

Les Daubasses
selon Benjamin Graham



Numéro 28
Août 2013

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 Norcon	page 21
Analyse de la société Silver Standard Resources Inc.	page 24
Analyse de la société Kinross Gold Corporation	page 29
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 32

Edito



La crise de l'or ?

Dans la chaleur estivale, les bourses d'actions du monde entier, ou quasiment, poursuivent leur ascension à un rythme métronomique désespérant. Grâce au déversement continu de liquidités, tous les actifs montent de concert : actions, immobiliers, obligations, ... Partout les valorisations atteignent des niveaux qui ne sont peut-être pas encore stratosphériques mais qui nous semblent, à tout le moins, beaucoup moins attrayantes.

Partout ? ... Pas tout-à-fait, dans toute situation d'optimisme béat, il reste toujours des supports qui restent oubliés du marché et quand nous disons « oubliés », c'est un euphémisme ... nous devrions dire que ces supports font même l'objet d'un véritable *bashing*.

Dans notre lettre précédente, nous vous avons présenté une société fortement investie en Chine continentale. C'est effectivement une zone géographique qui ne semble pas atteinte du même niveau d'allégresse et de douce euphorie que les autres régions.

Mais quand on parle de matraquage et de *bashing*, nous avons l'impression qu'il y a nettement mieux et peut-être l'aurez-vous deviné ami(e) lecteur (trice) : ce sont des métaux précieux et surtout des sociétés actives dans ce domaine dont nous voulons vous parler.

Au sein de l'équipe, nous nous sommes posé la question de savoir si un investissement sur ce genre de support faisait bien partie de notre cercle de compétence : déterminer une valeur relativement fiable pour une société commerciale ou industrielle traditionnelle sur base de ses rapports financiers nous a toujours semblé relativement simple. Déterminer la valeur d'une mine d'or ou d'argent en fonction de ses réserves nous semble bien plus aléatoire.

Edito

De plus, en l'absence de valorisation par les VANN ou les VANE, nous sommes bien conscients que nous sortons de notre *process*.

Enfin, ajoutons que cette fameuse « vraie valeur » pour les minières dépend essentiellement du cours auquel elles pourront écouler leur production, cours dépendant quasi exclusivement de l'humeur de Mr Market (voire, pour les plus « conspirationistes » parmi les « goldeux », des manipulations des banques centrales et autres *bullion banks*).

Disons-le d'emblée : nous ne sommes pas des « goldeux », nous n'avons aucune capacité à déterminer la vraie valeur de l'or ou de l'argent, nous ne sommes pas capables de prédire les cours des métaux précieux ... nous sommes juste des investisseurs *deep value* en actions de sociétés massacrées ... et les mines d'or et d'argent sont bel et bien massacrées et les cours de l'or et l'argent ne valent guère mieux : alors qu'il y a deux ans, une grosse majorité parmi la communauté des investisseurs estimait qu'une portion d'or dans le patrimoine de tout épargnant était un « must », nous lisons aujourd'hui une « foultitude » d'articles dénigrant cet (ex ?) métal roi, démontrant que l'or n'avait décidément aucune qualité de « refuge » et même qu'il s'agit là d'un investissement dangereux.

Inutile de dire que pour des chasseurs de daubasses, il s'agit là de déclarations qui ne peuvent que nous faire saliver.

Face à de tels discours, nous avons plongé en apnée dans le monde merveilleux des mines de métaux précieux et avons tenté, pour vous ... mais aussi pour nous, de dénicher les sociétés qui pouvaient présenter le meilleur rapport rendement/risque mais, soyons honnête, en mettant l'accent sur l'aspect « faible risque » de notre investissement.

En effet, comme nous vous le disions, nous sommes incapables de prédire l'évolution future des cours de l'or ou de l'argent : nous laissons à d'autres le soin de tenter cet exercice périlleux. En l'absence de connaissance de cet élément fondamental, nous avons axé nos recherches sur des sociétés qui présentaient les plus hautes qualités en termes de résistances à une déprime de longue durée sur les prix de ses produits : nous pensons effectivement qu'en cas de faibles cours prolongés pour l'or et l'argent, certaines mines seront contraintes de fermer en raison de l'impossibilité dans laquelle elles seront de produire à des coûts moins élevés que le prix auquel elles peuvent vendre.

Nous pensons effectivement que ces fermetures équilibreront l'offre et la demande et permettront alors aux prix de se stabiliser, voire, éventuellement, de repartir à la hausse. Il est donc important pour nous de sélectionner des sociétés qui, nous l'espérons, seront parmi les survivantes au moment de sortir de la « crise de l'or ».

Pour trouver ces survivantes, nous avons axé nos recherches sur deux axes im-

Edito

portants :

- Un endettement faible
- Et surtout des coûts d'extraction les plus bas possible

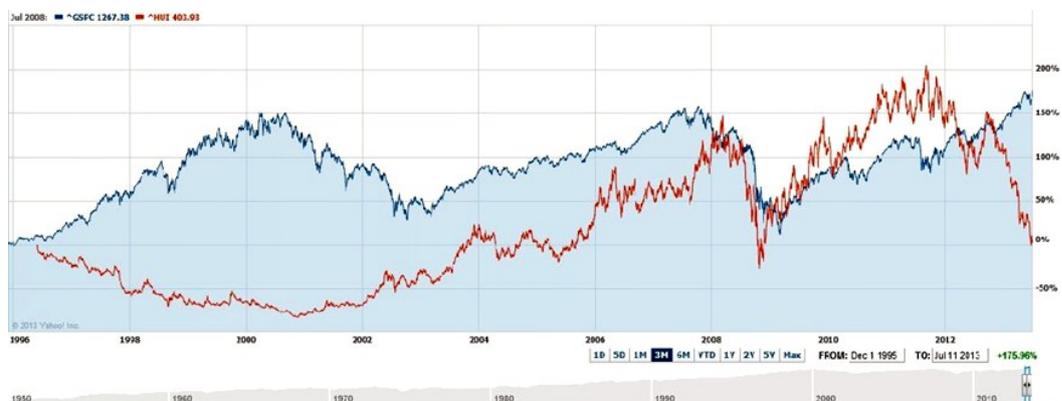
Et c'est parmi les sociétés qui réunissaient ces deux critères que nous avons cherché les plus belles sous-évaluations.

Ceci dit, nous voudrions tout de même souligner que, malgré toutes nos précautions, un investissement sur des mines d'or ou d'argent reste relativement plus risqué qu'un investissement dans une bonne vieille daubasse traditionnelle et nous pensons que ce type d'achat doit rester marginal dans un portefeuille et essentiellement destiné à des soucis de diversification.

En effet, nous voudrions ajouter un argument en faveur d'un investissement en mines d'or et d'argent : c'est la *décorrélation* qu'elles offrent par rapport à l'évolution des actions classiques.

Ci-dessous, nous vous proposons l'évolution du S&P (en bleu foncé) comparée à l'indice officiel des mines d'or (en rouge).

Que voyons-nous ?



Tout d'abord, qu'entre 1996 et 2000, alors que le S&P prend plus de 100 %, les mines d'or perdent 50 %.

Ensuite, de fin 2000 à début 2003, c'est l'inverse : le S&P perd 50 % alors que les mines voient leur cours multiplié par 3.

De début 2003 à mi 2007, on voit bel et bien les mines et le S&P évoluer à la hausse de concert.

Lors du début de la correction fin 2007, on voit que les mines résistent mieux que les actions mais, quand le krach survient, elles finissent par s'effondrer très rapidement, plus vite que les actions d'ailleurs.

Edito

Néanmoins, elles se reprennent plus tôt (dès octobre 2008) et repartent à la hausse de manière très violente.

Par la suite, lorsque les actions se reprennent, les deux indices évoluent à nouveau plus ou moins de concert jusqu'au début de la crise de l'euro en juillet 2011 : on voit alors le S&P dévisser de 15 % en un mois alors que sur la même période, les mines gagnent 14 %.

Ensuite, le marché reprend sa marche bull en gagnant 44 % et les mines prennent le chemin exactement inverse en perdant 63 %

Cet historique est évidemment un peu court pour tirer des conclusions fortes mais nous nous rappelons tout de même que, durant le grand marché baissier 1929-1940, un investissement en mines d'or aurait été très payant également.

Pour conclure, nous pensons qu'il est important pour nous d'utiliser notre avantage concurrentiel par rapport aux macro-économistes qui consiste à bien sélectionner les mines les moins chères ou avec le plus de sécurité et, surtout, de les acheter quand leur cours est déprimé. Cette stratégie devrait nous permettre de coupler deux aspects : volatilité globale du portefeuille atténuée mais aussi rendement final intéressant.

A présent, nous vous laissons découvrir les arguments qui nous ont poussé à réaliser les opérations que nous vous avons signalées par mail durant ce mois de juillet : non seulement nos mines d'or et d'argent mais aussi avec **Norcon**, notre acquisition d'une bonne vieille daubasse traditionnelle.

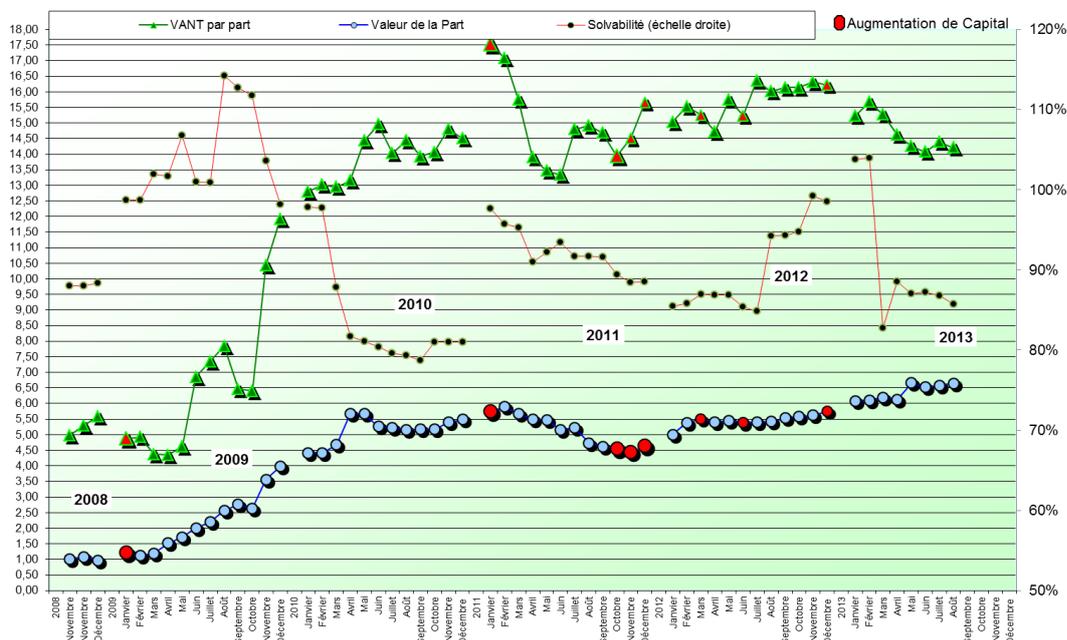


Portefeuille

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	
2 août 2013	
Valeur d'une Part	6,65 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,21 €
Potentiel	113,78%
Solvabilité pondérée	85,69%
3,33% Pondération Max	9.658,49 €
Nombre total de positions	58
Répartition des Devises	
Euro	40,79%
Dollar Américain	36,90%
Livre Sterling	12,36%
Dollar Canadien	5,42%
Courone Suédoise	2,47%
Courone Danoise	0,80%
Franc Suisse	1,37%
Variation des devises Yield	-1,42%
Nombre de société vendue	77
Gain Moyen	2.047,94 €
Perte Moyenne	- 758,17 €
Société en Gain	50
Société en Perte	27
1 Euro investi a rapporté	5,00 €



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	
			Devis	Euro		Devis	Euro	Euro	
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10.50	0.14	09/05/11	8.51	0.10	-28.50%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72.00	0.68	09/05/11	80.80	0.93	37.49%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70.00	0.79	09/06/11	48.00	0.55	-29.83%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34.50	0.40	05/07/11	17.00	0.20	-50.86%
5	USD	ALCS	Alco Store	10.30	7.34	09/08/11	14.15	10.65	45.15%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2.71	2.08	09/08/11	3.49	2.63	26.08%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4.05	4.05	08/09/11	3.85	3.85	-4.94%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14.69	11.06	07/10/11	26.25	19.77	78.71%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8.40	0.10	09/11/11	11.75	0.14	36.90%
10	USD	AEY	ADDvantage	2.04	1.52	07/12/11	2.55	1.92	26.14%
11	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1.01	1.01	08/02/12	1.09	1.09	7.92%
12	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0.18	0.18	08/02/12	0.17	0.17	-6.11%
13	Euro	PVL.PA	Plastivaloire	19.65	19.65	08/03/12	13.00	13.00	-33.84%
14	DKK	FFARMS	First Farms	47.00	6.32	08/03/12	38.20	5.12	-18.95%
15	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3.30	2.52	09/04/12	3.88	2.92	16.06%
16	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2.51	1.91	09/04/12	2.59	1.95	1.85%
17	USD	UUU	Universal Security Instrument	5.35	4.08	09/04/12	5.43	4.09	0.22%
18	Euro	FFP.PA	FFP	25.69	25.69	05/06/12	40.50	40.50	57.65%
19	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0.23	0.23	05/06/12	0.32	0.32	39.13%
20	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155.50	20.48	05/06/12	189.00	23.96	16.98%
21	Euro	HF.PA	HF Company	5.15	5.15	06/07/12	5.15	5.15	0.00%
22	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0.84	0.84	06/07/12	1.32	1.32	56.55%
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	12.96	12.96	41.02%
25	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1.300	1300	23.11%
26	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9.00	9.00	07/09/12	14.45	14.45	60.56%
27	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1.06	1.06	07/09/12	1.03	1.03	-3.30%
28	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2.94	2.94	07/09/12	3.42	3.42	16.33%
29	GBP	JKX.L	JKX Oil	79.50	1.00	07/09/12	62.50	0.72	-28.24%
30	USD	JSHLY	Jardine Stratégic LTD	18.11	13.90	08/10/12	16.69	12.57	-9.61%
31	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47.25	0.59	08/10/12	28.00	0.32	-44.93%
32	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8.42	6.57	07/11/12	10.46	7.88	19.86%
33	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5.84	4.56	07/11/12	9.20	6.93	52.00%
34	Euro	ALCOI.PA	Coil	3.10	3.10	07/12/12	4.60	4.60	48.39%
35	USD	PTIX	Performance Technologies	0.84	0.65	07/12/12	1.28	0.96	48.87%
36	USD	ELST	Electronic System Tech	0.35	0.27	08/01/13	0.35	0.26	-1.45%
37	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37.00	0.43	06/02/13	38.67	0.45	4.35%
38	USD	FPAFY	First Pacific LTD	7.14	5.45	08/03/13	6.00	4.52	-17.05%
39	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28.92	28.92	08/03/13	25.45	25.45	-12.00%
40	USD	ZMPT	Zoom Telephonics	0.17	0.13	05/04/13	0.27	0.20	54.72%
41	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166.10	134.93	09/05/13	169.00	137	1.51%
42	USD	UPG	Universal Power Group	1.69	1.28	09/05/13	1.79	1.35	5.30%
43	CAD	HMM-A.TC	Hammond Manufacturing	1.15	0.85	06/06/13	1.10	0.80	-5.77%
44	USD	LAKÉ	Lakeland Industries	4.52	3.41	06/06/13	4.42	3.33	-2.49%
45	USD	IFON	Infonsonics	0.54	0.42	05/07/13	0.64	0.48	14.55%
46	GBP	NCON.L	Norcon Plc	12.00	0.14	05/07/13	16.13	0.19	33.42%
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	42.90%
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%
Total pondéré a part égal								18,96%	

News de nos sociétés



AKER (Norvège) Ticker : AKER.OL

La holding norvégienne, active dans l'exploration et l'exploitation du gaz et du pétrole mais aussi tout ce qui touche de près ou de loin au secteur marin, vient d'acquérir *Epax*, une société qui fabrique des produits pharmaceutiques à haute teneur d'omega 3 et d'origine marine.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

« Nous n'apprécions pas beaucoup ce discours minimaliste qui se contente de peu et qui préfère trouver des causes extérieures, plutôt que chercher un moyen d'améliorer la compétitivité de l'intérieur... Mais bon les directions « nullissimes » sont plutôt la norme chez les Daubasses... Espérons quand-même qu'à terme, la direction d'Alco ne s'enfonce pas dans cette catégorie. »

C'est de cette manière que nous terminions, les news d'Alco Store du mois de juin, à l'aulne du bilan qu'elle présentait. Nous n'avons pas de boule de cristal cher abonné, nous vous l'assurons. Mais force est de constater que cette direction, qui semblait avoir trempé le bout de ses orteils dans le « nullissime », viens d'y plonger jusqu'au cou ! En effet, le 25 juillet, le fond *Argone Capital* se proposait d'acheter la société pour 14\$ l'action, alors que la Valeur d'actif net tangible est de 29.68\$, soit près du double. Et que fait la direction ? Elle encourage par voie de presse les actionnaires à céder leurs actions à ce prix. Bien entendu, il y a une possibilité de surenchère jusqu'au 23 août !

Le 25 juillet, le cours a bondit de 60% en quelques heures passant de 8.58\$ à 14.20\$, avant de se stabiliser légèrement sous les 14\$ annoncés. Ensuite, nous pouvons dire que nous avons vu fleurir les actions en justice contre cette acquisition. Pas moins de 6 cabinets d'avocats représentants d'actionnaires ont lancé des procédures d'investigations pour contrer cet achat à vil prix !

Pour notre part, nous avons décidé de ne rien faire et d'attendre... 14\$ est un prix extrêmement bas, mais qui nous procurera environ 60% de PV. Si l'on propose plus, tant mieux, si l'on annule cette acquisition tant mieux. Quel que soit le dénouement de cette affaire, nous ressortirons gagnants de cet investissement, avec juste un sentiment différent selon l'issue de l'affaire.

Asia Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC

L'entreprise a publié ses résultats du 1er trimestre 2013. Le bénéfice est en ligne avec celui du trimestre correspondant de l'année précédent, soit 0,06 USD

News de nos sociétés

par action et les ventes en hausse de 2,7 %. La marge brute s'est un peu tassée en raison de prix de vente difficile à maintenir sur les marchés chinois et singapouriens. Grâce à ce petit bénéfice et aussi à des rachats judicieux d'actions propres, la VANT est en légère hausse, à 11,49 usd.

BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V

Retour à l'équilibre pour notre canadienne distributrice de films. Le bénéfice par action s'établit à 0,01 CAD pour l'exercice 2013, clôturé début mai. Les ventes sont en hausse de 4 %. Nous n'avons pas encore le détail du rapport financier, juste un commentaire débordant d'enthousiasme du CEO qui s'attend à un accroissement du bénéfice pour 2014. Acceptons-en l'augure ...

Coil (Belgique) Ticker : ALCOI.PA

Un communiqué de la direction de notre société belge préférée nous apprend que les ventes sur les 6 premiers mois de l'année sont en recul de 7.60%. Voici ce que déclare la direction sur ce chiffre en demi-teinte, les arguments avancés semblent tenir la route :

« L'évolution du chiffre d'affaire semestriel reflète le ralentissement économique dans la plupart des pays européens, qui n'a pas pu être compensé par le développement dynamique des marchés émergents, en particulier dans un contexte de transition politique en Chine.

Les distributeurs restent prudent dans leurs prévisions et leurs stocks sont réduits aux minimum.

Le développement des gammes de produits, avec valeur ajoutée, fait qu'il est possible de minimiser les impacts du ralentissement général à travers un changement positif dans le mix produits et une expansion des marchés géographiques, en ligne avec le renforcement du réseau de distribution international, notamment en Asie.

COIL a également capitalisé sur la première moitié de l'année pour renforcer ses capacités de production en Belgique avec la rénovation de la première ligne de production, l'obligeant à fermer une partie de la période. Avec cette rénovation importante, il sera possible de soutenir non seulement la croissance attendue des ventes futures, mais aussi l'expansion des gammes de produits.

Parallèlement, COIL a lancé la première phase de son plan d'investissement en Allemagne avec sa sixième ligne de production, qui couvrira l'anodisation architecturale et les marchés asiatiques.

Tout en restant prudent sur le court terme en raison de la conjoncture économique toujours morose, COIL bénéficie de fondamentaux solides pour se lancer dans une nouvelle phase d'investissement dans des conditions favorables, tout en consolidant son développement créateur de valeur à moyen et long terme. »

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

Décidément, notre papetier néerlandais alterne le bon et le moins bon. Une forte perte pour le 1er semestre 2013 en raison des hausses des prix des matières premières et des énergies, et la direction nous prévient que le 2e semestre sera du même tonneau. Résultat des courses : la VANT est en fort recul à 8,94 euros par action et la solvabilité se dégrade doucement. La direction sou-

News de nos sociétés

lève des facteurs exogènes pour expliquer cette « performance » comme le traditionnel « ralentissement économique » mais nous, ce qui nous intéresse, c'est de savoir sur quoi elle va agir pour remédier à cette situation.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Les nouvelles sont plutôt bonnes pour notre junior canadienne. Un communiqué de presse annonce des profits, sur les 6 premiers mois de l'année, de 0.13\$ par action, alors qu'en 2012 sur la même période ils étaient de 0.14\$. C'est donc un léger recul 7.2%. Si l'on se concentre sur le seul trimestre, les profits sont en belle progression, à 0.12\$ par action au lieu de 0.08\$ un an plus tôt sur la même période, soit une progression de 50%.

Ces résultats sont principalement dus à une production plus importante sur la mine de *Chelopech* en Bulgarie et une plus grande concentration que prévue sur les minerais extraits de la mine de Kapan en Arménie.

Les coûts d'extraction restent à tous les niveaux extrêmement maîtrisés et placent toujours la société dans la catégorie des coûts d'extraction les moins chers du monde.

Les perspectives restent donc excellentes sur notre junior qui va développer un autre projet minier en Bulgarie dans les 6 derniers mois de 2013 et en 2014.

Nous comprenons de moins en moins la décote actuelle de Dundee offerte par le marché qui semble une nouvelle fois ne pas être en mesure de faire le tri, entre les bons élèves et les mauvais élèves du secteur... Et nous n'allons finalement pas trop nous en plaindre, au contraire cela nous semble réjouissant.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

En juillet, le fonds a racheté 485 000 actions propres à 80 Gbp. D'un autre côté, il faut noter un sacré changement de main... avec une autre transaction : *Brooks Macdonald Asset Management* qui a acheté 6 382 421 actions, ou 37.31% des actions en circulation.

Exacompta (France) Ticker : EXAC.PA

Le papetier vient d'annoncer son chiffre d'affaires pour le 2e trimestre 2013 sans l'assortir d'aucun commentaire. Les ventes sont une nouvelle fois en diminution, de 1,7 %.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

pas encore de rapport semestriel pour la holding de Hong Kong mais bien ceux de *Philex*, la filiale minière philippine. Baisse des ventes et du bénéfice à l'horizon malgré une augmentation du volume produit mais à cause d'une forte baisse des prix de vente. Ceci dit, *Philex* reste la plus petite participation de First Pacific, représentant à peine 10 % de la VL.

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

Les résultats du 2e trimestre sont plus ou moins en ligne avec ce qui était attendu. Une baisse des ventes de 5 % mais un résultat d'exploitation en légère hausse et un bénéfice net stable à 0,10 CAD pour le premier semestre, tout ceci grâce à une amélioration de la productivité par travailleur.

News de nos sociétés

Hutchinson (USA) Ticker : HTCH

Ce qui s'annonçait devenir un très beau *bagger* vient de se dégonfler comme un ballon de baudruche. Les résultats du 3e trimestre (clôturé le 30/06), n'ont vraiment pas plu au marché. Pourtant, on peut dire que l'entreprise reste d'une stabilité confondante : les ventes se maintiennent au même niveau que l'année précédente, la perte d'exploitation est coupée en deux. La VANT continue cependant à s'éroder, à 5,47 usd. D'après la direction, une partie des problèmes qui ont pesé sur les résultats est à présent résolue et elle s'attend à ce que le 4e trimestre soit en légère amélioration. Acceptions-en l'augure... Pour le portefeuille de notre club, la vente d'options call presque au sommet et dont nous vous avons avertis précédemment nous permet de limiter les dégâts sur la moitié de notre position en encaissant une prime d'options qui vient diminuer le prix de revient de nos actions et nous permet de patienter en attendant le nouveau boost.

Infosonics (USA) Ticker : IFON

La société a annoncé le 23 juillet, l'expansion de sa gamme de téléphones avec le lancement de son nouveau *Verykool® RS90 Vortex* smartphone. Le RS90, surnommé le Vortex, est le smartphone le plus puissant de la gamme actuelle Verykool. Il est alimenté par un processeur dual core 1,2 GHz et fonctionne avec le système d'exploitation Android 4.0 (Ice Cream Sandwich). Bon appétit !

Investor (Suède) Ticker : INVE-A.ST

La holding suédoise a publié ses comptes arrêtés au 30/06. Rien de particulier à signaler si ce n'est que la VL, au cours de bourse des participations au 01/08, s'établit à 251,21 SEK.

Jardine Strategic (Hong Kong) Ticker : JSHLY

Pas encore de rapport semestriel pour la holding de Hong Kong, mais bien ceux de ses trois principales participations (qui représentent 90 % de sa VL). Astra, la filiale indonésienne, annonce une baisse de son bénéfice net de 9 % et la direction n'est pas très optimiste pour la seconde moitié de l'année, notamment en anticipant une contreperformance de ses activités de distribution automobile. *Dairy Farms*, le distributeur actif dans toute l'Asie du sud-est et en Chine, annonce quant à lui une baisse de 5 % de son bénéfice net (malgré un chiffre d'affaires en hausse). Le président de *Dairy Farms* qui n'est autre ... que le président de Jardine Strategic, attribue cette contreperformance à des problèmes de maintien des marges en Malaisie et à Singapour mais pense que le 2e semestre sera meilleur. Par contre, Hong Kong Land, l'immobilière active surtout à ... Hong Kong (pour 75 % de ses actifs) mais aussi dans le reste de l'Asie, nous a sorti un très bon résultat si on fait abstraction de la variation de la juste valeur des immeubles.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Beau sursaut d'orgueil pour cette canadienne très discrète (et peu liquide) avec une hausse des ventes de 30 % pour les 9 premiers mois de l'exercice. Certes les pertes sont toujours là mais limitées à 0,01 CAD par action. La VANT reste à

News de nos sociétés

1,35 CAD par action et la solvabilité est toujours excellente. Petit-à-petit, il semblerait que le retour au seuil de rentabilité se rapproche.

Publicité

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

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

Avec le bilan des 6 premiers mois, nous constatons que la situation patrimoniale de la société est relativement stable, la VANT étant de 158.61 Gbp et la VANE de 130.04 Gbp. Sur le compte de résultat, nous observons une baisse du chiffre d'affaire à 11%. Mais comme les coûts de production sont en baisse de 33%, la société parvient à dégager, sur les 6 premiers mois de l'année, un profit de 229 Gbp au lieu d'une perte de 191 Gbp un an plus tôt sur la même période. Ce sont les revenus sur l'extraction du gaz en Russie qui font, à notre sens, la différence avec les années précédentes. Et justifie aussi une baisse des coûts. Si l'on rapporte les revenus tirés du gaz aux actifs en Russie, ils étaient en 2012, sur les 6 premiers mois de l'année, de 0.18% alors qu'en 2013 ils sont de 3.16%. Les revenus sont donc plus de 17 fois supérieurs alors que les actifs n'ont augmenté que de 15%, si l'on compare les deux périodes.

Leeds Group (UK) Ticker : LDSG.L

La société a annoncé ses résultats annuels clôturés le 30/04/2013. Ils ne sont pas mauvais du tout : un chiffre d'affaires en hausse de près de 10 %, un résultat d'exploitation en baisse mais cette baisse est due exclusivement à une réduction de valeur exceptionnelle sur certains actifs destinés à être vendus et un bénéfice net par action, certes symbolique, de 1 penny. La VANT se stabilise à 44,61 GBp. Nous apprécions aussi la politique de la direction qui utilise une petite partie de sa trésorerie pour racheter quelques actions propres, 120 000 actions en 2012-2013 et ces achats se poursuivent depuis la clôture de l'exercice puisque 100 000 actions supplémentaires ont été acquises. Seul bémol à notre avis : la direction annonce vouloir procéder à une acquisition et prévient déjà que cette acquisition pèsera sur les bénéfices à court terme. Espérons quand-même qu'elle sera plus relative pour l'actionnaire que celles que nous avons connues avec d'autres daubasses ...

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Pour revenir enfin à la rentabilité, la direction a présenté aux syndicats son plan de restructuration pour le groupe en Italie. Lors de cette présentation, la direction a mis en avant les problèmes de compétitivité dus à la force de l'euro, la concurrence des pays émergents et la concurrence, déloyale celle-là, du travail en noir. Selon ce plan, 1 726 travailleurs vont perdre leur emploi. Espérons que ce sacrifice, sans doute nécessaire, n'est qu'un « recul pour mieux sauter » et

News de nos sociétés

qu'il marque le début du retour à la rentabilité et à la prospérité tant pour les actionnaires que pour les travailleurs.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

La direction de PV Crystalox Solar annonce qu'elle est parvenue à se débarrasser de son usine de *Bitterfeld* en Allemagne, dont elle a arrêté rapidement l'activité en novembre 2011 face à la crise du solaire qui faisait rage. En trouvant un repreneur, les allemands de *Silicon Products*. La société, qui avait passé 78 millions de charges pour la fermeture de l'usine (dans son bilan annuel 2012), annonce donc que cela lui coûtera nettement moins cher que prévu, puisqu'avec ce repreneur, elle ne devra pas rembourser les aides et subventions octroyées de 18 millions euros, sans parler des coûts de licenciement, puisque le repreneur garde le personnel. Le coût final de la fermeture de cette usine est donc de 12 millions euros, soit 6.5 fois moins que les charges prévues à cet effet et inscrit dans le bilan annuel 2012 de la société.

Voilà à nouveau une preuve que la direction de PV Crystalox travaille pour ses actionnaires de manière optimale.

SAM (France) Ticker : SAM.PA

Nous apprenons que la direction va lancer une opa sur la société en proposant de reprendre les actions des petits actionnaires à 38 euros ... bien loin de la VANT hélas. Petite consolation : un dividende de 1,40 euros serait payé avant le lancement de l'OPA. Cette opération devrait être lancée en septembre.

SemiLeds (USA) Ticker : LEDS

Comme vous en avez été avertis cher(e)s abonné(e)s, nous avons vendu la société, non pas parce que le bilan des 9 premiers mois n'était pas terrible (la VANT ayant baissé de 13%) mais pour le fait que pas moins de 5 cabinets d'avocat US ont entamé des poursuites judiciaires sous forme de *Class Action* contre la direction accusée d'avoir caché et menti sur des informations concernant leurs produits, la perte d'un client et la pression sur les prix ! Tous les actionnaires qui ont acheté des actions SemiLeds entre le 9 décembre 2010 et le 12 juillet 2011 peuvent participer à ces poursuites judiciaires. Comme ce n'est pas notre cas et qu'en cas de gain de cause des plaignants, les autres actionnaires seraient spoliés, nous avons donc décidé de mettre un terme à cet investissement.

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

Dans le bilan annuel de la société, clôturé au 30 avril et disponible fin juillet, nous constatons que la société clôture son année fiscale 2013 avec des profits, certes divisés par un peu plus de 2 par rapport à 2012, mais des profits restent des profits quand on fait partie de la catégorie « Daubasse ». La valeur patrimoniale de la société est donc en amélioration, avec une VANT en progression de presque 6%, à 10.80\$. La valeur net-net est à 3.38\$ et la valeur net estate à 5.89\$. Dans le compte de résultat, nous constatons que le chiffre d'affaire a bondi de 26% ! Le coût des produits, quant 'à lui, a malheureusement grimpé également de 26% tandis que les coûts fixes ont grimpé de 50%, ce qui explique bien des profits à 0.13\$ alors qu'ils étaient de 0.29\$ sur l'année 2012.

News de nos sociétés

La direction nous explique que le chiffre d'affaire peut-être extrêmement variable, en fonction des contrats. Plus les contrats sont importants dans un concept « clé en main » avec service après vente, plus les marges sont importantes (nous constatons avec le bilan annuel que les marges brutes sont passées de 9.70% en 2012 à 10.04% cette année, soit une progression de 10%). La direction s'explique sur les frais fixes, en invoquant des salaires en augmentation en Chine et craint que la tendance ne continue. Par contre, elle dispose de deux autres unités de fabrication hors Chine, soit au Mexique, et depuis sont rachat de Spitfire au Vietnam. Pour l'Amérique du Nord, la direction affirme que c'est son usine de production du Mexique qui est devenue plus attractive et termine en disant que leurs trois lieux de production leur permettent une flexibilité intéressante. La direction revient une nouvelle fois sur l'achat de la société Spitfire, un des ses clients, avant le rachat qui a eu lieu en mai 2013 et dont nous vous avons parlé à l'époque dans ces news, en expliquant l'importance stratégique de cette acquisition. La cerise de ce communiqué est sans conteste l'explication sur l'acquisition en 2013 de nouvelles machines pour une somme de 7.2 millions USD, mais surtout de la poursuite de ses achats de machines en 2014, pour la somme de 13 millions USD, pour permettre à la société d'augmenter sa production. Pour paraphraser Walter Schloss, nous pensons toujours qu'il va arriver quelque chose de bien sur cette « Daubasse » qui à son cours actuel offre encore un potentiel de 157%, ce qui n'est pas mal du tout si l'on résonne avec les variantes : risque / potentiel... risque selon nous relativement faible et potentiel attractif par les temps qui courent.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1784.09 euros, en hausse de 5.35%.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Nous observons, après la fringale de rachats d'actions qui avaient commencé en octobre 2012 et s'étaient terminés en janvier 2013 (opérés par les deux fondateurs et directeurs de Taitron), qu'une nouvelle vague d'achats d'actions de la part de Ku Tzu Shang et de Wang Stewart a repris. Depuis le mois de mars, les deux « compères » ont acheté 32 000 actions de leur société. Si nous espérons qu'il allait se passer quelque chose, traduit en chiffres, le rapport annuel 2012 de la société n'a rien traduit du tout. Nous n'avons donc plus le moindre avis sur ces rachats d'actions qui dans une ligne de bon sens, devraient signifier, mais qui dans le cas particulier de Taitron, signifie juste qu'ils ne seront pas délistés sous peu, leurs actions cotant actuellement à 1.02\$, donc au dessus de la limite de 1\$!

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Après de très belles surprises en cascade offertes par la société avec ses derniers bilans, une nouvelle belle surprise est offerte par la société aux actionnaires, en ce mois de juillet 2013.

La société a décidé de racheter, à hauteur de 25 millions de dollars, ses propres actions, soit en fonction de sa capitalisation boursière actuelle + / - 15%. La fourchette de prix est de minimum 4.50\$ et de maximum 5.10\$ par action. En

News de nos sociétés

date du 29 juillet, la société a déjà racheté 417 615 actions pour la somme de 2.1 millions de USD ou 1.3% d'actions en circulation.

La qualité de la direction n'est plus à démontrer pour nous et ce depuis plus d'un an et demi. Et si nous avons la possibilité de décerner la palme du meilleur manager de daubasse jamais rencontré, c'est bien sûr à Monsieur Robert J. Higgins que nous la décernerions.

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

La NAV du fond est de 5.56\$, en baisse de 1.94% par rapport au mois précédent.

Le rapport du deuxième trimestre est une nouvelle fois de peu d'intérêt, dans le sens très personnel que nous avons d'une information sérieuse, transparente et sans la moindre concession avec la réalité de la gestion et de l'environnement économique, si l'on en a la compétence. Fabien Pictet informe donc les actionnaires de son fond qu'il a acquis au mois de mai une société du nom de *Ekipazh*, active dans la livraison de produits de consommation alimentaire via internet et ceci pour 1% du fond. La société effectuerait déjà des centaines de livraisons par jour à Kiev et Fabien Pictet espère qu'elle atteindra un point de rentabilité assez rapidement et sera ensuite en forte croissance. De son point de vue, cette société est complètement dans la ligne centrale du fond, à savoir ces investissements dans le secteur alimentaire qui pèsent aujourd'hui 38% du fond.

Fabien se répand ensuite en banalités sur la situation économique de l'Ukraine et sur le sujet politiquement incorrecte en occident, soit l'emprisonnement de l'oligarque Timoshenko, alors qu'il semble quand-même bien placé pour expliquer que c'est un règlement de comptes entre mafieux au pouvoir comme il en existe des dizaines dans tous les pays de l'ancien bloc soviétique. Le genre d'homme ou de femme politique qui se couche propriétaire d'une dizaine d'actions et se réveille le lendemain matin actionnaire majoritaire d'une ancienne société d'état valant des centaines de millions de \$, voire des milliards de \$ et qui un beau jour tombe sur plus fort que lui. Bien sûr que médiatiquement, c'est de cela que l'on parle et à partir de cela que certains investisseurs se font une opinion d'un pays. Mais ce n'est pas la réalité d'un pays, même si la situation en Ukraine est loin d'être un long fleuve tranquille à l'eau claire. Mais on s'attend quand-même de la part d'un investisseur qu'il connaisse le terrain, un peu mieux que ce que retransmet une presse écrite et surtout audiovisuelle dont le but est aux antipodes de l'information sérieuse et indépendante !

Nous ajoutons toutefois une information qui pourrait être intéressante pour l'Ukraine, ses sociétés et les Ukrainiens, sans en connaître tout les détails, ni les tenants et encore moins ce qu'il en sera dans les faits, en cas d'entente : c'est le rapprochement économique de la Russie et de l'Ukraine proposé par Poutine, qui à terme, s'il se réalise, pourrait faire disparaître le problème du transport du gaz Russe à travers l'Ukraine et être bénéfique aux sociétés ukrainiennes qui pourraient alors bénéficier de facilités sur un immense marché, en plus de leur marché intérieur.

Vous devez sans doute vous demander, cher abonné, pourquoi nous avons confié 3518.14 euros à un gérant peu crédible comme l'est Fabien Pictet. Notre réponse est simple, parce que nous n'avons pas accès à ce marché et également

News de nos sociétés

par le fait que le gérant soit Fabien Pictet ou l'arrière, arrière... arrière petit-fils de Jules César, n'a pas la moindre importance pour nous. La performance du fond, quel que soit le gérant, sera au rendez-vous, lorsque les investisseurs internationaux reviendront sur le marché ukrainien. Et nous savions, avant d'y investir, que ce ne serait pas avant la fin de la crise que nous traversons actuellement dans les pays développés, car la prise de risques est déjà suffisante sans y ajouter des investissements dans des économies émergentes. Mais une fois cette crise passée, un pays comme l'Ukraine, possédant un potentiel de croissance immense, ne pourra pas être oublié des investisseurs internationaux.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

Après sa présentation du projet de sa centrale indienne accepté par les autorités, dont nous vous avons parlé en juin, Velcan nous relate en juillet ses projets indonésiens avec pour l'un d'entre-eux un avancement important : Velcan Energy est en négociation plus avancée concernant une usine hydroélectrique d'une capacité de 7MW, nommée *Suka Ramé*. Cette usine sera de taille inférieure aux 20-200MW visés par l'entreprise, mais elle a permis à la société d'établir sa crédibilité en Indonésie. La construction devrait débuter à la fin 2013 ou au début 2014 en fonction de l'aboutissement des négociations techniques et commerciales.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Bon 2e trimestre au niveau des ventes pour la société : une hausse de 1,6 % des ventes mais surtout, à périmètre comparable, une augmentation de 11,8 % à périmètre comparable. Sur l'ensemble du semestre, les ventes restent en baisse mais sont bel et bien positives à nombre de magasins constants, à 3,3 %.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Au cours du premier semestre, le chiffre d'affaires s'est tassé mais les résultats opérationnels sont redevenus positifs. La direction tente d'être moins dépendante du marché italien assez déprimé et cherche des opportunités à l'exportation. Le carnet de commande est lui aussi en diminution mais la direction vient d'annoncer la conclusion d'une grosse commande pour un aqueduc en Campanie. Grâce à cette commande, c'est une année de chiffre d'affaires qui sera assurée à la société. Nous n'avons pas les nouveaux comptes qui nous permettraient de mettre à jour notre calcul de la VL mais il nous semble clair que la décote reste très appréciable au cours actuel.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

Les résultats du groupe ne sont pas mauvais malgré un tassement des ventes de 7,5 % : tant l'EBITDA que le bénéfice sont en hausse, malgré l'environnement économique très défavorable et grâce à une belle maîtrise des coûts. Le carnet de commandes reste très impressionnant : il représente près de 10 années de chiffre d'affaires. Sur base des cours de bourse des participations cotées au 30/07, nous évaluons la VL prudente de notre « industrialo-holding » à 7,29 euros ... et avouons notre incompréhension sur l'importance de la décote (56 %).

News de nos sociétés

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Le bilan du deuxième trimestre nous apprend que la situation patrimoniale est stable avec un biais positif. La valeur net-net de la société s'établit à 0.3664\$ après un léger redressement, pour allongement de paiement des clients, le délai moyen sur 3 exercices étant de 49 jours alors qu'avec ce bilan nous constatons qu'il est passé à 59 jours. La valeur d'actif net tangible est de 0.3757\$ par action.

Si l'on se penche sur le compte de résultat à 6 mois, nous observons une baisse du chiffre d'affaire de 25% et une baisse des coûts des produits de 32%. Dans un même temps, les frais fixes liés à la vente et à l'administration, sont également en baisse de 19%. Le budget R&D a été rabaissé de 19% et donc sur ses six premiers mois la perte est de 0.04\$ par action au lieu de 0.05\$ par action sur la même période un an plus tôt. Nous pouvons donc déjà dire, à première vue, que la direction a pris des mesures assez fortes pour contrer l'hémorragie des ventes...

Ce qui se précise encore plus clairement, si l'on se penche cette fois sur les résultats du seul trimestre, où nous constatons toujours une baisse du chiffre d'affaire de 22% mais également une baisse du coût des produits de 33%. Les frais fixes baissent quant à eux de 6% tandis que la R&D en prend cette fois un coup avec une baisse de 34%. Au final, la société dégage un petit profit de 0.01\$ par action alors qu'elle enregistrait une perte de 0.03\$ un an plutôt sur la même période.

Nous pensons quand même que ce compte de résultats nous montre d'une part que la direction est capable de prendre des mesures que nous jugeons positives, pour réduire les coûts, bien que d'un autre côté, une techno comme Zoom Telephonics a un besoin vital de R&D pour améliorer ses produits existants et surtout pour innover. Ce qui signifie de notre point de vue que tailler dans la R&D c'est un peu commencer à scier la branche sur laquelle on est assis. L'affaire est donc à suivre.

Autre nouvelle sur la société : une augmentation de capital est prévue, avec distribution préalable de droits de participation RTS. Cette nouvelle nous a dans un premier temps permis d'être enthousiaste, sur le fait qu'elle nous donnerait la possibilité d'étoffer notre ligne à bon prix. Mais nous avons vite déchanté quand nous avons appris que le droit de participation vous permettait d'acheter une action à 0.28\$... alors que notre prix de revient frais inclus des 4000 actions que nous possédons en portefeuille est de 0.1478\$... En plus, avec une VANT de 0.3757\$, un achat à 0.28\$ l'action offre un potentiel bien maigre de 37% ! La date de cotation de ces droits RTS et le nombre d'actions émises n'est pas encore connu au moment où nous rédigeons ces news. Nous n'avons pas encore pris la moindre décision sur ce que nous allons faire et attendons plus d'informations.

Analyses de société

Norcon

(London Stock Exchange, Ticker: NCON.L / ISIN : IM00B2R5KD48)

I. Introduction



Norcon est une entreprise britannique active dans le secteur des télécoms. En réalité, elle met des consultants à disposition de ses clients afin de les aider à installer et à développer leurs réseaux téléphoniques.

La société a été fondée en 1957 et est cotée depuis 2008.

L'entreprise réalise son chiffre d'affaires sur 4 segments géographiques distincts : Europe, USA, Moyen-Orient et Asie.

Depuis son introduction en bourse, Norcon a généré de plantureux bénéfices : le rendement sur capitaux investis moyens de 2008 à fin 2012 est de 32 % par an.

Néanmoins, l'année 2012 s'est soldée par une perte en raison, apparemment, de la perte d'importantes parts de marché en Arabie Saoudite, le marché historique de Norcon.

C'est d'ailleurs le principal problème de Norcon : elle réalise 67 % de ses ventes avec l'Etat saoudien.

Depuis, la direction tente de diversifier son exposition géographique et espère en 2014, retrouver une rentabilité normale. En attendant, 2013 est également annoncée comme une année difficile.

La société est cotée en GBP mais ses comptes sont présentés en USD. Pour plus de facilité, nous présentons les chiffres dans la devise de cotation de l'entreprise (soit en GBP) en prenant une parité de 1 GBP pour 1,5 USD.

Le 10 juillet 2013, nous avons acheté 29 000 actions Norcon à un coût de revient, frais de courtage inclus, de 0,1253 GBP.

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

Nous relevons un actif courant de 0,56 GBP. Après déduction des dettes et des intérêts des minoritaires, nous fixons l'actif net à 0,30 GBP par action.

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

Analyses de société

Norcon ne détenant pas d'immeubles, nous n'avons pas pu calculer cette valeur.

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

Analyser le bilan d'une société comme Norcon est assez simple : en tant que prestataires de service intellectuels, elle ne nécessite pas de beaucoup d'investissements.

En fait, comme vous allez le voir, ses principaux actifs sont au nombre de deux et sont parmi les plus liquides qui soit.

Tout d'abord, le **cash** qui représente pratiquement l'équivalent du cours actuel : 0,15 GBP par action. Habituellement, ce poste n'appelle aucun commentaire mais, avec Norcon, ce n'est pas tout-à-fait le cas : son siège social est situé à Chypre et son compte bancaire est tenu dans la *Bank of Cyprus*, le principal établissement touché par la taxe sur les dépôts. Nous ne connaissons pas la part des liquidités détenues sur l'île gréco-turque mais, dans le doute, nous allons estimer que l'entièreté du cash a été frappé par cette fameuse taxe de 20 %. Nous amputons donc ce poste d'un montant de 0,03 GBP par action.

Le deuxième poste important, ce sont les **créances**. Le délai moyen de paiement est relativement élevé (221 jours) et en augmentation conséquente par rapport à la moyenne des trois derniers exercices. La balance « âgée » disponible dans le rapport financier nous apprend que près de la moitié de cet encours est constitué de factures émises plus de 4 mois avant leur date d'échéance. Un peu moins de la moitié de l'encours est dû par l'Etat saoudien. Nous n'avons pas non plus connaissance de constitution de provisions pour créances douteuses. Devant tant d'incertitude, nous nous voyons contraints, guidés en cela par notre prudence de sioux, de prendre une marge de sécurité conséquente sur ce poste de 30 %. Nous amputons donc la valeur aux livres des créances d'un montant de 0,12 GBP.

Parmi les autres postes de l'actif, nous relevons une **participation de 50 % dans une joint-venture** en Arabie Saoudite. Nous reprenons ce poste pour la moitié de sa valeur aux livres, soit 0,004 GBP.

Nous avons trouvé très peu d'**engagement hors bilan** : des **loyers futurs** à payer pour 0,002 GBP et une **garantie en faveur de la joint-venture** saoudienne pour 0,01 GBP.

En fonction de ce qui précède, nous fixons donc la Valeur de Norcon en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 0,14 GBP.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices, la société a réalisé un résultat opérationnel

Analyses de société

moyen de 0,097 GBP par action. Après déduction de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, nous actualisons à 12 %, ajoutons la trésorerie et déduisons les dettes financières et les intérêts des minoritaires.

La VCB de Norcon s'établit alors à 0,64 GBP par action.

VI. La Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre)

Voilà une heureuse surprise : non seulement nous disposons d'un beau collatéral pour garantir notre investissement mais, comme nous l'avons dit en introduction, Norcon génère – ou plutôt a généré - une belle rentabilité sur ses capitaux investis : 32 %. Elle est donc « éligible » à l'AOC « VANTre », avec une VANT de 0,31 GBP par action.

VII. Conclusions

A notre coût de revient de 0,13 GBP, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

- 57 % sur la VANN
- 7 % sur la VLMV
- 80 % sur la VCB
- 58 % sur la VANTre

Il faut néanmoins relativiser l'exceptionnelle rentabilité obtenue ces dernières années : elle était essentiellement due à la situation privilégiée de l'entreprise auprès de l'Etat saoudien. Il n'est donc pas assuré qu'elle se répète dans d'autres contrées maintenant que le flux d'affaires en provenance du royaume pétrolier commence à se tarir.

Néanmoins, nous relevons plusieurs atouts pour Norcon :

- en tant que fournisseur de services intellectuels, elle n'a pas besoin de gros investissements mais peut aussi assez facilement adapter sa structure de frais à son volume de recettes
- elle dispose d'une excellente solvabilité et d'un beau matelas de cash
- même s'il n'existe pas un poste de frais de recherche et développement à proprement parler, on peut supposer qu'elle dispose malgré tout d'un bon savoir-faire technologique qui devrait constituer un « plus » pour un éventuel acquéreur.
- elle semble aller chercher les recettes là où elles se trouvent, c'est-à-dire en Asie du Sud-Est et au Moyen Orient, des bons vecteurs de croissance nous semble-t-il ...

Analyses de société

Silver Standard Resources Inc.

(Nasdaq, Ticker: SSRI / ISIN : CA82823L1067)

I. Introduction



Silver Standard est une société canadienne active dans l'extraction de métaux, essentiellement l'argent. Elle détient et exploite la mine de *Pirquitas* en Argentine, une des plus grosses mines d'argent au monde.

En outre, elle détient des projets miniers en phase de développement en Argentine, au Mexique et au Pérou.

Enfin, elle est en phase d'exploration sur d'autres sites au Canada, aux Etats-Unis, au Mexique, en Argentine, au Chili et au Pérou.

Comme vous l'aurez compris, le chiffre d'affaires repose actuellement uniquement sur la mine de *Pirquitas* qui produit d'ailleurs, outre de l'argent, du zinc mais de manière marginale (2 % des revenus en 2012).

Le fait que cet actif important soit situé dans un pays qui, pour l'heure, est peu respectueux du droit de propriété privée, va nous inciter à la plus grande prudence quant' à l'évaluation de la société.

Le 11 juillet, nous avons acheté 400 actions Silver Standard à un coût de revient, frais de courtage inclus, de 6,31 usd et nous avons émis 700 options put à un prix d'exercice de 4 usd et échéance janvier 2014. Cette émission nous a permis d'encaisser une prime de 225,04 usd en échange de l'immobilisation des 2 800 usd, bloqués en garantie de l'exercice éventuel de ces options.

II. Valorisation

Nous travaillons sur base des comptes au 31 mars 2013.

Le poste le plus important de l'actif est, heureuse surprise, du **cash** et des **placements de trésorerie** : ces deux postes représentent 6,07 USD par action (près de 85 % du cours de bourse actuel). Pourquoi heureuse surprise ? Parce que si la déprime sur le cours de l'argent se maintient pendant une longue période, il est important que la société détienne suffisamment de liquidités pour « tenir » le plus longtemps possible et se situer parmi les « survivantes » quand le métal gris repartira à la hausse.

Les **clients** paient en moyenne à 93 jours, ce qui nous semble correct. Nous n'avons pas connaissance d'éventuelles provisions pour créances douteuses. Dans cette optique, nous prenons une marge de sécurité de 10 % sur ce poste

Analyses de société

et le reprenons pour 0,55 USD par action.

Silver Standard détient aussi d'importantes créances sur l'Etat argentin sous forme de TVA à récupérer. Afin de tenir compte d'éventuels litiges, nous amputons également ce montant d'une marge de sécurité de 10 % et le reprenons pour 0,81 USD.



Nous trouvons aussi du **matériel destiné à être vendu** dont nous tenons compte pour la moitié de sa valeur aux livres, soit 0,04 USD.

Les **stocks** sont composés pour 75 % de minerai d'argent. Depuis la clôture de ce trimestre, le cours de l'argent a perdu 33 %. Nous réduisons donc la valeur de cette partie

du stock d'autant et prenons une marge de sécurité supplémentaire de 10 % (ce qui revient à tenir compte d'un cours de l'argent de 17 usd). Nous retenons donc une valeur pour les stocks de 0,48 USD.

Enfin, nous constatons que la société détient une importante **participation co-tée**. Il s'agit de *Pretium Resources* qui exploite une mine d'or au Canada. Au cours de bourse actuel de 7,15 USD, la part de 18,57 % de Silver Standard dans cette société représente 1,68 USD par action.

Il existe des prêts convertibles et des stocks options mais nous n'en tenons pas compte, les prix d'exercice et de conversion étant de 20 usd, largement au-dessus du cours actuel mais aussi, vous allez le voir, de la valeur à casser de la société.

En déduisant l'ensemble des **dettes** de 3,81 USD par action, nous obtenons donc une valeur hors actifs miniers de 5,81 USD, soit 85 % du cours de bourse actuel.

Nous allons donc à présent tenter de valoriser au mieux ces fameux **actifs miniers**.

Malgré un cours actuel pour l'argent de 19 usd, nous allons tabler, pour nos évaluations, sur un cours à long terme déprimé de 17 usd l'once.

Comme nous l'avons déjà écrit ci-dessus, le principal **actif** et le seul **en exploitation** pour l'heure est la mine argentine de *Pirquitas*.

Ses réserves prouvées représentent 48,1 millions d'once d'argent et ses réserves probables 25,9 millions d'once. La direction nous annonce aujourd'hui un coût d'extraction de 18 usd par once, ce qui dépasse notre cours de référence. Dans cette optique, nous reprenons donc cet actif pour 0.

Analyses de société

Le **projet le plus abouti** est celui de *Pitarrilla* au Mexique. Ce site possède des réserves probables de 479 millions d'onces, ainsi que des quantités non négligeables de plomb et de zinc. Par prudence, nous tenons compte de seulement la moitié de ces réserves annoncées. La direction estime le coût d'extraction futur à 11 usd par once, après déduction des ventes des métaux connexes. Le programme d'investissement total est estimé à 741 millions, soit 3,09 usd par once. En prenant un cours de référence de 17 usd l'once, on peut donc estimer que ce projet fournira 713 millions de dollars de revenus à Silver Standard et ce, en 32 années (et en ne tenant compte que de la moitié des réserves annoncées).



Nous actualisons ce montant à 4 % et obtenons une juste valeur pour *Pitarrilla* de 390 millions de dollars ou ... 4,83 usd par action.

Nous ne sommes pas capables de donner une valeur aux autres sites de Silver Standard en raison d'un manque de données concernant les coûts d'exploitation futurs. Nous les considérons donc pour 0.

En fonction de ce que nous venons de déterminer, nous pouvons estimer la **valeur à casser** de Silver Standard à 10,64 usd par action, ce qui, au cours actuel, nous laisse une marge de sécurité de 35 %.

Néanmoins, vous nous connaissez : nous n'investissons pas dans une société pour des espoirs de rendement finaux de 50 ou 60 %.

Si la marge de sécurité prise en tenant compte d'un cours de l'argent qui resterait déprimé à long terme nous semble suffisante, avec Silver Standard, nous optons aussi clairement pour un redressement, si pas immédiat, du moins à long terme des cours du *silver*.

Voici nos arguments :

1. Les différentes sources que nous avons consultées sur le net indiquent des coûts de production marginaux pour l'argent qui varieraient entre 22 et 29 USD. A long terme, on sait que le juste prix d'une matière première se situe légèrement au-dessus de ces coûts marginaux. Pourquoi ? Parce qu'en dessous de ces seuils, certaines mines commencent à fermer, ce qui rééquilibre l'offre et la demande et entraîne donc une hausse des prix.

2. Le ratio entre le cours de l'or et de l'argent est actuellement de 65. Autrement dit, il faut 65 onces d'argent pour payer une once d'or. Or, sur les dernières décennies, le ratio moyen a été de 40. Ce qui signifie qu'historiquement l'argent serait aujourd'hui meilleur marché que l'or. Un retour à sa moyenne pourrait signifier une baisse de l'or à 760 usd l'once ... ou une hausse de l'argent à 31 usd l'once.

Analyses de société

3. Si son utilisation dans l'industrie photovoltaïque connaît actuellement un ralentissement, l'argent reste utilisé en médecine, pour l'argenterie, dans les batteries, les piles et les catalyseurs, dans l'électronique, dans les nanotechnologies, pour la purification de l'eau et la photographie. Comme on le voit, son utilité va plus loin que les besoins d'investissement ou de bijouterie. Et ce qui est intéressant, c'est que ces applications industrielles utilisent une proportion d'argent tellement infime par rapport au coût de revient du produit fini que même une forte hausse des prix d'achat du métal n'influera pas sur le prix final du produit et donc n'incitera pas les industriels à se tourner vers d'autres alternatives.

4. Depuis son plus haut de 2011, le cours de l'argent a perdu 58 %. Même si on reste loin du plus bas à 8,80 usd de fin 2008, on peut quand même penser qu'on n'est pas très loin d'une capitulation.

En fonction de ces éléments, nous pouvons nous fixer 3 bornes.

Une borne basse : le cours de l'argent continue sa chute et se stabilise à long terme sur ses plus bas, à 8,50 usd. Dans ce cas, la juste valeur de Silver Standard s'établirait à 3,89 usd, soit 40 % sous le cours actuel (en estimant que dans ce cas de figure la participation dans Pretium Ressources vaudrait 0).



Une borne moyenne : celle que nous avons développée dans notre calcul « à casser », avec un cours moyen à long terme de l'argent à 17 usd et un juste prix de 10,64 usd.

Une borne haute : avec un cours de l'argent au niveau du coût moyen de production tel qu'évoqué plus haut, soit 22 usd. Dans ce cas, nous obtiendrions une juste valeur de 19,06 usd (190 % au-dessus du cours actuel).

Une borne très haute : avec un cours de l'argent au niveau de son ratio moyen or-argent à 31 usd. La juste valeur de Silver Standard s'établirait alors à 33,77 usd ... 5 fois plus haut que le cours actuel. En réalité, en cas de retour à pareil niveau, la mine vaudrait beaucoup plus que cela : nous n'avons pas tenu compte dans nos estimations des projets en développement ou exploration (mis à part la mine mexicaine). On peut supposer que sur ces niveaux de prix, ces projets pourraient être en majorité rentables. Et suivant les estimations de l'entreprise, ils représentent près d'un milliard d'once d'argent et de 4 millions d'once d'or ... soit près de quatre fois les quantités de métaux dont nous avons tenu compte dans notre évaluation ci-dessus !

Analyses de société

III. Conclusions

Pour nous, un investissement sur Silver Standard constitue avant tout une diversification intéressante au sein de notre portefeuille « daubasses » mais aussi un « pari » sur l'évolution future des cours de l'argent.

« Comment ? Vous vous mettez à parier et à faire des conjectures sur le futur à présent ? »

Tout-à-fait cher(e) lecteur(trice) ... tout investissement reste un pari sur le futur même si on le fait sur des actifs bien tangibles. La différence ici, c'est que la valorisation des actifs dépend fortement des humeurs de Mr Market : elle est erratique et volatile. Mais, comme pour tous nos investissements, nous pensons que les statistiques sont de notre côté avec un risque de perte de 40 % et des possibilités de gains de 190 % (voire même 400 % si on se met à rêver ...).

Ajoutons que nous pensons que la confortable position de cash de Silver Standard devrait lui permettre de « tenir » pendant une période de déprime relativement longue, voire d'assumer les coûts de fermeture temporaire de sa mine de *Pirquitas*.

Notons enfin que nos options put qui nous obligent à acheter des actions Silver Standard en janvier 2014 présentent un prix d'exercice de 4 usd. Amputés de la prime encaissée, le coût de notre hypothétique achat serait de 3,68 usd ... largement sous la borne basse que nous avons délimitée.



Analyses de société

Kinross Gold Corporation

(NYSE, Ticker: KGC / ISIN : CA4969024047)

I. Introduction



Kinross est une société minière canadienne cotée en bourse de Toronto et sur le NYSE depuis 1993. Elle est active sur 9 pays : les Etats-Unis, le Canada, le Mexique, l'Equateur, le Brésil, le Chili, la Mauritanie, le Ghana et la Russie.

En valeur marchande, ses réserves se composent de 92 % d'or, 2 % d'argent et 6 % de cuivre.

Une des caractéristiques de Kinross, c'est que ses réserves prouvées et probables sont largement supérieures aux autres réserves en exploration ou en développement, ce qui nous semble assez positif car générant moins d'incertitude quant à la rentabilité future attendue.

Le 18 juillet 2013, nous avons acquis 935 actions Kinross à un coût de revient, frais de courtage inclus, de 4,87 usd. Parallèlement, nous avons émis 600 options put, échéance janvier 2014 et prix d'exercice de 4 usd. En échange de cet engagement d'achat et des 2 400 usd que nous bloquons en garantie, nous avons encaissé une prime, nette de frais, de 190,05 usd.

II. Valeur en cas de mise en liquidation volontaire

Nous allons commencer par valoriser tous les **actifs non miniers**.

Les **liquidités, obligations à long terme** détenues et **placements de trésorerie** représentent 1,32 usd par action et n'appellent aucun commentaire.

Parmi les **créances**, le poste principal est représenté par des **taxes à récupérer**. Les **créances commerciales** ne représentent qu'une toute petite partie de ce poste et sont payées en moyenne à 12 jours. Pour cette raison, nous ne prendrons que 10 % de marge de sécurité et tiendrons compte d'un montant de 0,18 usd par action.

55 % du **stock** est représenté par de l'or fini ou du minerai d'or. Nous partons de l'hypothèse que ces stocks ont été évalués en fonction du cours de l'or au 31/03 (date de clôture des comptes) de 1 595 usd l'once et appliquons une marge de sécurité en attribuant une valeur « standard » à l'or de 1 050 usd l'once. Nous appliquons ensuite une marge de sécurité supplémentaire de 10 %. En fonction de cela, la valeur que nous prenons en compte pour le stock d'or est donc de 0,36 usd par action. Nous prenons une marge de sécurité de 30 % sur le stock de fournitures et le repreneons pour 0,35 usd.

Analyses de société

Dans l'**actif fixe**, nous repérons un poste d'actifs divers qui consiste en « **stock à long terme** » (que nous reprenons pour 50 % de sa valeur aux livres, soit 0,07 usd) et des **créances à plus d'un an** (marge de sécurité de 30 %, reprises pour 0,25 usd).

Nous relevons enfin **une participation de 25 % dans la société Cerro Casale**, participation que nous valorisons en prenant une marge de sécurité de 50 %, soit 0,23 usd.

L'ensemble du **passif** et des **intérêts des minoritaires** représente 3,93 usd par action.



En matière de **dilution**, il existe bien des **emprunts convertibles** mais nous n'en tenons pas compte : le prix d'exercice se situe vraiment beaucoup plus haut que le cours actuel.

Hors bilan, nous remarquons un **litige important** dans lequel la société est impliquée. Il s'agirait de fausses déclarations de son ancienne direction portant sur la quantité et la qualité des réserves de la mine africaine de *Tasiast*. Les demandeurs réclament 3,49 usd de dommages et intérêts.

En réalité, ce projet qui avait été présenté comme le 2e plus grand gisement africain, avait été acquis en 2010 pour 7,1 milliards de dollars mais, peu après l'acquisition, Kinross avait été contrainte d'acter une réduction de valeur de 3 milliards de dollars. Le CEO de l'époque, ainsi qu'une bonne partie du « top management », avaient été limogés. La nouvelle direction estime le total de l'or qui pourrait être extrait de *Tasiast*, à 1 millions d'once et les coûts d'extraction à 990 usd par once. Il est donc vrai qu'au cours actuel de l'or, ce projet a peu de chance d'être véritablement rentable. Mais en cas de hausse substantielle du métal jaune, l'effet de levier positif serait très appréciable.

La nouvelle direction estime que la plainte des anciens actionnaires est non fondée et nous partageons cette vision : nous avons là une erreur de gestion, voire des indécidatesses commises par des membres du personnel. Mais nous ne voyons pas comment la société peut être tenue personnellement comme responsable de cet état de fait. C'est la raison pour laquelle nous décidons de ne pas tenir compte de ce hors bilan dans notre évaluation.

En fonction de ce qui précède, nous estimons la valeur nette des actifs non miniers de Kinross à – 1,17 usd par action.

Analyses de société

Passons à présent aux **actifs miniers** ...

Kinross détient des **réserves d'or prouvées ou probables** pour 59 599 milliers d'onces. Nous ne tenons pas compte des réserves d'argent et de cuivre car ces éléments sont déjà pris en compte dans le calcul du coût de revient moyen d'extraction : en effet, les directions des sociétés minières considèrent souvent le produit de la vente de ces métaux « annexes » non comme des recettes mais plutôt comme des coûts négatifs. Nous ferons de même pour l'évaluation des réserves.



Pour valoriser ces réserves, nous tablons sur un cours moyen à long terme de l'or de 1 050 usd et sur un coût de production moyen de 800 usd. Ce dernier chiffre tient compte de celui publié lors des derniers comptes trimestriels de 729 usd par once, que nous avons arrondi vers le haut pour tenir compte de la baisse des cours de l'argent et de la hausse des coûts énergétiques.

Nous tenons compte également de 5 années d'investissement de maintien que nous valorisons à 0,96 usd par an et par action.

Selon nous, la valeur des réserves prouvées et probables de Kinross s'établit donc à :

$(59\,599 \times (1\,050 - 800) / 1\,147\,200 \text{ (nbre d'actions dilué)}) - (5 \times 0,96) = 8,19$ usd

Nous actualisons ce montant à 4 % par an sur une période de 5 années et obtenons pour les réserves prouvées et probable de Kinross un montant de 7,29 usd.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la **valeur de Kinross en cas de mise en liquidation volontaire à 6,12 usd par action.**

Ce qui nous laisse, à notre coût d'achat de 4,87usd, une **marge de sécurité de 20 %.**



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