

# INVESTIR INTELLIGEMMENT



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 6</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 8</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 10</a>
Analyse de la société I Grandi Viaggi S.p.A. ....	<a href="#">page 23</a>
Analyse de la société Gefran SpA .....	<a href="#">page 27</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 32</a>

# Edito



Ou il est question de Commedia dell'Arte, d'irrationalité des marchés et de macro-économie ...

Vous ne trouvez pas que les marchés financiers sont ... comment dire ... heu ... étranges?

Prenons l'épisode de la superproduction hollywoodienne dont Barack Obama et le congrès américain nous ont gratifiés durant ce mois d'octobre : « Le retour de la vengeance du fils du plafond de la dette ».

Un thriller haletant ... qui ne nous a guère passionné mais qui met en avant des mécanismes qui, en fonction de nos maigres connaissances économiques, se sont avérés bien mystérieux pour nous.

Donc, pendant la période d'incertitude sur un possible défaut sur la dette souveraine des Etats-Unis, il nous aurait semblé logique d'assister à :

- Une baisse du dollar en raison des ventes massives de bons du trésor que pareille incertitude devait entraîner
- Une baisse des actions car le marché n'aime pas les incertitudes et un défaut sur la dette US aurait stoppé net le timide début de reprise économique auquel nous assistons
- Une hausse des métaux précieux, valeurs refuge et tangibles depuis des siècles en période de turbulences et encore plus lors de turbulences monétaires.

Et bien figurez-vous, ami(e) lecteur(trice), que durant la semaine précédant l'ac-

# Edito

cord sur le relèvement du plafond de la dette, nous avons assisté à :

- Une hausse du dollar contre l'euro de 0,29 %
- Une hausse du S&P 500 de 1,3 %
- Une baisse de l'or de 3,8 %

Soit exactement tout le contraire de ce à quoi il nous semble qu'on aurait dû s'attendre. Certes, il est probable que Mr Market n'ait pas été plus dupe que nous-mêmes des coups de bâtons donnés par l'Arlequin-Congrès sur le pauvre Barack « Pantalone » Obama lors d'une représentation de Commedia dell'Arte pour le moins décevante. Parce que non, au bout du compte, ce n'était pas un triller, juste une farce sans aucun aspect comique.

N'empêche que voir les principaux indices de référence des investisseurs prendre des directions totalement opposées à celles qu'on aurait pu attendre est pour le moins bluffant ... d'autant qu'après que nos *dilettanti* aient terminé leur représentation, l'or est reparti à la hausse et le dollar à la baisse.

Imaginons donc que vous ayez parfaitement détecté que la « tragédie » du *shutdown* n'était en réalité qu'une piètre farce. Trois jours avant le relèvement du plafond, en toute logique, vous vous dites « ces idiots vont, comme d'habitude, trouver un accord de dernière minute. Je garde ma confiance dans le dollar et je vends l'or, l'ultime refuge des patrimoines en cas de turbulence ».

Et « bardaf », vous vous retrouvez tout-à-fait à contresens.

Nous n'allons pas nous appesantir sur ce sujet : que ces mouvements erratiques et diaboliques soient l'œuvre de « manipulations » comme le pense les conspirationnistes ou que leur origine aie d'autres causes rationnelles que nous ignorons n'est pas vraiment important.

Ce qui nous importe, c'est que, une fois de plus, nous avons là la preuve qu'il est très difficile de baser ses décisions d'investissement sur l'environnement macroéconomique.

Même en parvenant à décrypter l'actualité et à prévoir l'avenir avec une relative précision, il reste encore ce qui nous semble le plus difficile : en tirer les bonnes conclusions pour réaliser ses investissements.

Pour notre part, nous pensons qu'il s'agit là d'un art de très haute voltige et que très peu d'investisseurs peuvent pratiquer avec fiabilité dans la durée.

Une raison de plus, si besoin en était, pour tuer dans l'œuf toute velléité d'élargir notre horizon d'investissement en tentant d'être un peu moins *bottom* et un peu plus *top*. Non décidément, nous en restons à nos fondamentaux : trouver

# Edito

des sociétés décotées en nous concentrant sur la marge de sécurité qu'elles peuvent nous offrir que ce soit en termes de valorisation par rapport à leurs actifs ou en termes de niveau d'endettement.

Malgré le niveau des marchés, nous continuons à retourner, pierre par pierre, pour dénicher ces perles rares.

Au fur et à mesure que les indices pulvérisent leurs records, cela devient de plus en plus long, de plus en plus ardu mais, en travaillant de manière systématique, avec patience et rigueur, il nous arrive encore de découvrir des sociétés qui ont échappé au radar des autres chercheurs de bonnes occasions, des sociétés qui, parfois, échappent même à la vigilance des *screeners*.

Nous nous sommes répartis la tâche pour tenter de ne rien laisser passer : l'un d'entre nous travaille sur les marchés nord-américain (sur lequel les nouvelles opportunités sont rarissimes pour l'heure), un deuxième sur les marchés européens (nous y faisons encore régulièrement quelques trouvailles) et le troisième évalue systématiquement tous les certificats ADR de sociétés issus de pays émergents (il y a une multitude de sociétés sous évaluées en Asie du sud-est par exemple mais, pour notre lettre et pour le portefeuille de notre club, nous souhaitons proposer uniquement des actions achetables sur des marchés facilement accessible par tout bon courtier « classique » et l'intermédiaire du certificat ADR est une des seules possibilités le permettant).

En travaillant de cette manière, nous pensons que rien ne peut nous échapper.

Dans cette lettre justement, nous vous proposons deux sociétés dont le siège se trouve justement en Italie, pays de la Commedia dell'Arte. N'y voyez aucune malice, ami(e) lecteur(trice), juste les conséquences d'une chasse à la daubasse à travers la planète entière.

L'Equipe des Daubasses

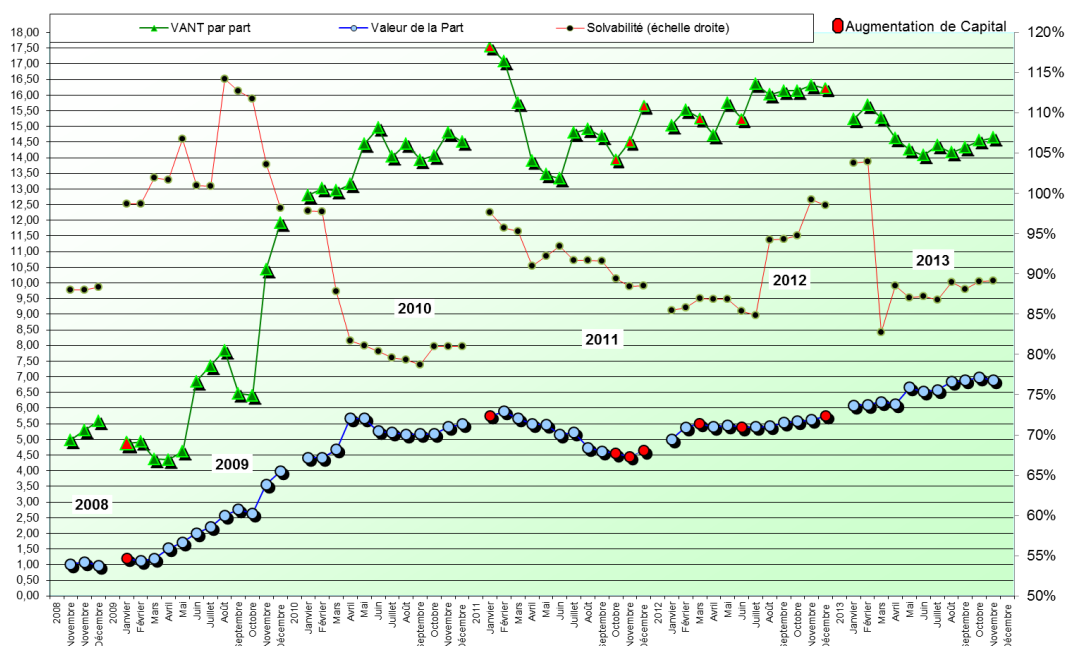


# Portefeuille

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

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
1 novembre 2013	
Valeur d'une Part	6,89 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,63 €
Potentiel	112,46%
Solvabilité pondérée	89,15%
3,33% Pondération Max	10.008,06 €
Nombre total de positions	61
Répartition des Devises	
Euro	41,83%
Dollar Américain	35,33%
Livre Sterling	13,66%
Dollar Canadien	5,65%
Couronne Suédoise	2,49%
Couronne Danoise	
Franc Suisse	1,38%
Variation des devises Yield	-1,83%
Nombre de société vendue	81
Gain Moyen	2.020,12 €
Perte Moyenne	- 737,58 €
Société en Gain	53
Société en Perte	28
1 Euro investi a rapporté	5,18 €



# Portefeuille

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

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

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

Portefeuille au 1 novembre 2013 / Notations														
Potentiel	Risque	Globale	Notation	Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	ROIC
				(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre	
				Risque					Cours					
				(0 = très risqué , 3 = peu risqué)										
3	0	3	Sport Haley Inc		1,4453	0,35	77,71%	24/11/08	211%	1,5582				
0	1	1	Coast Distribution System		4,8611	0,73	55,78%	25/11/08	60%	5,6674				
3	0	3	Taitron		2,0028	0,50	100,29%	26/11/08	210%	3,1332	2,9246	0,3453		
0	3	3	Trans World Entertainment		4,9565	0,87	99,39%	08/06/09	30%	5,5867				
3	0	3	SigmaTron International		2,7289	1,95	44,97%	13/11/09	100%	10,6676	5,2264	1,0198		
1	3	4	Leeds Group Plc		38,2400	0,63	82,65%	27/08/10	89%	45,45	43,53	0,5513		
3	2	5	Vianini Industria		1,1299	1,09	220,21%	19/10/10	187%	3,5300	1,6761	0,7332		
3	2	5	MBL Group		15,2000	0,53	129,96%	05/07/11	231%	26,4700				
0	3	3	PV Crystalox Solar		10,7400	1,19	114,79%	05/11/11	45%	18,4646				
3	2	5	Asian Pacific Wire & Cable		7,5317	0,45	55,87%	15/03/12	245%	11,7222				
3	2	5	Deswell Industries Inc		3,5569	0,70	141,37%	15/03/12	147%	6,1685				
3	1	4	Vet Affaires		10,0026	1,10	49,29%	16/07/12	104%	22,4877				
0	2	2	Velcan Energy		14,2220	0,96	317,60%	22/08/12	30%	17,7954				
3	0	3	Plaza Centers NV		70,96	0,20	50,44%	27/09/12	625%	101,44				
2	2	4	Global Tech Advanced Inovation		17,70	0,41	115,66%	17/10/12	251%	25,34				
0	1	1	Electronic Sytem Technology		0,54	0,73	332,70%	02/01/13	42%	0,56				
1	0	1	Zoom Telephonics		0,36	0,61	62,36%	02/04/13	66%	0,37				
0	2	2	Norcon Plc		26,07	0,73	56,72%	09/07/13	43%	27,09				
0	1	1	Infsonics		1,11	1,11	121,35%	23/07/13	54%	1,14				
3	3	6	Avalon				91,24%	02/09/09	107%	10,58	8,7965	0,5798		
1	0	1	Bodisen Biotech				95,18%	10/11/09	1186%	0,6302	0,0363	1,3499		
3	1	4	Blonder Tongue Laboratories				65,12%	16/11/09	109%	1,9628	1,4914	0,6303		
3	1	4	Exacompta - Clairefontaine				62,78%	30/11/09	474%	298,58	196,25	0,2649		
3	3	6	Gevelot				77,47%	09/12/09	100%	137,40	86,13	0,7988		
3	2	5	Irce				49,65%	31/05/10	205%	5,1395	3,3050	0,5104		
2	1	3	Hutchinson Technology				50,45%	31/08/10	129%	4,8692	6,9488	0,4360		
3	2	5	Natuzzi				66,82%	19/01/11	203%	6,5084	6,2923	0,3417		
3	2	5	Alco Store				37,91%	27/07/11	178%	29,635	17,9911	0,5925		
2	2	4	Crown van Gelder				54,95%	12/10/11	145%	9,483	7,5043	0,5164		
3	2	5	Peels Hotel				57,45%	12/10/11	127%	156,560	84,3300	0,8182		
1	2	3	ADDvantage Technologies				111,71%	23/11/11	38%	3,676	3,6330	0,7311		
3	1	4	Ceramiche Ricchetti				42,13%	09/01/12	786%	1,673	1,8014	0,1129		
2	3	5	Panania Group				42,36%	12/01/12	101%	2,795	1,1643	1,1939		
3	0	3	Plastivoloire				36,73%	27/02/12	218%	48,809	32,5319	0,4718		
0	1	1	Cottin Frères				50,37%	14/06/12	83%	6,602	0,0000	0,0000		
0	2	2	CSP International Fashion				65,72%	20/06/12	-8%	1,334	1,3966	1,0884		
3	1	4	Coil				60,07%	14/11/12	118%	8,477	4,7120	0,8256		
3	2	5	Loeb Holding				80,42%	23/04/13	88%	330,926	242,53	0,7261		
3	1	4	Hammond Manufacturing				58,46%	04/06/13	133%	2,792	2,04	0,5886		
3	3	6	Encre Dubuit				50,37%	14/08/13	111%	5,324	4,00	0,6301		
3	1	4	Dover Downs Gaming				62,19%	26/08/13	132%	3,463	3,17	0,4696		
3	1	4	I Grandi Viaggi				53,97%	16/10/13	237%	1,305	1,32	0,2963		
1	0	1	Jemtec				1169,43%	25/01/11	93%	1,3494		1,3494	0,5187	76%
3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia				65,53%	25/01/11	121%	0,4415		0,0000	0,0000	0%
0	2	2	Malteries Franco-Belge				83,01%	14/04/11	36%	256,36		256,36	0,7333	27%
3	0	3	Universal Security Instruments				102,27%	26/03/12	135%	11,20		11,20	0,4251	11%
3	0	3	Ukraine Opportunity Trust PLC					03/02/11	100%	5,3100				
1	0	1	Eastern European Property					28/04/11	54%	118,43				
1	0	1	Elephant Capital Plc					28/06/11	192%	49,00				
0	0	0	Vietnam Holding					04/11/11	44%	1,70				
0	2	2	Luxempart					28/06/11	29%	35,41				
3	2	5	Dundee Precious Metal					14/10/11	151%	10,86				
0	2	2	Investor AB					29/12/11	16%	235,01				
2	2	4	FFP					15/05/12	70%	73,57				
0	3	3	Sofragi					27/07/12	27%	1658,72				
1	2	3	(ADR) First Pacific LTD					11/02/13	51%	8,69				
1	3	4	(ADR) Jardine Stratégic LTD					11/02/13	38%	23,13				
3	1	4	Silver Standard Ressource					10/07/13	349%	24,92				
0	1	1	Kinross Gold Corp					15/07/13	45%	7,00				
3	1	4	Argonaut Gold					18/09/13	344%	24,51				

# 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	
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	8,00	0,09 -31,07%	
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	76,86	0,91 34,13%	
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	69,00	0,81 3,46%	
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	16,80	0,20 -50,19%	
5	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	10,66	7,90 7,67%	
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	3,54	2,62 25,92%	
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	3,88	3,88 -4,32%	
8	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	25,84	19,16 73,22%	
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	12,75	0,15 52,36%	
10	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,66	1,97 29,38%	
11	Euro	PAN.MI	Panania Group	1,01	1,01	08/02/12	1,39	1,39 37,62%	
12	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,20	0,20 12,94%	
13	Euro	PVL.PA	Plastvaloire	19,65	19,65	08/03/12	15,35	15,35 -21,88%	
14	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	3,40	2,52 0,14%	
15	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,50	1,85 -3,20%	
16	USD	UUU	Universal Security Instrument	5,35	4,08	09/04/12	4,76	3,53 -13,52%	
17	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	43,19	43,19 68,12%	
18	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,32	0,32 39,13%	
19	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	190,00	23,59 15,21%	
20	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	5,60	5,60 8,74%	
21	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0,84	0,84	06/07/12	1,52	1,52 80,95%	
22	Euro	COTT.PA	COTT Frères	3,90	3,90	06/07/12	3,60	3,60 -7,69%	
23	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	11,00	11,00 19,70%	
24	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1305,00	1305 23,58%	
25	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	13,67	13,67 51,89%	
26	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,23	1,23 15,94%	
27	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	4,29	4,29 45,78%	
28	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	74,50	0,88 -12,27%	
29	USD	JSHLY	Jardine Stratégic LTD	18,11	13,90	08/10/12	16,78	12,44 -10,52%	
30	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	14,00	0,17 -71,76%	
31	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8,42	6,57	07/11/12	9,97	7,39 12,49%	
32	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5,84	4,56	07/11/12	7,21	5,35 17,29%	
33	Euro	ALCOI.PA	Coil	3,10	3,10	07/12/12	3,89	3,89 25,48%	
34	USD	ELST	Electronic System Tech	0,35	0,27	08/01/13	0,39	0,29 8,96%	
35	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37,00	0,43	06/02/13	43,86	0,52 21,39%	
36	USD	FPFAY	First Pacific LTD	7,14	5,45	08/03/13	5,77	4,28 -21,46%	
37	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28,92	28,92	08/03/13	27,29	27,29 -5,64%	
38	USD	ZMTP	Zoom Telephonics	0,17	0,13	05/04/13	0,22	0,16 24,13%	
39	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166,10	134,93	09/05/13	176,10	143 6,06%	
40	USD	UPG	Universal Power Group	1,69	1,28	09/05/13	1,27	0,94 -26,45%	
41	CAD	HMM-A.TO	Hammond Manufacturing	1,15	0,85	06/06/13	1,20	0,85 0,89%	
42	USD	LAKE	Lakeland Industries	4,52	3,41	06/06/13	5,43	4,03 17,95%	
43	USD	IFON	Infonics	0,54	0,42	05/07/13	0,74	0,55 30,06%	
44	GBP	NCON.L	Norcon Plc	12,00	0,14	05/07/13	19,00	0,22 61,15%	
45	USD	SSRI	Silver Standard Res.	7,50	5,61	09/08/13	5,55	4,11 -26,59%	
46	USD	KGC	Kinross Gold Corp	5,20	3,89	09/08/13	4,82	3,57 -8,05%	
47	Euro	DBT.PA	Encre Dubuit	2,66	2,66	06/09/13	2,52	2,52 -5,26%	
48	USD	DDE	Dover Down Gaming	1,42	1,08	06/09/13	1,49	1,10 2,07%	
49	Euro	CAPLI.PA	Capelli	1,60	1,60	08/10/13	1,64	1,64 2,50%	
50	CAD	AR.TO	Argonaut Gold	6,15	4,39	08/10/13	5,52	3,93 -10,56%	
Opération clôturée									
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15 22,44%	
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44 122,85%	
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54 42,80%	
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18 19,60%	
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99 7,73%	
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87 99,31%	
7	GBP	PDX.L	Pursuit Dynamic (Vendu)	2,90	0,04	07/12/12	1,70	0,02 -45,56%	
8	USD	AVHI	AV Homes (Vendu)	7,24	5,67	09/01/12	13,29	10,34 82,31%	
9	USD	ASYS	Amtech (Vendu)	3,94	3,01	08/01/13	6,64	5,09 69,01%	
10	USD	LEDS	SemiLed Corp (Vendu)	0,71	0,52	06/02/13	1,22	0,92 75,80%	
11	USD	PTIX	Performance Techno (Vendu)	0,84	0,65	07/12/12	2,19	1,64 153,74%	
12	DKK	FFARMS.CO	First Farms (Vente)	47,00	6,32	08/03/12	44,10	5,91 -6,49%	
					Total pondéré a part égal				19,18%

# Suivi des sociétés analysées

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

Sociétés Analysées - Ratios et Notations												
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate				ROIC
			Risque			Cours						
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)									
			MBL Group				En Portefeuille					
			Eastern European Property				En Portefeuille					
			Peels Hotels				En Portefeuille					
			Elephant Capital				En Portefeuille					
			Alco Store				En Portefeuille					
			Coast Distribution System				En Portefeuille					
			Crown Van Gelder				En Portefeuille					
1	2	3	Paradise Inc	28,434	0,9088	80,56%	47%	37,9451	40,3033	0,56		
			PV Crystalox Solar				En Portefeuille					
			ADDvantage				En Portefeuille					
			Panaria Group				En Portefeuille					
			Ceramiche Ricchetti				En Portefeuille					
			Plastivaloire				En Portefeuille					
			Asian Pacific Wire & Cable				En Portefeuille					
			Deswell Industries Inc				En Portefeuille					
			Universal Security Instrument				En Portefeuille					
			FFP				En Portefeuille					
2	0	2	Techniline	0,5689	0,5625	40,90%	117%	0,6952				
1	2	3	AKER -A-				59%	303,00				
0	2	2	HF Company	6,1727	0,9072	60,49%	50%	8,4228	7,9346	0,42	8,4228	0,5041 7%
			CSP International Fashion				En Portefeuille					
			Cottin Frères				En Portefeuille					
			Vet Affaires				En Portefeuille					
			Sofragi				En Portefeuille					
			Velcan Energy				En Portefeuille					
			Vianini Industria				En Portefeuille					
1	2	3	Vianini Lavori				6%	4,54				
3	0	3	JKC Oil				203%	226,05583	172,04264	1,31		
			Jardine Strategic LTD				En Portefeuille					
			Plaza Centers N.V				En Portefeuille					
			Xyratex Ltd				En Portefeuille					
			Global Tech Advanced Ino				En Portefeuille					
			Coil				En Portefeuille					
			Electronic System Tech				En Portefeuille					
0	3	3	Axa Property Trust				33%	58,55				
			First Pacific LTD				En Portefeuille					
2	2	4	Signaux Girod			59,33%	109%	56,98	44,04	0,61		
			Zoom Telephonics				En Portefeuille					
			Loeb Holding				En Portefeuille					
0	0	0	Universal Power Group	3,8213	0,3323	47,25%	49%	4,1258	3,8213	2,01		
			Hammond Manufacturing				En Portefeuille					
0	2	2	Lakeland Industries	4,9783	1,0907	60,06%	54%	8,3723	6,8555	0,26		
			Infosonics				En Portefeuille					
			Norcon Plc				En Portefeuille					
			Silver Strandard Res.				En Portefeuille					
			Kinross Gold Corp				En Portefeuille					
			Encre Dubuit									
			Dover Down Gaming									
			Capelli									
			Argonaut Gold									
Opération clôturée												
			GigaTronics (Vendu)					Vendu le 24 Janvier 2012				
			KeyTronic (Vendu)					Vendu le 13 Mars 2012				
			Book-A-Million (Vendu)					Vendu en 3 fois le 30 Avril , 7et 24 Mai 2012				
			Networks Engine (Vendu)					Apporté a l'OPA le 18 Juillet 2012				
			LNC (Vendu)					Vendu le 1 Octobre ( solvabilité inférieur a 40%)				
			CollabRx (Tegal) (Vendu)					Vendu le 30 Novembre 2012				
			Pursuit Dynamic (Vendu)					Vendu le 28 Février 2013				
			AV Homes (Vendu)					Vendu le 1 Avril 2013				
			Amtech (Vendu)					Vendu le 27 Juin 2013				
			SemiLed Corp (Vendu)					Vendu le 1 Août 2013 (proces type "Class Action" contre la direction)				
			Performance Techno (Vendu)					Vendu le 9 Août 2013				
			First Farms (Vente)					Vendu le 29 Octobre (multiples problèmes détectés)				

# News de nos sociétés



## **Alco Stores (USA) Ticker : ALCS**

Le 31 octobre, nous apprenions que l'OPA du fonds Argone avait été rejetée par une majorité d'actionnaires de Alco Store. Sauf surenchère, le cours de la société devrait redescendre au niveau de son prix d'avant OPA, soit entre 7 et 10 \$. Comme nous vous l'avions expliqué dans de précédentes news, nous sommes satisfaits de cet échec de l'OPA car la valeur d'actif tangible de la société est à 29\$. Les 14\$ proposés étaient donc bien peu au regard de cette valeur.

## **Asia Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC**

Notre fabricant de câbles de Taïwan a présenté des comptes semestriels en demi-teinte. Un chiffre d'affaires en légère baisse mais un taux de marge brute en baisse plus franche et des indemnités exceptionnelles d'assurance payées l'année dernière et qui, en tant qu'exceptionnelles, ne se sont pas répétées cette année : tels sont les éléments qui ont entraîné une forte chute du bénéfice net qui s'établit à 0,09 usd par action. Ceci n'empêche pas la direction de poursuivre ses investissements, notamment en Chine continentale où une usine vient d'être mise en exploitation et une deuxième est prévue pour début 2014. Avec la distribution des dividendes, la VANT se tasse très légèrement à 11 usd par action. Ce qui nous semble une marge de sécurité toujours très intéressante pour une société bénéficiaire, qui distribue une partie de ses bénéfices et rachète ses propres actions.

## **Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L**

Avec la vente des immeubles de son portefeuille, le fonds en profite pour se désendetter. Depuis la mise en place de la nouvelle stratégie, la dette initiale de 75,76 M EUR a été réduite à 50,43 M EUR.

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

Les résultats restent bénéficiaires pour notre distributeur de films. 0,01 CAD pour le 1er trimestre 2014 (clôturé le 03/08/2013). Le chiffre d'affaires est en légère baisse mais les frais généraux également. Très logiquement, la VANT est en légère hausse à 0,434 CAD.

# News de nos sociétés

## **Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI**

Sur le mois écoulé, le titre progresse de près de 20% alors qu'aucune annonce particulière n'a émané de la société.

## **Coil (Belgique) Ticker : ALCOI.PA**

Après une opération plutôt spéciale que nous ne saurions qualifier de bonne ou de mauvaise, en tout cas de « bizarre ». En effet, la direction a acté pour une provision exceptionnelle de 1 M EUR correspondant à « un plan de bonus à long terme en faveur de Finance Management International ». Pour compenser cette provision, le Conseil d'Administration a décidé d'augmenter le capital pour 1 M EUR par l'émission de 143.864 actions à un cours de 7,09 EUR. Montant déterminé par le Commissaire de la Société en fonction de la valeur intrinsèque de la société (art. 598 du code des Sociétés Belges). Est-ce une superbe optimisation fiscale ou bien une tentative pour diluer l'actionnaire minoritaire ? Toujours est-il, cette opération devrait créer de la valeur, car le cours avoisine les 4 EUR, soit très en deçà du cours de l'augmentation de capital, et la provision permet de générer une perte sur le premier semestre. Le management a en effet diffusé quelques chiffres pour le S1 2013, nous vous faisons part du titre du communiqué : « BONNE RESISTANCE DE LA RENTABILITE OPERATIONNELLE AU 1ER SEMESTRE 2013, HORS ELEMENTS EXCEPTIONNELS », sous-titré « FONDAMENTAUX SOLIDES POUR SOUTENIR L'EXPANSION INDUSTRIELLE ET COMMERCIALE ».

En fait, nous ne savons si nous avons là un management génial ou un management daubasse qui fait du business de copains, en lésant les minoritaires. Quoiqu'il en soit, les capitaux propres sont stables sur le semestre, à 14,4 M EUR, avec un résultat opérationnel de 0,2 M EUR (après la charge de 1 M EUR) pour un CA de 11 M EUR, en retrait de 7,6% par rapport au S1 2012. Le troisième trimestre affiche une baisse du CA de 22,1 % par rapport à 2012, à 4,6 M EUR. Bien entendu, le management annonce un avenir radieux avec des perspectives intéressantes en Belgique, Allemagne et en Chine.

Nous sommes plus que jamais méfiants sur ces propos et nous n'hésiterons pas à éjecter le titre de notre portefeuille si nous avons un nouvel élément peu respectueux des actionnaires minoritaires.

## **Cottin Frères (France) Ticker : COTT.PA**

Nous avons droit à un autre communiqué de la société Cottin:

*« En application du protocole de reprise de l'intégralité des activités opérationnelles du Groupe COTTIN FRERES au 30 septembre 2013, la valorisation définitive des actifs bruts cédés a été fixée après l'achèvement des opérations d'inventaire. Elle s'établit à 12,85 M€ sur lesquels le groupe HENRI MAIRE a déjà versé un montant de 6 M€ en numéraire, qui sera complété d'ici la fin de l'année 2013 par la signature de l'acte notarié et le paiement des actifs immobiliers par une société civile immobilière pour 1,9 M€, puis par le paiement du solde de 4,95 M€ par le groupe HENRI MAIRE le 6 janvier 2014.*

*Le prix de l'offre publique qui sera présentée d'ici la fin de l'année 2013 tiendra notamment compte du prix de cession définitif des actifs bruts, et de ses conséquences sur l'arrêté des comptes de l'exercice social du Groupe COTTIN FRERES*

## News de nos sociétés

*achevé le 30 septembre 2013. Il est rappelé que le montant des capitaux propres consolidés du groupe COTTIN FRERES dans les comptes semestriels au 31 mars 2013 s'établissait à 14,3 M€, et que l'évaluation prendra également en considération la perte courante du 2ème semestre de l'exercice social, le prix de cession des actifs et l'estimation des dettes et risques procéduraux à la date de cession. Conformément à la réglementation, un expert indépendant attestera de l'équité de l'offre.*

*Le prix fixé pour l'offre fera l'objet d'un communiqué de la société COTTIN FRERES d'ici la fin du mois de novembre. Dans l'attente, la cotation du titre COTTIN FRERES reste suspendue. »*

Une nouvelle fois, nous devons juste nous contenter d'une fourchette estimative de prix, 4.50€ si l'on prend une marge de sécurité de 20% sur les actifs bruts cédés, et 6€ si l'on prend les fonds propres semestriels dont on soustrait la perte semestrielle (13.9 millions d'€). C'est évidemment un exercice sans grand sens, puisqu'il reste un mois à attendre avant de connaître l'offre réelle et que de toute manière la cotation de la société est suspendue.

### **Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE**

Deux nouvelles sur notre casino préféré. Nous avons observé voici quelques jours une chute des cours de 14%, le cours passant rapidement de 1.75\$ à 1.51\$. La raison de cette chute nous semble pour l'instant être un malentendu, puisque la société a reçu un avis de délistement.

En effet, après le départ d'un membre du comité d'audit, ce comité qui légalement doit être composé de 3 membres, n'était plus composé que de deux membres. Dans le communiqué 8K adressé à la SEC, nous apprenons que la société a remédié à ce problème en nommant rapidement un troisième membre et en informant la SEC. A ce stade du problème, nous pensons que le marché a juste lu le titre du communiqué, soit « délistement » et a réagit au quart de tour en vendant rapido! En tout cas, c'est notre interprétation des événements à ce stade...

Ensuite, nous disposons d'un compte-rendu du bilan fait par le site « Business Wire » et pas encore de la Sec Filing que nous consulterons dès sa sortie pour vérifier que tout est en ordre. Nous constatons donc dans ce compte rendu que la valeur patrimoniale est stable, voire en très légère augmentation, à 3.4629\$. La valeur net-estate de la société ressort à 3.1727\$. Au niveau des comptes, les revenus ont reculé de 14%, tandis que les coûts ont reculé de 11%. La société parvient in extremis à dégager un profit positif de 0.01\$, soit bien moins qu'un an plus tôt sur la même période, puisque ses bénéfices par action étaient de 0.16\$.

### **Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO**

Gros temps pour notre minière. Le cours touche les 4,32 CAD. Nous sommes bien loin de 10,49 CAD atteint en février 2012. Bien entendu, la baisse du cours de l'or est passée par là. Néanmoins, fondamentalement, les coûts d'extractions de Dundee en font une des minières qui produit à un des coûts les plus faibles au niveau mondial. Couplé à des réserves d'or abondantes, elle a tous les atouts pour rebondir... s'il elle résiste à l'actuel passage à vide.

# News de nos sociétés

Ce mois, nous allons voir un peu ce qu'il se passe dans les participations de Dundee.

Suite à des exercices de warrants et des émissions, la société détient 13,3% du capital de Sabina, une société minière en phase de développement dont le projet phare « Back River » (Canada) s'annonce prometteur avec des coûts d'extractions attendus à moins de 600 USD l'once. Soit un retour sur investissement en 3,3 ans au cours actuel. Si le cours de l'or augmente de 200 USD, le retour sur investissement se fera en 2,6 ans et si le cours de l'or rechute de 200 USD l'once, il faudra 4,8 ans pour que le projet atteigne son point mort. Mais il faudra être patient, car le site ne sera exploité commercialement, au plus tôt, courant 2017. La société estime que le sol détient 6,4 g d'or par tonne. Il y a également une belle cerise sur le gâteau avec les droits que Sabina détient sur l'actif « Hackett River » et dont elle toucherait des royalties pour l'exploitation de l'argent. Ce qui pourrait rapporter 300 M USD. Toutes ces données, nous les prenons avec des pincettes, car les développeurs de mines d'or font partie des meilleurs vendeurs de rêves. C'est leur métier, sinon ils ne peuvent pas lever de capitaux.

Concernant Avala, détenu à 53,1% par Dundee, les nouvelles sont moins prometteuses. Le projet phare « Timok Gold », situé en Serbie, selon les études actuelles, présentent sur ses terrains des concentrations en or inférieures à 2 g par tonne. Au niveau de cours actuel de l'or, l'intérêt de passer en production semble relativement limité. Le marché ne semble pas être dupé puisque le cours d'Avala est au plus bas à 0,06 CAD, soit une capitalisation de 15,27 M CAD avant dilution. Sauf reprise forte du cours de l'or, il y a peu à espérer de ce côté. Enfin, Dunav Ressources, une filiale détenue à 45,5% par Dundee, est valorisée aujourd'hui moins de 10 M CAD en bourse. Et pour cause, son projet « Tulare Copper-Gold » situé en Serbie (et oui, encore, mais c'est une terre que Dundee et son management connaissent bien car est située dans cette zone la mine Chelopech) présente des niveaux de concentration extrêmement faibles : moins de 1g par tonne. Même si du cuivre devrait être exploité, ce projet semble fortement compromis. Il y a bien d'autres pistes dans la zone, mais à l'heure actuelle, rien de concret.

Dernière nouvelle de notre minière aurifère : sa fonderie Tsumeb située en Namibie qui est en train d'être mise aux normes environnementales internationales, va coûter 240 M USD au lieu des 204 M USD initialement prévus. Ceci s'explique par des imprévus lors de la destruction et reconstruction de l'usine, ainsi qu'à un Euro plus fort que prévu initialement. Le nouveau site devrait être opérationnel pour le quatrième trimestre 2014.

## **Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L**

Le fonds poursuit sa politique de désinvestissement. Début octobre a été annoncée la cession du Off Pera Bar pour 551.000 USD, matérialisant un gain brut de 262.000 USD. Il y a une mauvaise nouvelle dans cette vente puisqu'elle a été réalisée 11% en dessous de la valeur retenue pour les comptes publiés au 30 juin 2013.

Le programme de rachats d'actions voté à l'Assemblée Générale Mixte du 13 septembre 2013 est officiellement lancé selon les modalités suivantes :

# News de nos sociétés

- un cours d'achat au minimum à 1 GBp
  - des achats uniquement sous la Valeur d'Actif Net (VAN)
  - des achats à des niveaux de cours maximum de 105% des cinq derniers jours cotés
  - la valeur globale des rachats d'actions ne doit pas excéder 500 000 GBP
- Ainsi, le 4 octobre, la société a racheté 600 000 titres à un cours de 78 GBp, soit un montant qui représente 468 000 GBP. Une très bonne chose puisque la VAN au 30 juin 2013 est de 112,25 GBp, soit une décote de 30,5%. Ce qui crée automatiquement de la valeur... si la VAN est représentative de la valeur marchande des immeubles encore détenus par le fond. Le montant autorisé par le programme est donc déjà quasiment atteint ! Il reste 32.000 GBP du programme. Enfin, Brooks MacDonald Asset Management (BMAM) continue de se renforcer, puisque la société d'investissement détient directement et indirectement 41,79% du capital. Certainement qu'ils vont essayer de presser le citron comme il faut. Entendez par cette expression, que BMAM va probablement optimiser les ventes pour liquider le fonds.

## **Electronic System Technology (USA) Ticker : ELST**

A l'issue du troisième trimestre 2013, le bilan est toujours aussi impeccable, avec 1,6 M USD de trésorerie, ou encore 0,29 USD de trésorerie par titre, nette de toute dette. Pour un cours de 0,393 USD, soit du cash qui couvre 74% de la capitalisation. Au niveau de la rentabilité, le trimestre a été excellent : 52.000 USD de profits pour 534.000 USD de CA, soit une marge nette de 9,7%. Un bon niveau pour une daubasse.

Après prise en compte des stocks options exerçables à un cours moyen de 0,41 USD, le potentiel sur la VANT de 0,514 USD ressort à +31%.

## **Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L**

Le fonds a vendu une partie de ses titres Mahindra Forgings (un sous-traitant automobile) à la société Participaciones Internacionales Autometal Dos qui a fait une offre sur 26% du capital du sous-traitant. La vente s'est réalisée avec une prime de 21% sur le cours de bourse la veille de l'offre. Elephant Capital va encore détenir 0,93 millions d'actions. Les 1,42 M GBP encaissés vont être prochainement retournés aux actionnaires, dans la ligne de conduite de la stratégie de réalisation des actifs pour créer de la valeur pour les actionnaires.

## **FFP (France) Ticker : FFP.PA**

L'entrée éventuelle de l'Etat français et de Dongfeng dans le capital de Peugeot pourrait entraîner une forte dilution de la participation détenue par FFP.

D'après nos calculs et les hypothèses parues dans la presse (apport de 3 milliards pour 60 % du capital), la valeur de la participation de FFP dans Peugeot diminuerait pour ne plus représenter qu'environ 15 euros par action. Les autres participations représentent quant à elle, plus de 50 euros par action. Une dilution n'est jamais une bonne chose pour les actionnaires d'une société, l'entrée de l'Etat dans le capital d'une entreprise n'est pas non plus une garantie de création de valeur à long terme et l'acceptation de telles conditions par la famille Peugeot peut, peut-être, signifier que la situation est plus grave que pré-

# News de nos sociétés

vue. Néanmoins, cette opération entraînerait aussi un apport d'argent frais et peut-être une plus grande ouverture du marché chinois. Pour notre part, la marge de sécurité dans FFP est telle (n'oubliez pas que Peugeot est gratuite dans la valorisation boursière actuelle de FFP) que nous nous sentons « à l'aise » avec cette participation.

## **Gevelot (France) Ticker : GVL.T.PA**

Au menu ce mois-ci, les comptes semestriels. Ils apparaissent « facialement » faibles, mais sont en fait fiscalement superbement bien optimisés. Le chiffre d'affaires est en hausse de 8,6% à 111,8 M EUR avec un bénéfice plutôt faible puisqu'il ressort à 2,8 M EUR. En lisant entre les lignes, il est bon de préciser que la société a déprécié ses actifs industriels du secteur extrusion d'un montant de 5,1 M EUR. En fait, le résultat opérationnel publié est de 4,6 M EUR, mais retraité de cet élément exceptionnel, il ressort à 9,7 M EUR. La marge opérationnelle est donc de 8,7%. Ce qui est plutôt appréciable pour une daubasse. Avec les comptes semestriels, la VANT est stable à 137,12 EUR. La VANT représentant notre cours cible de vente, nous estimons que le titre peut encore doubler.

Le marché ne semble pas s'être fait duper non plus. Le titre progresse en effet de près de 20% sur le mois.

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

Ventes en légère baisse et profits en légère hausse pour notre industrielle canadienne à l'issue des 9 premiers mois de l'année. Ce sont les seuls éléments sur lesquels nous pouvons compter à défaut de rapport financier complet.

## **Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH**

Le titre continue son yoyo. Suite à la publication des résultats du 4ème trimestre, le cours s'enfonce de -18,55% en une seule journée. Pourquoi ? Le dernier trimestre de l'exercice fiscal de la société a été mauvais puisque sur ce seul trimestre, la société a généré 14,5 M USD de pertes.

Le management explique cette perte importante. La société a été exceptionnellement impactée par une perte de change pour 3,4 M USD, des charges sur intérêts « non-cash » (juste valorisation des instruments financiers) pour 0,75 M USD et des coûts d'aménagements de site pour 0,6 M USD. Outre ces faits, la production de l'usine thaïlandaise qui n'a pas produit autant que prévu. Apparemment, les problèmes sont résolus. Espérons-le car cette usine est le chat noir de la société avec l'inondation qu'elle a subie sur le précédent exercice. Bien entendu, on termine sur une belle histoire à raconter, le PDG précise : « *sur une vision de long terme, nous sommes confiants sur le fait que notre business peut générer des profits importants et des flux de trésorerie avec la croissance des volumes* ».

De plus, sur l'année, les actions en circulation ont augmenté de 4 millions. C'est une dilution de 17% pour les actionnaires historiques. Nous attendons le rapport annuel pour recalculer la VANE plus finement, car nous n'avons pas le détail sur les immeubles détenus. Notre point de vigilance est concentré sur ce chiffre, car la principale marge de sécurité que nous avons avec ce titre est re-

# News de nos sociétés

présentée par la valeur des immeubles acquis historiquement pour 221 M USD. Avant le prise en compte d'un potentiel ajustement, la VANE ressort à 6,42 USD, soit un potentiel de +112% au cours de clôture du vendredi 1er novembre.

## **Infsonics (USA) Ticker : IFON**

La société a annoncé, à la mi-octobre, le lancement de son nouveau Verykool S400. Le S400, surnommé Ruby, est un smartphone à prix abordable qui est alimenté par un processeur dual core 1,2 GHz et le système d'exploitation Android 4.2 .

« *Nous continuons à renouveler notre portefeuille de produits avec des processeurs plus rapides, des logiciels plus récents* », a déclaré Joseph Ram, le boss d'Infsonics à l'occasion de ce nouveau lancement.

Là aussi, cette direction ne semble pas faire du sur place et c'est plutôt pas mal, même si nos espoirs de renforcer notre position s'éloignent de plus en plus avec la progression du cours de ces dernières semaines.

## **Irce (Italie) Ticker : IRC.MI**

Le titre grimpe de 17% sur le mois alors qu'aucune nouvelle n'a été publiée par la société. La belle endormie semble de nouveau séduire le marché qui réduit la décote de notre daubasse italienne.

## **JKX Oil (UK) Ticker : JKX.L**

La société pétrolière active en Europe de l'Est a finalisé plusieurs de ses tests sur ses forages ukrainiens et ils sont pour l'instant encourageants. Dans un premier communiqué, le management annonce des tests concluants sur le site lié à la licence Zaplaskoye avec une concentration en propane et en butane supérieure aux attentes. Dans un second communiqué, toujours en Ukraine, les tests ne sont pas finalisés mais sont en ligne avec les attentes. Le management a déjà identifié ses nouveaux sites de forage pour les prochains tests. Affaires à suivre...

## **Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW**

La société communique sur le fait qu'elle veut simplifier son capital et va offrir la possibilité aux actionnaires d'actions de série B d'être négociés à partir du 6 janvier 2014 sur l'OTC X de la Banque Cantonale Bernoise. Nous y voyons en fait un bon moyen pour la société de pouvoir racheter des titres aux minoritaires.

Nous ne sommes pas directement concernées par ces opérations car nous détenons des titres de participations et non des actions de Loeb Holding.

La société familiale suisse a annoncé qu'elle avait acquis 9 magasins de l'enseigne « Fashion Group Scooter », un groupe de mode qui sévit dans l'univers du scooter. Cette acquisition devrait générer en année pleine 10 M CHF de vente additionnelles. Nous ne connaissons pas le prix de cette acquisition, ni l'impact sur le bilan. Nous attendrons donc les prochaines publications comptables pour savoir ce qu'il en retourne exactement d'un point de vue uniquement patrimonial.

# News de nos sociétés

## **Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ**

La direction annonce avoir trouvé un accord avec les syndicats et l'Etat italien au sujet de son plan de restructuration. Il prévoit le licenciement de 1.500 travailleurs et la fermeture de deux usines italiennes. Espérons que ce « remède de cheval » soit suffisant pour permettre la sauvegarde et la relance de l'entreprise.

## **Norcon PLC (UK) Ticker : NCON.L**

Nous apprenons que l'actionnaire majoritaire de Norcon, Norconsult Holding, a acheté pour plus de 3 % du capital de la société pour porter sa participation à 53,63 %. Le prix d'achat moyen des actions a été de 16,25 GBp.

## **Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI**

Comme sa concurrente italienne, le titre bondit de 27% en octobre alors qu'aucun élément nouveau n'est venu animer la vie du titre.

## **Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L**

L'arrêté des comptes semestriels au 18 août 2013 est des plus satisfaisant avec une petite hausse du chiffres d'affaires, des résultats opérationnels en hausse de 27% à 537.000 GBP et des profits avant impôts multipliés par plus de 4, à 202.000 GBP. Sur la période, le groupe hôtelier britannique a réduit sa dette de 366.000 GBP. La direction familiale a tout bon sur ce semestre, elle a même réussi à réduire ses charges de 26%. Ce qui n'empêche pas la société d'investir pour améliorer la qualité de ses services. Elle souhaite investir plus que lors de son exercice précédent. Environ 500.000 GBP. Encore une daubasse qui peut narguer ses pareilles, car son management semble bien en piste pour créer de la valeur à ses actionnaires en utilisant les actifs avec le plus d'efficience possible.

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

La société immobilière de centres commerciaux active à l'Est et en Inde a perdu sur les deux derniers mois 50% de sa valeur. Nous en avons profité pour renforcer notre position le 18 octobre. Et nous vous avons averti par mail.

Le 31 octobre, la société a émis un communiqué dans lequel ils expliquent qu'ils ont vendu le parc d'attraction « Dream Island » situé en Hongrie, pour 15 millions d'euros. Ce projet était détenu en joint-venture avec la banque hongroise MKB à 50 / 50.

Le produit de la vente va servir à rembourser une partie de la dette bancaire titrisée liée à cet actif. A la suite d'une dépréciation récente de cet actif, sa valeur était reprise au bilan à la valeur du prêt bancaire. Ce qui, d'après la direction, ne devrait pas avoir la moindre incidence sur le bilan.

Si nous avons bien compris le communiqué, l'opération annoncée est sans la moindre conséquences sur le bilan, alors que le marché a sans doute pensé le contraire. Comme toujours, nous attendons le prochain bilan pour juger l'exactitude des déclarations. Néanmoins, la sanction du marché ne nous semble pas du tout appropriée et pour le moment, nous ne voyons pas la moindre raison

# News de nos sociétés

tangible à une telle chute du cours. Cela dit, nous n'allons pas nous en plaindre puisque cela nous a permis de renforcer notre position à très bon prix.

## **PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L**

Voilà les nouvelles définitives puisque la distribution d'un dividende 7.25GBP a été votée par les actionnaires.

Les options proposées par la direction ont un aspect purement fiscal. Les actionnaires ont donc le choix entre des actions C ou des actions B. Vous le verrez dans l'explication qui suit que plus que deux types d'actions, ce sont en réalité deux options fiscales.

Si on opte pour les actions C, elles distribuent un dividende de 7,25 GBP (sur lesquels nous payons, en tant que résidents belges, 15 % de précompte britannique puis 25 % de précompte belge) puis sont rachetées symboliquement par la société pour 0,01 GBP (et, vu le coût de l'opération, il est signalé par la direction qu'elles ne seront pas rachetées réellement mais disparaîtront de notre compte titre).

Si on opte pour des actions B, elles sont rachetées à 7,25 GBP par la société et détruites : donc pas de double précompte pour nous belges puisqu'il s'agit d'une simple plus value sur action.

Nous avons, au moment où nous rédigeons ces news, écrit à notre courtier Keytrade Banque, pour leur demander si nous pouvons opter pour des actions B...

Si comme nous, vous possédez des actions PV Crystalox, nous vous invitons à écrire à votre courtier ou à votre banque. Si vous avez le choix des deux types d'actions, bien entendu ! Il ne vous reste alors plus qu'à choisir l'action qui vous est la plus favorable fiscalement.

## **Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA**

La valeur liquidative de la société est de 1.866,31 euros, en hausse de 1.47% par rapport au mois passé.

La société publie un compte rendu du troisième trimestre, clôturé au 30 septembre 2013.

La poche actions est en diminution par rapport au trimestre précédent, elle est passée de 67.51% à 58.35%, dont 0.74 d'OPCVM.

Dans la poche obligataire, la partie convertibles et titres de participations est en diminution également par rapport au trimestre précédent, passant de 8.30% à 7.75%.

Tandis que la partie obligations à taux fixe, quant à elle, est en augmentation passant de 7.19% à 9.62%.

La poche obligataire est donc dans son ensemble en augmentation par rapport au trimestre précédent, puisqu'elle est passée de 15.49% à 17.37%.

La poche liquidités est en augmentation par rapport au trimestre précédent, passant de 15.01% à 24.28%.

## **Sport Haley Inc (USA) Ticker : SPOR**

Les informations sur Sport Haley sont plutôt rares depuis le délistement de la société qui cote actuellement sur l'OTC, où les rapports ne sont plus même plus

# News de nos sociétés

publiés. Nous gardons sans doute cette société qui a figuré dans nos 30 premières sociétés le 24 novembre 2008, pour de mauvaises raisons. Mais comme nous n'avons jamais renforcé, la société même en s'étant appréciée de 20% en 5 ans, elle ne pèse que 0.18% du portefeuille pour une valeur de marché de +/- 500€... Si nous savons très bien que ce n'est pas avec cette société que nous nous enrichirons, nous pensons que nous n'avons plus grand chose à perdre et que son potentiel estimé de 200% ne nous mange donc pas de pain!

Les deux nouvelles principales, c'est une publication sur Yahoo des résultats annuels de l'année fiscale terminée au 30 juin 2013. La valeur patrimoniale de la société est passée de 1.76\$ en juin 2012 à 1.56\$ en juin 2013. Les pertes sont toujours au rendez-vous depuis que nous détenons cette société.

Ce qui est par contre plus amusant est la seconde nouvelle, que nous verrions très bien évoquée de manière suivante : « les aventures d'une daubasse qui rachète une autre daubasse ». En effet, la Société Sport Halley, daubasse patentée, vient de racheter une autre daubasse que nous avions détenue en portefeuille, pour 0.54\$ par action. Il s'agit de Chromcraft Revington que nous avons revendue en avril à 0.80\$ (heureusement que nous sommes passé avant ces radins de Sport Halley). Nous avons adressé le 23 avril un mail à nos abonné(e), leur expliquant les raisons qui nous avaient poussés à vendre..

Pour ceux qui n'étaient pas encore abonné à l'époque, voici le mail:

*« Cher(e) abonné(e),*

*Nous vous annonçons que nous venons de procéder à la vente de nos actions Chromcraft au cours de 0,80 usd.*

*Comme nous vous l'avions annoncé, la direction avait annoncé qu'elle allait « délistier » l'action de la société, ce qui signifie qu'elle ne sera plus cotée que sur les fameux pink sheet. Cette nouvelle avait évidemment fait fortement chuté le cours.*

*Peu après cette annonce, nous envoyions un mail à la direction lui demandant la confirmation que la société resterait bien cotée sur les pink sheet. Ce mail est, à ce jour, resté sans réponse.*

*Dans un 2e temps, nous apprenions qu'elle envisageait de procéder à un management buy out en valorisant la société à 0,77 usd par action.*

*En voyant cette news, nous avons eu deux réactions :*

- 1. ouf, si ça se déboucle, on ne perdra finalement pas grand chose sur cette ligne*
- 2. les « salauds », ils nous font du chantage : ou on leur donne nos actions à prix bradés ou on se retrouve avec des actions sur un marché non réglementé dans lequel nous serons encore moins protégés de leur rapacité.*

*Néanmoins, le cours de l'action s'est progressivement ajusté et aujourd'hui, nous avons eu la possibilité de vendre notre ligne à un cours supérieur à celui annoncé pour le management buy out.*

*Vu le danger d'illiquidité en raison du delisting, le risque persistant que le LBO ne se fasse pas et l'absence de réponse de la direction à notre demande d'information, nous avons décidé de vendre notre ligne à un cours qui, finalement, est très proche de notre PRU (et surtout plus du double par rapport au creux atteint la semaine dernière).*

# News de nos sociétés

*Bref, une fois de plus la preuve qu'une très grosse décote sur actif peut, dans un certain nombre de cas, constituer une bonne protection contre les pertes en capital. »*

Comme dans toute acquisition, la direction nous raconte toujours les mêmes bobards... En résumé, ça va être hyper chouette! Bien évidemment, votre équipe se moque complètement de ce type de déclaration. Par contre, le feuilleton qui va suivre peut être passionnant dans le sens où sait-on jamais, la direction de Sport Halley pourrait être à nouveau motivée et pourrait changer ses pertes en profit et finalement reviendrait à la cote sur le Nasdaq. Peut-être évoquerons-nous cette histoire à la manière d'un compte de Noël financier fin 2014. Mais il va falloir que cette direction retrouve bien ses manches d'ici-là. Le bon point de départ et le seul que nous n'avons jamais attribué à la société, c'est évidemment le prix déboursé pour son acquisition de Chromcraft, qui représente une bouchée de pain. Mais nous ne pensons pas que cela sera suffisant pour transformer cette agressivité dynamique en scénario pour un éventuel Wall Street 3!

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

La NAV du fond est de 5.31\$, en recul de 4.49% par rapport au mois précédent. Et ce qu'il y a quand-même d'étrange, c'est que le cours du fonds a gagné sur le mois d'octobre +8.10% au moment où nous écrivons ces news. Nous sommes donc allés voir ce qu'avait fait l'index Ukrainien et le 24 octobre, sur le mois il a gagné 5%, mais reperdu un peu depuis. Mais nous sommes rassurés sur notre scénario de départ : Fabien Pictet n'y est pour rien dans la performance de son fonds!

## **Universal Power Group (USA) Ticker : UPG**

La direction de la société qui, au moment de notre analyse, ne nous avait déjà pas laissé l'impression que l'intérêt des actionnaires faisait partie de leurs priorités, le confirme en décidant de délister l'action et de ne plus publier de sec filling (documents financiers). Voilà un élément qui nous fera exiger une énoooooorme marge de sécurité supplémentaire pour investir à leurs côtés.

## **Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA**

Nous avons pu prendre connaissance, en ce mois d'octobre, du projet de la société au Laos qui semble en bonne voie. Voici les lignes principales du communiqué :

*« Le Ministère de l'Energie et des Mines de la RDP du Laos a approuvé l'étude de faisabilité du projet hydroélectrique de Nam Ang Tabeng avec une capacité installée de 41MW.*

*Le ministère confirme ainsi la proposition techno-économique du groupe, y compris la révision de la capacité installée de 35 à 41MW.*

*Le projet Nam Ang Tabeng représentera un investissement de l'ordre d'USD 70 millions.*

*Les étapes suivantes consistent en la finalisation des négociations de l'accord de développement du projet avec le gouvernement et du tarif de l'électricité avec EDL (Electricité du Laos). »*

# News de nos sociétés

Bien sûr nous ne pouvons pas nous baser sur des communiqués, mais bien sur des actes retranscrits dans le bilan de la société. Mais force est de constater que si les annonces faites dans ces communiqués sont véridiques, la société semble aller de l'avant et ce, mois après mois. Ce qui n'est pas pour nous déplaire, même si nous restons sur nos positions d'attente de vérité tangible et chiffrée à terme.

## **Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA**

La société annonce la révocation de son numéro 2, André Picard. Une nouvelle impression d'improvisation et de manque de stratégie de la part du conseil d'administration. Et ne parlons pas du coût des probables indemnités de sortie ... Dommage car les ventes du 3e trimestre sont plus qu'encourageantes : + 6,6 % à magasin constant au court du 3e trimestre et + 4,8 % pour l'ensemble de l'année.

## **Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L**

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,667 USD au 25 octobre 2013, en baisse de 4,9% par rapport au mois dernier. Soit une décote de 29%, avec le cours de clôture du 1er novembre (1,18 USD).

Durant le mois de septembre, la société a racheté en 2 fois, 88.000 titres à un cour moyen de 1,229 USD, soit avec une décote sur la dernière NAV de 26%. Nous apprenons que le directeur des investissements, CEO de Vietnam Holding, va quitter l'entreprise pour des raisons personnelles en date du 1er janvier 2014.

## **Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP**

Nous ne disposons pas, au moment où nous écrivons ces news, de la Sec Filing du troisième trimestre, mais seulement d'un compte rendu détaillé des résultats de la société sur le site « Market Wired ». Nous constatons une baisse de la valeur patrimoniale de la société de 2.76% à 0.3653\$. La valeur net-net s'établit à 0.3581\$. Sur les neuf premiers mois de l'année, les ventes sont en recul de 25%. Le coût des produits est également en recul de 30%. Quant'aux coûts fixes hors R&D, ils sont en recul de 8%, tandis que la R&D a fondu de 18%, tout ceci par rapport à la même période un an plus tôt. Résultat des courses: la société limite ses pertes à 0.07\$ par action, perte égale à la même période un an plus tôt.

Nous révéifierons tous ces chiffre dès que la Sec Filing disponible.

La direction nous explique que ces résultats décevants sont générés par la baisse des modems dial-up aux USA et à l'étranger (ces modems étant concurrencés par les modems par câble). Une évidence grosse comme une maison. Pour ceux qui ne sont pas spécialistes du sujet, on comprend facilement que le modem qui « fait comme un téléphone » est voué à disparaître. Nous apprenons aussi et heureusement, que la société travaille sur de nouveaux produits, mais que l'un d'entre-eux, le Zoom Guard, a pris du retard. La société semble satisfaite de la réduction des coûts que nous venons de vous décrire, mais cela ne nous semble pas suffisant à ce stade, même si c'est effectivement positif. Le plus inquiétant reste, de notre point de vue, la réduction de la R&D car sans re-

## News de nos sociétés

cherche et découverte de nouveaux produits, Zoom Telephonics finira « moribonde ». Toute l'incertitude liée à une daubasse est donc bien présente.



# Analyses de société

## I Grandi Viaggi S.p.A.

(Milan, Ticker: IGV.MI / ISIN : IT0001244026)

\*\*\* Eligible au PEA \*\*\*

### I. Introduction



I Grandi Viaggi est une société italienne fondée en 1931. A l'origine, c'est une agence de voyage, organisatrice de voyages à l'étranger. Un des premiers « tour-opérateurs » en quelque sorte.

Aujourd'hui, I Grandi Viaggi reste un tour opérateur important et commercialise ses produits au travers des réseaux d'agences de voyage indépendantes mais aussi par l'exploitation de villages de vacances dont 11 lui appartiennent en propre : un au Kenya, un dans les Maldives, un dans les Seychelles et un en Tanzanie, mais aussi 7 en Italie. Le groupe conclut aussi des accords de commercialisation pour des villages détenus par des tiers.

La crise passant par là, dans une activité aussi « superflue » que celle du tourisme, l'entreprise a commencé à aligner les pertes depuis 2010. Elles se sont maintenues à un haut niveau en ce début d'année 2013 en raison de l'échec encouru dans les projets d'ouverture de deux nouveaux villages. Conséquence : le cours s'est bien tassé suite à ces nouvelles.

C'est la famille Clementi qui dirige la société et la contrôle à 54 % par l'intermédiaire de la société MONFORTE.

Nous travaillons avec les comptes du 3e trimestre 2012-2013, clôturés le 31/07/2013.

Le 17 octobre, nous avons acheté 7 700 actions I Grandi Viaggi à un coût de revient, frais de courtage et taxes incluses, de 0,392 euros.

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

Nous relevons un actif courant de 0,96 euros par action duquel nous soustrayons les dettes de 1,65 euros par action ainsi que les intérêts des minoritaires.

Notre formule mathématique constate aussi un ralentissement dans le paiement des créances et nous impose de réduire la valeur de ce poste de 0,061 euros par action.

Tenant compte de cela, la VANN de I Grandi Viaggi s'établit négativement à 0,90 euros.

# Analyses de société

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

Par l'intermédiaire des villages de vacances qu'elle détient en propre, l'entreprise possède un joli patrimoine immobilier, acquis pour une valeur de 2,78 euros par action.

Après application d'une marge de sécurité de 20 % et ajout de la VANN, nous établissons la VANE de IGV à 1,26 euros.

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



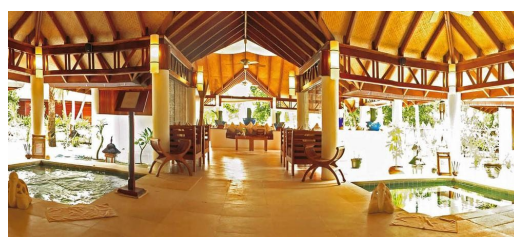
Fidèles à nos bonnes vieilles habitudes, nous commençons par l'**actif courant** et son poste le plus important qui est, en l'occurrence, du **cash détenu en banque**. Il représente 0,43 euros (l'équivalent du cours de bourse actuel) et n'appelle, selon

nous, aucune remarque particulière.

Un autre poste important est celui des **créances d'impôt** qui représente 0,23 euros par action. La majeure partie de ce poste est constitué de TVA à récupérer. Même si l'état italien n'est sans doute pas le plus solvable de la zone euro, nous pensons qu'une créance étatique reste relativement sûre. Néanmoins, pour le principe, nous prenons une marge de sécurité de 10 % sur ce poste et l'amputons donc de 0,02 euros.

L'importance du poste de **créances commerciales** nous semble un peu plus problématique. Néanmoins, vu la date de clôture de la période prise en compte (fin juillet), une bonne part de l'augmentation du poste est de nature saisonnière. De plus, même avec cette augmentation, nous calculons un délai moyen de paiement de 40 jours, ce qui reste modéré. Néanmoins, l'analyse de la balance âgée disponible dans le rapport financier fin 2012 et surtout le type des débiteurs d'IGV (des agences de voyage) nous font rester circonspects. Le fait que la direction ait acté des provisions pour créances douteuses qui représentent environ 15 % du montant brut nous rassure un peu. Après réflexions et tenant compte de tous ces éléments tant noirs que blancs, nous décidons de simplement maintenir la réduction de valeur « automatique » calculée par notre modèle et représentant 30 % de la valeur aux livres de ce poste. Nous le réduisons donc de 0,061 euros par action.

Les **stocks** constituent un petit poste, essentiellement des biens non périssables et destinés à l'hôtellerie. Vu le faible risque de vétusté, nous prenons une simple marge de sécurité de 20 % sur ce poste, soit ... 0,0049 euros. Bref,



# Analyses de société

juste pour le principe.

Enfin, le poste d'**acomptes à recevoir** sera traité comme celui des créances (même s'ils ont plus de chance d'être honorés) : nous l'amputons donc de 30 %, soit 0,02 euros.

Passons à présent à l'**actif fixe** ...



Vu la nature très spécifique de son **immobilier** (des villages de vacances), nous pensons qu'il est prudent de prendre une marge de sécurité supérieure à celle que nous prenons traditionnellement dans le calcul de la VANE. Nous la monterons ici à 40 %

(au lieu de 20 %). Nous diminuons donc la valeur calculée pour la VANE de 0,56 euros supplémentaires.

Nous reprenons les **autres installations d'exploitation** pour 10 % de leur valeur aux livres, soit 0,01 euro.

Enfin, des **actifs immobilisés divers** (essentiellement des créances à long terme) sont repris avec une décote de 30 % par rapport à leur valeur comptable, soit 0,03 euro.

**Hors bilan**, nous tenons compte d'**engagements pris vis-à-vis de compagnies aériennes** pour la somme de 0,03 euros par action. Il existe aussi un **litige social non provisionné** mais pour lequel la société estime avoir de bonne chance de sortir victorieuse.

En fonction de ce qui précède, nous calculons la Valeur de I Grandi Viaggi en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 0,67 euros.

## V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur le total des 5 derniers exercices comptables et malgré les pertes récentes, le résultat d'exploitation reste en moyenne positif, à 0,0045 euros par action.

Malheureusement, en prenant une décote de 35 % à titre d'impôt sur le résultat, actualisant à 12 % et en tenant compte du cash à l'actif et des dettes financières, nous obtenons une VCB négative.



# Analyses de société

## **VI. Conclusions**

A notre coût de revient de 0,392 euros, nous avons acheté des actions I Grandi Viaggi avec une décote de :

69 % sur la VANE

41 % sur la VLMV

Grâce à son business modèle qui lui permet de financer une partie de ses activités au travers d'acompte versé par ses clients, la société peut présenter un bilan relativement sain.

La direction nous semble très rationnelle et tente, dans un contexte très difficile, de piloter l'entreprise au mieux pour traverser la crise : les coûts de structure diminuent au moins à la même vitesse que le chiffre d'affaires.

Ajoutons aussi que, malgré les pertes régulières, l'Ebitda reste positif (sauf en 2012), ce qui permet à la société de ne pas augmenter son endettement (sauf pour des nouveaux investissements).

Enfin, lorsque la conjoncture était un peu plus favorable (en 2011 et 2012), la direction a procédé à des rachats d'actions propres, certes au-dessus du cours actuel mais bien en dessous de la VANT de l'époque. Ces rachats témoignent malgré tout, selon nous, d'une volonté de créer de la valeur pour les actionnaires.

I Grandi Viaggi évolue donc dans un contexte difficile. Ses actifs tangibles sont assez spécifiques mais sa solidité financière et son EBITDA à l'équilibre nous font penser qu'elle dispose de suffisamment d'atouts pour « tenir » et se situer, en sortie de crise, parmi les survivantes.



# Analyses de société

## Gefran SpA

(Milan, Ticker: GE.MI / ISIN : IT0003203947)

\*\*\* Eligible au PEA \*\*\*

### I. Introduction

**GEFRAN** Gefran est une entreprise italienne qui emploie près de 900 personnes. Elle a été fondée dans les années 60 par la famille Franceschetti qui détient la majorité du capital. Le siège de la société se situe à Provaglio d'Iseo, en Lombardie.

L'entreprise est un acteur important du secteur de l'automatisation et des composants de systèmes de contrôle de processus industriels. En fait, pour résumer, elle offre des solutions (produits et services) aux principaux producteurs de machines-outils. Son activité est composée de sous-secteurs : les capteurs, les composants, l'automatisation et le contrôle de mouvement. 10% de ses effectifs sont dédiés au développement de nouvelles technologies.

Ses principaux clients sont Schindler, Köne, Otis, Fiat, Volkswagen, Procter & Gamble, Henkel, Nike, Unilever, ... Son chiffre d'affaires s'est réparti de la façon suivante en 2012 : 32% en Italie, 27% en Asie, 26% en Europe (hors Italie), 9% en Amérique du Nord et 6% dans le reste du monde.

L'analyse actuelle est réalisée sur la base d'un capital composé de 14.400.000 actions ordinaires et à partir des comptes trimestriels arrêtés au 31 mars 2013, et en partie des données des comptes annuelles 2012 quand l'information n'était pas assez détaillée dans les comptes trimestriels. Nous n'avons pas trouvé de quelconque plan de dilution via des plans d'attribution d'options ou d'actions.

Le cours de référence est le cours de clôture du vendredi 1er novembre 2013, soit 3,22 EUR.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 6,48 EUR par action et l'ensemble de ses dettes représente 5,94 EUR par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de **0,54 EUR** par action. Il n'y a donc aucune décote sur la VANN.

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

La valeur d'acquisition historique des bâtiments industriels et des terrains est de 2,70 EUR. Nous prenons notre habituelle marge de sécurité de 20% sur cette valeur d'acquisition historique, à laquelle nous « ajoutons » la VANN et obtenons une VANE de **2,70 EUR** par action.

# Analyses de société

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

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

Tout d'abord, commençons par l'**actif courant**, avec les **stocks** pour une valeur de 1,84 EUR par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 129 jours et de 118 jours sur l'exercice 2012. Sans plus de détails sur la composition de ces stocks, nous prenons une marge de sécurité de 30%. Ainsi, la valeur retenue pour ces stocks est de 1,29 EUR par action.



Nous avons ensuite des **créances clients** inscrites au bilan pour une valeur de 2,91 EUR par action. La société a été payée en moyenne en 123 jours sur les 3 dernières années et en 118 jours en 2012. Ces délais relativement importants nous poussent à la prudence. Nous décidons ainsi de prendre une marge de sécurité de 20%, et de considérer pour ces créances un montant de 2,33 EUR par action.

Le troisième poste est composé de la **trésorerie**. Elle représente 1,35 EUR par action et n'appelle aucun commentaire. Nous la reprenons telle quelle.

Les **autres créances vis-à-vis de tiers**, notamment l'Etat, représentent 0,37 EUR par action. Par prudence et pour augmenter notre marge de sécurité dans notre calcul de la VMLV, nous n'allons pas les valoriser.

En ce qui concerne les **actifs non courants**, comme nous l'avons vu dans le calcul de la VANE, l'entreprise possède de l'**immobilier**. Après notre marge de 20% sur la valeur d'acquisition historique, ces actifs représentent l'équivalent de 2,16 EUR par action.

Gefran possède d'autres actifs durables telle que des **machines, des équipements et du mobilier** acquis pour une valeur de 3,84 EUR par action et amortis à hauteur de 3,18 EUR par action (soit 83%), ce qui représente une valeur nette comptable de 0,66 EUR par action. Comme nous avons vu que l'entreprise est capable de générer des bénéfices, même si ces actifs sont très spécialisés et ont une valeur marchande que nous estimons faible, nous allons reprendre 20% de leur valeur amortie, soit 0,13 EUR par action.

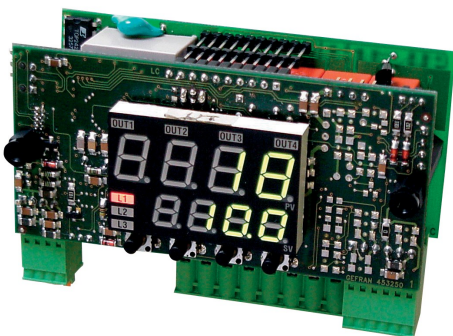


Toujours à l'actif, figurent des **investissements dans des autres entreprises**.

# Analyses de société

Nous allons reprendre ces montants pour 50% de la valeur comptable, soit 0,11 EUR par action

Nous trouvons également dans le bilan des **taxes payées en avances** pour 0,39 EUR par action que nous reprenons telles quelles.



Enfin, les **actifs intangibles** et les **survaleurs d'acquisitions** (également appelés Goodwill dans la littérature anglo-saxonne) représentent 0,85 EUR par action. Fidèles à notre approche patrimoniale qui ne considère que les actifs tangibles, nous les considérons comme sans valeur dans notre présent calcul.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 5,94 EUR par

action.

En **hors bilan**, nous n'avons trouvé aucun engagement liés à des contrats de location, de garanties ou autres cautions.

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

## Actif courant

- + Stock : 1,29
- + Poste client : 2,33
- + Trésorerie : 1,35
- + Autres créances : 0

## Actif immobilisé

- + Immobilier : 2,16
- + Equipements et matériels : 0,13
- + Taxes payées en avances : 0,39
- + Actifs intangibles : 0

## Passif

- Total passif : -5,94

Nous obtenons donc une VMLV de **1,71 EUR** par action.



# Analyses de société

## V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a généré à quatre reprises des résultats opérationnels positifs.

Ainsi, après prise en compte d'une imposition forfaitaire de 35%, d'un taux d'actualisation de 12%, nous obtenons une VCB de **2,68 EUR** par action.

A noter que la VCB est pénalisée par une forte perte de -11,53 M EUR en 2011.

## VI. Conclusions

Au cours actuel de 3,22 EUR, le titre Gefran ne présente pas de décote sur nos différentes valorisations.

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est de : +17%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 52%

### Rappel

Nous vous présenterons pour chaque analyse désormais le ratio technologique. Il s'agit en fait d'un ratio qui va nous permettre d'évaluer à la grosse louche le savoir-faire technique d'une Daubasse et ainsi de pouvoir la comparer avec une autre. Ce qui facilitera nos décisions d'investissement si nous hésitons sur plusieurs cibles à l'achat.

Ce ratio est calculé de la manière suivante :

$$\frac{\text{Dépenses de Recherche \& Développement des 5 dernières années}}{\text{capitalisation boursière}}$$

Ratio technologique = **65%**



Clairement, à ce niveau de prix, nous ne sommes pas acheteurs, surtout à la suite du récent rebond, car il ne présente pas suffisamment de décote et son potentiel (+17%) est largement en dessous du potentiel moyen de notre portefeuille (environ +105%).

Nous gardons cependant cette valeur dans notre liste de surveillance car l'entreprise technologique a de nombreux atouts et nous pourrions lâcher quelques cartouches si son cours chute.

En effet, sur les 5 dernières années, l'entreprise a investi 47 M EUR dans l'augmentation de ses moyens productifs, le renouvellement de ses machines et le déploiement de nouveaux sites de production. Ce montant est supérieur à la capitalisation actuelle. Si nous ajoutons à cela le fait que valorisation de la so-

# Analyses de société

ciété représente 83% de ses dépenses en R&D des 5 dernières années, nous pensons que Gefran doit posséder un certain savoir-faire technique. Notons par ailleurs que depuis plusieurs semaines l'entreprise rachète ses propres titres sur le marché. Nous ne prenons pas cet indicateur comme un indicateur fort d'achat, mais au moins, cela démontre du sentiment de sous-évaluation de Gefran par les marchés de la famille aux commandes de la société depuis 50 ans.

Pour ne rien gâcher, Gefran a distribué un dividende de 0,12 EUR, soit un rendement actuel (si le dividende est maintenu) de l'ordre de 3,7% brut. Avec les rachats actuels de titres, ce sont des signes positifs de la part du management d'une volonté de créer de la valeur pour l'actionnaire.

Enfin, dernier point mineur mais pas moins agréable. L'entreprise italienne publie de nombreux rapports en italien et en anglais, très rapidement à l'issue de la date des clôtures comptables en quantité et en qualité. Pour une entreprise de cette taille, c'est un fait suffisamment rare et tellement plaisant que nous ne pouvons qu'apprécier.



## 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**