

# INVESTIR INTELLIGEMMENT



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 12</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 14</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 16</a>
Analyse de la société Imation Corp. ....	<a href="#">page 22</a>
Analyse de la société Tecumseh Products Company .....	<a href="#">page 26</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 32</a>

# Edito



## C Chercher de la décote sur des actifs tangibles

En ce début de vacances estivales, nous nous sommes mis en têtes de rechercher de la valeur et de la décote sur des actifs tangibles en dehors des marchés boursiers classiques et de l'immobilier, et ce bien entendu dans une perspective daubasses. Perspective daubasse, signifie pour nous des actifs tangibles d'une valeur de 1€ que nous pourrions acheter à 0.70 cents maximum, et si possible moins. Ce qui nous semble toujours limiter le risque d'erreur d'appréciation. Et ainsi mettre de notre côté l'avantage statistique qui consiste à gagner beaucoup sur le plus possible de beaux coups et perdre peu sur le moins possible d'erreurs... Et enfin, une possibilité de diversification.

Voici donc le compte rendu de notre chasse, en dehors de tous sentier battu.

### Les vaches

Amusants, conviviales, éthiquement responsables et non polluant quoique avec tout ce CO<sup>2</sup> dégagé par ces pauvres ruminants et toutes leurs bouses polluées de nappes phréatiques, cela reste à voir... Mais c'est un tout autre débat que nous éviterons pour le moment!

Premier point, c'est bien du tangible. Sur quatre pattes et on peut même toucher et ça fait « Meueuuuuu »!

Voyons le deal possible. Une vache Holstein coûterait à l'investisseur +/- 1600€. C'est une vache laitière. Elle est confiée à un fermier qui s'occupe d'elle, l'entretient, la nourrit, la loge et la blanchit! En contre partie, le fermier garde pour lui le lait et la descendance mâle. La descendance femelle est partagée à 50 / 50



# Edito

entre l'investisseur et le fermier! Est-ce politiquement correct de se partager les femelles et pas les mâles? Espérons juste que les Femens ne fassent pas une descente tonitruante dans les étables de France et de Navarre en passant par la Suisse et la Belgique. Ce serait vraiment vache pour ces braves ruminant et surtout traumatisant, une démonstration pi nu aussi menu et beuglement aussi strident! Il est aussi spécifié dans certain deals qu'en cas de décès de la vache, elle serait remplacée. Une belle garantie! Certains annoncent un rendement de 3-4%, d'autres le rendement d'une assurance vie... Entre les deux, notre coeur bat le beurre!

Revenons à nos instincts daubassiers purs et durs. Pour que ce deal deviennent intéressant, il faudrait trouver des vaches Holstein à 200-300€, les confier à des robots et se prendre tout le lait et la descendance. Si les confier à des robots est peut-être moins de la science fiction que cela en a l'air, le pire semble être le prix d'achat! Pour rester dans l'esprit daubasse et espérer un prix d'ami, il faudrait donc que la vache soit un peu malade, mais pas trop, pour qu'elle aie une chance de s'en tirer. Le mieux serait finalement d'acheter des vaches folles qui produiraient du lait et ne transmettraient pas leur maladie mentale à leur descendance! Mais malheureusement, nous n'avons pas trouvé la moindre offre allant dans ce sens...

## Le vin

Pour des buveurs d'Orval, la boisson officielle de l'Equipe des Daubasses qui malheureusement ne nous sponsorise pas comme « Nike » sponsorise Cristiano Ronaldo, malgré les quantités à la fois consommées et recommandées, le vin c'est la claaaassssss, la complexité, le raffinement! Et quand il s'agit de grand cru classé, c'est la superclaaaassss, la supracomplexité et le sur-raffinement! Il n'y a pas plus haut, seulement plus bas.

Un peu plus sérieusement, il y a quand même quelques arguments factuels et réalistes qui plaident, pour au minimum une plus value, sur les grands crus classés et cela à long terme. Donc oui, on pourrait finalement gagner à tout les coups, mais gagner à tous les coup ne veut pas dire nécessairement que c'est intéressant, car si vous gagnez 0.005% 200 fois sur 20 ans, cela ne fait au bout du compte que 1% sur 20 ans. Minable...!

A partir de maintenant, quand nous dirons vin<sup>2</sup>, il s'agira de grands crus classés et pas de gros rouges qui tâchent ou de la grande majorité des vins de France et des vins du Monde.

Voici des arguments qui paraissent solides et plaident donc pour une plus value métronomique dans le temps.

Tout vin<sup>2</sup> au sortir de l'élevage (pour les buveurs de bière, l'élevage c'est la maturation du vin en barrique de bois et cela peut durer de 6 mois à 5 ans, voire plus) et juste après l'embouteillage, le vin<sup>2</sup> est jugé jeune, comprenez imbuvable en l'état. A ce stade, le prix de ce vin<sup>2</sup> sera forcément plus bas que dans le futur. Alors oui bien sûr, nous résumons car c'est bien plus compliqué. En fait,

# Edito

pour que ce prix soit un peu plus haut, moyennement plus haut, fortement plus haut, voir très fortement plus haut, cela dépend de deux facteurs : le millésime et le vieillissement! Vous pouvez donc avoir un excellent millésime, qui vieillit très moyennement ou un millésime moyen qui vieillit extrêmement bien. Donc si vous avez un excellent millésime qui vieillit extrêmement bien, vous êtes assurés d'une belle plus value. Si vous avez un millésime moyen qui vieillit extrêmement bien, c'est la même chose. Si le millésime est médiocre et le vieillissement médiocre, la plus value sera médiocre.

Une nouvelle fois, pour les buveurs de bière qui ne jurent que par la mousse et le houblon doré, nous nous sentons obligés d'expliquer de quoi dépend le millésime et le vieillissement. Le millésime dépend donc du soleil, des pluies, du vent, de la grêle et des maladies générées par les pluies (principalement le mildiou, l'oïdium et la pourriture grise) et donc en gros du climat. Le vieillissement et la bonification gustative du vin<sup>2</sup> dépendent de la bouteille, du bouchon et des conditions de stockage, mais fondamentalement restent encore mystérieuses dans leur mécanisme chimique, voire bio-chimique de transformation. Nous devons malgré tout ajouter que la chimie liée au vin est parvenue à inventer quelques rayons de soleil supplémentaires aux besoins et des arômes merveilleux quand le climat est capricieux, sans oublier aussi des techniques d'accélération du vieillissement qui font l'objet de recherches intenses et dont la plus connue est la micro-oxygénation. Tout ceci, à notre sens, pour se débarrasser de l'injustice sociale profonde entre le buveur de bière qui achète une bouteille à 17h et la termine à 17h10 le même jour, et le buveur de vin<sup>2</sup> qui achète sa bouteille le 20 juin 2014 à 10h et ne pourra la boire que le 20 juin 2034 à 10h... Mais cette inégalité flagrante n'est une nouvelle fois pas l'objet du débat!

Voici donc le premier point expliqué : le vieillissement du vin<sup>2</sup> augmente ses qualités gustatives dans le temps.

Second point, les grands crus classés sont produits sur des surfaces bien définies et limitées, la quantité de bouteilles maximum est donc prédéfinie...

Le troisième point est assez proche du rachat d'actions d'une société cotée, mais avec le côté festif de la libation dionysiaque. En gros, comme la quantité de bouteilles est définie à chaque fois qu'un fêtard écluse une bouteille de vin<sup>2</sup>, le nombre de bouteilles diminue dans le temps. Il faut avouer que c'est nettement moins austère que de constater sur un bilan en PDF qu'il ne reste plus en circulation que 30 millions d'actions au lieu de 32!

Le quatrième point, c'est le prix par rapport à l'offre et la demande. Comme la quantité de bouteilles est prédéfinie et que l'offre diminue dans le temps à chaque fois que quelqu'un se bourre le groin, si la demande augmente c'est le boost assuré. Et la demande notamment des nouveaux riches des pays émergents semble en nette augmentation pour ces produits de luxe.

Cinquième et dernier point, il y a le petit côté options futures du vin<sup>2</sup>, dont la

# Edito

vie est quand-même limitée dans le temps, et qui pourraient être illustrées par une courbe de Gauss. Avec une phase ascendante, ou le liquide se bonifie. Puis un sommet qualitatif, suivi d'une phase descendante. Avec à la fin des fins de cette courbe: vous êtes seulement propriétaire d'un superbe vinaigre vraiment cher qui épatera vos salades, à défaut de vos amis.

Voyons un peu le business proposé : le ticket d'entrée est à partir de 30 000€. L'investissement peut être mensuel. Vous bénéficiez de conseils de spécialistes qui connaissent le vin et le marché pour vos achats. Vos caisses sont stockées en Suisse dans un entrepôt climatisé et sécurisé de la zone franche du port de Genève (ceci pour les offres les plus sérieuses).

Bien sûr, il y a des frais de stockage qui tournent autour de 1€ par bouteille et par an. Les frais d'envoi, d'assurance, de livraison à la vente... Et puis, les commissions de gestion, entre 2 et 5% l'an, plus commissions à la revente, comptez entre 15 et 20%, qui font passer tous les brokers en ligne et les commissions de gestion des fonds communs de placement pour du low cost de chez low cost.... C'est un peu Harrods versus Lidl.

Si l'on résume, vous achetez 100 bouteilles avec vos 30 000€. Sur 20 ans, le stockage vous coûte 6.66% sur votre investissement de départ. Si l'on compte une commission de 3% par an sur vos 30 000€ investis sur 20 ans, c'est 60% de commissions. Et si l'on ajoute 15% à la sortie sur la plus value à la vente (en espérant que ce ne soit pas sur le prix de vente mais bien sur la plus value), le dicton suivant : « Pendant la ruée vers l'or, ce n'est pas les chercheurs d'or qui se sont le plus enrichis, mais les vendeurs de pioches.... » est quand même bien respecté.

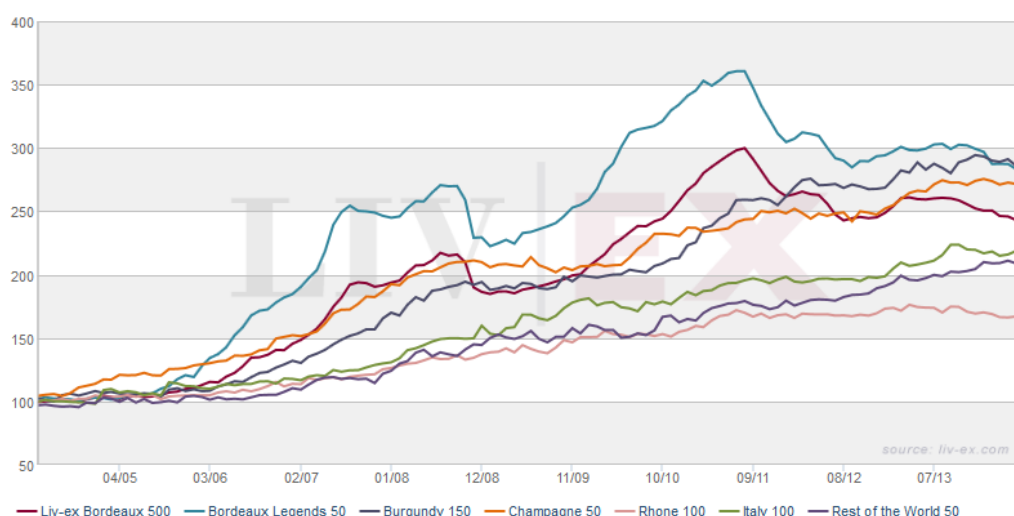
Au final le rendement annoncé est compris dans une fourchette assez large de 5% à 15% par an, sur le long terme...

Dernier point intéressant. Ces vins<sup>2</sup> disposent d'un marché coté, ce qui permet quand-même de donner quelques instruments de navigation à l'investisseur. Il s'agit des indices Liv-ex inventés par Reuters et coté à Londres. L'indice global le : Liv-ex Fine Wine 1000 regroupe 7 autres indices et est composé de 1000 millésimes grand cru classés à travers le monde, mais avec une largement prépondérance à la France. C'est en quelques sorte le pendant du MSCI World pour le vin. Le Liv-ex Fine Wine 1000 est donc composé du Liv-ex Bordeaux 500, du Liv-ex Bourgogne 150, du Liv-ex Italy 100. Dans les tableau qui suivent, nous vous proposons un résumé des 7 composantes de l'indice avec leurs performances mensuelles, annuelles et sur 5 ans. Ensuite un graphique reprenant la progressions des 7 indices depuis 2004. Enfin, un document PDF avec les différentes propriétés de l'indice Liv-ex 1000 et les millésimes du Liv-ex Bordeaux legend 50.

# Edito

The Liv-ex Fine Wine 1000 is comprised of seven sub-indices:

Index 31/05/2014 (monthly close)	Level	MOM	YTD	1yr	5yr
Liv-ex Fine Wine 1000	245.69	-0.74%	-3.59%	-4.29%	27.53%
Liv-ex Bordeaux 500	239.67	-1.40%	-4.35%	-7.59%	26.46%
Bordeaux Legends 50	283.90	0.19%	-4.39%	-5.22%	21.48%
Burgundy 150	286.08	0.03%	-2.46%	1.12%	48.40%
Champagne 50	270.15	-0.55%	-1.95%	1.67%	26.30%
Rhone 100	163.67	-1.98%	-3.87%	-5.96%	15.68%
Italy 100	218.14	-0.27%	0.57%	4.16%	29.51%
Rest of the World 50	210.38	0.70%	0.19%	6.62%	35.24%



## L'indice Liv-Ex 1000

[http://liv-ex.com/staticPageContent.do?pageKey=Fine\\_Wine\\_1000](http://liv-ex.com/staticPageContent.do?pageKey=Fine_Wine_1000)

Qu'observons-nous ? Tout d'abord, n'oublions pas que l'on parle ici en quelques sorte d'un marché secondaire et pas de vins<sup>2</sup> qui viennent d'être mis en bouteille. Donc si vous observez dans le PDF la composition du Liv-ex Bordeaux legend 50, vous verrez que les plus jeunes vins datent de 2000 et ont donc aujourd'hui presque 14 ans. Les plus anciens datent de 1982, soit presque 32 ans... Dans cet indice, le château Petrus est présent avec 6 millésimes et est donc le plus représenté.

On voit également que le placement alternatif et décorrélié des indices boursiers, n'est pas nécessairement vrai puisqu'en 2008 le Liv-ex Bordeaux legend 50 a perdu 18% sur son sommet et que de 2007 à 2012 l'indice a perdu 22%. On remarque aussi même si dans de moindres proportions que le Liv-ex Bordeaux 500 a également perdu dans ces deux périodes. Les autres indices des autres régions ou pays ont été beaucoup plus décorrélés et ont assuré une progression constante. Ce graphique permet donc de dire à l'investisseur que les vins<sup>2</sup> de Bordeaux sont donc plus volatiles et sans doute plus spéculés, ce qui pourrait aussi se répercuter à l'achat d'un jeune vin<sup>2</sup> qui vient d'être mis en bouteille.

Du point de vue de nos instincts daubassiers, nous aurions préféré pouvoir

# Edito

mettre un prix bas à l'achat par rapport à la valeur du vin, plutôt que se baser sur un hypothétique futur. Force est de reconnaître néanmoins par rapport à la spécificité du produit, que les vins<sup>2</sup> créent de la valeur par leur vieillissement quand on achète donc du vin<sup>2</sup> qui vient d'être embouteillé et pour les raisons que nous avons détaillé. Tout le problème, d'un point de vue daubasse, c'est qu'il est impossible de déterminer la décote. Ce qui reste intéressant, c'est la possible diversification et le marché.

Il ne nous semble pas utile de parler de la performance de ces indices, puisque la cave serait constituée de vins très jeunes appartenant à ces propriétés classées grand cru et serait donc, au niveau des millésimes, complètement différente. Ces performances nous semblent donc indicatives sans plus, mais ne prédisent rien de ce qui se passerait dans le futur avec des millésimes plus jeunes.

Si nous devons acheter ce type de produit, d'un point de vue financier nous opterions pour le vin<sup>2</sup> embouteillé des indices où la spéculation est la plus faible ou des indices en recul les plus importants. Nous avons également cherché l'existence de fonds fermés, où il est possible de voir la décote du cours sur la NAV et nous avons trouvé un fond grands crus qui a été fermé et un fond allemand coté sur la bourse coréenne (du sud bien entendu), mais avec très peu d'indications et un site en alphabet coréen... Au niveau OPCVM, la financière d'Uzès commercialise un fond grands crus, mais on ne peut pas dire qu'ils communiquent vraiment sur ce fonds... Mais pour nous, il n'est pas possible avec une OPCVM d'acheter avec de la décote.

Dernier point, nous avons quand-même quelques doutes malgré ce que disent les quelques sites marchands qui proposent ce type d'investissement, que l'investisseur lambda avec ses 30 000€ sous les bras, puisse se créer une cave grand cru classée que l'on retrouve dans les indices Liv-ex. Car au-delà de tout ce que nous venons de raconter, le marché doit quand-même être étroit et les accès, à notre sens, difficiles.

Pour l'instant, nous restons donc sur le houblon doré et la bière avec notre investissement sur Malterie Franco-Belge, qui au moment où nous écrivons cet édit est à deux doigts de sa VANT. Comme nous disons toujours, ce que nous faisons, comment nous le faisons, pourquoi nous le faisons mais jamais ce que vous devez faire, nous vous informons néanmoins que pour chaque match du Mondial de n'importe quelle équipe européenne, trois bacs d'Orval trônent dans le salon des Daubasses. Pour les matchs de la Belgique et de la France, nous en ajoutons un quatrième. Nous vous informons également que nous gardons toutes les capsules. Si parmi nos abonnés et après analyse approfondie, vous décidez également de consommer de l'Orval pendant les matches de la Coupe du Monde, pourriez-vous nous envoyer les capsules par la poste? Nous rencontrons fin août le vénérable père Jérôme, moine cistercien de l'abbaye d'Orval, chargé du sponsoring, afin de renégocier notre contrat. Merci d'avance à tous!



# Edito

## La truffe

Des trois investissements alternatifs que nous vous présenterons dans cet édito, la truffe nous semble le plus rentable, le moins risqué, mais.... Et oui, il y a toujours un "mais", sinon la vie ne serait qu'un long fleuve tranquille ou l'on ne ferait que bailler...

Par contre nous n'avons pas eu facile pour recouper l'information assez disparate et parfois peu concordante.

Commençons aussi par dire que la production en France est passée de 1000 tonnes par an en 1900, à 50 tonnes par an dans les années 2000. Nous sommes de nouveau devant une offre réduite par rapport à la demande.

Le ticket d'entrée pour la Truffe est vraiment modique, soit 290€ pour un chêne truffier que vous allez confier à un maître truffier qui va accueillir votre chêne sur ses terres... avec l'obligation que le sol soit calcaire! Nous n'avons pas trouvé d'information crédible sur le travail occasionné par les chênes, à part la taille et quelques aménagements du sol... Ce qui n'est quand-même pas quotidien et donc prenant. Nous n'avons pas trouvé de point de vue définitif sur la vie productive d'un chêne truffier. Certains parlent de 20 ans, d'autres de 30 ans. Nous choisirons par défaut 20 ans de productivité.

Ensuite l'équation est assez simple. Votre chêne truffier à 290€ va faire cela pour vous :

- Il va produire ses premières truffes 6 ans après avoir été planté.
- Un chêne truffier produit 500 gr de truffe par an en moyenne.

Comme nous avons pris comme durée de vie productive 20 ans, votre petit chou de chêne truffier va vous produire sur 14 ans : 7 beaux gros kilos de truffes.

Quand on sait que le prix de la truffe est actuellement de 1200€ le petit kilos, et oui chers amis, chères amies, multiplié par 7, votre petit chêne truffier préféré va vous rappooooorter 8400€ sur ses 20 ans de vie inactive... Ce n'est pas possible, nous direz-vous ?

Et bien oui, c'est possible, bien qu'il est dit qu'en fin de vie votre petit chêne truffier ne vaudra plus rien... Il faut donc déduire de 8400€, les 290€ investis dans le chêne, ce qui nous donne 8110€. Pas gravissime nous direz-vous.

Si vous calculez les rendements sur 20 ans, vous avez  $(8110€ / 290€) - 1 = 2796\%$ , ce n'est rien de moins qu'un rendement annualisé de 18,32% sur 20 ans, qui vous projette d'emblée parmi les ténors de l'investissement...

MAIS!!! Le maître truffier et son cochon préféré vont vous alléger de 50% de la production de truffe pour la peine, la location du sol et un tas de raisons qui ne

# Edito

sont pas expliquées. Par conséquent, vous allez bénéficier non pas de 7kg de truffe sur les 20 ans, mais de 3.5kg. A 1200€ le kg, cela vous rapporte 4 200€ et une fois votre chêne truffier déduit, c'est 3910€, ce qui nous donne un rendement de  $(3910€ / 290€) - 1 = 1248\%$ ... C'est encore un rendement annualisé de 13.88% sur 20 ans et vous restez même en division 1, ouf! Vous avez vu pire comme « Mais », nous aussi nous l'avouons...

Second MAIS : c'est que ce cochon de truffier et son maître cochon préféré vous paie. Erreur dans la formulation, veuillez-nous excuser, autant pour nous, nous recommençons... En fait, le propriétaire terrien de cette tartufferie, vous paie en nature. Non, non, n'allez pas penser au pire... Il vous livre en fait tout simplement et gratuitement chaque année, pendant 14 ans, vos 250gr de truffes à domicile, emballés sous vide et expédiés par Fedex!

En gros, vous vous démerdez comme un grand avec vos satanées truffes. C'est aussi cela l'investissement alternatifs et responsable. Que faites-vous alors avec vos 250 grammes de truffes pour les transformez en €, et donc pour encaisser vos 300€ annuels? Nous voyons deux solutions. La première, vous prenez l'annuaire téléphonique et vous téléphonez à tous les restaurants étoilés, pour leur proposer votre camelote. Mais c'est sans doute possible que ces grands chefs rapinent sur le prix de 1200€ le kg et vous offrent un bon 100€, voire dans un bon jour, de 120€ pour vos 250 gr de truffes et en vous précisant même qu'ils vous font une sacrée fleur... en vous les achetant sans la moindre traçabilité, le moindre ISO, la moindre certitude de production certifié, bio et autres! La seconde solution, c'est d'abord d'investir dans un râpe à truffes. Non pas la dernière cacaille à 2.30€ sur le premier site e-commerce venu, mais une râpe à truffes sérieuse où vous pouvez régler l'épaisseur des tranches avec une molette. L'idée serait alors de faire du porte-à-porte dans votre quartier en proposant à vos voisins des tranches de 1 millimètre de truffes à 5€ pièce...

D'un point de vue Daubassier pur et dur, l'absence de marché pour le particulier est sans appel...

En conclusion, nous avons rencontré bien d'autres idées dans nos recherches ou il était question d'investissement, comme les chevaux de course, les vieux livres, les antiquités ou l'art contemporain, mais nos trois exemples nous ont semblé suffisamment éloquentes pour comprendre que hormis un côté ludique et un plaisir tout-à-fait possible, la partie investissement était loin d'être concluante à plusieurs niveaux. Ce qui nous amène à penser qu'il vaudrait mieux présenter cela comme un projet plaisir que comme un réel investissement. Cela peut être amusant d'être propriétaire d'une vache et de recevoir 4-500 gr de truffes tous les ans pendant 14 ans. En ayant dépensé finalement des sommes assez modiques.

En matière d'investissement principal, nous restons donc daubasses toutes. Même si, à titre personnel, les membres de l'équipe investissent sur deux supports que l'on pourrait qualifier d'alternatifs dont nous ne manquerons pas de

# Edito

vous parler très prochainement.

En attendant, nous vous souhaitons de très bonnes vacances.

L'Equipe des Daubasses

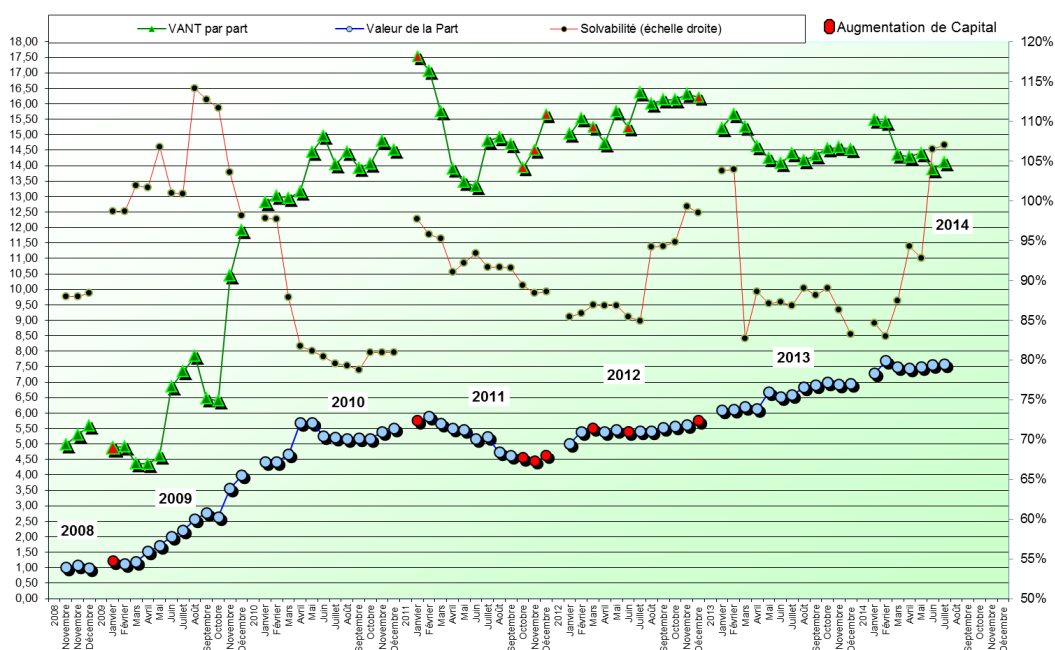


# Portefeuille

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 juin 2014	
Valeur d'une Part	7,57 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,11 €
Potentiel	86,51%
Solvabilité pondérée	107,01%
3,33% Pondération Max	10.993,16 €
Nombre total de positions	58
Répartition des Devises	
Euro	53,47%
Dollar Américain	24,14%
Livre Sterling	9,77%
Dollar Canadien	8,92%
Courone Suédoise	2,62%
Franc Suisse	1,26%
Variation des devises Yield	0,45%
Nombre de société vendue	95
Gain Moyen	2.280,16 €
Perte Moyenne	- 745,90 €
Société en Gain	66
Société en Perte	29
1 Euro investi a rapporté	6,96 €





# 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 juin 2014 / Notations												
	Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio
	Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate	
				Risque					Cours			
				(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
Net-Net	2	0	2		Sport Haley Inc	1.4453	0,38	77,71%	24/11/08	183%	1,5582	
	1	3	4		Coast Distribution System	5.0217	0,61	63,58%	25/11/08	92%	5,9055	
	2	0	2		Taitron	1,9510	0,50	102,97%	26/11/08	206%	3,0009	2,8742
	0	2	2		Trans World Entertainment	4,7105	0,79	100,47%	08/06/09	47%	5,4630	0,3415
	0	2	2		Leeds Group Plc	39,6900	0,83	81,57%	27/08/10	41%	46,69	45,00
	3	2	5		Vianini Industria	1,1865	1,16	231,79%	19/10/10	177%	3,8200	1,6761
	3	1	4		MBL Group	20,8500	0,38	133,61%	05/07/11	183%	22,2800	0,8239
	3	1	4		Asian Pacific Wire & Cable	6,8588	0,36	52,05%	15/03/12	354%	11,2181	
	3	1	4		Deswell Industries Inc	3,1668	0,66	147,39%	15/03/12	168%	5,5788	
	3	0	3		Vet Affaires	11,8029	0,85	54,30%	16/07/12	132%	23,1598	
	0	1	1		Velcan Energy	13,4350	0,79	309,47%	22/08/12	58%	16,8267	
	3	0	3		Plaza Centers NV	43,83	0,27	37,58%	27/09/12	373%	56,73	
	3	1	4		Global Tech Advanced Inovation	12,34	0,45	94,33%	17/10/12	294%	22,04	
	0	0	0		Electronic Sytem Technology	0,52	1,00	378,89%	02/01/13	2%	0,53	
	1	0	1		Zoom Telephonics	0,29	0,50	58,58%	02/04/13	106%	0,30	
	0	2	2		Norcon Plc	24,71	0,81	66,90%	09/07/13	28%	25,55	
	0	0	0		Albemarle & Bond	55,80	0,00	58,94%	19/12/13	0%	81,75	
	3	1	4		Matica Technologies	1,68	0,68	82,28%	27/12/13	160%	2,95	
	3	0	3		Gravity Corp Ltd	1,28	0,62	178,18%	13/01/14	124%	1,79	
Net-Estate	3	2	5		Avalon			93,32%	02/09/09	156%	11,35	7,3912
	1	0	1		Bodisen Biotech			95,18%	10/11/09	2073%	0,6302	0,0363
	2	1	3		Blonder Tongue Laboratories			65,12%	16/11/09	100%	1,8157	1,3622
	3	2	5		Exacompta - Clairefontaine			62,78%	30/11/09	298%	298,58	196,25
	1	3	4		Gevelot			173,10%	09/12/09	76%	205,87	168,67
	3	1	4		Irce			55,93%	31/05/10	139%	4,8896	3,2008
	2	1	3		Natuzzi			58,08%	19/01/11	118%	5,2541	5,2587
	1	1	2		Crown van Gelder			56,09%	12/10/11	43%	7,332	6,8019
	3	2	5		Peel Hotels			59,43%	12/10/11	116%	159,940	91,8400
	3	1	4		Ceramiche Ricchetti			38,56%	09/01/12	434%	1,401	1,5606
	1	1	2		Panaria Group			43,92%	12/01/12	84%	2,576	1,0638
	3	0	3		Coil			59,30%	14/11/12	150%	7,718	4,3465
	2	3	5		Loeb Holding			72,40%	23/04/13	95%	339,909	258,36
	3	1	4		Hammond Manufacturing			60,42%	04/06/13	97%	2,916	2,20
	3	2	5		Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	152%	5,324	4,00
VANTre	3	1	4		Dover Downs Gaming			66,65%	26/08/13	145%	3,477	3,32
	2	2	4		I Grandi Viaggi			52,53%	16/10/13	103%	1,185	1,39
	0	3	3		SunLink Health System			50,78%	21/02/14	65%	2,073	1,95
	0	1	1		Hyduke Energy Services			64,64%	14/04/14	12%	0,900	0,74
	2	0	2		Jemtec			1866,31%	25/01/11	108%	1,2495	
	2	0	2		BFS Entertainment&Multimédia			60,72%	25/01/11	115%	0,4627	
	0	2	2		Malteries Franco-Belge			85,59%	14/04/11	-5%	265,91	
	3	0	3		Universal Security Instruments			106,40%	26/03/12	130%	10,48	
	2	0	2		Eastern European Property				28/04/11	68%	118,43	
	1	0	1		Elephant Capital Plc				28/06/11	66%	34,00	
Fonds	0	2	2		Luxempart				28/06/11	21%	41,94	
	1	2	3		Dundee Precious Metal				14/10/11	138%	11,96	
	0	2	2		Investor AB				29/12/11	14%	277,07	
	0	3	3		Sofragi				27/07/12	24%	1748,73	
	1	1	2		(ADR ) First Pacific LTD				11/02/13	51%	8,48	
	1	2	3		(ADR ) Jardine Stratégic LTD				11/02/13	37%	24,49	
	3	1	4		Silver Standard Ressource				10/07/13	81%	15,69	
	3	1	4		Argonaut Gold				18/09/13	223%	14,25	
	0	2	2		Sprott Ressources Corp				07/11/13	9%	3,48	
	0	3	3		(ADR ) Henderson Land LTD				13/12/13	26%	7,39	
Diversification	1	1	2		Socfinaf				19/02/14	43%	25,27	
	0	1	1		Alamos Gold				05/03/14	38%	13,90	

# Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos lettres précédentes, sous la même forme et avec les mêmes informations que dans notre portefeuille.

Sociétés Analysées									
	Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel	RendT		
			Devise	Euro		Devise	Euro		
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	7,86	0,10	-28,41%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	70,50	0,88	30,02%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	74,00	0,92	17,26%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	20,50	0,26	-35,77%
5	USD	CRVG	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	3,08	2,26	8,19%
6	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	5,12	5,12	26,42%
7	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	29,78	21,80	97,14%
8	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	1,40	1,40	38,51%
9	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,29	0,29	62,22%
10	Euro	PVL.PA	Plastivoire	19,65	19,65	08/03/12	30,85	30,85	57,00%
11	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	2,47	1,81	-28,13%
12	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,08	1,52	-20,46%
13	USD	UUU	Universal Security Instrument	5,35	4,08	09/04/12	4,55	3,33	-18,37%
14	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,43	0,43	86,96%
15	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	242,00	28,81	40,68%
16	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	10,00	10,00	8,81%
17	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1409,01	1409	33,43%
18	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	10,63	10,63	18,11%
19	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,38	1,38	30,28%
20	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	5,24	5,24	78,23%
21	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	57,75	0,72	-28,13%
22	USD	USHL.Y	Jardine Stratégic LTD	18,11	13,90	08/10/12	17,89	13,10	-5,79%
23	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	12,00	0,15	-74,42%
24	USD	GAJ	Global Tech Advanced Ino	5,84	4,56	07/11/12	5,60	4,10	-10,03%
25	Euro	ALCOI.PA	Coil	3,10	3,10	07/12/12	3,09	3,09	-0,32%
26	USD	ELST	Electronic System Tech	0,35	0,27	08/01/13	0,47	0,34	28,69%
27	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37,00	0,43	06/02/13	41,10	0,51	20,20%
28	USD	FPFAY	First Pacific LTD	7,14	5,45	08/03/13	5,62	4,11	-24,45%
29	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28,92	28,92	08/03/13	26,50	26,50	-8,37%
30	USD	ZMTP	Zoom Telephonics	0,17	0,13	05/04/13	0,14	0,11	-20,04%
31	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166,10	134,93	09/05/13	174,00	143	6,08%
32	CAD	HMM-A.TO	Hammond Manufacturing	1,15	0,85	06/06/13	1,48	1,01	19,91%
33	GBP	NCON.L	Norcon Plc	12,00	0,14	05/07/13	20,00	0,25	79,26%
34	USD	SSRI	Silver Standard Res.	7,50	5,61	09/08/13	8,58	6,28	12,07%
35	Euro	DBT.PA	Encre Dubuit	2,66	2,66	06/09/13	2,11	2,11	-20,68%
36	USD	DDE	Dover Down Gaming	1,42	1,08	06/09/13	1,42	1,04	-3,94%
37	Euro	CAPLI.PA	Capelli	1,60	1,60	08/10/13	1,77	1,77	10,63%
38	CAD	AR.TO	Argonaut Gold	6,15	4,39	08/10/13	4,39	3,01	-31,46%
39	Euro	IGV.MI	I Grandi Viaggi	0,40	0,40	05/11/13	0,69	0,69	71,38%
40	CAD	SCP.TO	Sprott Ressources	2,37	1,62	09/12/13	3,20	2,19	35,13%
41	GBP	ABM.L	Albemarle&Bond	20,25	0,24	07/01/14	0,00	0,00	-100,00%
42	Euro	D7S.F	Matica	1,23	1,23	07/01/14	1,14	1,14	-7,48%
43	USD	GRVY	Gravity Corp Ltd	0,99	0,73	05/02/14	0,80	0,59	-20,01%
44	USD	SSY	SunLink Health System	1,39	1,00	07/03/14	1,26	0,92	-7,75%
45	Euro	7463	Socfinaf	17,98	17,98	07/03/14	42,40	42,40	135,79%
46	USD	AGI	Alamos Gold	9,86	7,15	09/04/14	10,00	7,32	2,45%
47	CAD	HYD.TO	Hyduke Energy Services	0,51	0,34	07/05/14	0,80	0,55	63,15%
48	USD	STRI	STR Holdings Inc	1,65	1,18	07/05/14	1,28	0,94	-20,89%
Total pondéré a part égal							12,57%		
Opération clôturée									
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15	22,44%
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44	122,85%
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54	42,80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18	19,60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99	7,73%
6	USD	TGAL	CollabRx (Tagal) (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 (Vente)	7,24	5,67	09/01/12	13,29	10,34	82,31%
9	USD	ARTX	Xyratex Ltd (Vente)	8,42	6,57	07/11/12	10,10	7,59	15,54%
10	USD	ASYS	Amtech (Vendu)	3,94	3,01	08/01/13	6,64	5,09	69,01%
11	USD	LEDS	SemiLed Corp (Vendu)	0,71	0,52	06/02/13	1,22	0,92	75,80%
12	USD	PTX	Performance Techno (Vendu)	0,84	0,65	07/12/12	2,19	1,64	153,74%
13	DKK	FFARMS.CO	First Farms (Vente)	47,00	6,32	08/03/12	44,10	5,91	-6,49%
14	Euro	CSP.MI	CSP International (Vente)	0,84	0,84	06/07/12	1,36	1,36	61,90%
15	USD	IFON	Infsonics (Vente)	0,54	0,42	05/07/13	1,61	1,18	180,20%
16	Euro	FFP.PA	FFP (Vente)	25,69	25,69	05/06/12	47,80	47,80	86,06%
17	USD	KGC	Kinross Gold Corp (Vente)	5,20	3,89	09/08/13	5,16	3,78	-2,81%
18	Euro	COTT.PA	Cottin Frères (Vente)	3,90	3,90	06/07/12	4,04	4,04	3,59%
19	Euro	GE.MI	Gefran (Vente)	3,24	3,24	05/11/13	4,34	4,34	33,95%
20	GBP	PVCS.L	Pf Crystalox Solar (Vente)	8,40	0,10	09/11/11	16,46	0,20	101,40%
21	Euro	HF.PA	HF Company (Vente)	5,15	5,15	06/07/12	8,50	8,50	65,05%
22	GBP	ZZZ.L	SnoozeBox (Vente)	7,00	0,08	05/02/14	10,10	0,12	45,09%
23	USD	LAKE	Lakeland Industries (Vente)	4,52	3,41	06/06/13	7,19	5,19	51,94%
24	USD	AEY	ADVantage (Vente)	2,04	1,52	07/12/11	2,69	1,98	29,97%
25	USD	ALCS	Alco Store (Vendu)	10,30	7,34	09/08/11	7,45	5,45	-25,58%
26	USD	UPG	Universal Power Group (Vendu)	1,69	1,28	09/05/13	1,65	1,20	-5,87%
Total pondéré a part égal							49,38%		

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.

## Suivi des sociétés analysées

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

Sociétés Analysées - Ratios et Notations												
Notation			Potentiel (0 = faible , 3 = élevé)	V Actif Net-Net	Ratio	Ratio Solvabilité	VANT		V Actif Net-Estate	Ratio	Ratio VAN	Ratio ROI
Potentiel	Risque	Globale	Risque				Potentiel	Stop				
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)				Cours					
			MBL Group					En Portefeuille				
			Eastern European Property					En Portefeuille				
			Peels Hotels					En Portefeuille				
			Elephant Capital					En Portefeuille				
			Coast Distribution System					En Portefeuille				
			Crown Van Gelder					En Portefeuille				
0	1	1	Paradise Inc	28,434	1,0473	80,56%	27%	37,9451	40,3033	0,74		
			Panania Group					En Portefeuille				
			Ceramiche Ricchetti					En Portefeuille				
			Plastvaloire					En Portefeuille				
			Asian Pacific Wire & Cable					En Portefeuille				
			Deswell Industries Inc					En Portefeuille				
			Universal Security Instrument					En Portefeuille				
0	0	0	Techniline	0,5689	0,7558	40,90%	62%	0,6952				
0	3	3	AKER -A-				35%	326,00				
			Vet Affaires					En Portefeuille				
			Sofragi					En Portefeuille				
			Velcan Energy					En Portefeuille				
			Vianini Industria					En Portefeuille				
3	2	5	Vianaini Lavori				137%	12,43				
3	0	3	JKX Oil				270%	213,912335	162,80068	0,35		
			Jardine Strategic LTD					En Portefeuille				
			Plaza Centers N.V					En Portefeuille				
			Global Tech Advanced Ino					En Portefeuille				
			Coil					En Portefeuille				
			Electronic System Tech					En Portefeuille				
0	2	2	Axa Property Trust				38%	56,68				
			First Pacific LTD					En Portefeuille				
3	2	5	Signaux Gird			63,07%	111%	55,99	41,54	0,64		
			Zoom Telephonics					En Portefeuille				
			Loeb Holding					En Portefeuille				
			Hammond Manufacturing					En Portefeuille				
			Norcon Plc					En Portefeuille				
			Silver Strandard Res.					En Portefeuille				
			Encre Dubuit					En Portefeuille				
			Dover Down Gaming					En Portefeuille				
0	2	2	Capelli	2,3105	0,7661	42,56%	38%	2,4500	2,4345	0,73		
			Argonaut Gold					En Portefeuille				
			I Grandi Viaggi					En Portefeuille				
			Sprott Ressources					En Portefeuille				
			Albemarle&Bond					En Portefeuille				
			Matica					En Portefeuille				
			Gravity Corp Ltd					En Portefeuille				
			SunLink Health System					En Portefeuille				
			Socfinaf					En Portefeuille				
			Alamos Gold					En Portefeuille				
			Hyduke Energy Services					En Portefeuille				
2	3	5	STR Holdings Inc	1,3428	0,9532	107,06%	98%	2,5401	2,005	0,64		
						</						

## News de nos sociétés



### **Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL**

La holding a annoncé qu'une de ses filiales, *Det Norske*, avait procédé à une importante acquisition, celle de *Marathon Oil Norge*, qui est, comme son nom l'indique, un producteur de gaz norvégien. Cette transaction fait de *Det Norske* l'un des plus gros acteurs indépendant dans l'exploration et la production de pétrole en Europe. Pour financer cette acquisition, *Det Norske* a souscrit un prêt auprès d'un consortium bancaire mais bénéficiera aussi d'une augmentation de capital à laquelle Aker souscrira en proportion de sa participation dans le capital existant.

### **Aviat Network (USA) Ticker : AVNW**

Le magazine World Mobile, qui est une référence en matière de télécommunications sur le continent Africain, vient de décerner à la société le prix de « fournisseur télécom de l'année 2014 ». L'information peut paraître anodine, mais nous pensons néanmoins que c'est une très belle publicité pour la société active sur le continent africain et principalement en Afrique du Sud, où nous soupçonnions dans notre analyse qu'elle était peut-être sujet à problème avec son plus gros client *MTM Group*, pesant 25% de son chiffre d'affaires. Cette information laisse peut-être envisager une conquête d'autres marchés africains, qui permettra peut-être de diversifier ses clients et de réduire donc sa dépendance à *MTM Group*.

### **Capelli (France) Ticker : CAPLI**

Il y a bel et bien eu une hausse de 9% du CA, qui a atteint 54,5 M EUR, soit le plus haut niveau historique pour le groupe familial. Le résultat opérationnel accuse pourtant une forte baisse de 0,9 M EUR à 4,3 M EUR vs. 5,2 M EUR pour l'exercice précédent. Cette baisse de la rentabilité s'explique par un élément non récurrent : le développement vers l'Europe du Nord, le « marché anti-crise ». Tout d'abord avec la Suisse et le Luxembourg, et l'Allemagne d'ici un an. L'impact sur le résultat opérationnel est estimé à 1,2 M EUR. Hors ces éléments, et avec les nouveaux éléments de croissance, les résultats à venir devraient donc largement dépasser ceux annoncés pour l'exercice clos au 31 mars 2014, soit 2,1 M EUR.

Début août, le rapport annuel 2014 devrait être publié et nous recalculerons alors les décotes sur le patrimoine tangible de la société.



# News de nos sociétés

## **Deswell Industries (USA) Ticker : DSWL**

Le rapport annuel de notre chinoise de Macao clôturé au 31 mars 2014 est mitigé mi-raisin. La valeur d'actif net tangible est en baisse à 5.58\$. Les valeurs net net et net estate ont également baissé, à respectivement 3.17\$ et 4.86\$. L'année 2014 aura vu le chiffre d'affaires baisser de près de 25%. Malgré le coût des produits en recul de 20% et les coûts fixes en recul de 4.5%, la société signe une perte de -0.46\$, à comparer à une perte de -0.12\$ un an plus tôt. A noter aussi que la société dispose de 2.48\$ par action de cash et que son endettement est de 0.69\$ par action.

Voici ce que déclare le dirigeant, sur cette année 2014 : *« Bien que l'environnement économique mondial continue d'être difficile, nous nous concentrons sur la croissance de notre entreprise en fournissant à nos clients les outils dont ils ont besoin pour demeurer concurrentielles : aide à la conception de produit en vue de réduire les coûts et permettre d'accélérer les délais de commercialisation. Nous investissons dans de nouveaux équipements pour accélérer le développement de nouvelles capacités de production avec de l'automatisation. Nous avons également mis en place des processus internes pour réduire les déchets et améliorer l'efficacité opérationnelle. Une autre priorité est de développer notre capacité à tirer parti de nos points forts pour obtenir une exposition à des segments de marché connexes et stimuler la croissance de nouvelles entreprises. »* Monsieur Edward So, les Daubasses apprécient votre discours et vos qualités de communicant. Nous aimerions toutefois voir dans les plus brefs délais, le vent des mots faire frémir les chiffres des prochains bilans et ce de manière positive.

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

A fin juin, la société minière a renégocié le montant de ses autorisations bancaires revolving. Elles ont été augmentées de 125 M USD pour atteindre 275 M USD. Cette nouvelle est plutôt bienvenue, car les minières ont la mauvaise réputation de faire appel au marché avec des augmentations de capital à gogo pour permettre de financer leurs investissements. Or, avec le cours actuel de l'or relativement bas - historiquement -, ces lignes bancaires accordées à Dundee pourraient permettre de passer sereinement le creux de la vague pour assurer les investissements de croissance (notamment la fonderie africaine) sans diluer les actionnaires en place.

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

Le programme de rachats d'action pour 15% du capital, tel que nous vous l'avions expliqué le mois dernier, a bien été adopté en Assemblée Générale Extraordinaire.

## **First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY**

Petit jeu de chaise musicale dans la holding asiatique. Sa participation fraîchement acquise dans *Dong Muang Tollway* (péage autoroutier en Thaïlande) va être cédée à sa filiale spécialisée dans les infrastructures, *Metro Pacific Investment*. La transaction se réalise exactement pour le montant auquel *Dong Muang Tollway* était reprise dans les comptes. L'impact direct sur la valeur de First Pacific est donc nul.

# News de nos sociétés

## **Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA**

Nous avons encaissé fin juin nos 1,80 EUR bruts de dividende par action.

## **Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY**

Notre société Coréenne de jeux préférée signe un premier trimestre 2014 clôturé en juin sur une légère perte. La valeur patrimoniale de la société est en légère baisse, à 1.79\$. Tandis que sa valeur net-net est en hausse à 1.28\$. Le retraitement des créances fournisseurs étant revenu dans la moyenne. Dans le compte de résultats, le chiffre d'affaires est en baisse de 9% et le coût des revenus est en hausse de 28%. Les coûts fixes sont également en baisse de 24% et la R&D en baisse de 42%. Au final, la perte est de 0.40\$ par action alors qu'un an plus tôt elle était de 0.22%.

A noter aussi qu'au cours de 0.85\$, la société est devenue une triple net. En effet, le seul cash de la société de 1.58\$ par action, moins l'ensemble des dettes de 0.60\$ par action, soit 0.98\$, est supérieur au cours de 0.85\$. A ce prix, vous avez donc un excédent de cash de 0.13\$ et tout le reste de la société gratuitement.

Tout cela est évidemment très beau, mais ne pas oublier le pendant du très beau, le très laid, ou les problèmes. Le problème majeur est évidemment le manque d'inspiration de la société pour lancer de nouveaux jeux sur le marché. C'est bien sûr le problème majeur de la société.

Mais est venu se greffer à ce problème, un second problème: un possible delisting du Nasdaq, puisque le cours est passé sous les 1\$ fatidiques. Le 3 juin, la société a donc reçu une lettre du Nasdaq annonçant qu'elle dispose de 180 jours pour que son cours repasse au dessus de 1\$ au moins 10 jours consécutifs. La date butoir étant fixée au 24 novembre 2014.

Est-ce grave ? Oui et non. Ce n'est évidemment pas la première fois que nous rencontrons ce genre de problème. Ce n'est pas grave dans l'immédiat car il reste 5 mois avant la date butoir. Cela deviendra plus grave, vers le mois de septembre, si la société n'est pas repassée au-dessus des 1\$ pendant 10 jours consécutifs, pour ceux qui parmi vous n'auraient pas accès aux marchés non réglementés. De notre point de vue qui avons accès aux marchés US comme l'OTC, nous attendrons surtout de voir si l'information financière sera toujours disponible. Si c'est le cas, cela ne nous posera alors aucun problème. En revanche, si ce n'est pas le cas, nous vendrons. Bien entendu, le délistement sur l'OTC est encore une solution acceptable, mais la direction peut aussi décider de retirer la société de la cote. L'affaire sera donc à suivre de près à partir de septembre 2014. Au-delà de ces deux problèmes, la solidité financière de la société est toujours, de notre point de vue, importante. Son cash, par rapport à sa perte trimestrielle de mars 2014, lui permettrait de survivre encore 4 ans.

## **Hyduke Energy Services (Canada) Ticker : HYD.TO**

La société annonce qu'elle est parvenue à faire un placement privé avec la société *PI Financial Corp* pour 3.8 millions de CAD à un prix de 0.62 CAD par action. Soit une émission d'actions de 6.129.032. D'après nos calculs, nous pouvons affirmer que les actionnaires de Hyduke vont subir une dilution de 6.74% sur la valeur patrimoniale de la société fixée par le dernier bilan. La VANT de la

# News de nos sociétés

société passe de 0.96 CAD à 0.90 CAD et la valeur net-estate de 0.74 CAD à 0.72 CAD.

La direction annonce qu'elle a procédé à ce placement privé pour soutenir son programme de croissance et pour réduire son endettement. A ce prix de 0.62 CAD, nous aurions également aimé participer à ce placement privé et pouvoir bénéficier d'une prime de 29% par rapport au cours actuel de 0.80 CAD.

## **I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI**

Notre exploitant de villages de vacances a publié un résultat semestriel (arrêté au 30/04) dans la droite ligne de ce qui était attendu, c'est-à-dire avec un « beau » déficit de 0,13 euros par action. Logiquement, la VANT se tasse à 1,18 euros par action. Ces résultats sont un peu moins mauvais que ceux de la même période de l'exercice précédent (avec notamment une légère hausse de 1 % des ventes). La saisonnalité n'est également pas favorable puisque, logiquement, ce semestre est le moins bon de l'année : l'entreprise débourse en frais de vente et de marketing au cours de cette période mais « récolte » le fruit de ce travail au cours du 2e semestre. La direction met aussi en exergue la crise économique persistante et la tendance des consommateurs à retarder leurs réservations de vacances pour tenter de décrocher des « last minutes » meilleurs marchés.

## **Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V**

En mai, la société a renouvelé d'un an son contrat avec la Province de Manitoba. Le management s'attend pour l'exercice en cours, qui se clôturera le 31 juillet prochain, à une perte de -265 k CAD.

Les résultats du troisième trimestre racontent toujours la même histoire : la société est valorisée 50% de son cash net de toutes dettes... mais avec une liquidité toujours sporadique.

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

Malgré la prise en compte de tous les votes, dont les actionnaires belliqueux Eclairs et Glengarry, toutes les résolutions présentées à l'Assemblée Générale ont été adoptées.

## **Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L**

La société a appris début juin que *Sunningdale Investments Limited* a acquis sur le marché 50.000 actions et détient désormais 1.700.000 actions de Leeds Group PLC, ce qui équivaut à 6,14% du capital.

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

*Krompholz AG* reprend par LBO les activités de la *Maison de la Musique*. Cette prise de contrôle sera effective au 1er octobre 2014. Les parties prenantes ont décidé de garder secret le montant de la transaction, mais avoisine les 1 M CHF. Ainsi, Loeb se recentre sur son cœur de métier, notamment avec ses boutiques en propre MAGGS dans les villes de Zurich, Aarau, Lucerne, Bâle, Bienne, Fribourg et Zug. Le réseau de points de vente Loeb AG comprend quatre nouveaux magasins, neuf magasins mono-marque et six Maggs-Store.

# News de nos sociétés

## **Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE**

Nous n'apprenons pas grand-chose de la publication sommaire du premier trimestre 2014. L'activité est en baisse de 7,3% par rapport au T1 2013 à 6,3 M EUR et l'EBIT est en baisse de 42% à 0,4 M EUR, directement impacté par la baisse de l'activité, malgré la réduction des coûts de personnel au siège allemand de la société.

Une mauvaise nouvelle : à partir de maintenant, la société ne publiera plus d'informations trimestrielles. Seuls les comptes semestriels seront désormais communiqués au marché.

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

Avec la publication du rapport annuel 2014, clos au 28 février, nous pouvons désormais calculer la VANE qui atteint 0,92 GBP par action et la VANT atteint 1,60 GBP, représentant un potentiel de +116%.

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

Nous avons droit ce mois à un communiqué de la société au sujet de l'augmentation de capital de 20 millions d'euros prévue pour recapitaliser la société.

Nous ne pouvons pas dire que c'est très clair une nouvelle fois, mais voilà ce que nous avons compris.

La société *Elbit Imaging LTD*, qui détient 62.50% du capital de Plaza, a donné son accord pour une augmentation de capital. Nous comprenons que tous les actionnaires seraient concernés par cette augmentation de capital. La société va donc émettre des droits de préemption pour participer à l'offre. Il n'est pas précisé pour le moment à quel prix ces droits permettront d'acheter les nouvelles actions émises.

Jusque là c'est plutôt assez clair, même si l'information est incomplète sans le prix des actions.

Ce qui l'est moins, c'est que *Elbit imaging LTD*, par sa filiale au Luxembourg, veut conclure un acte d'engagement, lui permettant de racheter les droits de préemption non souscrits et de pouvoir acheter des actions au prix de 0.1050 €, soit 8.39 Gbp (le cours de Plaza était de 12 Gbp au moment où nous écrivons cette news) et donc avec une prime sur le cours actuel de 43%... Ce qui est encore moins compréhensible, c'est que la société parle ensuite pour ce rachat de droits non souscrits, d'une somme minimum de 3 millions d'euros et de maximum 10 millions d'euros, alors que si l'on fait le calcul avec la participation de Elbit à hauteur de 62.50% du capital, elle aura droit à une souscription de 12.5 millions. Il reste donc 7,5 millions pour les autres actionnaires. Nous ne comprenons donc pas à quoi correspondent ce minimum et maximum de 3 et 10 millions.

Il est enfin stipulé que si *Elbit imaging LTD* n'est pas en mesure d'acheter au minimum 3 millions supplémentaire d'actions non souscrites, Plaza devra émettre de nouvelles actions, pour compléter ce minimum, voire pour atteindre les 3 millions quoiqu'il arrive.

Pourquoi une nouvelle fois tout ce chipotage qui ne met pas tous les actionnaires sur un même pied d'égalité ? Et laisse donc penser que les actionnaires minoritaires pourraient être dilués avec cette manœuvre.



# News de nos sociétés

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

La valeur liquidative de la société est de 1.943.03€ euros, en baisse de 3.24% par rapport au mois passé.

Dans le rapport mensuel du mois de mai disponible en juin, nous observons que la part d'actions représente 55.39%, les instruments court terme inférieurs à 4 mois 20.33%, l'obligataire 16.58% et les sicav de trésorerie 7.70%.

Dans la répartition par pays, la France pèse 52%, les USA 16%, les autres pays de la zone Euro 13%, la Suisse 9%, le Royaume Unis 3%, Canada 1% et le reste du monde 3%.

**Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO**

La direction avait annoncé vouloir « faire du cash » pour profiter des opportunités qu'elle pensait percevoir sur le marché. C'est chose faite : nous apprenons un investissement de 19 millions de dollars dans Inplay Oil Corp, une société canadienne non cotée d'exploration pétrolière. Une autre de ses participations non cotées, Independance Drilling, a entamé les démarches administratives préalables à une introduction en bourse.

**Taitron (USA) Ticker : TAIT**

En juin? Les cofondateurs de la société ont racheté 25.500 actions, toutes sous le prix de 1\$... Sans doute une nouvelle fois pour éviter le délistement. Comme déjà évoqué dans les news précédentes, nous ne comprenons toujours pas la manœuvre.

**Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC**

La société signe un premier trimestre clôturé en mai avec une très légère perte. Sa valeur patrimoniale est en baisse, dû principalement au versement de son dividende de 0.50\$ par action. La VANT est de 5.46 \$ et sa VANN de 4.71 \$. Au niveau compte de résultat sur le premier trimestre, les ventes ont fléchi de 7.20%. Le coût des produits a fléchi lui aussi de 6.40% et les frais fixes sont en recul de 3%. C'est en gros le schéma habituel. La perte est donc de -0.01\$ par action alors qu'un an plus tôt sur la même période, la société était en bénéfice de +0.05\$. Notons enfin que malgré le paiement du dividende, la société détient toujours beaucoup de cash, soit 2.82\$ par action, et a réduit son endettement à 2.79\$ par action. Le cash couvre donc toute la dette.



# Analyses de société

## Imation Corp.

(NYSE, Ticker: IMN / ISIN : US45245A1079)

### I. Introduction

# imation

Imation Corp est une entreprise américaine active dans le stockage de données. Leur clientèle est mondiale puisque issue de plus de 100 pays différents.

L'entreprise a été constituée en 1996 et est issue d'une spin off de la division qui stockait les données du groupe « 3M ».

Depuis cette date, l'entreprise s'est lancée dans une politique de croissance externe assez intensive. Vous savez ce que nous pensons de la croissance externe et le cas d'Imation semble bel et bien démontrer que peu de sociétés peuvent créer de la valeur avec une telle politique : Imation aligne les pertes de manière métronomique depuis 2007.

Les marques principales détenues par Imation sont donc Imation mais aussi Memorex, Ironkey et, depuis fin 2012, Nexsan. Elle détient également la marque TDK Life On Record qui est la plus grande marque d'enregistrement de média au monde.

40 % des ventes sont réalisées aux Etats-Unis, 20 % au Japon et le solde sur le reste de la planète.

En 2013, la compagnie s'est lancée dans une restructuration destinée à réduire la structure de frais. Et cette restructuration s'est accompagnée d'une cure d'amaigrissement avec la cession de la division « électronique » : on achète, on vend ... un pas en avant, deux pas en arrière, ...

Le marché semble très concurrentiel : parmi les principaux rivaux d'Imation, on note Maxell, JVC, Sony, HP, Fuji, Dell, Netapp ou Verbatim.

Nous travaillons avec le rapport financier au 31/03/2014.

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

La société détient un actif courant de 9,62 USD par action. Après déduction de la totalité des dettes, nous obtenons une Valeur d'Actif Net Net de 3,54 USD.

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

Si Imation prend en location la totalité des locaux qu'elle occupe à travers le

# Analyses de société

monde, elle est bel et bien propriétaire de son siège social ainsi que des bureaux et laboratoires de recherche y attenant, le tout situé à Oakdale dans le Minnesota.

Ces immeubles ont été acquis pour un coût de 2,37 USD par action. Après prise en compte de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 %, nous ajoutons ce montant à la VANN et obtenons une Valeur d'Actif Net Estate de 5,43 USD par action.

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



Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal, les créances **commerciales**. Elles représentent 3,21 USD par action et sont payées à 66 jours, en légère amélioration par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices. La direction a provisionné 11 % du montant brut à titre de créances douteuses, ce qui nous semble prudent. Compte tenu de ces éléments, nous décidons de prendre une marge de sécurité supplémentaire de seulement 15 % sur ce postes que nous amputons donc

de 0,48 USD.

Le 2e poste en importance de l'actif courant est constitué du **cash disponible** qui représente 3,09 USD, soit presque l'équivalent du cours actuel.

Les **stocks** sont composés à 90 % de produits finis. Nous n'avons pas d'information quant à de possibles réductions de valeur qui pourraient avoir été actées par la direction. Les produits restent dans l'inventaire 58 jours, une vitesse de rotation plus ou moins stable par rapport aux 3 derniers exercices comptables. Compte tenu du risque d'obsolescence des produits, nous prenons une marge de sécurité de 50 % sur ce poste, à savoir 1,13 USD.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre l'**immobilier** abordé dans la VANE, nous retenons les **installations et aménagements** qui ont été acquis pour 2,55 usd. Nous les reprenons pour 5 % de ce montant, à savoir 0,13 USD.

Fidèles à nos habitudes, nous ne tenons pas compte des **intangibles** (dont des montants de **goodwill** relativement conséquents, c'est-à-dire de prix payé lors des acquisitions pour des montants supérieurs à la valeur comptable des entreprises acquises). Nous notons néanmoins que le **portefeuille de marques** est valorisé à 0,62 USD par action.

En matière de **dilution**, nous constatons un plan de **stock-options** assez consé-

# Analyses de société

quent. Nous n'avons pas connaissance des prix d'exercice prévus pour ces options mais nous pensons qu'étant donné que le cours actuel de l'action est sur des plus bas historique, les prix d'exercice de ces options doivent se situer sur des niveaux plus élevés. C'est la raison pour laquelle nous décidons de ne pas tenir compte de ce plan dans notre évaluation.



**Hors bilan**, nous apprenons que Imation est poursuivie par une association dénommée « One Blue » qui défend une série de brevets portant sur des disques Blu-ray. Selon cette association (qui comprend, excusez du peu, Philips, Panasonic, Pioneer et Sony), Imation viole 6 brevets par les ventes de ses Blu-rays. D'après ce que nous comprenons, il semble

que Imation ne conteste pas ce fait précis mais estime que cette association n'a pas le droit de défendre un monopole en n'autorisant les ventes de ces Blu-rays qu'à des conditions non équitables et discriminatoires. Dans le cadre de cette même affaire, Imation attaque ce « cartel » parce qu'il ne lui permet pas de commercialiser des Blu-rays au Japon à des conditions financières correctes. Cette affaire n'en est qu'à ses préliminaires et il est impossible d'en déterminer avec certitude l'impact sur les comptes de Imation. Tout ce que nous savons, c'est que les Blu-rays font partie de la division « consumer storage media products » qui représente 50 % des ventes de Imation. Mais la part des Blu-rays dans cette division nous est inconnue.

Imation est aussi partie prenante d'un **autre litige**, lié aux droits d'auteur que les producteurs de support d'enregistrement doivent acquitter dans l'Union Européenne. Imation estime que, depuis 2002, elle a payé pour plus de 2,45 USD par action de droits d'auteur en trop. Elle a suspendu ses paiements depuis 2011 pour compenser ce qu'elle estime être un « trop payé ». La société semble certaine de son bon droit mais il nous semble, à la lecture des rapports financiers, qu'il reste néanmoins des risques juridiques sur cette opération. Néanmoins, si la société obtient définitivement gain de cause, voilà un « hors bilan » qui, pour une fois, s'avérerait être un actif plutôt qu'un passif.

Enfin, nous reprenons les **engagements de loyers futurs à payer** pour la moitié de leur valeur, soit 0,22 USD.

Compte tenu de ce qui précède et sachant que nous n'avons pas tenu compte de l'incertitude qui plane sur la société dans le cadre du litige « One Blue », nous estimons la valeur de Imation en cas de mise en liquidation volontaire à 3,73 USD.

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

La société s'étant avérée incapable de produire le moindre bénéfice au cours

# Analyses de société

des 5 dernières années, nous ne pouvons calculer cette valeur.

## VI. Conclusions

Au cours actuel de 3,35 usd, il est possible d'acheter des actions Imation avec une marge de sécurité de :

5,4 % sur la VANN  
38 % sur la VANE  
10 % sur la VLMV

Le potentiel cours/VANT s'établit à 57 %.



Imation est bel et bien une daubasse. Nous en avons la certitude, à la lecture de son « palmarès » : pertes récurrentes, acquisitions qui tardent à porter leurs fruits, comportement « border line » sur le plan juridique, ... Le premier trimestre 2014 n'a d'ailleurs pas failli à la règle : le taux de marge brute est toujours aussi faiblard et, si la perte s'est réduite par rapport à l'année dernière, on parle toujours bien d'une perte !

Néanmoins, outre le collatéral tangible évoqué dans cette analyse, nous pensons que Imation possède bel et bien quelques richesses cachées, richesses qui pourraient peut-être, tôt ou tard, attiser la convoitise d'un concurrent.

Par exemple, sa marque Ironkey a récemment obtenu le prix « Best of TechEd » attribué par Microsoft parmi plus de 200 de ses partenaires qui offrent des produits innovants. De quoi penser que les frais de Recherche et Développement, relativement élevés, ainsi que les immobilisations incorporelles, valent bien « quelque chose » : notre « ratio technologique » qui compare le total des frais de R&D des 5 derniers exercices comptables avec la capitalisation boursière de la société s'établit à 72 %, et la valeur comptable des marques détenues par Imation représente 30 % de la capitalisation boursière.

Ceci dit, pour des amateurs de prix « raplapla » comme nous, le cours actuel ne nous fait pas encore trop envie. Mais qui sait ? A la faveur d'une correction, une fenêtre de tir pourrait s'ouvrir ...





# Analyses de société

## Tecumseh Products Company

(Nasdaq, Ticker: TECU / ISIN : US8788953094)

### I. Introduction



*Tecumseh*

Tecumseh Products est une entreprise multinationale américaine qui produit des compresseurs pour les réfrigérateurs, les systèmes de climatisation et les congélateurs.

En fait, la société conçoit toutes sortes de systèmes qui « produisent du froid » à des industriels qui les intègrent ensuite à leurs propres produits. Fondée en 1928, Tecumseh détient des sites de production, d'assemblage et de distribution aux Etats-Unis, en France, en Pologne, au Brésil, en Inde, au Canada, en Chine, en Thaïlande, au Mexique et en Malaisie. Ce sont près de 6.000 employés qui œuvrent au sein de l'entreprise implantée au Michigan, à quelques miles de Détroit, cœur industriel américain historique.

Ancien industriel leader et dominant, Tecumseh Products a attiré notre attention suite à la chute de son cours de bourse qui atteint des points bas historiques avec une valorisation de moins de 100 M USD. La société génère d'importantes pertes depuis de nombreux exercices et ne semble pas réussir à sortir la tête de l'eau du fait de marges trop faibles, malgré de nombreux trimestres de restructurations (et les charges afférentes). Fidèles à nos principes d'investisseurs patrimoniaux, nous nous sommes attachés à scruter ce que la bête a dans le ventre : des actifs sous formes d'immobilier qui sont sous-évalués, une présence reconnue sur son marché et un savoir-faire technique certain notamment avec des dépenses de recherche et développement conséquents. Nous allons tenter de voir l'ampleur des problèmes en cours.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes trimestriels arrêtés au 31 mars 2014. Il n'existe pas de plan d'attribution d'actions dilutif.

Nous avons émis des options PUT à échéance du 20 décembre 2014 à un cours d'exercice de 5 USD et en percevant une prime de 0,50 USD par option.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 16,86 USD par action et l'ensemble des dettes représente 15,08 USD. La valeur d'actif net-net est donc de **1,78 USD** par action.

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

La société détient des biens immobiliers industriels (assemblage, fabrication,

# Analyses de société

distribution et centre technique) et tertiaires sur une surface totale équivalente à 332 166 m<sup>2</sup>, répartis géographiquement comme suit :

Brésil = 40%

France = 31%

Inde = 20%

Etats-Unis = 7%

Canada = 2%

Ces sites (terrains et bâtiments) ont été acquis historiquement pour un montant de 111,7 M USD ou encore 6,05 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant (soit 4,84 USD), y ajoutons la VANN et obtenons une VANE de **6,61 USD** par action (arrondie).

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



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

Nous commençons par les actifs les plus liquides : les **actifs courants**. D'abord les **stocks** pour une valeur comptable de 7,52 USD par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été

de 60 jours et de 63 jours pour le dernier exercice. L'écoulement est donc relativement rapide. De plus, les stocks sont composés à 55% de matières premières qui ont déjà été dépréciées pour obsolescence à hauteur de 6% de leur valeur. Pour les produits finis (45% des stocks), ils sont dépréciés pour faible rotation, à hauteur de 3% de leur valeur de fabrication. Au vu de ces éléments, nous prenons une marge de sécurité de 20%, ce qui nous semble confortable. Ainsi, la valeur définitive retenue pour ces stocks est de 6,02 USD par action.

Au tour des **créances clients**. Elles sont inscrites au bilan pour une valeur de 4,98 USD par action. La société a été payée en moyenne en 38 jours sur les 3 dernières années ainsi que sur le dernier exercice. Le délai de paiement des clients est court pour une activité industrielle et témoigne de la qualité du portefeuille clients de Tecumseh. De plus, ils ont déjà été dépréciés de 1,8 M USD pour créances douteuses, soit environ 2% du poste client total brut. Nous décidons donc de prendre une marge limitée de 15% sur ce montant et nous obtenons une valeur pour ces créances de 4,23 USD.

Viennent alors la **trésorerie** et les **équivalents de trésorerie** pour un montant par action de 2,45 USD. Nous reprenons ce montant tel quel dans notre calcul de la VMLV.

L'entreprise exerçant une activité internationale et du fait de ses implantations, notamment en Europe, au Brésil et en Inde, a des **créances de TVA** sur différé-

# Analyses de société

rents Etats pour un montant (actif courant et actif non courant) équivalent à 1,58 USD par action. Nous n'avons aucune idée sur les risques inhérents à ces créances fiscales. Elles sont sensées être relativement sûres, puisque c'est l'Etat des pays concernés qui est redevable. De notre expérience professionnelle, nous savons qu'en France, elles sont toujours payées... même si le délai de paiement est parfois long. Néanmoins, pour tenir compte d'un potentiel risque de change et administratif, nous prenons une marge de 20%, et retenons 1,26 USD.



Une ligne étrange dans le bilan de la société : « **autres actifs courants** », pour un montant de 0,90 USD par action. Que ce soit dans le rapport trimestriel comme dans le rapport annuel 2013, il est impossible de mettre la main sur la composition de cette ligne. Aussi, nous décidons de tailler à la serpe, et de ne reprendre qu'un tiers de cette valeur, soit 0,30 USD par action.

Enfin, en dernier élément de l'actif courant, nous avons pour l'équivalent de 0,08 USD en **actifs financiers de couvertures** (risque de change et matières premières) et des **impôts différés**. Compte tenu des montants en jeu et de leur nature peu tangible, nous les ignorons.

Nous pouvons passer aux **actifs non courants**. Comme nous l'avons vu plus haut dans le calcul de la VANE, la société possède de l'**immobilier** et du **foncier**. En prenant une marge de sécurité de 20% sur les valeurs historiques d'acquisitions, nous obtenons un montant de 4,84 USD par action.

Ensuite, figurent les **machines, équipements** et le **mobilier** acquis pour une valeur de 38,58 USD par action. Du fait de l'ancienneté de la société - presque centenaire - et de la faible capacité de la société à générer des profits (cf. pertes récurrentes), il semble prudent de considérer que leur valeur marchande est extrêmement faible. Arbitrairement et symboliquement, nous allons reprendre 1% de la valeur d'acquisition de ces immobilisations. Soit, 0,39 USD.

Passons aux « **dépôts** », qui sont des montants placés en banque pour faire face aux litiges en cours et à diverses régularisations de charges sociales. Ils représentent 27,3 M USD, ou encore 1,48 USD par action. Nous allons considérer que la moitié de cette somme va servir à apurer les litiges et autres en cours (voir ci-dessous « **litiges** »), et retenons 0,74 USD pour notre calcul.

Reviennent encore les « **autres actifs** », de long terme cette fois-ci, avec toujours la même opacité. De nouveau, nous coupons dans le lard, et ne reprenons que le tiers de la valeur au livre, soit 0,16 USD.

Enfin, nous terminons avec les impôts différés pour 1 M USD. Comme à notre

# Analyses de société

habitude, nous n'allons pas valoriser pour éviter toute déconvenue future.



Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 15,08 USD par action.

En **hors-bilan**, sont mentionnés les litiges en cours. Nous constatons qu'il existe plusieurs risques dont les impacts financiers sont malheureusement difficiles à évaluer, notamment les affaires suivantes:

- « **Canadian Horsepower label litigation** » : une histoire, qui date de 2009, de mauvais étiquetage de puissance sur des tondeuses à gazon en vente au Canada. Une négociation à l'amiable est en cours.
- « **Compressor industry antitrust investigation** » : une histoire d'accord de prix anticoncurrentiel menée en 2009 par les gouvernements américains et brésiliens. Ensuite, le même problème a émergé avec la Commission Européenne. L'issue semble proche. Aujourd'hui, après diverses négociations, resteraient seulement à régler une class action aux Etats-Unis, ainsi que divers conflits en cours avec Electrolux et Bosch. Des procès que le management considère comme inhérents à toute activité industrielle de dimension internationale.
- Et enfin : « **Environmental Matters** » : pour faire court (!), Tecumseh est accusée par l'Agence Américaine de Protection de l'Environnement d'avoir pollué des sols avec divers produits chimiques... Malheureusement classique. Le management a pris une assurance pour se couvrir jusqu'à 100 M USD de charges. De nombreux autres sites sont susceptibles d'être attaqués par l'Agence et il est difficile d'en évaluer les risques.

Clairement, il nous est impossible de chiffrer les coûts potentiels de ces procédures en cours. Qui sont des risques, certes, mais non certains. Dans le calcul de la VMLV, nous avons considéré au doigt mouillé que la moitié des **dépôts** en banque à cet effet seront suffisants, soit 13,65 M USD. Et nous ne couvrons pas davantage.

Nous n'avons pas trouvé d'autres éléments, tels que des **leases** ou des **engagements hors-bilan** divers.

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

## Actif courant

- + Stock : 6,02
- + Poste client : 4,23
- + Trésorerie : 2,45
- + Créances TVA : 1,26
- + Autres actifs courants : 0,30

# Analyses de société

+ Actifs financiers & impôts différés : 0

## Actif immobilisé

+ Immeubles et terrains : 4,84  
 + Équipements et matériels : 0,39  
 + Dépôts : 0,74  
 + Autres actifs : 0,16  
 + Impôts différés : 0



## Passif

- Total passif : -15,08

## Hors bilan

- Litiges en cours : 0 (couverts par les dépôts bancaires)

Nous obtenons donc une VMLV de 5,31 USD par action.

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

Sur les 5 derniers exercices, la société n'a généré qu'un résultat opérationnel positif, en 2012, lié uniquement à un gain sur une réduction des droits aux retraités pour 45 M USD. Nous ne pouvons donc pas calculer de VCB.

## **VI. Conclusions**

A notre potentiel cours d'acquisition de 4,50 USD (cours d'exercice = 5 USD – prime perçue = 0,50), nous obtenons une décote potentielle (si les options sont exercées) de :

32% sur la VANE  
 15% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 10,90 USD) à un cours de 4,50 USD est de : +142%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 47%

Ratio technologique = 104%, ce qui signifie que les dépenses en recherche et développement des seules cinq dernières années représentent presque la valeur boursière de la société, à un cours de 4,50 USD.

W - A - H - O - U ! Que c'est compliqué, cette entreprise !

Tout ce que nous savons, c'est qu'il y a une décote sur les actifs patrimoniaux. Sinon, nous ne savons rien quant à un retour à la rentabilité. Ce que nous constatons, c'est que :



# Analyses de société

- il semblerait que les compresseurs réfrigérants ne sont pas près de disparaître. Le marché semble relativement pérenne.
- l'activité est internationale dans sa production et ses ventes, avec notamment les marchés américains, européens, brésiliens et indiens.
- Tecumseh a un savoir-faire technologique qui peut valoir quelque chose. En effet, la société a dépensé 86,2 M USD en R&D sur les seules cinq dernières années, soit 104% de la capitalisation boursière, dans l'hypothèse où nos options PUT sont exercées.
- enfin, même si cela ne se traduit pas encore en terme de bénéfice, la société est en phase de restructurations depuis 2011. Ce qui s'est traduit notamment par des coûts importants liés à des départs de salariés sur les tous les sites de production comme au siège social en 2011, 2012, 2013 et de nouveau en 2014 (!), et le départ du Président dans un souci d'économie, dès 2011. Les plus septiques pourront prétendre que ceci est peine perdue, que cela aurait déjà porté ses fruits. Les plus optimistes pourront croire que ces restructurations vont finir par payer, en réduisant des charges fixes récurrentes. Nous ne trancherons pas, mais nous constatons que le management en place a le mérite de faire bouger la fourmilière.



Nous avons décidé de vendre à découvert des options PUT à un prix d'exercice de 5 USD et une prime d'au moins 0,50 USD à échéance décembre 2014, avec alors deux scénarios possibles. Scénario (1) : nous ne sommes pas exercés car le cours est supérieur au prix d'exercice (5 USD), et nous encaisserons la prime: un rendement de 10% en 6 mois,

soit 20% annualisés, brut.

Ou alors, scénario (2) : nous sommes exercés car le cours est inférieur à 5 USD à l'échéance, et au prix de revient brut de 4,50 USD (= prix d'exercice - prime encaissée), nous aurons alors un potentiel de +142% sur la VANT de 10,90 USD.

En effet, le cours de l'action (environ 5 USD au moment de nos émissions d'options), malgré son potentiel sur la VANT de près de +120%, ne présente pas encore une décote assez importante sur la VANE. Notre process nous oblige à obtenir une décote d'au moins 30% pour passer à l'achat. En cas d'exercice de nos options (scénario 1) à 4,50 USD, la décote serait alors de 32%, et le process serait respecté.

Enfin, à noter que nous ne sommes pas seuls à regarder de près cette daubasse, puisque la société d'investissement dans la valeur de Donald Smith (nous vous invitons à lire [notre article sur l'homme](#)). Donald Smith & Co détient en effet plus de 7% du capital.

## 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**