables, salles de traite, entrepôts, silos à grains, ...) ainsi que des **terrains agricoles** essentiellement situés en Roumanie.

Comme nous vous l'avons signalé ci-dessus, la valorisation des terrains reprise dans les comptes nous semblent relativement prudente par rapport aux prix actuels sur le marché. Sur base des informations fournies par la direction, nous pensons, par déduction, que ceux-ci représentent 26,09 DKK par action. Quant aux bâtiments, ils sont récents mais, évidemment, leur spécificité peut les rendre assez difficiles à négocier. Pour cette raison, nous les reprendrons pour leur valeur aux livres (c'est-à-dire amortie et non brute comme nous le faisons habituellement) amputées d'une décote de 20 %, soit 23,31 DKK.

Les autres actifs fixes d'exploitation comme les **installations** et le **matériel** sont repris, prudemment, pour seulement 20 % leur valeur (amorties) aux livres soit 3,44 DKK par action.

Viennent ensuite les « **actifs biologiques** ». Dans notre cas, il s'agit surtout du **troupeau de 2 700 vaches laitières**. Nous considérons que ce troupeau peut très facilement se négocier en cas de mise en liquidation. Pour cette raison, nous reprenons ce poste avec une « mini » marge de sécurité de 10 %, soit 5,74 DKK.

Le **poste d'impôts différés** pèse 3,70 DKK mais depuis notre mésaventure « Giga Tronics », nous n'en tenons plus compte dans nos évaluations.

Nous passons à présent à l'actif courant et son poste principal ... qui est aussi constitué **d'actifs biologiques**. Nous trouvons ici les **génisses** qui ne sont pas encore « productives » et les **veaux** soit environ 2 300 têtes de bétail supplémentaires. On comptabilise aussi dans ce poste l'ensemble



Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

des cultures sur pied dans l'attente de leur récolte et de leur vente. Tout comme pour le troupeau de laitières, nous pensons qu'en cas de liquidation, le troupeau sur pied serait aisément négociables. Les cultures, une fois arrivées à maturité, trouveraient également facilement preneur. Nous appliquons donc une marge de sécurité minimaliste sur ce poste de 10 % et le reprenons pour 10,43 DKK.



Dans les **stocks**, nous trouvons quelques matières premières (semence, gasoil) ainsi que le fourrage pour les troupeaux et quelques produits finis (nous n'avons pas le détail de ces produits finis mais nous pouvons supposer qu'il s'agit surtout de grains et, peut-être, un peu de lait en attente d'enlèvement par les laitières). La société détient 84 jours de stock.

Cela peut paraître un peu excessif mais il faut savoir que c'est une volonté de la direction de disposer pour au moins une année d'aliments pour son bétail afin d'être moins soumis aux aléas climatiques et aux variations des prix des céréales. Finalement, nous estimons que nous pouvons nous montrer assez peu gourmand en « sécurité » et appliquons une marge de sécurité de 15 % sur ce poste. Nous le prenons donc en compte pour 4,62 DKK.

En réalité, nous voyons dans ce cas précis l'intérêt d'une entreprise comme Firstfarm qui, bien que transformateur, produit des biens qui sont, pour ses clients, des matières premières de base. Dans pareil cas, nous pouvons nous permettre de reprendre ses stocks et ses « outils de production » que sont les vaches sans trop de décote.

Les créances sont généralement payées à 37 jours, ce qui semble raisonnable. Des provisions pour plus de 30 % du montant brut ont été actées par la direction. Ce qui semble démontrer sa prudence mais nous constatons aussi que ces provisions n'ont plus été mouvementées depuis un an, ce qui tend à démontrer que les espoirs de remboursements pour ces créances sont fortement réduits. La direction nous donne cependant, dans les comptes arrêtés au 31/1/2010 plus d'informations. Nous y apprenons notamment que 20 % des factures sont échues depuis plus de 90 jours.

Finalement, nous comptabilisons ce poste avec une décote de 20 % supplémen-

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

taires soit 2,14 DKK.

Un poste d'**autres créances** apparaît également dans l'actif courant. Il est essentiellement composé de subsides à recevoir de l'Union Européenne mais aussi de l'Etat slovaque. Nous supposons que ces créances seront bel et bien honorées et les valorisons pour le montant repris dans les comptes, à savoir 5,02 DKK par action.

Nous ajoutons telles quelles quelques dépenses payées d'avance et le cash qui représentent à eux deux 2 DKK par action.



Hors bilan, nous relevons la partie non résiliable des baux agricoles, essentiellement en Slovaquie. Cette dette « non inscrite » représente 1,39 DKK par action.

Nous déduisons également l'ensemble des **dettes du passif**, à savoir 38,42

DKK par action.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la Valeur de Firstfarm en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 42,98 DKK, soit légèrement en dessous de notre coût d'achat.

Rappelons néanmoins que la Valeur d'Actif Net Tangible de Firstfarm est de 65,50 DKK. Nous avons donc un potentiel d'appréciation jusqu'à cette valeur de 40 %, ce qui est appréciable par rapport à d'autres sociétés du même type comme nous l'avons mentionné lors de nos débats « endiablés et passionnés ». Jugez-en vous-mêmes...

Les sociétés dont les activités sont les plus proches de celles de notre viking balcanique ont leurs activités en Amérique latine : Cresud qui cote plus de 2,3 fois sa VANT et Adecoagro valorisée par le marché à 1,06 fois sa VANT.

Plus près de nous, Agrogénération, cotée à Paris et détenant des terres en Argentine et en Ukraine présente un ratio price to book de 3 (avec les risques que peuvent présenter un investissement en Ukraine, pays dont on sait que le respect du droit de propriété est à géométrie vraiment variable).

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (3^{ème} partie)

Par comparaison, on peut dire que notre achat d'actions Firstfarm présente toutes les caractéristiques d'un investissement « value » même si nous devons reconnaître que nous avons été moins stricts qu'habituellement en terme de marge de sécurité.

En effet, vous aurez compris que cette acquisition n'a pas été réalisée tout-à-fait dans la même optique que nos achats traditionnels en daubasses. L'objectif ici était clairement de diversifier notre portefeuille mais aussi d'acquérir des terrains agricoles à des prix tout-à-fait dérisoires par rapport à ce que nous devons payer dans nos régions. Les grosses fortunes de ce monde (ou certaines d'entre elles) semblent d'ailleurs privilégier les terrains agricoles comme source de placement patrimoniale comme en témoigne cet article du Figaro (<http://www.lefigaro.fr/placement/2012/03/01/05006-20120301ARTFIG00805...>) mais il y a deux grosses différences avec un achat de First Farm : d'une part, le ticket d'entrée dans notre entreprise danoise n'est pas de 500 000 euros et d'autre part, l'acquisition se fait avec une décote par rapport au prix des terrains : comme quoi, contrairement à l'adage, il n'est pas toujours nécessaire d'être riche pour « faire des bonnes affaires ».



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