

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 7
Suivi des sociétés analysées	page 9
News de nos sociétés	page 11
Analyse de la société Encres Dubuit	page 25
Analyse de la société Dover Downs Gaming & Entertainment Inc	page 28
Analyse de la société Intrepid Potash Inc.	page 32
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 37

Edito



Savoir prendre les bonnes vagues

Nous savions, en commençant notre aventure, que nous connaîtrions des périodes où les daubasses abonderaient et où nous n'aurions qu'à nous pencher pour les ramasser à la pelle. Mais nous savions aussi qu'il faudrait également se résoudre à vivre des périodes moins porteuses. Et c'est d'autant plus complexe durant la période actuelle, au contraire de l'euphorie ambiante dont les médias nous assomment, de ne pas se jeter sur la première proie détectée sur nos radars. Car lorsque les proies deviennent moins prolifiques, il est bien évidemment humain de se contenter d'une qualité passable plutôt qu'excellente. Or, nous ne mangeons pas de ce pain-là dans l'équipe des Daubasses.

Aujourd'hui, nous sommes dans une période plus difficile mais restons à l'affût de toutes les occasions que le marché peut offrir. Comme vous avez pu le lire dans la lettre du mois d'août, nous nous sommes littéralement immergés dans le monde des minières, ayant trouvé dans ce secteur les plus nombreuses anomalies proposées par le marché alors que le niveau moyen des marchés reste inexorablement élevé ; proche des sommets peu ou prou historiques.

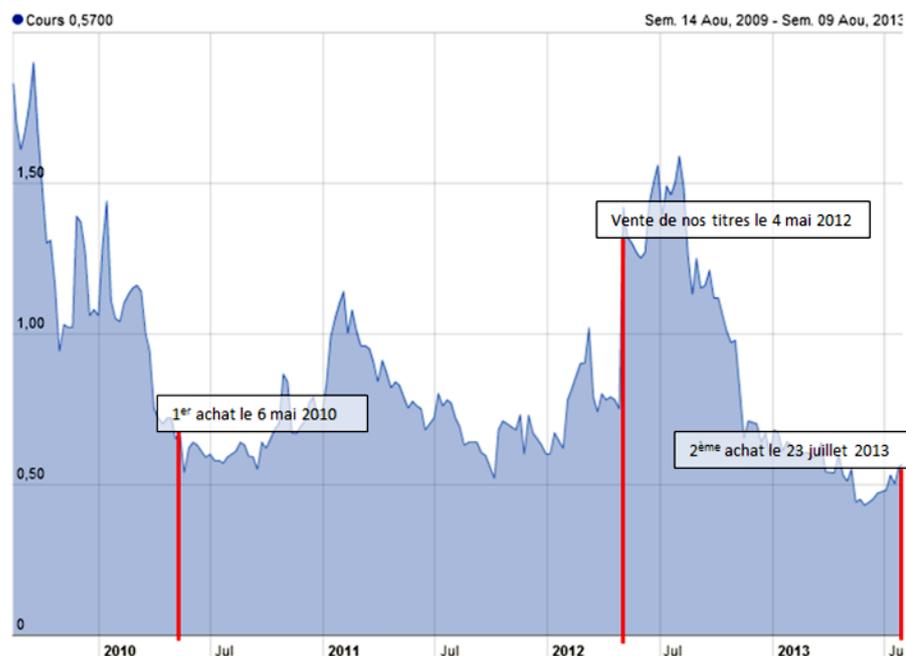
Aussi, c'est par cette approche que nous cherchons le rendement à moindre risque, à l'image des émissions d'options sur deux de nos minières (*Kinross Gold Corp* et *Silver Standard Ressources*) qui nous permettraient de renforcer à des cours totalement discount sur toutes nos valorisations si le cours de l'action atteint à l'échéance le prix d'exercice (à 4 USD l'action pour les 2 titres). Ou alors, en cas de non exercice des options (cours à l'échéance > 4 USD), ces émissions

Edito

nous procureraient chacune un joli rendement de plus de 8% en l'espace de 6 mois (16% annualisé). Pas exceptionnel nous direz-vous cher(e) abonné(e), mais tout à fait correct dans ce que nous estimons en terme de risque et de rendement. Le genre de deal gagnant / gagnant que nous affectionnons particulièrement.

A l'heure actuelle, force est de constater que plus l'euphorie s'amplifie, plus nous faisons preuve d'exigence. Mais d'autre part, nos listes commencent à se garnir de très belles cibles que nous gardons bien à l'œil, même si certaines d'entre elles sont légèrement en dehors de nos critères. Recherches et analyses de nombreuses sociétés sont donc plus que jamais au programme. C'est un peu comme dans ces restaurants gastronomiques où aucun menu n'est préparé à la sauvette et dans la précipitation, mais d'abord pensé, dessiné, puis élaboré, ingrédient par ingrédient, avec soins et minutie... pour être présenté sur une assiette au client dans toute sa beauté visuelle, avant d'émerveiller les papilles de saveurs exceptionnelles. Tout comme ces cuisiniers passionnés, nous n'hésitons pas à revenir sur d'anciens ingrédients de choix aux saveurs exquis comme en témoigne le récent rachat du titre Infosonic sur le Nasdaq pour la seconde fois de notre histoire (même logique qu'avec Vét'Affaires que nous avons aussi acheté une seconde fois). C'est de la nostalgie mêlée à de l'incompréhension de notre part : quelles sont les limites de l'inefficience des marchés ?

Jugez plutôt par vous-même du parcours d'Infosonic et de notre idylle via le graphique ci-dessous. Un exemple frappant de la « maniaque-dépression euphorisante » de *Monsieur le Marché*. Ce dernier étant sensé (selon le dogme universitaire du prix Nobel Markowitz) valoriser à tout instant toutes les informations, pour donner à chaque actif (ici, une entreprise) sa juste valeur. Raisonement qui peut être juste à un instant t , mais totalement infondé dès lors qu'il faut considérer une période.



Edito

Première rencontre

1. Achat le 6 mai 2010 de 6 914 titres à prix net de revient de **0,647 USD** avec une VANT de 1,700 USD, soit un potentiel de +163%
2. Vente de nos titres le 4 mai 2012 à **1,10 USD**, générant une plus-value nette d'environ 70%

Deuxième rencontre

3. Achat le 23 juillet 2013 de 2 500 titres à un prix de revient net de **0,4631 USD** avec une VANT de 1,1423 USD, soit un potentiel de +147%

Cette situation de relative stagnation inédite dans notre histoire - qui va bientôt atteindre les 5 ans - nous pousse dans nos retranchements. Nous voyons la part des liquidités gonfler et, en même temps, tant de monde habituellement frileux qui achètent le marché à tout va. Qui n'a pas, parmi ses amis, ses collègues, les membres de sa famille ou encore via le journal télévisé entendu cette petite phrase avec un ton mielleux : « C'est le moment d'acheter ! » ? Heureusement, les chiffres sont là pour nous rappeler où nous en sommes.

En effet, nous avons accumulé une multitude de données que nous préservons précieusement et qui nous permettent de garder la tête froide. Ce sont autant de statistiques constituées au cours de notre modeste expérience Daubasses et qui nous renvoient rapidement des comparables historiques objectifs. Ce sont des garde-fous qui nous protègent d'achats compulsifs de titres avec un potentiel trop mesuré. Historiquement, lors des plus grandes soldes que nous ayons connues, le potentiel maximum moyen du portefeuille a été atteint en décembre 2008 avec un potentiel de +474%. Aujourd'hui, ce même potentiel est d'à peine plus de 100%, soit +111%. Un bon signal qui calme nos ardeurs et nous rend extrêmement vigilants lors des prises de décisions. Nous sommes aujourd'hui passés d'une recherche de gain maximal absolu à une recherche de rendement, bien entendu le plus élevé possible (de l'ordre de 20% annualisé comme avec nos émissions d'options), mais avec une prise de risque minimale et sur des échéances relativement courtes afin de conserver un maximum de liquidité pour le grand jour. C'est un combat psychologique que nous sommes prêts à mener, au plus grand bénéfice du rendement de notre portefeuille à long terme.

Evidemment, nous ne fuions pas le marché car nous trouvons encore des opportunités et lâchons un peu de cash pour mettre la main sur ces cibles comme vous avez pu le constater lors de nos dernières opérations. Mais il est clair que la sélection est ardue et qu'il faut, aux investisseurs dans la valeur qui exigent des décotes HARD DISCOUNT, prendre leur mal en patience et regarder le train filer vers le haut de la montagne en attendant sur le quai son retour dans la vallée.

Nous aimons quand ça tangué, quand le marché offre quelques inefficiences sur lesquelles nous nous ruons. Et malgré le haut niveau du marché, nous avons des sociétés en réserve. Dans cette lettre, vous en trouverez trois : la première

Edito

est une société familiale française (et donc éligible au PEA) active dans l'imprimerie et le graphisme industriel à haute technicité. La seconde est une société américaine qui détient un casino et un hôtel dans le Delaware et, enfin, suite à un long feuilleton d'amour et de trahison dans le secteur de la potasse, nous vous proposons l'analyse d'une société minière américaine qui produit cette matière première essentielle à l'agriculture de masse.

Toute l'équipe vous souhaite, cher(e) abonné(e), une excellente rentrée.

L'Equipe des Daubasses

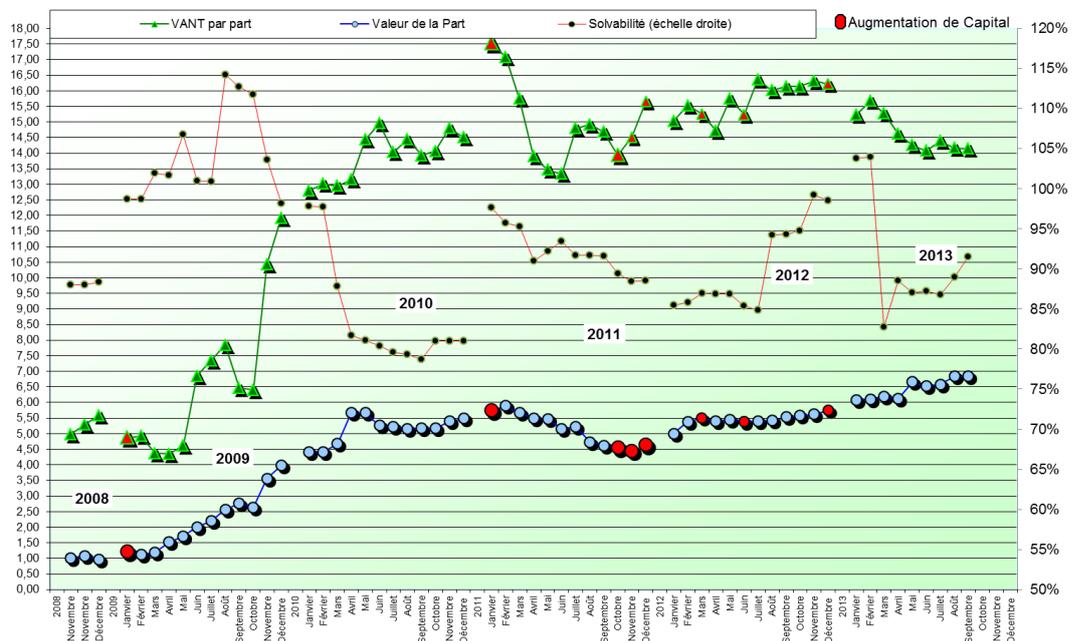


Portefeuille

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

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
30 août 2013	
Valeur d'une Part	6,84 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,14 €
Potentiel	106,65%
Solvabilité pondérée	91,55%
3,33% Pondération Max	9.939,68 €
Nombre total de positions	58
Répartition des Devises	
Euro	40,20%
Dollar Américain	37,07%
Livre Sterling	12,27%
Dollar Canadien	6,07%
Courone Suédoise	2,36%
Courone Danoise	0,78%
Franc Suisse	1,32%
Variation des devises Yield	-1,07%
Nombre de société vendue	79
Gain Moyen	2.025,45 €
Perte Moyenne	- 758,17 €
Société en Gain	52
Société en Perte	27
1 Euro investi a rapporté	5,15 €



Portefeuille

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

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

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

Portefeuille au 30 août 2013 / Notations														
Notation	Potentiel		V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	ROIC		
	(0 = faible, 3 = élevé)						Potentiel	Stop						
Potentiel	Risque	Globale	Net-Net		Achat		Cours		Net-Estate		VANtre			
	3	0	3	Sport Haley Inc	1,6305	0,37	76,52%	24/11/08	194%	1,7623				
	0	2	2	Coast Distribution System	4,8611	0,81	55,78%	25/11/08	44%	5,6674				
	3	0	3	Taitron	2,0028	0,51	100,29%	26/11/08	207%	3,1332	2,9246	0,3488		
	0	2	2	Trans World Entertainment	5,1377	0,88	103,21%	08/06/09	25%	5,6685				
	3	0	3	SigmaTron International	3,5102	1,25	48,00%	13/11/09	132%	10,2024	6,0162	0,7314		
	1	3	4	Leeds Group Plc	38,2400	0,65	82,65%	27/08/10	82%	45,45	43,53	0,5743		
	3	2	5	Vianini Industria	1,1299	0,96	220,21%	19/10/10	197%	3,2353	1,6761	0,6503		
	3	1	4	MBL Group	15,2000	0,64	129,96%	05/07/11	172%	26,4700				
	0	3	3	PV Crystalox Solar	10,8135	1,02	114,79%	05/11/11	69%	18,5910				
	3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	7,5317	0,50	55,87%	15/03/12	213%	11,7222				
	3	1	4	Deswell Industries Inc	3,5569	0,70	141,37%	15/03/12	148%	6,1685				
	3	0	3	Vet Affaires	10,6337	1,12	58,93%	16/07/12	115%	25,6541				
	0	1	1	Velcan Energy	14,2220	0,93	317,60%	22/08/12	35%	17,7954				
	3	0	3	Plaza Centers NV	71,45	0,37	50,44%	27/09/12	282%	102,13				
	2	2	4	Global Tech Advanced Inovation	17,70	0,45	115,66%	17/10/12	221%	25,34				
	0	0	0	Electronic Sytem Technology	0,54	0,69	332,70%	02/01/13	51%	0,56				
	0	0	0	Zoom Telephonics	0,37	0,66	60,30%	02/04/13	57%	0,38				
	3	1	4	Norcon Plc	30,00	0,51	74,06%	09/07/13	104%	31,14				
	2	1	3	Infosonics	1,11	1,11	121,35%	23/07/13	86%	1,14				
	3	3	6	Avalon			91,24%	02/09/09	125%	10,58	8,7965	0,5354		
	1	0	1	Bodisen Biotech			88,86%	10/11/09	2244%	0,7033	0,1539	0,1949		
	3	1	4	Blonder Tongue Laboratories			65,12%	16/11/09	128%	1,9628	1,4914	0,5766		
	2	2	4	Exacompta - Clairefontaine			62,78%	30/11/09	481%	298,58	196,25	0,2618		
	3	3	6	Gevelot			77,47%	09/12/09	192%	137,40	86,13	0,5457		
	0	3	3	SAM			70,08%	11/01/10	34%	49,92	48,83	0,7637		
	3	2	5	Irce			49,65%	31/05/10	253%	5,1395	3,3050	0,4399		
	1	1	2	Hutchinson Technology			53,94%	31/08/10	60%	5,4729	4,9152	0,6958		
	3	2	5	Natuzzi			68,36%	19/01/11	219%	6,6096	6,4690	0,3200		
	0	3	3	Alco Store			37,91%	27/07/11	103%	29,635	17,9911	0,8115		
	2	2	4	Crown van Gelder			54,95%	12/10/11	155%	9,483	7,5043	0,4957		
	3	3	6	Peels Hotel			57,45%	12/10/11	185%	156,560	84,3300	0,6522		
	1	2	3	ADDvantage Technologies			111,71%	23/11/11	51%	3,676	3,6330	0,6716		
	3	1	4	Ceramiche Ricchetti			42,13%	09/01/12	936%	1,673	1,8014	0,0965		
	3	2	5	Panaria Group			42,36%	12/01/12	143%	2,795	1,1643	0,9877		
	3	0	3	Plastivaloire			36,73%	27/02/12	216%	48,809	32,5319	0,4755		
	1	3	4	Cottin Frères			50,37%	14/06/12	83%	6,602	0,0000	0,0000		
	1	3	4	CSP International Fashion			65,72%	20/06/12	5%	1,334	1,3966	0,9487		
	1	2	3	Coil			60,07%	14/11/12	102%	8,477	4,7120	0,8913		
	3	3	6	Loeb Holding			80,42%	23/04/13	99%	330,926	242,53	0,6865		
	3	1	4	Hammond Manufacturing			58,46%	04/06/13	143%	2,792	2,04	0,5641		
	3	3	6	Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	111%	5,324	4,00	0,6301		
	1	1	2	Dover Downs Gaming			62,91%	26/08/13	102%	3,451	3,10	0,5517		
	0	1	1	Jemtec			1169,43%	25/01/11	61%	1,3494		1,3494	0,6225	76%
	3	1	4	BFS Entertainment&Multimédia			63,80%	25/01/11	117%	0,4782		0,0000	0,0000	0%
	0	3	3	Malteries Franco-Belge			83,01%	14/04/11	37%	256,36		256,36	0,7294	27%
	3	0	3	Universal Security Instruments			102,27%	26/03/12	146%	11,20		11,20	0,4064	11%
	3	0	3	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	152%	5,5500				
	1	1	2	Eastern European Property				28/04/11	52%	118,43				
	2	0	2	Elephant Capital Plc				28/06/11	190%	49,00				
	1	0	1	Vietnam Holding				04/11/11	41%	1,80				
	0	2	2	Luxempart				28/06/11	21%	33,07				
	3	3	6	Dundee Precious Metal				14/10/11	91%	11,96				
	0	3	3	Investor AB				29/12/11	19%	225,10				
	2	2	4	First Farms				25/01/12	61%	61,85				
	0	3	3	FFP				15/05/12	71%	71,63				
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	24%	1615,88				
	2	1	3	(ADR) First Pacific LTD				11/02/13	64%	8,82				
	2	3	5	(ADR) Jardine Strategic LTD				11/02/13	51%	25,35				
	3	2	5	Silver Standard Ressource				10/07/13	125%	21,40				
	0	1	1	Kinross Gold Corp				15/07/13	14%	6,66				

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	9.73	0.11	-16.77%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72.00	0.68	09/05/11	78.00	0.91	35.20%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70.00	0.79	09/06/11	55.00	0.64	-18.09%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34.50	0.40	05/07/11	16.90	0.20	-50.23%
5	USD	ALCS	Alco Store	10.30	7.34	09/08/11	14.60	11.05	50.52%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2.71	2.08	09/08/11	3.93	2.97	42.68%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4.05	4.05	08/09/11	3.72	3.72	-8.15%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14.69	11.06	07/10/11	23.05	17.44	57.71%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8.40	0.10	09/11/11	11.00	0.13	30.55%
10	USD	AEY	ADDvantage	2.04	1.52	07/12/11	2.44	1.85	21.31%
11	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1.01	1.01	08/02/12	1.15	1.15	13.86%
12	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0.18	0.18	08/02/12	0.17	0.17	-3.44%
13	Euro	PVL.PA	Plastivaloire	19.65	19.65	08/03/12	15.47	15.47	-21.27%
14	DKK	FFARMS.CO	First Farms	47.00	6.32	08/03/12	40.50	5.43	-14.09%
15	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3.30	2.52	09/04/12	3.74	2.83	12.43%
16	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2.51	1.91	09/04/12	2.49	1.88	-1.59%
17	USD	UUU	Universal Security Instrument	5.35	4.08	09/04/12	4.55	3.44	-15.63%
18	Euro	FFP.PA	FFP	25.69	25.69	05/06/12	38.85	38.85	51.23%
19	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0.23	0.23	05/06/12	0.28	0.28	21.74%
20	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155.50	20.48	05/06/12	185.00	23.45	14.51%
21	Euro	HF.PA	HF Company	5.15	5.15	06/07/12	5.40	5.40	4.85%
22	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0.84	0.84	06/07/12	1.33	1.33	57.74%
23	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3.90	3.90	06/07/12	3.60	3.60	-7.69%
24	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9.19	9.19	15/08/12	11.95	11.95	30.03%
25	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1320.00	1320	25.00%
26	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9.00	9.00	07/09/12	13.20	13.20	46.67%
27	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1.06	1.06	07/09/12	1.09	1.09	2.83%
28	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2.94	2.94	07/09/12	3.49	3.49	18.57%
29	GBP	JXX.L	JXX Oil	79.50	1.00	07/09/12	67.25	0.79	-21.35%
30	USD	JSHLY	Jardine Stratégic LTD	18.11	13.90	08/10/12	16.07	12.16	-12.53%
31	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47.25	0.59	08/10/12	26.75	0.31	-46.41%
32	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8.42	6.57	07/11/12	10.18	7.70	17.23%
33	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5.84	4.56	07/11/12	7.89	5.97	31.00%
34	Euro	ALCOI.PA	Coil	3.10	3.10	07/12/12	4.20	4.20	35.48%
35	USD	ELST	Electronic System Tech	0.35	0.27	08/01/13	0.37	0.28	4.68%
36	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37.00	0.43	06/02/13	40.24	0.47	10.61%
37	USD	FPAFY	First Pacific LTD	7.14	5.45	08/03/13	5.21	3.94	-27.69%
38	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28.92	28.92	08/03/13	24.83	24.83	-14.14%
39	USD	ZMTP	Zoom Telephonics	0.17	0.13	05/04/13	0.24	0.18	38.21%
40	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166.10	134.93	09/05/13	166.50	136	0.52%
41	USD	UPG	Universal Power Group	1.69	1.28	09/05/13	1.68	1.27	-0.68%
42	CAD	HMM-A.TO	Hammond Manufacturing	1.15	0.85	06/06/13	1.15	0.83	-2.40%
43	USD	LAKE	Lakeland Industries	4.52	3.41	06/06/13	4.16	3.15	-7.77%
44	USD	IFON	Infosonics	0.54	0.42	05/07/13	0.61	0.46	10.28%
45	GBP	NCON.L	Norcon Plc	12.00	0.14	05/07/13	15.30	0.18	28.89%
46	USD	SSRI	Silver Strandard Res.	7.50	5.61	09/08/13	8.43	6.38	13.81%
47	USD	KGC	Kinross Gold Corp	5.20	3.89	09/08/13	5.50	4.16	7.09%
Opération clôturée									
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1.30	0.9397	09/11/11	1.50	1.15	22.44%
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4.43	3.34	07/10/11	9.73	7.44	122.85%
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2.38	1.78	07/12/11	3.19	2.54	42.80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1.26	0.99	09/01/12	1.45	1.18	19.60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5.56	5.56	08/09/11	5.99	5.99	7.73%
6	USD	TGAL	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%
Total pondéré a part égal							18,88%		

News de nos sociétés



ADD Vantage (USA) Ticker : AEY

Baisse du chiffre d'affaires de 16 % et division par 2 du bénéfice par action pour notre grossiste en équipements pour la télévision câblée. Néanmoins, sur les 9 premiers mois, le bénéfice reste en hausse à 0,13 usd par action. Si la société nous semble bien gérée par les frères Chymiak, les vellétés affirmées et réaffirmées de croissance externes ne sont pas pour nous plaire tant notre expérience nous montre qu'elles sont rarement relatives.

AKER (Norvège) Ticker : AKER.OL

Le rapport financier au 30/06 de la holding *énergetico-maritime* laisse apparaître une belle augmentation du cash disponible : en réalité, la direction a profité des taux bas actuel pour émettre des nouvelles obligations qui vont augmenter la force de frappe en vue de nouveaux investissements. Le premier semestre a été difficile pour plusieurs des participations de Aker actives dans les services pétroliers notamment en raison du ralentissement des investissements chez leurs clients. Néanmoins, la direction reste optimiste quant aux perspectives à long terme, notamment en raison du fait que les forages offshore restent bien plus compétitifs en termes de coûts que les exploitations de sables bitumeux ou de pétrole lourd. Sur base des cours de ses participations au 29/08, nous calculons la valeur intrinsèque de la société à 268 NOK, ce qui laisse une marge de sécurité de 30 % par rapport au cours actuel.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

Argone Capital, les repreneurs d'Alco Store qui ont offert 14\$ par action, se sont fait doubler pendant les vacances par Everbright Overseas Development Ltd, actionnaire principale d'Alco qui a fait une proposition colossale et presque enivrante de ... de ... de ... 14.30\$!

La question que nous nous posons, par rapport a cette news exceptionnelle, c'est : de qui se moque-t-on ?

Avalon Holding (USA) Ticker : AWX

La société a annoncé de très bons résultats pour son 1er semestre 2013 avec un retour aux bénéfices (0,08 usd par action). Avec une VANT de 10,58, la marge de sécurité reste confortable. Mais il y a mieux : il semble qu'outre ses activités traditionnelles de gestion des déchets et d'exploitation de terrains de golf, Ava-

News de nos sociétés

lon se positionne de plus en plus comme un acteur important de l'Ohio dans le secteur des énergies. Ainsi, elle a obtenu des permis dans le but de gérer l'évacuation des eaux usées générées par le processus de fracturation hydraulique. Il semble également que le terrain appartenant à la société et qui a été loué à Harcon recèle bel et bien des ressources énergétiques. Si cela s'avérait exact, Avalon toucherait des redevances sur les ressources extraites. Bref, avec Avalon, on peut acheter des actifs tangibles avec une importante marge de sécurité mais il semblerait qu'on puisse même toucher un joli bonus avec ces activités énergétiques.

Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L

Le fonds continue de céder ses actifs immobiliers en vendant son actif de Dresden (Allemagne) pour 2,1 M euros soit 7% au-dessus de la valeur comptable du rapport annuel 2012. Un autre bien à Berlin est en cours de cession pour 1,625 M EUR.

Au 30 juin 2013, l'actif net (NAV) par action est de 59,83 GBp par action. Soit une baisse de 1,1% par rapport au 31 mars 2013.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker: BDR

Nouvelle déception suite aux rapports financiers du 1er semestre. Voilà une société qui, il y a deux ans, avait une structure financière très saine et un compte de résultat plus ou moins en équilibre. Ensuite, une direction plus soucieuse de sa propre gloriole que de l'intérêt de ses actionnaires s'est lancée dans une acquisition en payant un goodwill très important. Résultat des courses : une solvabilité dégradée, une diminution drastique de la VANT et des pertes récurrentes. Pour ce premier semestre, on nous annonce donc une baisse des ventes et des pertes de 0,18 usd par action. La VANT se tasse à 1,96 usd. Mais le pire, c'est que la direction met ces résultats médiocres sur le compte de la conjoncture alors même que nous voyons que la majorité des sociétés de notre portefeuille profitent justement d'une conjoncture plus favorable. Bref, nous avons comme la désagréable impression que Monsieur Luksch, le CEO, se moque de nous.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ

Notre chinoiserie annonce qu'elle publiera ses comptes au 30/06 avec retard.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Bilan à mi-année : activité en baisse, EBITDA négatif, pertes de 6,9 M euros et dégradation de l'endettement net à hauteur de 100,9 M euros (+4,6 M euros versus 31 décembre 2012). Cher(e) abonné(e), en bonne daubasse, nous sommes persuadés que vous avez trouvé la raison de ce ralentissement de l'entreprise de céramique italienne ? Hé oui, la crise ! Encore cette fichue crise qui vient embêter les entreprises... Avec une entreprise qui n'arrive à dégager des avantages concurrentiels pour renouer avec la rentabilité à moyen terme, cela ne rassure pas l'investisseur. Mais quand il s'agit d'une daubasse, il ne faut pas s'attendre à un management exceptionnel. Regardons du côté du patrimoine.

News de nos sociétés

Même si la VANT se dégrade de 4%, elle représente un potentiel de +902% à 1,74 euros par action. Un niveau qui s'explique par la valeur des terrains et immeubles qui avec une décote de 80% de leurs coûts d'acquisition représentent à eux seuls 2,1 euros par action. Nous restons donc propriétaires de cette entreprise non pas pour sa capacité bénéficiaire, mais uniquement pour son patrimoine.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

L'amélioration de la conjoncture et de la confiance des consommateurs américains a profité « à plein » pour notre fournisseur d'accessoires pour le camping et la navigation de plaisance. Hausse des ventes de 4 % et explosion du taux de marge brute ont permis un doublement du bénéfice par action. La direction maintient son objectif d'un retour à la rentabilité sur l'ensemble de l'année 2013 (le 2e trimestre restant traditionnellement le meilleur de l'année). En attendant, la VANT s'établit à 5,66 usd, en légère baisse malgré le bénéfice annoncé en raison d'une variation de la juste valeur de certains actifs.

Cottin Frères (France) Ticker : COTT.PA

La société Henri Maire et le groupe Cottin Frères ont conclu le 30 juillet 2013 un accord de principe visant à la cession de la totalité des fonds de commerce et des actifs d'exploitation détenus par les sociétés Labouré Roi et Nicolas Potel, filiales du groupe Cottin Frères, au profit d'Henri Maire.

Cette cession sera effective au plus tard le 30 septembre 2013, après réalisation d'opérations préalables (en ce compris un inventaire des stocks transmis) et son prix définitif sera connu à cette date. Une information complète sera alors donnée au marché. Dans l'attente, les cotations des titres Henri Maire et Cottin Frères sont suspendues.

Par ailleurs, considérant que la cession porte sur la totalité des fonds de commerce et des actifs d'exploitation des deux principales filiales de la société Cottin Frères, il est prévu qu'une offre publique soit mise en œuvre, visant au rachat des titres des actionnaires minoritaires. Les modalités de cette offre publique seront précisées par la société Cottin Frères dans le cadre d'un prochain communiqué.

Nous espérons que les Frères Pinard, ne vont pas se laisser rouler dans les tannins par ce cher Henry et proposer aux minoritaires au moins la VANT de la société, soit 6.60 euros par action.... Dans le cas contraire, deux solutions seront possible à notre sens, soit nous « voyons rouge », soit votre équipe préférée est prête à lancer une class action, réclamant un hectolitre de vin de Bourgogne, en foudre, du non frelaté évidemment, par euro cent de différence entre la VANT et le prix proposé. Dans les deux cas cela risque de faire mal!

CSP International Fashion Group (Italie) Ticker : CSP.MI

Sur les 6 premiers mois de l'exercice 2013, l'activité est en baisse de 1,7% par rapport à la même période de l'exercice précédent. Soit 54,6 M euros. L'EBIT ressort négatif à 0,4 M euros versus +0,4 M euros au 30 juin 2012. Nous vous rappelons que l'activité de bas et collants - la plus profitable - se produit sur le second semestre. Le premier semestre (hormis janvier, voire février) est davan-

News de nos sociétés

tage axé sur l'activité maillot de bains. Les profits annuels se feront donc sur la deuxième partie de l'année. Dès lors, ce premier semestre n'est pas représentatif de la rentabilité potentielle du Groupe italien.

Une petite note positive avec une trésorerie nette positive à 5,1 M euros (versus 0,7 M euros à la fin du premier semestre dernier). Ce qui permet à l'entreprise de regarder ce qui se passe dans le secteur et pourquoi pas faire son marché, si une cible potentielle, notamment dans les pays émergents, se présenterait. Le genre de nouvelle que d'habitude nous détestons, mais avec le management en place et son historique d'acquisition fortement créatrice de valeur (Le Bourget pour n'en citer qu'une), il se pourrait que ce puisse être un point positif pour le futur du Groupe. L'action est proche de sa VANT de 1,40 euros, mais semble en avoir encore un peu sous le pied.

Sur la période, l'entreprise a racheté sur le marché 102.585 actions.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Avec l'or qui reprend des couleurs (vertes et non rouges), le titre de notre producteur d'or à bas coûts (665 USD l'once d'or !) rebondit de plus de 30% sur le mois. Quelques bonnes nouvelles ce mois-ci.

Tout d'abord des précisions sont apportées sur le projet de mine à ciel ouvert en Bulgarie, « Krumovgrad ». La construction aura lieu en 2015 et l'exploitation débutera en 2016. Ce serait environ 70 000 onces supplémentaires produites par an sur une durée de 9 ans avec un coût de l'once estimé à 404 USD. Les investissements prévus sont de 127 M USD. Notre minière prévoit donc de réduire à nouveau ses coûts dans les prochaines années.

Autre bonne nouvelle avec la mine actuelle de Kapan en Arménie, qui après études, a montré qu'elle a encore plus de réserves que prévues et devient donc un actif phare du Groupe. Son exploitation va donc être prolongée de quelques années. Certes, avec un coût de production par once d'environ 1 000 USD l'once d'or, il ne s'agit pas de la mine la plus *low cost* du groupe, mais tout de même à un niveau très bas qui assure une marge de sécurité avec un cours de l'once actuel au dessus des 1 400 USD l'once.

Nos renforcements successifs sur le titre finissent par payer et nous rentrons en zone de rendement positif. Nul doute qu'avec la peur actuelle qui circule sur les marchés avec le conflit en Syrie qui se prépare (?), nos minières à bas coûts constitueront des matelas de sécurité des plus confortables.

Electronic System Technology (USA) Ticker : ELST

Sur le premier semestre, la VANT est en baisse de 2% à 0,56 USD du fait d'une perte de 52 k USD sur la période. Deux éléments cependant rassurants :

- l'activité est en hausse de 2% sur le semestre à 861 k USD et les dépenses de R&D se maintiennent à 239 k USD ce qui permet de penser que le savoir-faire est préservé (développé ?)

- la trésorerie, et ses équivalents, nette de toutes dettes, représente 0,39 USD par action. Soit plus que le cours actuel de 0,37 USD. Cet élément est une sécurité à la baisse du cours.

News de nos sociétés

Exacompta (France) Ticker : EXAC.PA

Le papétier vosgien a publié ses résultats semestriels 2013. Au menu ? Encore une fois, c'est de la soupe à la grimace. L'activité est en repli par rapport au premier semestre 2012, mais, ô point positif !, la PERTE est en amélioration à... -1,9 M euros contre -2,8 M euros au 30 juin 2012. Au niveau des perspectives, la direction n'est pas plus joviale en annonçant des coûts de matières premières et d'énergie toujours élevés alors que les prix de ses produits sont sous tension. En gros, en un mot, le secteur est hyper concurrentiel et ne produit pas de marge. Le résultat 2013 est attendu à l'équilibre.

Au niveau du bilan, les chiffres sont toujours aussi impressionnants avec une VANT de 298 euros par action (potentiel de 480%) et du fait de terrains et d'immobiliers acquis et amortis depuis de nombreuses années, la VANE ressort à 196 euros par action. Nous conservons nos actifs décotés, fidèles à notre *process*, en attendant que quelque chose de bon se passe.

Publicité

[Pour en savoir plus, cliquez ici](#)

First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO

C'est un excellent premier semestre que signent nos fermiers Vikings installés en Roumanie et en Slovaquie. La VANT de la société s'établit à 61.84 DKK et la solvabilité reste extrêmement solide, à 65.28%. Après de nombreux trimestres peu reluisants dus à des caprices climatiques, mais aussi à des malversations locales, la société dégage un profit de 0.37 DKK par action, alors que voici un an la perte était de -1.39 DKK. Dans ce compte de résultats, nous relevons des ventes stables en progression de 0.60%, mais également des coût de production en baisse de 9%.

La directions nous informe que les récoltes dans les deux pays ont été plus importante que prévu sur le colza et le blé, que les récoltes de maïs et de tournesol ont été satisfaisantes en Roumanie, tandis que les cultures de maïs ont subit la sécheresse en Slovaquie. Les conséquences de cette sécheresse ne peuvent pas encore être évaluées au moment où est publié le rapport.

Au niveau du lait, les prévisions de prix ont été revues à la hausse pour les deux derniers trimestres de l'année.

Tous les éléments sont à notre avis en place pour que First Farms signe un très bel exercice 2013.

Nous relevons enfin que le CEO a acheté 1000 actions et qu'un membre du conseil d'administration a, quant'à lui acheté 1800 actions récemment et cela fait toujours plaisir de voir des membres de la direction dans le même « Drakkar » que les autres actionnaires.

News de nos sociétés

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

Résultats en ligne avec les années précédentes pour notre fabricant canadien de matériel électrique et électronique : un chiffre d'affaires en léger retrait et un bénéfice par action stable à 0,10 CAD par action pour le 1er semestre. La faiblesse du dollar américain est un handicap pour l'entreprise mais la direction prévoit que l'année 2013 se clôturera comme son premier semestre, à savoir « sans histoire et dans la lignée de l'année précédente ».

HF Company (France) Ticker : HF.PA

HF Company a réalisé un chiffre d'affaires de 26,8 millions d'euros au 2ème trimestre de 2013, en recul de 10,7% comparé à la même période en 2012. Sur le semestre, l'activité a reculé de 20,5% à 48,9 millions d'euros, mais est restée stable, hors impact contrat CPL et switch-off en Europe.

Infosonics (USA) Ticker : IFON

Le rapport semestriel clôturé au 30 juin nous montre une belle stabilité patrimoniale de la société. La valeur net-net est de 1.1099\$ et la VANT est de 1.1390 \$. Nous observons également que l'endettement sur les 6 premiers mois a été réduit de 32% par rapport au rapport annuel 2012.

Dans le compte de résultat, nous voyons que les revenus sur les 6 premiers mois de l'année sont en baisse de 22% par rapport à la même période un an plus tôt. Le coût des produits a également baissé de 20% et les frais fixes sont stables. Au final, une perte de 0.05\$ par action au lieu d'une perte, sur la même période en 2012, de 0.01\$.

Sur le seul trimestre clôturé au 30 juin, nous observons une augmentation du chiffre d'affaire de 2.84%, tandis que le coût des produits a augmenté de 9% et que les frais fixes ont diminué de 4%. Au final, une légère perte de 0.003\$ alors qu'un an plus tôt, sur la même période, la perte était de 0.02\$.

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

Le groupe italien bien implanté en Europe subit le ralentissement de ses clients. Ce ralentissement est partiellement compensé par son exposition au secteur sud-américain. Ainsi, son activité est en baisse de 6% sur le premier semestre 2013 à 190 M euros versus 2012. Les profits ressortent tout juste à l'équilibre à 1 M euros et la société préserve ses fondamentaux avec des actifs tangibles nets de dette de 5,14 euros par action pour un cours de 1,45 euros. Le potentiel sur la VANT reste donc à un niveau élevé de +254%. Avec un bilan aussi solide, nous attendons patiemment un rebond de son marché pour que *Mr Market* revalorise le titre à sa juste valeur.

Jardine Strategic (Hong Kong) Ticker : JSHLY

Notre investissement sur l'Asie émergente a publié ses résultats semestriels. Compte tenu du ralentissement économique dans la région, ceux-ci sont très satisfaisants avec une hausse de 7 % des résultats consolidés, hors impact de la variation de la juste valeur des immeubles. Le dividende est lui aussi annoncé en hausse de 7 %. Nous relevons aussi une légère diminution du nombre d'ac-

News de nos sociétés

tions en circulation grâce à des rachats d'actions par la maison-mère Jardine Matheson.

En fonction des cours de bourse des participations cotées au 22/08, nous établissons la valeur du certificat ADR à 28,17 usd, ce qui au cours de 16,20 usd, offre une décote de holding de 42,5 %. Pas mal pour une société très bien gérée.

Nous faisons un petit récapitulatif des participations détenues par la holding, les cours retenus sont ceux sur la bourse de Singapour.

Tout d'abord, la participation croisée dans Jardine Matheson. Au cours de 54,68 usd par action, cette ligne représente 3,04 usd par certificat ADR en faisant abstraction des actions Strategic détenues. Ce montant représente la valeur donnée par le marché à toute une série de participations non cotées : entreprises de construction en Chine continentale et en Asie du sud-est, terminal de fret aérien à Hong Kong, compagnie aérienne à Hong Kong, agence de voyage à Hong Kong, en Chine et à Taïwan, services d'ingénierie en Asie, distribution de produits chimiques en Thaïlande, technologies de l'information en Chine, à Macao, à Singapour et en Malaisie, foncières résidentielles en Asie, 389 restaurants franchisés Pizza Hut à Taïwan, Hong Kong et au Vietnam, joint-venture avec les ascenseurs Schindler pour l'Asie du sud-est, services portuaires en Chine et en Asie du sud-est, revente de produits pour la British Airway à Hong Kong, 29 points de vente et concessions Mercedes et Hyundai à Hong Kong et enfin diverses concessions automobiles au Royaume-Uni. Ouf ...

Ensuite, la participation dans Jardine Lloyd Thompson, un gros courtier en assurance cotée à Londres et présent dans plus de 35 pays. Au cours de 919 GBp, cette société représente 0,58 usd par certificat ADR.

Hongkong Land est une foncière active dans l'immobilier corporate et retail un peu partout en Asie mais la plus grosse partie de ses investissements se situe à Hong Kong. Elle fait aussi de la promotion immobilière résidentielle en Chine et à Singapour. Au cours de 6,70 usd, cette ligne représente 6,54 usd par certificat ADR.

Dairy Farm est la plus grosse participation et aussi, sans doute, le « joyau de la couronne » : le rendement sur capitaux investis s'est, en moyenne, élevé à 66,43 % ces 7 dernières années et le taux de croissance est de plus de 15 %. Il s'agit d'un distributeur disposant de 5 600 points de vente, super et hyper marchés un peu partout en Asie du sud-est mais aussi en Chine et en Inde. Mais ce n'est pas tout : le groupe opère aussi dans la vente au détail de produits de beauté et de santé au travers de 3 chaînes de magasins. Il exploite aussi la marque 7-Eleven dans 4 pays et des magasins Ikea à Hong Kong et Taïwan. Pour être complet, ajoutons enfin une participation de 50 % dans les 560 restaurants Maxim en Chine et à Hong Kong. Au cours de 10,80 usd, la valeur de Dairy Farm dans les comptes de Jardine Strategic représente 9,38 usd.

Une participation moins importante est constituée de Mandarin Oriental, une chaîne de 44 hôtels présente dans 27 pays, sur les 5 continents. Au cours de 1,63 usd, elle pèse 1 usd par certificat.

Jardine Cycle and Carriage exploite des concessions automobiles en Indonésie, en Malaisie, en Indonésie et au Vietnam. Ces participations, non cotées, représentent 0,53 usd par certificat ADR.

News de nos sociétés

Mais ce n'est pas tout car, outre ces activités, Jardine Cycle and Carriage détient 50 % de Astra International, le plus grand groupe automobile indépendant d'Asie du sud-est. Ses activités sont essentiellement exercées en Indonésie où le groupe est partenaire de Toyota, Daihatsu, Isuzu, UD Trucks, Peugeot, BMW pour les automobiles et de Honda pour les motos. En plus, ce conglomérat indonésien a des intérêts dans les services financiers, les équipements miniers, l'exploitation de mines de charbon, la banque de détail, l'huile de palme, l'infrastructure et la logistique. Véritable « mammouth », Astra emploie 185 000 personnes en Indonésie au travers de 170 entreprises. Au cours de 5 950 roupies indonésiennes, nous valorisons Astra à 6,63 usd dans les comptes de Jardine.

En ajoutant divers actifs anecdotiques, nous obtenons donc une juste valeur de 28,17 usd par certificat ADR en fonction des cours repris ci-dessus.

JKX Oil & Gas (UK) Ticker : JKX.L

Le Groupe a sondé son site de production de gaz ukrainien à 10 endroits différents. Et sur 7 des 10 tests réalisés, les données semblent annoncer un potentiel supérieur à ce qui était attendu. Une bonne nouvelle sur le papier que nous attendons de se voir concrétisée dans les résultats avant de crier « Hourra ». Enfin, la justice est allée dans le sens du *board*. En effet, l'entreprise était le théâtre d'une guéguerre interne avec de gros actionnaires (Eclairs Limited et Glengary Overseas) qui ont montré leurs muscles pour évincer les membres du *board* et placer leurs gars à la tête de l'entreprise car celle-ci ne leur semblait pas gérée de façon optimum. Un coup d'épée dans l'eau pour faire bouger la direction.

Kinross (Canada) Ticker : KGC

Nette déception pour notre mine d'or qui présente des comptes en perte pour le 2e trimestre, de 2,17 usd par action précisément. Même si la plus grande part de ces pertes est due à des réduction de valeur sur certains actifs, nous n'en sommes pas moins amers. L'annonce de la suspension du dividende et de l'expansion du projet africain de Tasiast n'est pas non plus pour nous plaire (même si les dividendes n'entrent absolument pas en compte dans nos décisions d'investissement).

(The) LGL Group (USA) Ticker : LGL

Le rapport trimestriel de la société clôturé au 30 juin, nous fait constater une détérioration de la valeur patrimoniale de la société, la valeur net-net étant de 5.79\$, la valeur net-estate de 7.17\$ et la VANT, en régression de 23%, s'établissant à 7.61\$. L'explication de ce recul se trouve dans le compte de résultat où la société enregistre une perte de 1.93\$ par action, alors qu'un an plus tôt à la même période elle affichait une perte de 0.31\$ par action. Si nous examinons ce compte de résultat plus en détail sur le semestre, nous nous apercevons que les ventes sont en très légers recul, le coût des produits stables et des coûts fixes en très légère augmentation. Ce qui donne un Ebita en perte, mais meilleur que voici un an. Ce qui vient donc augmenter fortement les pertes, ce sont les provisions pour le paiements des taxes.

News de nos sociétés

Si nous regardons les revenus par pays, on constate une remarquable percée sur Hong-Kong venant compenser le léger tassement des autres pays d'Asie. Nous pensons donc que le recul de la valeur patrimoniale de la société n'est pas dramatique en soi, mais sera à surveiller. Par contre, la marge de sécurité sur sa valeur net-net et net-estate a complètement disparu et son potentiel estimé n'est plus que de 36%. De notre point de vue, un recul du cours d'au moins 30% serait nécessaire pour que la société nous intéresse de nouveau.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Un semestre pour rien. Voilà un peu le ressenti que nous avons avec notre société suisse de grands magasins. Traditionnellement, la seconde partie de l'année est plus profitable. En attendant, l'activité sur le premier semestre progresse de 1% à 46,6 M CHF et l'EBIT de 18% à 0,5 M CHF.

La VANT est en baisse de 1% à 330,1 CHF du fait du versement du dividende de 2,65 CHF par action en juin dernier. Le potentiel de notre *retailer-immobilière* familiale ressort à 99%.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Le rapport semestriel nous apprend la réalisation d'une plus-value lors de la cession de sa participation non-cotée IEE. Nous apprenons aussi que Luxempart a déposé une plainte contre l'ancienne direction de Pescanova, la société espagnole de pêche que, pour notre part, nous reprenons pour 0 dans notre calcul de valorisation. On apprend notamment que l'audit de KPMG révèle des fraudes comptables (factures fictives, fausse comptabilité, bilans truqués) résultant en un endettement réel estimé de 3,3 milliards d'euros et une valeur négative des fonds propres de presque 1 milliard d'euros. Malgré cette énorme boulette et la probable perte totale sur cet investissement, la valeur d'actif net de la holding a correctement progressé au premier semestre. Sur base des cours de bourse au 30/08, nous l'évaluons à 39,16 euros (en déduisant les actions en *auto-contrôle*, du nombre total d'actions en circulation).

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Les résultats annuels de cette société spécialisée dans la distribution *non food* sont toujours marqués par la profonde restructuration qu'elle subit. Les ventes ont presque divisés par 2 et une nouvelle perte de 8,7 pences par action. La société a acquis des nouvelles marques dans le secteur du jardinage. La direction estime qu'aujourd'hui, la restructuration est terminée et que la société va pouvoir entamer sa « renaissance ». La société conserve un très bon matelas de trésorerie qui représente 17,7 pences par action (près du double du cours actuel) mais la VANT s'est logiquement tassée à 26,47 pences.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Avec le rapport semestriel 2013, nous sommes tout de suite plongés dans l'univers du luxe. Contrairement à son concurrent italien côté (Groupe Ricchetti), tous les communiqués sont en anglais !

Blague à part, Panaria qui est niché sur la céramique de luxe, a réussi là où son concurrent a fauté. Certes, l'activité est en baisse de 5%, mais la société a réussi

News de nos sociétés

à créer de la valeur avec un résultat opérationnel de 1,6 M euros. Le bénéfice ressort malgré tout en perte à -1 M euros. Le management ne se cache pas derrière son petit doigt. Même si le groupe souffre sur le marché européen, son exposition aux marchés émergents (Afrique et Asie) ainsi qu'un retour à un environnement plus porteur aux USA, son premier marché en croissance à deux chiffres, permet de limiter la casse. Le futur sera aussi indien et brésilien pour la direction qui a commencé à s'implanter dans ses pays. Il ne faut pas oublier non plus que l'entreprise a subit de plein fouet le tremblement de terre à Finale Emilia et que le site devrait de nouveau être opérationnel aux normes antisismiques avant la fin de l'année.

Un management de bonne qualité dont l'entreprise qui se situe sur une niche (céramique de luxe) semble plaire davantage au marché, puisque le titre « ne présente qu'un potentiel de +157% » à 1,15 euros par action (versus +902% de potentiel pour le Groupe Ricchetti).

Paradise Inc (USA) Ticker : PARF

Le bilan trimestriel de notre confiseur préféré traduit, comme à son habitude, les différences saisonnières, où les six premiers mois de l'année subissent normalement un recul des ventes, dû principalement à l'été et où la société fait le plein de matières premières (fruits) pour les six derniers mois de l'année. Pour rester dans la logique de l'activité de Paradise Inc, nous resterons sur la VANT qui est de 37.94\$, donc stable, et nous allons seulement comparer le compte des résultats avec l'année précédente. Les ventes sont stables avec un léger recul de 1.4%. Le coût des produits est en augmentation de 4% et les frais fixes sont en augmentation de 5%. Résultats des courses, la société affiche une perte de 0.51\$, au lieu de 0.08\$ par action un an plus tôt.

Nous pouvons donc juger ce premier trimestre nettement moins bon que le même trimestre en 2012. Mais cela reste dans la ligne de la société, que nous suivons maintenant depuis plusieurs années.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

Le chiffre d'affaires publié pour le 3e trimestre 2012-2013 laisse entrevoir, enfin, une légère amélioration avec une hausse des ventes de 2,5 % à périmètre comparable. Même si, sur l'ensemble des 9 premiers mois, le chiffre d'affaires reste en baisse (de 6,6 % à périmètre constant), la direction espère pouvoir présenter un résultat opérationnel positif pour l'ensemble de l'exercice. Attention : la direction parle bien de « résultat opérationnel », ce qui signifie qu'il est plus que probable que le résultat comptable soit déficitaire.

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

Le rapport semestriel de la société nous montre clairement une légère détérioration de la valeur patrimoniale. La valeur net-net est de 71.93 GBp, la valeur net-estate est de 73.26 GBp et la VANT a reculé à 102.39 GBP. Nous observons que les revenus ont plus que doublé, mais qu'une dépréciation importante sur la valeur des propriétés a fait plonger les comptes dans le rouge. La perte trimestrielle s'élève donc à -0.27 euros, alors qu'un an plutôt elle était de -0.03 euros. Il est bien entendu que dans ce type d'activités immobilières de type

News de nos sociétés

Shopping Centre ou Mall, les résultats sont en dents de scies. A noter que la solvabilité de la société est de 50,44%, qui est tout a fait acceptable.

Selon la direction les faits marquants de ce semestre sont donc la vente de trois participations sur Prague, qui ont généré 53% des revenus et qui montre, toujours selon la direction, la capacité de la société à dégager des liquidités pour se désendetter et pour réinvestir. Tandis que les revenus locatifs ont dégagé 47% des revenus, même si un incendie dans une mall en Inde a obligé la société à fermer l'espace jusqu'à la fin du semestre, ce qui l'a privé de revenu locatif. Au niveau des coûts des dégâts, les assurance ont tout couvert!

La dépréciation d'actifs a eu lieu dans les pays suivants : Inde, République Tchèque, Serbie et Grèce. Dans les 61 millions de dépréciations actées, 51% l'on été pour les édifices situés en Grèce et en Serbie.

Nous notons enfin 7 projets que nous qualifierons d'actifs et donc entièrement terminés, et 22 projets en construction, avec une prédominance à l'est dont 8 projets en Roumanie, 4 en Pologne et 3 projets en Inde.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Malgré la crise du solaire qui ne semble pas encore terminée, le bilan semestriel de PV Crystalox prouve une nouvelle fois que la société résiste bien. Sa valeur patrimoniale est en très légère perte de vitesse en raison des derniers coûts liés à la reprise de l'usine de Bitterfeld, dont vous nous parlions le mois passé. La valeur net net de la société est de 10.89 GBp, sa valeur net-estate est de 13.07 GBp, tandis que sa VANT est de 18.73 GBp. Les revenus sont en baisse de 5.90%, comparé à la même période voici un an, hors éléments exceptionnel. Le coût des produits n'est pas comparable à l'année précédente sur la même période vu les changements opérés par la société, mais la direction nous explique qu'elle a passé une provision de 900 000 euros pour anticiper les prix de ce trimestre, alors que voici un an elle avait passé une provision de 14.2 million d'euros. D'après ces chiffres, nous pouvons en déduire que le coût des produits est redevenu relativement stable. L'Ebita reste une nouvelle fois en positif, gonflé par un gain du au change, mais le serait également sans ce gain dû au change.

La direction nous explique que la demande mondiale au premier trimestre s'élève à 15GW, soit en augmentation de 9%, et devrait finir l'année 2013 avec une production record de 35 GW. Ceci pour les bonnes nouvelles que l'on doit toutefois relativiser, car au niveau mondial, la Chine et le Japon représentent 45% de la demande, alors que l'Europe est en recul de 33%.

Les incertitudes persistent toute fois, car le Japon accordant des subventions, a vu sa demande d'installations solaires augmenter de 73% sur les trois premiers mois de 2013, comparé à la même période en 2012. Et ce rythme « étourdissant » ne semble pas pouvoir continuer a l'infini...

En Chine, le programme d'installation solaire décidé par le gouvernement est plus rassurant à court terme, puisqu'il veulent installer pour produire 35GW jusqu'en 2015 et ont donc décidé d'augmenter leur capacité de production de 10 GW par an, jusqu'en 2015.

Au sujet de la distribution du dividende exceptionnel de 7.25 GBp, la solution n'est pas trop claire, mais il semblerait que la direction ait opté pour distribuer

News de nos sociétés

ce dividende pour une catégorie d'actions de type "premium", qui serait différente de la catégorie "standard"... A voir donc comment tout cela se mettra en place, mais la direction annonce que si l'autorité des marchés accepte cette idée, une circulaire sera envoyée aux actionnaires avant la fin du second semestre 2013.

Pour notre part, notre degré de confiance étant assez élevé avec la direction de PV Crystalox Solar, nous restons sereins sur l'issue de cette distribution qui se fera à l'avantage des actionnaires comme nous l'avons toujours constaté jusqu'à présent.

SAM (France) Ticker : SAM.PA

Un chiffre d'affaires médiocre est annoncé pour le 2e trimestre. Mais évidemment, ces chiffres n'ont plus une grande importance avec l'offre de retrait de la direction.

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Le troisième trimestre (clos le 30 juin 2013) annonce une activité, hors périmètre Canada cédé, stable par rapport à la même période de l'exercice précédent.

Le management maintient ses prévisions annoncées à l'issue de sa présentation aux actionnaires du premier semestre. A savoir, un excellent second semestre qui permettra au Groupe de réaliser plus de 5 M euros de résultat opérationnel. Affaire à suivre...

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Les comptes au 2e trimestre de notre mine d'argent laissent apparaître une excellente nouvelle : la baisse du coût de production à 13 usd l'once. La direction s'attend d'ailleurs à ce que ces coûts restent faibles pour l'ensemble de l'exercice, autour de 15 usd l'once. Cette nouvelle nous semble très bonne puisque ce coût se situe sous le cours de référence de l'argent de 17 usd que nous avons utilisé pour donner une valeur à Silver Standard. Et à ce cours-là, le principal actif de la société, la mine argentine de Pirquitas vaut réellement quelque chose (alors que nous l'avions reprise pour 0 dans notre évaluation). Certes, ce trimestre se termine en perte en raison évidemment des cours déprimés de l'argent métal mais aussi d'une charge de dépréciation sur des projets d'exploration destinés à la vente. Sans cette dépréciation, le résultat aurait été presque à l'équilibre.

Ajoutons à cela le fait que la direction revoit aussi à la baisse son budget d'investissement et vous comprendrez pourquoi nous arrivons à cette constatation paradoxale : malgré une perte assez lourde, la « vraie valeur » de Silver Standard a, selon nous, augmenté.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1.791,34 euros, en hausse de 0.40%. Dans le document que la société met à disposition, nous pouvons constater que le fond est investi au 31 juillet à :

61.05% en actions, dont 0.75% d'OPCVM

News de nos sociétés

12.21% en instruments court terme inférieurs à 4 mois

9.11% en sicav de trésorerie

8.78% en obligations et autres produits à taux fixe

8.85% en obligations convertibles

Concernant les actions, les 5 premières positions sont Total (4.85%), Air Liquide (3.34%), Linde (2.15%), Schneider Electric (2.01%) et Royal Dutch Shell (1.99%).

Au niveau pays, toujours dans la partie actions, la France pèse pour 57%, les autres pays de la zone Euro 16%, les USA 11%... et le reste du monde 16%, avec 6% en Suisse et 7% en Angleterre.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Le rapport des 6 premiers mois de l'année clôturé au 30 juin est du même tonneau que les 18 précédents rapports que nous avons étudiés. La valeur patrimoniale de la société subit toujours une « nano » érosion. La valeur net-net est de 2.0028\$, la valeur net-estate est de 2.9246\$ et la VANT de 3.1332\$. Nous avons beau rechercher les point positifs, nous n'en trouvons pas. Le chiffre d'affaire est en progression de 6.29% tandis que le coût des produits est également en progression de 5.25%. Les frais fixe sont en diminution de 2.50%. La perte semestrielle est de 0.08\$ par action, alors que voici un an elle était de 0.11\$!

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

La NAV du fond est de 5.5\$, en baisse de 0.17% par rapport au mois précédent.

Universal Power Group (USA) Ticker : UPG

Cette société que nous vous avons présentée dans notre lettre de mai 2013 ne fait pas (encore) partie de notre portefeuille. Nous la surveillons néanmoins de près. Malgré un chiffre d'affaires en baisse par rapport à l'année précédente, le 2e trimestre marque un début de regain dans l'activité selon la direction. Et, ce qui n'est pas pour nous plaire mais alors pas du tout, voilà que le CEO parle de chercher des « acquisitions stratégiques ». Pfffff ... Mais qu'est-ce qu'ils ont tous à vouloir jouer à la grenouille de Lafontaine ?

Universal Security Instruments (USA) Ticker : UUU

Le rapport trimestriel clôturé en juin, nous apprend que la valeur patrimoniale de la société est en légère augmentation, sa VANT étant passée de 10.68\$ à 11.19\$, soit en amélioration de 4.77%. Au niveau du compte de résultats, les ventes sont en recul de 2%, tandis que le coût des produits est en augmentation de 9%. Par contre, le travail en profondeur effectué par la direction pour véritablement raboter les frais fixes porte ses fruits, puisque ces frais ont diminué de 20%. Si l'on ajoute à cela un gain généré par la joint-venture de Hong Kong, la société réussit à limiter sa perte trimestrielle à 0.01\$, alors qu'un an plus tôt à la même période, la perte était de 0.16\$ par action.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Avec la publication des comptes semestriels, nous constatons que la société s'est largement désendettée. Malgré un résultat opérationnel légèrement négatif,

News de nos sociétés

tif, la société a généré du produit financier, ce qui lui permet de générer un profit sur la période de 0,7 M euros.

Au delà des performances opérationnelles de la société, ce qui nous intéresse particulièrement sur ce titre, c'est qu'en fouillant un peu les comptes, le titre est en fait une triple net. C'est à dire qu'elle cote sous sa trésorerie (et équivalent de trésorerie) nette de toutes dettes. En effet, elle détient 2,6 M de titres Cemtir et 1,8 M de titres Generali. Soit une valorisation de 0,86 euros par action avec les cours au 30 août 2013. En ajoutant à ce montant la trésorerie de 1,11 euros par action et en retranchant les dettes de 0,24 euros par action, nous obtenons une valorisation triple net de 1,76 euros. Pour nous, la valeur minimale à la casse. Soit un potentiel sur cette valeur de 59%, au cours de 1,09 euros. La VANT reste solide à 3,24 euros et représente un potentiel cible de 197%.

Un titre qui permet de « jouer » le marché italien avec une belle marge de sécurité.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,751 USD (1,609 USD en tenant compte des warrants) au 23 août 2013, en hausse de plus de 20% depuis le début de l'année.

Sur le mois de juin, la société a, comme nous en avons désormais l'habitude, racheté des titres sur le marché. 320.151 titres sont tombés de nouveau dans les mains du fond à un cours moyen de 1,31 USD. Soit avec un rabais de 19% sur la dernière NAV.

La société a communiqué le prix d'exercice de ses warrants : ce sera 1,196 USD l'action en date du 25 septembre 2013 versus un cours à la clôture du vendredi 30 août de 1,28 USD.



Analyses de société

Encres Dubuit

(Paris, Ticker: DBT.PA / ISIN : FR0004030708)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Encres Dubuit est un fabricant français d'encre, créé en 1954 et actif dans quatre domaines d'application :

- le marquage industriel
- les nouvelles technologies
- le graphisme
- les étiquettes

Depuis peu, elle distribue également en France des imprimantes numériques pour le compte de la société Had Top.

L'entreprise détient des usines en France, en Chine et au Brésil. 78 % de son chiffre d'affaires est réalisé hors de France (37 % en Amérique du sud, 20 % en Europe hors France, 15 % en Asie, 5 % en Amérique du Nord et 1 % en Afrique).

La famille Dubuit détient 61 % du capital.

En raison de la crise économique et aussi de l'absence de perspectives de croissance en Europe, la société présente des résultats médiocres depuis 2 ans. Les résultats du 1er semestre 2013/2014, déficitaires, ont également déçu les investisseurs et le cours se retrouve proche d'un plancher.

Nous travaillons avec les comptes du 1er semestre 2013-2014 clôturés le 31/03. Les 14 et 15/08, nous avons acheté 1 450 actions Encres Dubuit à un prix de revient, frais de courtage inclus, de 2,10 euros.

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

L'actif courant représente 5,63 euros par action. Nous retirons les dettes et les intérêts des minoritaires et obtenons une VANN de 1,58 euros.

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

La société détient des immeubles acquis pour un coût de 3,02 euros par action. Nous appliquons notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajoutons à la VANN. La VANE de Dubruit s'établit ainsi à 4 euros par action.

Analyses de société

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal qui est constitué des **créances**. Les clients d'Encre Dubuit paient leurs factures en moyenne à 86 jours, délais stable dans le temps. Il nous semble malgré tout un peu long. Nous pensons néanmoins que la direction fait preuve de grande prudence dans la valorisation de ce poste, avec, notamment, des provisions pour créances douteuses qui représentent 13 % du montant brut. En tenant compte de cela, nous reprenons ce poste avec une marge de sécurité supplémentaire de 15 %, soit 0,37 euro.



Les **stocks** nous semblent « tourner » relativement lentement surtout pour des produits qui pourraient présenter une certaine obsolescence technologique : 165 jours en légère augmentation par rapport aux exercices précédents. Ils sont composés à 56 % de matières premières et des réductions de valeur de 6 % par rapport au montant brut. Nous voyons donc que, sur ces deux postes « à risque », la direction ne témoigne pas d'un optimisme béat ... et nous aimons cela. Tenant compte de tout ceci, nous décidons d'appliquer une marge de sécurité de 30 % sur les produits finis et de 15 % sur les matières premières, soit 0,43 euro par action.

Les **liquidités et placements de trésorerie** représentent 1,12 euros par action, soit plus de la moitié du cours actuel.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre les immeubles mentionnés dans la VANE, nous ajoutons les **installations, machines et outillages** pour 5 % de leur coût d'acquisition, soit 0,17 euro par action.

Hors bilan, nous relevons un **litige fiscal** avec l'état brésilien pour 0,11 euro par action. Même si la direction estime qu'il y a peu de chance de « passer à la caisse », nous décidons d'en tenir compte.

Les **engagements de loyers futurs à payer** sont relativement réduits : en tenant compte des cautions, le montant ne s'élève qu'à 0,03 euro par action.

Nous établissons dès lors la **Valeur en cas de Mise en Liquidation Volontaire** à 3,23 euros par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Par le passé, Encres Dubuit a généré des rentabilités intéressantes. Malgré le ralentissement de ces dernières années, les résultats d'exploitation moyens des 5 derniers exercices s'élèvent en moyenne à 0,08 euros. Malheureusement, compte tenu de l'endettement financier actuel, ce montant est trop faible pour valoriser une quelconque capacité bénéficiaire.

Analyses de société

VI. Conclusions

A notre prix de revient de 2,10 euros, nous avons acheté des actions Encres Dubuit avec une décote de:

48 % sur sa VANE
36 % sur sa VLMV

Mais la société détient quelques belles richesses cachées :

- Sa forte présence en Asie et la croissance qui y affère : + 27 % en monnaie locale lors du 1er semestre. La direction semble suffisamment volontariste pour tenter d'aller chercher la croissance « là où elle se trouve ».
- Encres Dubuit semble aussi détenir un certain savoir-faire technologique. Les frais de R&D représentent, selon le rapport financier, 4 % du chiffre d'affaires non consolidé, soit 0,16 euro par action. Une dizaine de personnes y sont affectées. Sur cette base, on peut calculer le **ratio technologique** à 0,39.



Pour rappel, ce ratio nous permet d'évaluer à la grosse louche le savoir-faire technique d'une Daubasse et ainsi de pouvoir la comparer avec une autre. Ce qui facilite nos décisions d'investissement si nous hésitons sur plusieurs cibles à l'achat.

Ce ratio est calculé de la manière suivante :

(Dépenses de Recherche & Développement des 5 dernières années) /
(Capitalisation boursière)

Par exemple, dans notre cas présent, cela se lit ainsi : « les dépenses en recherche et développement des 5 dernières années représentent 39% de la valorisation de la société par le marché. »

Avec Encres Dubuit, nous avons le sentiment de pouvoir mettre la main sur une « techno-industrielle » qui souffre non seulement de la conjoncture mais aussi probablement du fait qu'elle fait partie de la zone euro, zone qui était à éviter entre toute il y a peu encore (et peut-être le sera-t-elle encore dans le futur).

Pourtant, le marché semble oublier que près des 2/3 des ventes sont réalisées hors zone euro. Ajoutons la tendance générale des entreprises à internaliser leurs services d'impression, le savoir-faire technologique d'Encres Dubuit, sa bonne solvabilité de 70 %, les rachats d'actions propres par « micro touch » et nous pensons que quelque chose de bien pourrait nous arriver avec un tel investissement.



Analyses de société

Dover Downs Gaming & Entertainment Inc.

(NYSE, Ticker: DDE / ISIN : US2600951048)

I. Introduction

Telle une fourmilière, le travail collectif de la grande famille « daubasse » s'est une nouvelle fois avéré payant. C'est effectivement notre « ami-abonné » Nicolas qui nous a soufflé l'idée que nous vous présentons ci-dessous.



Dover Downs Gaming & Entertainment est une société de divertissements, jeux et paris dont l'essentiel des activités est située à Dover dans le Delaware.

Elle exerce ses activités au travers de l'exploitation d'un casino et d'un hôtel (le plus grand du Delaware avec 500 chambres, dont 11 suites) mais aussi d'une piste de courses de chevaux.

L'entreprise propose aussi des jeux et paris sportifs en ligne.

Les premières activités de la société (l'organisation de courses automobiles et hippiques) remontent à 1969. L'exploitation du casino a été permise grâce à un changement de législation dans le Delaware à partir de 1995. Dover Downs est cotée depuis 2002.

L'assouplissement de la législation sur les jeux de hasard dans l'état voisin du Maryland a entraîné l'ouverture de casinos et donc, l'apparition de nouveaux concurrents pour Dover Downs. La direction estime d'ailleurs que l'ouverture récente du plus grand casino du Maryland a entraîné la perte de 34 % de ses propres clients.

Il semblerait d'ailleurs que d'autres ouvertures soient prévues et il y a de sérieuses craintes sur le fait que le Maryland ne « cannibalise » complètement le marché du casino dans cette zone géographique.

En attendant, la direction tente de diversifier ses sources de revenus avec, comme signalé plus haut, les jeux en ligne mais aussi l'ouverture de restaurants dans d'autres états que le Delaware.

Notons aussi que tout changement d'actionnaires pour au moins 10 % du capital est soumis à l'accord de la



Analyses de société

commission des jeux qui « scrutera » le passé du nouvel actionnaire et, en fonction des résultats de son enquête, décidera ou non de maintenir la licence de jeu à Dover Downs.



Enfin, la direction précise que ses activités sont soumises à une concurrence féroce.

Voilà de bonnes raisons pour maintenir le cours de l'action à un prix plancher.

Nous travaillons avec le rapport financier arrêté au 30 juin 2013.

Le 27 août, nous avons acheté des actions Dover Downs Gaming & Entertainment à un prix de revient, frais de courtage inclus, de 1,32 usd.

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

Nous relevons des actifs courants pour 0,93 usd par action. Après soustraction de l'ensemble du passif, nous constatons que la VANN de Dover Downs est négative, pour 0,82 usd par action.

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

La société détient en propre la majorité de l'immobilier qu'elle utilise (à l'exception du champ de courses pour lequel elle détient une servitude perpétuelle à titre gratuit). Les immeubles ont été acquis pour 5,86 usd par action. Après prise en compte de notre marge de sécurité de 20 % et ajout de la VANN négative, nous obtenons une VANE de 3,10 usd par action Dover Downs.

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste le plus important qui est le **cash disponible**. Il représente 0,46 usd par action et n'appelle aucun commentaire particulier.

Les autres postes de l'actif courant sont, finalement, assez anecdotiques en termes de valeur. Nous prendrons une marge de sécurité de 20 % sur les **créances**, 30 % sur les **stocks**, 20 % sur les **acomptes versés** et ne prendrons pas en compte les **actifs courants d'impôts différés**. Sur cette base, nous déduisons 0,10 usd par action par rapport à la valeur reprises dans les livres.

Comme vous avez pu le constater ci-dessus, la principale richesse de Dover Downs, ce sont ses **immeubles**, essentiellement le casino et l'hôtel détenus en

Analyses de société

propre. Nous avons déjà tenu compte d'une décote automatique de 20 % sur ces biens lors du calcul de la VANE. Néanmoins, il s'agit là d'immobilier très spécifique, difficilement réalisable dans une autre activité que celle exercée actuellement. De plus, une bonne part de la valorisation reprise dans les livres



inclus les équipements spécifiques de ces immeubles. C'est la raison pour laquelle nous n'avons pas tenu comptes des équipements relatifs aux champ de courses (qui n'appartient pas en propre à la société) et nous prenons une marge de sécurité supplémentaire de 25 % sur la valeur dont nous avons tenu compte pour le calcul de la VANE. Nous déduisons donc 1,17 usd supplémentaire.

Hors bilan, nous remarquons qu'une partie du personnel-clé bénéficie de **parachutes dorés** en cas de changement de contrôle au niveau de l'actionnariat. Le montant maximum de ces parachutes pourrait s'élever à 0,31 usd par action. Nous décidons de reprendre ce montant pour son entièreté.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la Valeur de Dover Downs Gaming & Entertainment dans le scénario d'une **mise en liquidation volontaire** à 1,52 usd.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Bonne surprise pour une daubasse : la société fait bel et bien des bénéfices. Son résultat d'exploitation s'est élevé, en moyenne sur les 5 derniers exercices comptables, à 0,59 usd.

En amputant ce montant de 35 % à titre de forfait pour l'impôt sur le résultat, en actualisant à 12 %, en ajoutant la trésorerie disponible à l'actif et en déduisant les dettes financières, nous obtenons une VCB de 1,97 usd.

VI. Conclusions

A notre prix de revient de 1,32 usd nous avons pu acquérir des actions Dover Downs Gaming and Entertainment avec une marge de sécurité de :

- 57 % sur la VANE
- 13 % sur la VLMV
- 33 % sur la VCB

Ces chiffres semblent bien alléchants ... et ils le sont. Mais ils sont aussi à pren-

Analyses de société

dre avec des pincettes : la rentabilité passée sera très difficile à reproduire en raison de l'apparition d'une nouvelle concurrence, mais aussi de la tentation à laquelle les Etats seront soumis afin d'équilibrer leurs budgets : augmenter les taxes sur les jeux et paris.

Néanmoins, nous pensons qu'au cours actuel, il est possible que « quelque chose de bien » arrive aux actionnaires de la société :

- La sous-évaluation importante du patrimoine immobilier
- La solidité financière de l'entreprise qui devrait lui permettre de « tenir » comme en témoigne la solvabilité de 62 %, excellente pour une entreprise très consommatrice en investissement
- Le fait que la direction semble prendre le problème à bras le corps avec des investissements de diversification. Notamment, un restaurant a été ouvert dans l'Etat de Géorgie au début de cette année. La direction espère qu'il servira de base « duplicable » afin de constituer un modèle à la création de toute une chaîne.



Analyses de société

Intrepid Potash Inc.

(NYSE, Ticker: IPI / ISIN : US46121Y1029)

Introduction



Intrepid Potash est une société américaine minière spécialisée dans l'extraction de potasse (sulfate et langbeinite). Elle a été fondée en 2000 à Denver et exploite 5 sites, tous situés aux Etats-Unis. Elle va commencer l'exploitation d'un sixième site avant la fin de l'exercice 2013.

A noter que la société est détenue à 28% par ses managers.

La potasse et ses dérivés sont utilisés principalement comme engrais pour l'agriculture, accessoirement comme matière première pour l'industrie chimique mais aussi à titre de complément alimentaire dans le secteur de la nutrition animale. Même si la tendance à long terme peut sembler porteuse avec une population mondiale croissante qui se nourrit toujours davantage et une raréfaction des terres arables, nous sommes incapables d'évaluer les besoins en potasse à long terme au niveau mondial et l'évolution de sa demande.

Alors, pourquoi nous intéresser à la potasse et pourquoi Intrepid Potash ?

Tout d'abord, le secteur a été impacté par l'un de ses plus gros acteurs : le russe Uralkali, qui a annoncé se désengager de son partenariat avec le biélorusse Belaruskali, la co-entreprise BPC. Créée il y a 8 ans, BPC et l'américain Canpotex abreuvaient 70% du marché. Cette situation de duopole avait permis au prix de la potasse de grimper en imposant des prix toujours en hausse. Mais aujourd'hui, Uralkali veut distribuer sa potasse en direct pour récupérer de la marge. En effet, ce producteur a des coûts de production parmi les plus faibles du monde, à environ 60 USD la tonne, alors que la moyenne des producteurs européens et américains produisent à plus de 200 USD la tonne. Il est donc attendu une forte baisse des cours de la potasse (le cours du 31 juillet est de 400 USD la tonne) car Uralkali va inonder le marché.

Et suite à cette annonce, ce fut un coup de tabac pour les acteurs cotés. Les cours de leurs titres se sont effondrés sur toutes les bourses. Car le but de l'acteur russe est de consolider le secteur, de limiter les investissements et les projets de mines qui ne cessent de se développer du fait d'un cours *survitaminé* à 400 USD la tonne. Il est sûr que si les primes s'installaient durablement sous un certain niveau, de nombreuses mines fermentaient et des ac-

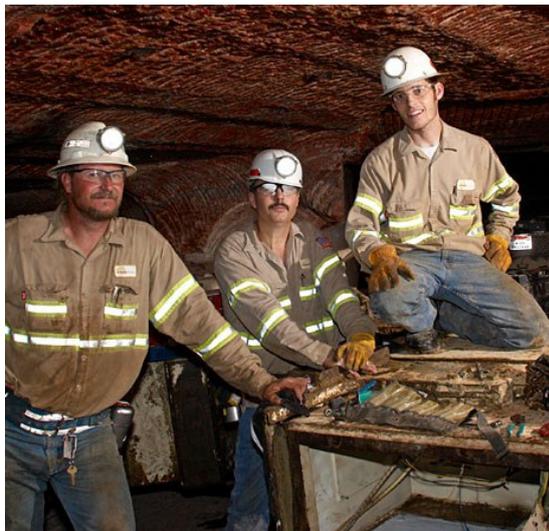


Analyses de société

teurs du secteur devraient quitter la partie car non rentable. Laissant l'horizon libre pour les meilleurs compétiteurs, les mieux gérés et avec des coûts d'extraction les plus faibles. Ensuite, comme pour toute matière première, ce sera le jeu de l'offre et la demande. Et si à court terme le marché peut connaître de fortes baisses, un retour des cours vers une tendance « normale » bénéficiera aux acteurs qui auront su résister à cette période de crise annoncée.

A fin août, le dirigeant d'Uralkali a été arrêté en Biélorussie pour des raisons obscures, mais nous savons bien pourquoi... Les Bélarusses voient d'un mauvais œil la scission de la coentreprise, car ils vont avoir dorénavant un concurrent féroce qui va faire baisser les cours de la potasse... l'une des principales sources de devises du pays !

A noter que lors d'une récente commercialisation de potasse avec des agriculteurs brésiliens produisant du soja, les négociations ont abouti sur un cours de 350 USD la tonne.



Nous avons sélectionné le compétiteur Intrepid Potash pour plusieurs raisons :

- la société est très peu endettée
- c'est un acteur actif uniquement sur le marché américain
- son historique de création de valeur est avéré : CA en croissance de 50% en 4 ans et un résultat opérationnel en moyenne de plus de 120 M EUR sur ces 4 exercices, soit une marge opérationnelle comprise entre 20% et 29%
- elle se définit comme un acteur low-cost avec des coûts d'extraction relativement faibles et en baisse
- sa position géographique lui permet de livrer facilement de la potasse à ses clients, ce qui lui procure un avantage compétitif et ainsi lui permet de vendre sa potasse à des cours supérieurs de 25% par rapport à ses pairs
- ses actions sont cotées sur un marché réglementé et sont en baisse de 45% sur un an. Le cours a été divisé par plus de 3 par rapport à ses plus hauts historiques sur 5 ans.

Voyons un peu désormais tous ces chiffres en détail.

Nous basons notre analyse sur un cours de 12,13 USD, pour un total de 75 768 303 actions et un plan d'attribution d'actions de 375 137 à un cours moyen de 21,65 USD. Nous ne tenons pas compte des options qui sont exerçables à plus de 2 fois le cours actuel.

Analyses de société

Valorisation

Nous travaillons sur base des comptes au 30 juin 2013.

Le poste le plus important de l'actif est le cash et les placements de trésorerie (court et long terme) : ces deux postes représentent 1,70 USD par action.

Les stocks sont composés de minerais. Les cours de la potasse ne se sont pas encore effondrés et nous prenons donc une marge de 10% sur les chiffres reportés. Nous repreneons donc 0,97 USD par action



Les clients paient en moyenne à 25 jours, ce qui est excellent. Nous n'avons pas connaissance d'éventuelles provisions pour créances douteuses. Une marge de sécurité de 10 % sur ce poste nous semble adéquate et le repreneons pour 0,42 USD par action.

Nous avons des paiements en avance que nous repreneons tels quels pour 0,05 USD par action.

En déduisant l'ensemble des dettes de 3,16 USD par action, nous obtenons donc une valeur hors actifs miniers de -0,02 USD. Soit 0.

Nous pouvons maintenant valoriser la valeur des actifs miniers qui va représenter l'essentiel de notre valeur.

Nous n'allons pas prendre la même démarche que lors de nos analyses de minières or et argent, car la problématique n'est pas la même en terme de réserve. En effet, le sous-sol est si riche que l'actif qui a la plus courte durée de vie est estimé à 28 ans et l'actif le plus pérenne a une durée de vie estimée à 165 ans.

Nous allons considérer notre action comme une machine à générer des cash flows sur les seules 10 prochaines années et nous allons poser des hypothèses pessimistes, optimistes et moyennes. En gros, tous les cash flows au-delà de ces 10 années sont offerts.

L'entreprise prévoit en hypothèse basse de vendre sur l'exercice 2013 environ 850 000 tonnes de potasse et 160 000 tonnes de Trio (un dérivé de la potasse que nous allons considérer par conservatisme comme identique en terme de génération de marge alors qu'en réalité son prix de vente est au même niveau que la potasse mais avec un prix d'extraction plus faible).

Pour nos 3 scénarios, nous retenons des frais administratifs par année de 40 M USD et des investissements de maintien de 20 M USD.

Analyses de société

Voici les hypothèses :

Scénario	pessimiste	moyen	optimiste
Vente annuelle année 1 (en t)	1 010 000	1 010 000	1 010 000
croissance des ventes (par optimisation des procédés d'extraction)	0%	2%	4%
Imposition	35%	35%	35%
Coût d'extraction (en USD / tonne)	200	180	170
Cours de vente (en USD tonne)	300	350	400

Nous actualisons les flux de trésorerie de 4% par an et obtenons les valeurs suivantes :

- scénario optimiste : valeur négative
- scénario moyen : 6,54 USD par action
- scénario optimiste : 19,07 USD par action

Selon nous, la vérité se trouve entre le scénario moyen et le scénario optimiste. En effet, il faut tenir compte du fait que la prochaine mine en exploitation aura des frais d'extraction d'environ 80 USD la tonne et va ainsi fortement réduire le coût moyen d'extraction du groupe. Il faut aussi considérer que le groupe peut arrêter ses mines qui produisent à perte en cas de cours en forte baisse pour limiter des frais inutiles (ce que nous ne valorisons pas).

Enfin, même si le cours de vente de 400 USD paraît optimiste (cours négocié sur les marchés à environ 392 USD la tonne au 31 juillet 2013), il ne faut pas oublier que sur les 5 dernières années, Intrepid Potash a réalisé ses ventes à un cours moyen de 463 USD la tonne, bien au-dessus des cours du marché du fait de son avantage concurrentiel géographique. Donc le cours de 400 USD paraît certes aujourd'hui élevé selon les conditions de marchés mais non irréalistes.

Nous coupons donc la poire en deux sur ces 2 valorisations et obtenons une valorisation de 12,81 USD par action. C'est-à-dire que nous considérons que pour les 10 prochaines années, Intrepid Potash vendra sa potasse à environ 375 USD la tonne avec des coûts d'extraction compris entre 170 et 180 USD la tonne.

Avec un cours actuel à 12,13 USD, vous conviendrez cher(e) abonné(e) que la marge est maigre (5%). Mais le potentiel est important si les cours repartent à la hausse. Comme nous n'aimons pas acheter du rêve, nous préférons émettre

Analyses de société

des options. Nous avons en effet remarqué qu'il est possible de toucher une prime de plus de 80 centimes par action pour l'échéance du 21 décembre 2013 au cours de 10 USD. Soit un rendement brut de frais de courtage de plus de 8% en 4 mois, soit près de 26% brut en annualisé.

Si les options sont exercées à l'échéance, nous obtenons une ristourne de 28% (prime comprise) sur notre valorisation et obtenons un très beau levier si les cours de la potasse repartent à la hausse. En chaussant nos lunettes roses, en se basant dans notre scénario optimiste avec des coûts d'extraction à 170 USD la tonne et des cours de la potasse à 800 USD la tonne, nous obtenons une valorisation de 52 USD par action, soit un potentiel de +500%.

Conclusion

En bon *contrarian*, cette brèche chaotique sur le marché de la potasse a attiré notre attention et nous permet de vous présenter avec Intrepid Potash, une nouvelle source de diversification dans la valeur.

N'oublions pas que l'annonce de l'entreprise russe a été hyper médiatisée et « fait craindre une chute des prix ». Rien n'est moins sûr, et c'est le scénario du pire qui est actuellement dans les cours de tous les acteurs côtés. Et si des acteurs locaux avec des spécificités elles aussi locales avec leurs clients étaient protégés d'un quelconque massacre annoncé sur le jeu international ? Et si c'est effet d'annonce n'avait finalement pas lieu, ou alors entraînerait une baisse des prix modérée de l'ordre de 10% ou moins ?

Et oui, car nous estimons que c'est dans les situations de catastrophes, quand on attend le pire, que les investisseurs peuvent rencontrer les situations optimales pour investir. En effet, les rendements s'effectuent lors de l'achat et non lors de la vente.

Dans le scénario du pire, comme nous l'avons vu dans notre valorisation, Intrepid Potash possède des actifs liquides qui lui permettent de faire face à ses engagements. Donc si les cours s'installaient à 200 USD et que l'entreprise arrêterait d'exploiter momentanément de nombreuses mines, elle ne serait pas dans l'incapacité d'honorer ses engagements. Ce qui n'est pas le cas des plus gros du secteur qui ont levé beaucoup de dettes pour financer leurs projets de développement du fait des cours élevés de la potasse.

Bien entendu, s'agissant de matière première, votre équipe ne peut raisonner que par hypothèses car seul le marché et sa folie sur les cours, à la hausse comme à la baisse, va influencer sur le long terme la capacité d'Intrepid Potash à se transformer en investissement rentable ou en piètre investissement.

Bien malin serait celui qui pourrait prévoir à moyen terme le comportement des prix de la potasse. Néanmoins, nous considérons le titre actuel comme un billet de loterie avec des chances de gagner légèrement à notre avantage.

Même si nous n'avons pas acheté de titres pour le portefeuille du club, un membre du club a émis des options et a acheté des titres de la société.

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