

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

| | |
|--|-------------------------|
| Edito | page 3 |
| Portefeuille | page 6 |
| Suivi des sociétés analysées | page 8 |
| News de nos sociétés | page 10 |
| Analyse de la société Alamos Gold Inc. | page 23 |
| Analyse de la société Migatronic | page 26 |
| Pour mieux appréhender « les Daubasses » | page 30 |

Edito



Au début de cette année, au travers de nos pérégrinations sur le web, nous sommes tombés sur deux articles différents.

Dans l'[un des deux](#), nous découvrons que Charles Gave, avec son approche macro-économique et monétariste, explique que l'obligation faite, entre autres à l'Italie, de commercer dans une devise qui ne correspond pas à la productivité de ses travailleurs pénalise les entreprises exportatrices transalpines, habituées qu'elles ont été pendant des années, à travailler dans une devise qui se dévaluait régulièrement par rapport aux autres.

Dans l'[autre](#), nous voyons un article traitant de « notre » fabricant italien de canapés, Natuzzi, qui rencontre des difficultés depuis l'adoption de l'Euro en raison de l'obligation qui lui est faite de rémunérer ses travailleurs italiens dans une monnaie qui ne correspond pas à leur productivité réelle.

Deux approches, une macroéconomique, l'autre value et « bottom up »⁽¹⁾ et deux conclusions pourtant communes.

« Comment ? Vous des investisseurs deep value, vous prétendez que l'économie générale ait un impact sur les cours des actions ? »

Bien sûr ami(e) lecteur(trice), jamais nous n'avons prétendu le contraire ... bien au contraire !

« Mais alors, cela remet en question toute votre approche ? »

Edito

Absolument pas. Si nous sommes parfaitement conscients que l'environnement économique dans lequel évoluent nos entreprises peut avoir un impact sur leur véritable valeur, nous sommes parfaitement incapables de dire lequel.

Et ce pour deux raisons ...

La première, c'est qu'il reste, selon nous, très difficile de déterminer l'avenir macro-économique. Même des spécialistes de très haut niveau, avec bien plus de neurones et de diplômes que nous, assistés par un bataillon d'assistants tout autant surdiplômés, éprouvent les pires difficultés à « taper juste » dans ce domaine.

Prenons l'Euro. Au début de cette année, une grande majorité des prévisionnistes annonçaient une baisse de l'Euro contre le Dollar, arguant que ce dernier était sous-évalué et que la vigueur de la reprise américaine, couplée au ralentissement annoncé des QE, ne pouvait que « booster » celui-ci. Trois mois plus tard et malgré l'apparition d'un « cygne noir » sous la forme d'un conflit aux frontières de l'Europe et d'un possible retour de la guerre froide, alors que ces événements auraient dû constituer un argument supplémentaire pour un soutien au Dollar en raison d'une plus grande recherche de sécurité ... nous ne pouvons que constater que la parité euro/dollar est plus ou moins au même niveau qu'au début de cette année.

Mais la deuxième raison nous semble encore plus subtile.

Imaginons que vous avez parfaitement anticipé l'évolution de l'économie au cours des prochaines années et, rien que pour cela, vous méritez un grand coup de chapeau.

Néanmoins, si vous basez votre politique d'investissement sur ces prévisions, nous pensons que vous êtes malgré tout dans l'erreur.

« Pourquoi ? »

Parce que vous partez du postulat que les entreprises sont figées, qu'elles ne vont rien faire pour s'adapter. Et cela, nous savons que c'est parfaitement faux.

« Qu'est-ce qui vous fait être aussi péremptores ? »

Parce que, cher(e) lecteur(trice), l'entreprise est un organisme « vivant » et non inerte. L'entreprise a une excellente capacité d'adaptation.

L'entreprise est confrontée à un marché national du travail rigide ou à une monnaie trop forte ? Elle aura tendance à faire fabriquer ses biens dans des zones géographiques plus favorables.

Elle est confrontée à des coûts énergétiques élevés ? Elle mettra en place des mesures visant à rationaliser ses consommations énergétiques, voire à devenir

Edito

son propre producteur.

Les taux d'intérêts sont élevés ? Elle prendra des mesures pour réduire son endettement. Ils sont bas ? Elle investira ou rachètera des actions propres.

La consommation intérieure diminue ? Elle cherchera des débouchés hors de ses frontières.

Et ainsi de suite ...

Et l'exemple de Natuzzi est précisément éclairant sur ce sujet puisque la direction tente, année après année, de faire baisser la part des coûts de production « italiens » dans les coûts de production globaux.

En réalité, nous pensons que si de rares analystes doués peuvent éventuellement anticiper les évolutions macro-économiques, ils sont néanmoins encore plus rares à pouvoir, ensuite, en tirer les bons enseignements pour les sociétés dans lesquels ils investissent ... Mais nous avons aussi l'impression qu'il est carrément impossible, d'en plus, anticiper parfaitement la manière dont ces mêmes entreprises vont s'adapter à la nouvelle donne économique.

Voilà la raison qui, selon nous, devrait pousser tout investisseur un peu rationnel à se concentrer en priorité sur la fameuse approche « bottom up » même si, parfois, lorsque cet environnement devient franchement hostile à l'entreprise ou aux actionnaires, il convient de le prendre en compte comme en témoignent les ventes de nos sociétés chinoises ou, plus récemment, d'Ukraine Opportunity.

Mais, reconnaissez que dans ces cas, nous avons été confrontés à des éléments qui rendaient pratiquement impossible toute adaptation à l'environnement dans lequel devaient évoluer les compagnies dans lesquelles nous étions investis.

L'Equipe des Daubasses

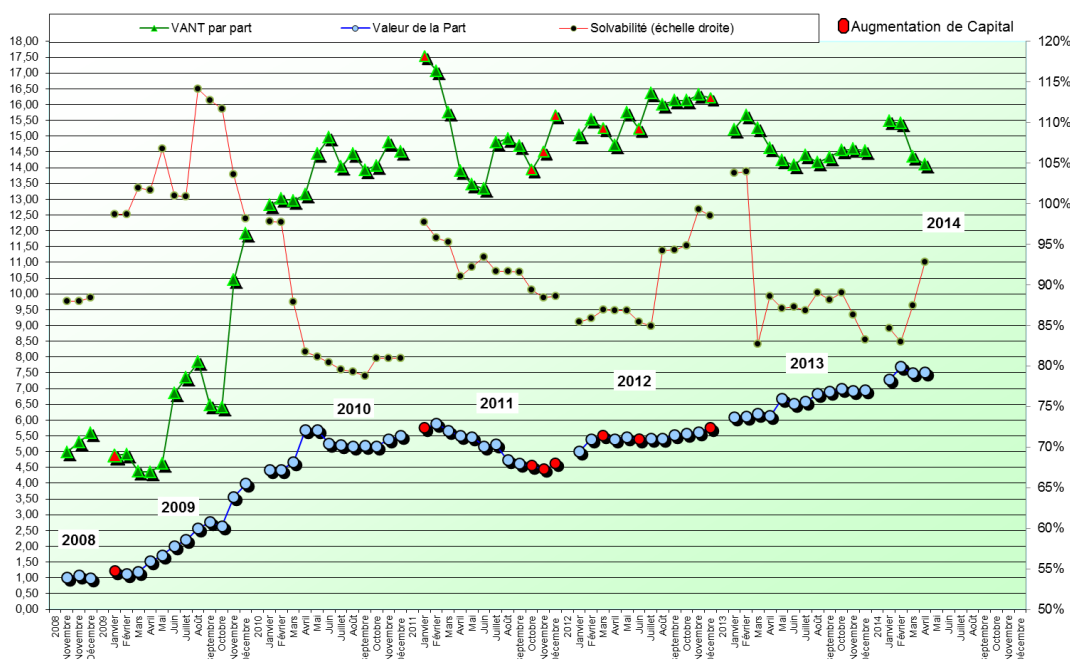
(1) L'approche « bottom up » consiste à sélectionner des titres sans attacher une grande importance à l'examen d'un secteur industriel ou à l'étude de la conjoncture économique. Au contraire, l'approche « top down » commence par l'étude de l'économie à l'échelle nationale ou internationale pour poursuivre l'examen d'un secteur industriel en particulier et terminer en sélectionnant une ou plusieurs entreprises au sein de ce secteur.

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 | |
| 4 avril 2014 | |
| Valeur d'une Part | 7,51 € |
| Valeur des Actifs Net Tangible | 14,11 € |
| Potentiel | 87,80% |
| Solvabilité pondérée | 92,85% |
| 3,33% Pondération Max | 10.913,22 € |
| Nombre total de positions | 61 |
| Répartition des Devises | |
| Euro | 48,80% |
| Dollar Américain | 30,59% |
| Livre Sterling | 11,04% |
| Dollar Canadien | 5,68% |
| Courone Suédoise | 2,56% |
| Franc Suisse | 1,34% |
| Variation des devises Yield | -0,08% |
| Nombre de société vendue | 90 |
| Gain Moyen | 2.346,70 € |
| Perte Moyenne | - 737,58 € |
| Société en Gain | 62 |
| Société en Perte | 28 |
| 1 Euro investi a rapporté | 7,05 € |



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 4 avril 2014 / Notations | | | | | | | | | | | |
|--|-----------|--------|-------------------------|-----------------------------------|---------|-------------|----------|-----------|-------|------------|----------------|
| | Notation | | Potentiel | V Actif | Ratio | Ratio | Date | VANT | | V Actif | Ratio |
| | Potentiel | Risque | (0 = faible, 3 = élevé) | Net-Net | | Solvabilité | Achat | Potentiel | Stop | Net-Estate | |
| | Potentiel | Risque | Globale | Risque | | | | Cours | | | |
| | | | | (0 = très risqué, 3 = peu risqué) | | | | | | | |
| Net-Net | 2 | 0 | 2 | Sport Haley Inc | 1,4453 | 0,42 | 77,71% | 24/11/08 | 160% | 1,5582 | |
| | 0 | 3 | 3 | Coast Distribution System | 5,0217 | 0,70 | 63,58% | 25/11/08 | 67% | 5,9055 | |
| | 3 | 0 | 3 | Taitron | 2,0033 | 0,52 | 100,26% | 26/11/08 | 198% | 3,1027 | 2,9251 0,3555 |
| | 0 | 2 | 2 | Trans World Entertainment | 4,1031 | 0,87 | 84,54% | 08/06/09 | 53% | 5,4481 | |
| | 0 | 2 | 2 | Leeds Group Plc | 39,6900 | 0,77 | 81,57% | 27/08/10 | 54% | 46,69 | 45,00 0,6750 |
| | 3 | 2 | 5 | Vianini Industria | 1,1865 | 1,26 | 231,79% | 19/10/10 | 132% | 3,4735 | 1,6761 0,8943 |
| | 3 | 1 | 4 | MBL Group | 20,8500 | 0,41 | 133,61% | 05/07/11 | 161% | 22,2800 | |
| | 3 | 1 | 4 | Asian Pacific Wire & Cable | 7,2749 | 0,38 | 54,87% | 15/03/12 | 306% | 11,3600 | |
| | 3 | 1 | 4 | Deswell Industries Inc | 3,2688 | 0,66 | 131,19% | 15/03/12 | 168% | 5,7873 | |
| | 3 | 0 | 3 | Vet Affaires | 11,8029 | 0,82 | 54,30% | 16/07/12 | 139% | 23,1598 | |
| | 0 | 2 | 2 | Velcan Energy | 13,4350 | 0,91 | 309,47% | 22/08/12 | 38% | 16,8267 | |
| | 3 | 0 | 3 | Plaza Centers NV | 45,19 | 0,28 | 37,58% | 27/09/12 | 359% | 58,50 | |
| | 3 | 1 | 4 | Global Tech Advanced Inovation | 12,34 | 0,45 | 94,33% | 17/10/12 | 298% | 22,04 | |
| | 0 | 0 | 0 | Electronic Sytem Technology | 0,52 | 0,77 | 373,98% | 02/01/13 | 33% | 0,53 | |
| | 3 | 0 | 3 | Zoom Telephonics | 0,32 | 0,54 | 65,10% | 02/04/13 | 115% | 0,37 | |
| | 0 | 2 | 2 | Norcon Plc | 26,07 | 0,80 | 56,72% | 09/07/13 | 31% | 27,09 | |
| | 0 | 0 | 0 | Albemarle & Bond | 55,80 | 0,00 | 58,94% | 19/12/13 | 0% | 81,75 | |
| | 3 | 1 | 4 | Matica Technologies | 1,68 | 0,72 | 82,28% | 27/12/13 | 142% | 2,95 | |
| | 3 | 1 | 4 | Gravity Corp Ltd | 1,53 | 0,65 | 115,66% | 13/01/14 | 110% | 2,10 | |
| Net-Estate | 3 | 3 | 6 | Avalon | | | 91,72% | 02/09/09 | 84% | 9,91 | 8,2588 0,6526 |
| | 1 | 0 | 1 | Bodisen Biotech | | | 95,18% | 10/11/09 | 1754% | 0,6302 | 0,0363 0,9366 |
| | 3 | 1 | 4 | Blonder Tongue Laboratories | | | 65,63% | 16/11/09 | 105% | 1,8889 | 1,4055 0,6546 |
| | 3 | 2 | 5 | Exacompta - Clairefontaine | | | 62,78% | 30/11/09 | 273% | 298,58 | 196,25 0,4076 |
| | 2 | 3 | 5 | Gevelot | | | 74,26% | 09/12/09 | 93% | 137,12 | 90,75 0,7824 |
| | 2 | 2 | 4 | Irce | | | 57,80% | 31/05/10 | 127% | 4,7689 | 3,0827 0,6812 |
| | 1 | 1 | 2 | Natuzzi | | | 58,08% | 19/01/11 | 85% | 5,2541 | 5,2587 0,5401 |
| | 3 | 2 | 5 | Alco Store | | | 31,83% | 27/07/11 | 154% | 24,742 | 15,1361 0,6444 |
| | 2 | 1 | 3 | Crown van Gelder | | | 56,09% | 12/10/11 | 86% | 7,332 | 6,8019 0,5807 |
| | 3 | 2 | 5 | Peel Hotels | | | 58,01% | 12/10/11 | 125% | 157,640 | 87,4300 0,8006 |
| | 0 | 3 | 3 | ADDvantage Technologies | | | 106,94% | 23/11/11 | 20% | 3,722 | 3,6433 0,8482 |
| | 3 | 1 | 4 | Ceramiche Ricchetti | | | 39,22% | 09/01/12 | 344% | 1,398 | 1,6102 0,2254 |
| | 0 | 2 | 2 | Panaria Group | | | 42,56% | 12/01/12 | 59% | 2,480 | 0,7415 2,1038 |
| | 3 | 0 | 3 | Plastvaloire | | | 36,73% | 27/02/12 | 109% | 48,809 | 32,5319 0,7178 |
| | 3 | 1 | 4 | Coil | | | 59,30% | 14/11/12 | 105% | 7,267 | 4,3465 0,8167 |
| | 1 | 3 | 4 | Loeb Holding | | | 72,40% | 23/04/13 | 84% | 339,909 | 258,36 0,7157 |
| | 3 | 2 | 5 | Hammond Manufacturing | | | 60,42% | 04/06/13 | 110% | 2,916 | 2,20 0,6317 |
| | 3 | 1 | 4 | Encre Dubuit | | | 50,37% | 14/08/13 | 126% | 5,324 | 4,00 0,5901 |
| | 3 | 1 | 4 | Dover Downs Gaming | | | 64,62% | 26/08/13 | 129% | 3,524 | 3,30 0,4661 |
| | 2 | 2 | 4 | I Grandi Viaggi | | | 55,46% | 16/10/13 | 113% | 1,272 | 1,46 0,4706 |
| VANTre | 1 | 1 | 2 | Snoozebox Plc | | | 117,56% | 21/01/14 | 42% | 18,890 | 12,27 1,0811 |
| | 1 | 2 | 3 | SunLink Health System | | | 51,35% | 21/02/14 | 41% | 2,218 | 2,05 0,7655 |
| Fonds | 2 | 0 | 2 | Jemtec | | | 1425,31% | 25/01/11 | 113% | 1,2762 | |
| | 3 | 0 | 3 | BFS Entertainment&Multimédia | | | 60,72% | 25/01/11 | 164% | 0,4627 | |
| | 0 | 1 | 1 | Malteries Franco-Belge | | | 85,59% | 14/04/11 | 19% | 265,91 | |
| | 3 | 0 | 3 | Universal Security Instruments | | | 106,40% | 26/03/12 | 131% | 10,48 | |
| Diversification | 3 | 0 | 3 | Eastern European Property | | | | 28/04/11 | 88% | 118,43 | |
| | 2 | 0 | 2 | Elephant Capital Plc | | | | 28/06/11 | 90% | 33,00 | |
| | 1 | 0 | 1 | Vietnam Holding | | | | 04/11/11 | 33% | 2,02 | |
| | 0 | 2 | 2 | Luxempart | | | | 28/06/11 | 38% | 40,58 | |
| | 3 | 2 | 5 | Dundee Precious Metal | | | | 14/10/11 | 156% | 10,90 | |
| | 0 | 3 | 3 | Investor AB | | | | 29/12/11 | 17% | 270,05 | |
| | 0 | 3 | 3 | Sofragi | | | | 27/07/12 | 31% | 1743,87 | |
| | 2 | 1 | 3 | (ADR) First Pacific LTD | | | | 11/02/13 | 58% | 8,15 | |
| | 2 | 2 | 4 | (ADR) Jardine Stratégic LTD | | | | 11/02/13 | 37% | 24,26 | |
| | 3 | 2 | 5 | Silver Standard Ressource | | | | 10/07/13 | 75% | 18,22 | |
| | 3 | 2 | 5 | Argonaut Gold | | | | 18/09/13 | 290% | 18,42 | |
| | 1 | 3 | 4 | Sprott Ressources Corp | | | | 07/11/13 | 33% | 3,29 | |
| | 0 | 3 | 3 | (ADR) Henderson Land LTD | | | | 13/12/13 | 26% | 7,52 | |
| | 1 | 3 | 4 | Socfinaf | | | | 19/02/14 | 45% | 26,91 | |
| | 2 | 1 | 3 | Alamos Gold | | | | 05/03/14 | 54% | 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 | | |
| | | | Devises | Euro | | Devises | Euro | Euro | |
| | | | | | | | | | |
| 1 | GBP | MUBL.L | MBL Group | 10,50 | 0,14 | 09/05/11 | 8,55 | 0,10 | -24,50% |
| 2 | GBP | EEP.L | Eastern European Property | 72,00 | 0,68 | 09/05/11 | 63,00 | 0,76 | 12,67% |
| 3 | GBP | PHO.L | Peels Hotels | 70,00 | 0,79 | 09/06/11 | 70,00 | 0,85 | 7,56% |
| 4 | GBP | ECAP.L | Elephant Capital | 34,50 | 0,40 | 05/07/11 | 17,37 | 0,21 | -47,22% |
| 5 | USD | ALCS | Alco Store | 10,30 | 7,34 | 09/08/11 | 9,75 | 7,11 | -3,11% |
| 6 | USD | CRV | Coast Distribution System | 2,71 | 2,08 | 09/08/11 | 3,53 | 2,57 | 23,49% |
| 7 | Euro | CVG.AS | Crown Van Gelder | 4,05 | 4,05 | 08/09/11 | 3,95 | 3,95 | -2,47% |
| 8 | USD | PARF | Paradise Inc | 14,69 | 11,06 | 07/10/11 | 27,20 | 19,83 | 79,32% |
| 9 | USD | AEY | ADDvantage | 2,04 | 1,52 | 07/12/11 | 3,09 | 2,25 | 48,02% |
| 10 | Euro | PAN.MI | Panaria Group | 1,01 | 1,01 | 08/02/12 | 1,56 | 1,56 | 54,46% |
| 11 | Euro | RIC.MI | Ceramiche Ricchetti | 0,18 | 0,18 | 08/02/12 | 0,36 | 0,36 | 101,67% |
| 12 | Euro | PVL.PA | Plastvalore | 19,65 | 19,65 | 08/03/12 | 23,35 | 23,35 | 18,83% |
| 13 | USD | APWC | Asian Pacific Wire & Cable | 3,30 | 2,52 | 09/04/12 | 2,80 | 2,04 | -18,90% |
| 14 | USD | DSWL | Deswell Industries Inc | 2,51 | 1,91 | 09/04/12 | 2,16 | 1,57 | -17,75% |
| 15 | USD | UUU | Universal Security Instrument | 5,35 | 4,08 | 09/04/12 | 4,53 | 3,30 | -19,07% |
| 16 | Euro | ALTEC.PA | Techniline | 0,23 | 0,23 | 05/06/12 | 0,48 | 0,48 | 108,70% |
| 17 | NOK | AKER.OL | AKER -A- | 155,50 | 20,48 | 05/06/12 | 198,00 | 23,90 | 16,68% |
| 18 | Euro | VET.PA | Vet Affaires | 9,19 | 9,19 | 15/08/12 | 9,68 | 9,68 | 5,33% |
| 19 | Euro | SOFR.PA | Sofragi | 1056 | 1056 | 15/08/12 | 1331,01 | 1331 | 26,04% |
| 20 | Euro | ALVEL.PA | Velcan Energy | 9,00 | 9,00 | 07/09/12 | 12,20 | 12,20 | 35,56% |
| 21 | Euro | VIN.MI | Vianini Industria | 1,06 | 1,06 | 07/09/12 | 1,50 | 1,50 | 41,42% |
| 22 | Euro | VLA.MI | Vianini Lavori | 2,94 | 2,94 | 07/09/12 | 6,30 | 6,30 | 114,12% |
| 23 | GBP | JXX.L | JXX Oil | 79,50 | 1,00 | 07/09/12 | 61,50 | 0,74 | -25,78% |
| 24 | USD | JSHLY | Jardine Strategic LTD | 18,11 | 13,90 | 08/10/12 | 17,71 | 12,91 | -7,12% |
| 25 | GBP | PLAZ.L | Plaza Centers N.V | 47,25 | 0,59 | 08/10/12 | 12,75 | 0,15 | -73,64% |
| 26 | USD | XRTX | Xyratex Ltd | 8,42 | 6,57 | 07/11/12 | 13,24 | 9,65 | 46,92% |
| 27 | USD | GAI | Global Tech Advanced Ino | 5,84 | 4,56 | 07/11/12 | 5,54 | 4,04 | -11,37% |
| 28 | Euro | ALCOI.PA | Coil | 3,10 | 3,10 | 07/12/12 | 3,55 | 3,55 | 14,52% |
| 29 | USD | ELST | Electronic System Tech | 0,35 | 0,27 | 08/01/13 | 0,40 | 0,29 | 9,61% |
| 30 | GBP | APT.L | Axa Property Trust | 37,00 | 0,43 | 06/02/13 | 39,30 | 0,48 | 11,46% |
| 31 | USD | FPFY | First Pacific LTD | 7,14 | 5,45 | 08/03/13 | 5,15 | 3,76 | -31,06% |
| 32 | Euro | GIRO.PA | Signaux Girod | 28,92 | 28,92 | 08/03/13 | 28,75 | 28,75 | -0,59% |
| 33 | USD | ZMTP | Zoom Telephonics | 0,17 | 0,13 | 05/04/13 | 0,17 | 0,12 | -5,67% |
| 34 | CHF | LOEP.SW | Loeb Holding | 166,10 | 134,93 | 09/05/13 | 184,90 | 151 | 12,13% |
| 35 | USD | UPG | Universal Power Group | 1,69 | 1,28 | 09/05/13 | 1,17 | 0,85 | -33,35% |
| 36 | CAD | HMM-A.TO | Hammond Manufacturing | 1,15 | 0,85 | 06/06/13 | 1,39 | 0,92 | 8,58% |
| 37 | USD | LAKE | Lakeland Industries | 4,52 | 3,41 | 06/06/13 | 6,47 | 4,72 | 38,22% |
| 38 | GBP | NCON.L | Norcon Plc | 12,00 | 0,14 | 05/07/13 | 20,75 | 0,25 | 80,36% |
| 39 | USD | SSRI | Silver Strandard Res. | 7,50 | 5,61 | 09/08/13 | 10,44 | 7,61 | 35,80% |
| 40 | Euro | DBT.PA | Encre Dubuit | 2,66 | 2,66 | 06/09/13 | 2,36 | 2,36 | -11,28% |
| 41 | USD | DDE | Dover Down Gaming | 1,42 | 1,08 | 06/09/13 | 1,54 | 1,12 | 3,75% |
| 42 | Euro | CAPLI.PA | Capelli | 1,60 | 1,60 | 08/10/13 | 1,80 | 1,80 | 12,50% |
| 43 | CAD | AR.TO | Argonaut Gold | 6,15 | 4,39 | 08/10/13 | 4,72 | 3,12 | -28,95% |
| 44 | Euro | IGV.MI | I Grandi Viaggi | 0,40 | 0,40 | 05/11/13 | 0,69 | 0,69 | 71,75% |
| 45 | CAD | SCP.TO | Sprott Ressources | 2,37 | 1,62 | 09/12/13 | 2,47 | 1,63 | 0,56% |
| 46 | GBP | ABM.L | Albemarle&Bond | 20,25 | 0,24 | 07/01/14 | 6,75 | 0,08 | -66,50% |
| 47 | Euro | DTS.F | Matica | 1,23 | 1,23 | 07/01/14 | 1,22 | 1,22 | -0,89% |
| 48 | USD | GRVY | Gravity Corp Ltd | 0,99 | 0,73 | 05/02/14 | 1,00 | 0,73 | -0,43% |
| 49 | GBP | ZZZ.L | SnoozeBox | 7,00 | 0,08 | 05/02/14 | 13,27 | 0,16 | 89,94% |
| 50 | USD | SSY | SunLink Health System | 1,39 | 1,00 | 07/03/14 | 1,57 | 1,14 | 14,47% |
| 51 | Euro | 7463 | Socfinaf | 17,98 | 17,98 | 07/03/14 | 18,52 | 18,52 | 3,00% |
| Opération clôturée | | | | | | | | | |
| 1 | USD | GIGA | GigaTronics (Vendu) | 1,30 | 0,9397 | 09/11/11 | 1,50 | 1,15 | 22,44% |
| 2 | USD | KTCC | Key-Tronic (Vendu) | 4,43 | 3,34 | 07/10/11 | 9,73 | 7,44 | 122,85% |
| 3 | USD | BAMM | Book-A-Million (Vendu) | 2,38 | 1,78 | 07/12/11 | 3,19 | 2,54 | 42,80% |
| 4 | USD | NEI | Networks Engine (Vendu) | 1,26 | 0,99 | 09/01/12 | 1,45 | 1,18 | 19,60% |
| 5 | Euro | LNC.PA | LesNouveauxConstructeurs | 5,56 | 5,56 | 08/09/11 | 5,99 | 5,99 | 7,73% |
| 6 | USD | TGAL | CollabRx (Tegal) (Vendu) | 2,08 | 1,44 | 09/06/11 | 3,74 | 2,87 | 99,31% |
| 7 | GBP | PDX.L | Pursuit Dynamic (Vendu) | 2,90 | 0,04 | 07/12/12 | 1,70 | 0,02 | -45,56% |
| 8 | USD | AVHI | AV Homes (Vendu) | 7,24 | 5,67 | 09/01/12 | 13,29 | 10,34 | 82,31% |
| 9 | USD | ASYS | Amtech (Vendu) | 3,94 | 3,01 | 08/01/13 | 6,64 | 5,09 | 69,01% |
| 10 | USD | LEDS | SemiLed Corp (Vendu) | 0,71 | 0,52 | 06/02/13 | 1,22 | 0,92 | 75,80% |
| 11 | USD | PTIX | Performance Techno (Vendu) | 0,84 | 0,65 | 07/12/12 | 2,19 | 1,64 | 153,74% |
| 12 | DKK | FFARMS.CO | First Farms (Vente) | 47,00 | 6,32 | 08/03/12 | 44,10 | 5,91 | -6,49% |
| 13 | Euro | CSP.MI | CSP International (Vente) | 0,84 | 0,84 | 06/07/12 | 1,36 | 1,36 | 61,90% |
| 14 | USD | IFON | Infonsonics (Vente) | 0,54 | 0,42 | 05/07/13 | 1,61 | 1,17 | 179,03% |
| 15 | Euro | FFP.PA | FFP (Vente) | 25,69 | 25,69 | 05/06/12 | 47,80 | 47,80 | 86,06% |
| 16 | USD | KGC | Kinross Gold Corp (Vente) | 5,20 | 3,89 | 09/08/13 | 5,16 | 3,78 | -2,81% |
| 17 | Euro | COTT.PA | Cottin Frères (Vente) | 3,90 | 3,90 | 06/07/12 | 4,04 | 4,04 | 3,59% |
| 18 | Euro | GE.MI | Gefran (Vente) | 3,24 | 3,24 | 05/11/13 | 4,34 | 4,34 | 33,95% |
| 19 | GBP | PVCS.L | PV Crystalox Solar (Vente) | 8,40 | 0,10 | 09/11/11 | 16,46 | 0,20 | 101,40% |
| 20 | Euro | HF.PA | HF Company (Vente) | 5,15 | 5,15 | 06/07/12 | 8,50 | 8,50 | 65,05% |
| Total pondéré a part égal | | | | | | | | 26,61% | |

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 | V Actif | Ratio | Ratio | VANT | | V Actif | Ratio | | Ratio |
| Potentiel | Risque | Globale | (0 = faible , 3 = élevé) | Net-Net | | Solvabilité | Potentiel | Stop | Net-Estate | | VANTre | ROI |
| | | | Risque | | | Cours | | | | | | |
| | | | (0 = très risqué , 3 = peu risqué) | | | | | | | | | |
| | | | MBL Group | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Eastern European Property | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Peels Hotels | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Elephant Capital | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Alco Store | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Coast Distribution System | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Crown Van Gelder | | | | | En Portefeuille | | | | |
| 0 | 2 | 2 | Paradise Inc | 28.434 | 0,9566 | 80,56% | 40% | 37,9451 | 40,3033 | 0,67 | | |
| | | | ADDvantage | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Panaria Group | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Ceramiche Ricchetti | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Plastivaloire | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Asian Pacific Wire & Cable | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Deswell Industries Inc | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Universal Security Instrument | | | | | En Portefeuille | | | | |
| 1 | 0 | 1 | Techniline | 0,5689 | 0,8437 | 40,90% | 45% | 0,6952 | | | | |
| 2 | 2 | 4 | AKER -A- | | | | 47% | 291,00 | | | | |
| | | | Vet Affaires | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Sofragi | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Velcan Energy | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Vianini Industria | | | | | En Portefeuille | | | | |
| 2 | 3 | 5 | Vianaini Lavori | | | | 97% | 12,43 | | | | |
| 3 | 0 | 3 | JKX Oil | | | | 259% | 220,584585 | 167,87868 | 0,37 | | |
| | | | Jardine Stratégic LTD | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Plaza Centers N.V | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Xyratex Ltd | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Global Tech Advanced Ino | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Coil | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Electronic System Tech | | | | | En Portefeuille | | | | |
| 0 | 3 | 3 | Axa Property Trust | | | | 49% | 58,55 | | | | |
| | | | First Pacific LTD | | | | | En Portefeuille | | | | |
| 2 | 2 | 4 | Signaux Gird | | | 59,33% | 98% | 56,98 | 44,04 | 0,65 | | |
| | | | Zoom Telephonics | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Loeb Holding | | | | | En Portefeuille | | | | |
| 1 | 1 | 2 | Universal Power Group | 3,8213 | 0,3062 | 47,25% | 49% | 4,1258 | 3,8213 | 0,31 | | |
| | | | Hammond Manufacturing | | | | | En Portefeuille | | | | |
| 0 | 1 | 1 | Lakeland Industries | 4,9783 | 1,2996 | 60,06% | 29% | 8,3723 | 6,8555 | 0,94 | | |
| | | | Norcon Plc | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Silver Strandard Res. | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Encre Dubuit | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Dover Down Gaming | | | | | En Portefeuille | | | | |
| 0 | 2 | 2 | Capelli | 2,3105 | 0,7791 | 42,56% | 36% | 2,4500 | 2,4345 | 0,74 | | |
| | | | 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 | | | | |
| | | | SnoozeBox | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | SunLink Health System | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Socfinaf | | | | | En Portefeuille | | | | |
| | | | Opération clôturée | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | |
| | | | GigaTronics (Vendu) | | | | | Vendu le 24 Janvier 2012 | | | | |
| | | | KeyTronic (Vendu) | | | | | Vendu le 13 Mars 2012 | | | | |
| | | | Book-A-Million (Vendu) | | | | | Vendu en 3 fois le 30 Avril - 7et 24 Mai 2012 | | | | |
| | | | Networks Engine (Vendu) | | | | | Apporté a l'OPA le 18 Juillet 2012 | | | | |
| | | | LNC (Vendu) | | | | | Vendu le 1 Octobre (solvabilité inférieur a 40%) | | | | |
| | | | CollabRx (Tegal) (Vendu) | | | | | Vendu le 30 Novembre 2012 | | | | |
| | | | Pursuit Dynamic (Vendu) | | | | | Vendu le 28 Février 2013 | | | | |
| | | | AV Homes (Vendu) | | | | | Vendu le 1 Avril 2013 | | | | |
| | | | Amtech (Vendu) | | | | | Vendu le 27 Juin 2013 | | | | |
| | | | SemiLed Corp (Vendu) | | | | | Vendu le 1 Août 2013 (proces type "Class Action" contre la direction) | | | | |
| | | | Performance Techno (Vendu) | | | | | Vendu le 9 Août 2013 | | | | |
| | | | First Farms (Vente) | | | | | Vendu le 29 Octobre (multiples problèmes détectés) | | | | |
| | | | CSP International (Vente) | | | | | Vendu le 15 Novembre 2013 | | | | |
| | | | Infsonics (Vente) | | | | | Vendu le 27 Décembre 2013 | | | | |
| | | | FFP (Vente) | | | | | Vendu le 24 Février 2014 | | | | |
| | | | Kinross Gold Corp (Vente) | | | | | Vendu le 26 Février 2015 VANT négative | | | | |
| | | | Cottin Frères (Vente) | | | | | Vendu le 7 Mars 2014 | | | | |
| | | | Gefran (Vente) | | | | | Vendu le 27 Mars 2014 | | | | |
| | | | PC Crystalox Solar (Vente) | | | | | Vendu le 31 Mars 2014 | | | | |
| | | | HF Company (Vente) | | | | | Vendu le 31 Mars 2015 | | | | |

News de nos sociétés



ADD Vantage (USA) Ticker : AEY

La société a reçu du Nasdaq une menace de *delisting* suite à la démission d'un de ses administrateurs indépendants, ceux-ci n'étant plus majoritaires au sein du conseil d'administration. Néanmoins, ADD annonce qu'un administrateur « non indépendant » va démissionner, ce qui permettra ainsi de rétablir l'équilibre entre indépendants et non indépendants.

Ceci mis à part, nous apprenons surtout que l'entreprise a réalisé une acquisition au cours du 1er trimestre, celle de Nave Communication pour un montant équivalent à environ 1 usd par action ADD. Si vous connaissez notre réticence sur les politiques de croissance externe, nous laissons à ADD le bénéfice du doute : le prix payé ne semble pas excessif et, surtout, la Direction annonce que l'achat sera relutif dès 2014. Peut-être une mauvaise nouvelle qui pourrait apporter de bonnes surprises donc ...

Albermale & Bond (UK) Ticker : ABM.L

Nous avons pris connaissance, durant le mois de mars, d'une nouvelle très désagréable pour un investisseur. La société a en effet annoncé que ses créanciers ne voulaient pas remettre au pot et que clairement il ne resterait probablement plus grand-chose pour les actionnaires. Des liquidateurs ont pris les choses en main et vont, comme leur métier l'indique, liquider la société. La VLMV que nous avons calculé lors de notre analyse étant négative, nous ne nous faisons guère d'espérer sur cette ligne du portefeuille et passons ainsi une perte totale. Cette mésaventure nous rappelle toute l'humilité que nous devons avoir avec le marché. Quand nous acceptons des plus-values de +200%, voire 300%, il faut aussi accepter son pendant : des pertes. Que nous tentons au sein de notre processus de minimiser. Malheureusement, impossible à totalement inhiler.

Argonaut (Canada) Ticker : AR.TO

Malgré une année difficile pour l'industrie dans laquelle elle est active, la mine d'or active au Mexique a pu présenter des résultats positifs, de justesse, à 0,07 CAD par action. Notons l'augmentation du nombre d'actions dont la plupart se sont retrouvées ... chez Silver Standard. Souvenez-vous : ces nouvelles actions ont effectivement permis à Argonaut d'acquiescer le projet de San Augustin courant 2013. Les coûts d'extraction ont été bien maîtrisés à 644 usd l'once (dans notre modèle, nous tablons sur 675 usd). Les nouvelles ne sont donc pas parti-

News de nos sociétés

culièrement mauvaises. Néanmoins, les dépenses en investissement consommables de cash, la baisse des cours de l'or et une légère diminution des réserves prouvés et probables nous oblige à revoir à la baisse notre objectif de cours à 18,42 CAD, ce qui reste appréciable en regard du cours de bourse.

Axa Property Trust (UK): APT.L

Suite au vote de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 27 février, la société a décidé de retourner à ses actionnaires 2,1 M GBP sous la forme d'un rachat d'actions à 54,92 GBp. 3,97% du capital de la société sera ainsi racheté pour être annulé. L'opération commence dès le 31 mars et se clôturera le 11 avril. Plutôt une bonne opération puisque la dernière NAV au 31/12/2013 est évaluée à 54,92 GBp par action. L'effet sera donc légèrement relutif pour les actionnaires post opération.

BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V

Nouveau bénéfice pour notre distributeur canadien de films avec, fin du 3e trimestre, un bénéfice de 0,04 CAD par action, stable par rapport à l'année précédente (nous relevons malgré tout une faible baisse des ventes).

Capelli (France) Ticker : CAPLI.PA

Comme annoncé précédemment, la société se lance sur les marchés frontaliers à la France. Et c'est parti avec le premier programme de la filiale luxembourgeoise qui devrait être livré en décembre 2015, pour l'équivalent de 16 M EUR de CA.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Les résultats 2013 se soldent par une perte importante de -19,7 M EUR, du fait d'un marché toujours tendu. Ce qui n'a pas empêché le cours de s'envoler de +60% sur le mois de mars. Est-ce que le marché s'est focalisé sur la valeur patrimoniale de la société plutôt que sur sa rentabilité ? Nous n'en savons rien, mais il est vrai que le bilan de Ricchetti est solide en termes d'actifs : une VANT de 1,40 EUR, inférieure à la VANE de 1,61 EUR par action. Ce qui représente un potentiel de +330%.

Attention néanmoins, nous plaçons la société sous surveillance, car sa solvabilité vient de passer sous le seuil des 40% que nous exigeons, en passant à 39,2% avec les données comptables du 31/12/2013. Si nous ne percevons pas d'amélioration qui permettrait de considérer cet événement comme épisodique lors des prochaines publications, nous prendrons les mesures qui s'imposent : un large en bonne et due forme.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Des ventes simplement stables pour l'exercice 2013 (nous espérions une hausse mais la météo calamiteuse en Amérique du Nord en a décidé autrement) et une perte divisée par 3. Voilà les enseignements que nous retirons du dernier rapport financier de notre marchand de pièces de rechange pour le yachting et les loisirs de plein air. Des résultats mitigés et sans relief finalement. La VANT continue, en toute logique, à s'éroder pour s'établir à 5,90 USD.

News de nos sociétés

Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE

Le rapport annuel 2013 de notre casino préféré nous semble plutôt positif. La valeur d'actif net tangible est en progression de 1.70% à 3.5236\$ et la valeur net-estate est en progression de 4.10% à 3.3040\$. Au niveau du compte de résultats, le chiffre d'affaires est en baisse de 13%, mais contrebalancé par des dépenses en fortes baisse de 21% sur les jeux et de 6.5% sur les coûts fixes. La société dégage donc un profit de 0.06\$ par action, certes nettement inférieur au profit 2012 qui était de 0.15\$ par action, mais un profit quand-même.

La Direction impute cette baisse de revenus principalement sur les jeux, dû à la concurrence du casino Arundel Mills Mall, dans le Maryland, chose qui était connue et prévue lorsque nous avons investi sur la société. Les revenus hôteliers sont en hausse et sont notamment dû à des congrès plus nombreux organisés dans les bâtiments de la société.

La Direction nous semble donc avoir pris de bonnes décisions par rapport à la concurrence. Toutefois cette même direction nous relate son inquiétude sur une nouvelle loi de l'état du Delaware qui pourrait voir son application en juillet 2014 et qui augmenterait les charges de la société par de nouveaux impôts sur les jeux. La Direction n'exclut pas dans ce cas de rencontrer des difficultés pour refinancer son crédit, voire de ne pas être en mesure de faire face à ces remboursements. Et elle explique qu'en attendant, il est exclu pour elle d'engager de nouvelles dépenses en marketing et promotions pour se battre efficacement contre la concurrence. Et au pire, qu'elle pourrait être amenée à réduire son activité jeu!

Vous l'aurez compris, malgré un bon travail de la Direction, une période d'incertitude est devant la société et pèsera à coup sûr, sur les 6 premier mois de l'année 2014 et certainement sur l'ensemble de l'année.

Electronic System Technology (USA) Ticker : ELST

La société poursuit son bonhomme de chemin avec des ratios au 31 décembre 2013 toujours de bonne qualité : une VANN de 0,52 USD par action, une VANT de 0,53 USD par action, ce qui se traduit par un potentiel de 30%.

Nous conservons bien entendu cette ligne très peu liquide qui se négocie sur un marché non réglementé, dans l'attente d'une bonne surprise.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Toutes les résolutions présentées à l'AG ont été approuvées. Ce qui signifie que la société va commencer à réaliser ses actifs et retourner le produit à ses actionnaires.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Alléluia ! Une de nos premières daubasses, qui a fait couler tant d'encre, aussi bien au sein de l'équipe après 5 renforcements à la baisse, un beau ramassage de couteau en pleine chute. Et qui aujourd'hui semble vouloir nous rendre la monnaie. Cette ligne est désormais en « vert » au sein de notre portefeuille avec un rendement actuel de +16%. Enfin.

Et pour couronner le tout, c'est fromage ET dessert, notre papetier des Vosges nous gratifie d'un bénéfice de 4,3 M EUR malgré une activité qui stagne à 524,6

News de nos sociétés

M EUR. Le dividende est maintenu à 0,50 EUR par action. Le management ne s'attend pas à une année 2014 folichonne. La publication à venir du rapport annuel nous permettra d'en savoir un peu plus sur sa structure financière. En attendant, nous goûtons notre joie.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Notre holding philippino-indonésien a livré ses résultats pour l'année 2013. Les résultats des sociétés détenues sont, globalement, très bons : Philippine Long Distance Telephone (la plus importante participation) a délivré un bénéfice record tout comme d'ailleurs Metro Pacific Investment Corporation.

Par contre, les deux autres filiales ont connu des fortunes moins heureuses : la valeur d'Indofood a été durement touchée par la chute de la roupie indonésienne et celle de Philex par la baisse des cours du cuivre et de l'or.

Le rapport financier complet nous permet également de mettre à jour notre feuille de calcul tenant compte des différents événements de 2013, à savoir l'augmentation de capital mais aussi les différentes acquisitions. Nous vous proposons ci-dessus le calcul, par certificat ADR, de « notre » juste valeur de First Pacific (les cours pris en compte sont ceux au 31/03/2014).

Philippines Long Distance Telephone (Philippines, télécoms) : 4,08 usd

Metro Pacific Investments (Philippines, infrastructures) : 1,78 usd

Indofood (Indonésie, agroalimentaire) : 3,36 usd

Philex (Philippines, extraction minière et pétrole) : 0,57 usd

Pacific Light Power (Singapour, centrale électrique, non coté) : 0,38 usd

Dong Muang Tollways (Thaïlande, routes à péage, non coté) : 0,12 usd

Roxas Holding (Philippines, producteur de sucre) : 0,03 usd

Dettes nettes : -1,25 usd

La valeur du certificat ADR s'établit donc à 9,06 usd, ce qui, au cours de 5,01 usd, nous offre toujours cette alternative « pays frontières » avec une décote de 44 %.

Gefran (Italie) Ticker : GE.MI

Malgré la publication d'une perte de -8,5 M EUR que la Direction a estimée due à de nombreux éléments non récurrents pour -6,6 M EUR (réduction de la valeur des stocks ; 3,2 M EUR de dépréciation d'actifs ; 2,2 M EUR liés à des futurs litiges potentiels, le tout lié au secteur photovoltaïque de l'entreprise).

Résultat des courses, la VANT baisse à 3,79 EUR par action, alors que le cours décolle suite à des annonces d'un horizon très bien orienté par le management : objectif 2016. A savoir, 12,5% de croissance annuelle de l'activité, une marge d'EBITDA de 16% et d'EBIT de 12%. Le cours a atteint un plus haut à 4,34 EUR et nous ne suivrons donc plus cette valeur sur laquelle nous n'estimons qu'il n'y plus d'intérêts, vu que le cours a atteint un niveau auquel nous aurions vendu. Soit une plus-value potentielle de 34% par rapport à notre cours lors de notre analyse en novembre 2013 à un cours d'alors 3,24 EUR.

News de nos sociétés

Global Tech Advanced Innovations (USA) Ticker : GAI

Le rapport des 9 premiers mois de l'année clôturé au 31 décembre, montre une certaine stabilité de la valeur patrimoniale de la société. La VANT en très légère baisse s'établit à 22.04\$. Les valeurs netnet et net estate sont en légère augmentation, respectivement à 12.34\$ et à 19.72\$. Comme nous vous avons parlé, dans la lettre précédente, du dernier rapport clôturé en septembre, nous allons rester concentrés sur le trimestre, soit les trois derniers mois de l'année, pour observer les différentes évolutions. Nous constatons d'abord que le chiffre d'affaire est en hausse de 31% par rapport au même trimestre en 2012. Par contre, le coût des produits est en hausse de 36%, ce qu'avait annoncé la Direction. Au niveau des coûts fixes, ils sont également en augmentation de 16.66%. A l'arrivée, la perte sur 3 mois est de -0.22\$ par action alors que sur la même période en 2012, il y avait un léger profit de 0.02\$.

Nous remarquons aussi que les stocks et les factures clients sont en augmentation, tout en restant dans nos critères, ce qui n'amène pas de redressement. Nous pensons que ces deux postes sont à surveiller de près, puisque la Direction avait clairement expliqué dans le rapport précédent que le ralentissement des ventes en Chine avait amené leurs clients à réduire leurs stocks et à retarder la livraison de certaines commandes.

La Direction nous explique enfin qu'il sont à la recherche d'opportunités pour fabriquer d'autres composants électroniques, en plus de ceux qu'ils fabriquent déjà pour les caméras et les téléphones. Mais pour que ces idées prennent forme et qu'elles soit pertinentes à plus long terme, il faudrait que les coûts des salaires en Chine restent stable et qu'ils puissent trouver une main d'œuvre qualifiée dans le sud de la Chine. Deux points qui actuellement ne semblent pas faciles.

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

Une nouvelle bonne année pour notre industrielle canadienne. Si en 2013, le chiffre d'affaires est resté stable, le bénéfice par action a augmenté de 30 % pour s'établir à 0,20 CAD et la VANT prend un peu de hauteur, à 2,92 CAD par action proposant ainsi, au cours actuel, un potentiel théorique supérieur à 100 % ... Pas mal par les temps qui courent, pour une société bénéficiaire. Notons malgré tout que la société fait l'objet d'une plainte en justice dont le montant pourrait avoisiner les 0,18 CAD, un montant qui n'a pas été provisionné dans les comptes. La Direction ne prévoit pas une année 2014 nettement meilleure que 2013 même si un USD fort par rapport au CAD est traditionnellement bénéfique pour l'entreprise.

Henderson Land Development (Hong Kong) Ticker : HLDCY

En 2013, hors variation de la juste valeur des immeubles de placement, les activités foncières de notre holding de Hong Kong ont généré un résultat opérationnel en hausse de 15,5 %. Pas mal pour une entreprise dont un quart des actifs sont localisés en Chine, pays qui serait en pleine crise immobilière dit-on ... (pour rappel, les 3 autres quarts sont situés à Hong Kong). Nous attendons le rapport financier complet pour calculer la « vraie valeur » de la holding active,

News de nos sociétés

rappelons-le, essentiellement dans l'immobilier et la distribution d'énergie en Chine et à Hong Kong.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

C'est le rapport de gestion du 1er trimestre 2014 (clôturé le 31/01) qui nous est proposé. Une nouvelle perte sur ce trimestre (qui n'est pas, il est vrai, traditionnellement le plus porteur pour l'entreprise).

Celle-ci s'élève à 0,0485 euros (à comparer avec une perte de 0,0674 euros pour le même trimestre de l'année précédente). A nouveau, les ventes se sont légèrement tassées. Néanmoins, la Direction semble plus optimiste à présent, anticipant une bonne saison d'été et même un retour à l'équilibre pour l'ensemble de l'année. La VANT s'établit à 1,27 euros.

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

Comme attendu à l'image des 9 premiers mois, l'activité de l'exercice 2013 est en repli de -8% à 358,8 M EUR. Ce qui nous console un peu, c'est que l'EBIDTA se maintient à un niveau correct à 9,53 M EUR versus 13,01 M EUR en 2012. Le bas blesse davantage sur le résultat net, en chute de 90%, symboliquement positif à 0,1 M EUR.

La VANT ressort à 4,77 EUR par action, soit un potentiel de +127% à un cours de 2,10 EUR et la VANE à 3,08 EUR par action. Nous pensons que l'immobilier est largement sous évalué puisque non seulement la société a été créée en 1947, mais les terrains ne sont pas amortis et les données que nous prenons pour les bâtiments, sont les valeurs nettes. C'est-à-dire amorties depuis des années. Un concurrent qui souhaiterait s'implanter aujourd'hui sur les mêmes terrains que IRCE devrait déboursier un montant sans commune mesure avec les données que nous reportons. Ce qui nous laisse relativement sereins sur la sous-évaluation de la société au sein de son secteur.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Comme prévu, les comptes 2013 ont été impactés par la crise en Asie et plus particulièrement l'Indonésie (via la filiale Astra). Ils restent néanmoins de bonne facture. Parmi les éléments intéressants du dernier rapport financier, nous notons que le fait que Jardine Matheson a accumulé pas mal d'actions de Jardine Strategic en 2013. De là à envisager à moyen terme une fusion entre les deux entités ...

Voici ci-dessous le calcul que nous proposons pour la valeur du certificat ADR coté à New York pour cette holding en fonction des cours au 31/03/2014.

Jardine Motor (non coté, concession Mercedes en UK, Hong Kong et Chine) : 0,15 USD par certificat ADR

Jardine Lloyd Thompson (coté, assurance et réassurance, UK) : 0,75 USD

Jardine Pacific (non coté, conglomerat Chine et Asie du sud-est) : 0,32 USD

Hong Kong Land (coté, foncière Chine et Asie du sud-est) : 6,25 USD

Dairy Farm (coté, grande distribution Chine et Asie du Sud-est + franchisé Ikea à Hong Kong et Taïwan) : 8,54 USD

Mandarin Oriental (coté, hôtellerie internationale) : 1,07 USD

News de nos sociétés

Zhongshen Group (coté, nouvelle acquisition, concession automobile Chine) : 0,62 USD

Jardine Cycle and Carriage (partie non cotée, concession automobile Malaisie, Vietnam et Singapour) : 0,36 USD (75 % des fonds propres)

Astra (coté, conglomérat Indonésie) : 8,12 USD

autres actifs : 0,78 usd

soit une valorisation totale de 26,96 usd par certificat ADR.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Avec les chiffres semestriels du 31 janvier 2014, rien de neuf sous le soleil. Une net-net avec un ratio affolant de 0,49. Tout aussi affolant que la liquidité du titre ! Le potentiel est de +113%. Nous attendons que quelque chose se passe...

JKX Oil (UK) Ticker : JKXOY

Avec JKX, c'est double peine ! En effet, l'entreprise « junior pétrolière et gazière » se développe à la fois en Ukraine et en Russie. Avec l'actualité que l'on connaît liée aux tensions en Crimée, le titre n'attire des foules d'investisseurs. Ainsi, malgré des résultats 2013 honnêtes avec un résultat opérationnel de 9,2 M USD, nous retenons surtout une production en hausse de +18% à 9,7 milliers de barils équivalent pétrole par jour.

Au niveau du bilan, nous avons une décote sur la VANRe de 66% et de 36% sur la VCB. Le potentiel sur les actifs tangibles nets (VANT) ressort à 1,51 Gbp, soit +147% à fin mars.

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

La valeur patrimoniale de la société est en légère hausse, à 6.28\$, dû principalement à la disparition des taxes différées qui ont disparu et ceci malgré une perte de 3.17\$ par action sur l'ensemble de l'année 2013. La société cote aujourd'hui au-dessus de sa valeur net-net de 4.65\$ pour un cours de 5.13\$. Sa valeur net estate est de 6.01\$. Au niveau compte de résultats, le chiffre d'affaires a baissé de 12%, le coût des produits a également baissé de 12% et les coûts fixes sont en légère augmentation, de +8.4%. Une charge de restructuration vient amplifier la perte de 3.17\$ par action.

La Direction nous explique que cette baisse du chiffre d'affaires est principalement due à une demande en baisse et à la compression des prix sur l'internet, mais également une baisse de la demande dans le segment aérospatial et défense, qui serait dû à la réduction du budget américain en matière de défense. La Direction dit par contre est capable de remplir son carnet de commandes dans les 12 prochains mois, sans en dire plus. Ce qui peut paraître contradictoire avec ce qui a été dit sur les résultats de l'année 2013.

A ce stade, la décote de la société nous semble insuffisante, d'autant plus que les perspectives nous semblent assez floues.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Superbe ! Notre daubasse suisse a eu l'immense privilège de pouvoir exposer dans son siège social de Berne, le véhicule victorieux de Sébastien Loeb. Les curieux ont pu voir la formule 1 du champion au siège de notre société.

News de nos sociétés

Revenons à nos moutons : les chiffres. Et particulièrement ceux de 2013. La rentabilité opérationnelle s'est améliorée sur l'exercice, avec un EBITDA en hausse de 13% à 13,8 M CHF et un EBIT en hausse de 35% à 5,0 M CHF, versus 4,4 M CHF en 2012. Le résultat net est par contre lui en baisse de 45% à 5,2 M CHF du fait d'éléments exceptionnels non récurrents pour 6,4 M CHF en 2012.

Le bilan est toujours de bonne qualité, avec une VANT de 309,9 CHF par action. Le potentiel ressort ainsi à +79% au cours de clôture de 189,9 CHF le lundi 31 mars. A noter que la société cote toujours sous sa VANE de 258,4 CHF par titre. Un dividende en hausse de 10% sera proposé aux porteurs de parts sociales, soit 4,40 CHF par titre.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Notre « belle au bois dormant » est toujours aussi belle mais finalement, moins endormie que ce que nous imaginions. Sur l'année 2013, malgré le « couac » lié à la société de pêche espagnol Pescanova (qui, pour rappel, est tombée en cessation de paiement peu après que Luxempart y ait investi), la valeur liquidative de la holding a augmenté, dividende inclus, de 17 % soit à peine moins que l'Eurostockx 50 qui représente le mieux l'univers dans lequel la société est investie. En 2013, Luxempart a pris une participation importante de 16 % dans le capital de Mirato, un producteur italien de cosmétique non coté mais aussi dans Octopode, active dans la distribution et la commercialisation en ligne de location d'emplacements de vacances en plein air également non cotée et dans Stoll, une société allemande qui fabrique des élévateurs frontaux pour machines agricoles.

Mais surtout, elle a renforcé sa participation dans la française Direct Energie pour détenir à présent 10 % du capital ainsi que, de manière plus marginale, sa participation dans le promoteur belge Atenor et l'assureur luxembourgeois Le Foyer.

Parmi les grosses surprises de 2013, nous apprenons la vente de la moitié de la participation historique dans RTL Group mais aussi la cession totale du fabricant d'éoliennes allemands PNE.

Début 2014, pour des raisons de pondération, Luxempart a aussi allégé un peu sa plus grosse ligne, l'exploitant de satellite SES.

Enfin, il semble que Pescanova ne soit pas tout à fait morte : Luxempart participe à un consortium qui va tenter de redresser la société et envisage même d'investir de l'argent supplémentaire pour tenter de maintenir hors de l'eau la tête de ce pêcheur du dimanche. On parle d'une somme de 0,90 euros par action.

Bref, début 2014, Luxempart se retrouve donc à la tête d'un gros paquet de cash (14 euros par action suivant nos estimations).

Les informations fournies par notre holding sont toujours très parcellaires et rendent difficile l'élaboration d'un tableau de suivi de sa "juste valeur". Nous avons néanmoins tenté l'exercice avec toutes les réserves d'usage dans pareil cas et nous vous proposons ci-dessous le résultat de nos élucubrations en fonction des cours de bourse du 31 mars.

SES Global : 9,34

RTL Group : 2,28

News de nos sociétés

Atenor : 0,89
 Le Foyer : 8,38
 Pescanova : 0,00
 Direct Energie : 1,42
 SEO : 0,11
 Portefeuille dynamique : 2,66
 Private Equity et non coté : 6,52
 cash : 14,49
 soit une valorisation totale de 46,09 euros.

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

A la clôture du premier semestre clos au 31/12/2013, la malterie génère un profit de 4 M EUR sur la période. Nous restons vigilants sur le titre, essentiellement pour deux raisons. Premièrement, le potentiel sur la VANT (égale à 265,91 EUR) s'est fortement réduit avec la hausse du cours pour atteindre +16%. Et secondement, l'entreprise à travers ses filiales en Europe Centrale et dans la zone CEI est très exposée au marché russe et est européen. Nous ne savons pas ce que le conflit actuel en Crimée pourrait coûter à notre malterie. A suivre...

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Nous sommes quelque peu étonnés, pour ne pas dire agacés, de ne pas trouver les informations financières de l'exercice 2013 qui étaient annoncées pour fin mars sur le site institutionnel de la société. Ce n'est jamais un signe très encourageant. Nous avons désormais la garantie que Matica Technologies est bien une daubasse...

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Que le retour à la rentabilité promet d'être long et douloureux ! Les résultats 2013 de notre fabricant de salons sont plutôt mauvais. Les pertes sont localisées essentiellement en Italie et au Brésil. Si un énième plan de restructuration est lancé sur la « botte », la direction va seulement se pencher sur la problématique brésilienne. Nous n'avons vraiment pas l'impression que Monsieur Natuzzi « joue » avec son propre argent quand nous constatons cela ! Concrètement, l'année 2013 se termine par des ventes en baisse de 3,8 % mais surtout une perte multipliée par 2,5. Conséquence de ce train-train de sénateur pour mettre en place un plan de redressement crédible et efficace : une VANT qui baisse à 3,80 USD.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Notre carreleur haut de gamme a sorti une grosse perte sur 2013 à -7,8 M EUR malgré un EBITDA largement positif. Ceci s'explique par le montant élevé des amortissements comptables -17,2 M EUR et des dépréciations d'actifs, notamment au Portugal pour -3,6 M EUR.

Quelques chiffres sur l'entreprise valorisée moins de 70 M EUR :

- 90 M EUR d'investissements sur 5 ans
- 273 M EUR de ventes en 2013
- un EBITDA 2013 de 14 M EUR

News de nos sociétés

- une croissance attendue supérieure à 10% en 2014 sur le marché américain
- une VANT de 112,5 M EUR

Au cours actuel de 1,55 EUR par action, le potentiel sur la VANT (2,48 EUR par action) est de +95%.

Paradise (USA) Ticker : PARF

Dans le rapport annuel de notre confiseur préféré, nous constatons que la valeur patrimoniale est en belle hausse sur l'année 2013, à +5%, soit 39.95\$.

Grâce à son patrimoine immo, la VANE est plus importante et s'établit à 43.63\$ au lieu de 41.91\$ un an plutôt. Même si les ventes sont en recul de 6.5% sur 2013, tous les coûts sont également en baisse de 5%. A l'arrivée, les profits par actions sont de 1.50\$.

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

Le rapport annuel de Plaza Centers éclaire un peu la situation, même si cette situation est entièrement dépendante de la décision liée au détenteurs obligataires, de reporter ou pas les échéances à 3 ans. Pour rester sur ce problème majeur, la décision qui était prévue au 17 avril a été reportée au 26 juin. C'est sans doute un signe positif dans le sens où les créanciers ne veulent pas à tout prix récupérer leurs billes mais prennent le temps de discuter... Si la liquidation de la société n'est pas décidée, voici ce que l'actionnaire de Plaza détient comme valeur d'actif net tangible: 58.69 Gbp, soit presque 6 fois le cours actuel de la société. Les dépréciations de 48.30 Gbp sur l'année 2013 nous font penser que la Direction a fait preuve d'un maximum de lucidité et d'honnêteté dans ces évaluations. Et il est quand même peu probable que de nouvelles surprises sur cette valeur ne surgissent à court terme. Ce qui est par contre moins plaisant, c'est la solvabilité de la société qui est tombée à 37.58%! Si nous considérons que cette solvabilité a été dégradée par des dépréciations sur des immeubles qui vont être mis en vente, en principe dès les ventes réalisées, la solvabilité devrait donc s'améliorer! Nous restons donc attentifs.

Au chapitre des bonnes nouvelles, l'Ebitda reste positif, malgré tous les problèmes.

Il ne nous reste plus qu'à attendre le dénouement final sur le oui ou le non des créanciers obligataires.

Socfinaf (Luxembourg) Ticker : 7463

Notre société de plantation annonce l'absorption de la plantation camerounaise Safacam détenue par le groupe Bolloré. Si cette diversification sur un autre pays africain n'est pas pour nous déplaire (la Côte d'Ivoire représente le plat de résistance actuellement en termes de poids dans les actifs), nous espérons aussi que les actionnaires de Socfinaf ne seront pas grugés et qu'Hubert Fabry veille au grain afin d'éviter toute discrimination au niveau des valorisations respectives. On nous annonce également un dividende coupé en deux par rapport à l'année précédente... mais comme vous savez que le dividende n'est pas la solution la plus optimale sur le plan fiscal pour les investisseurs belges que nous sommes, cette dernière nouvelle nous laisse de marbre.

News de nos sociétés

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1937.63 euros, en hausse de 1.23% par rapport au mois passé. Dans le reporting mensuel, nous constatons que la société est investie à 57.04% en actions et à 42.96% en obligataire et produits de taux.

Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO

Notre holding « énergie/agriculture » a réellement souffert en 2013 notamment avec la chute de l'or (problème résolu à présent puisque nous rappelons que la société a vendu son or physique au cours du dernier semestre) et aussi les pertes récurrentes sur One Earth Farms (la filiale agricole que le groupe est en train, petit-à-petit, de transformer en groupe « viandeux » intégré par l'acquisition d'unités de transformation de la viande et l'abandon des cultures). Voici la nouvelle valorisation que nous vous proposons sur base du dernier rapport financier et des cours des participations au 31/03 :

AGRICULTURE

One Earth Farms : 0,27

Union Agriculture Group : 0,35

Potash Ridge : 0,09

Stonegate Agricom : 0,13

ENERGIE

One Earth Oil and Gas : 0,24

Long Run : 1,91

Virginia Energy : 0,01

ICD : 0,51

AUTRES ACTIFS NETS DE PASSIFS : 0,16

soit une valorisation totale de 3,66 CAD

Techniline (France) Ticker : ALTEC.PA

Un communiqué nous apprend que le chiffre d'affaire 2013 de la société est en hausse de 5%. Comme le segment audiovisuel a été abandonné en juillet, cette hausse du chiffre d'affaires sans la partie audiovisuelle serait en augmentation de 23%.

Il est dit enfin que le résultat net sera impacté par des charges de restructurations non récurrentes, sans plus de précision. Nous attendons donc le rapport pour plus de commentaires.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

Nous disposons pour ces news d'un condensé des résultats annuels de la société. La valeur patrimoniale de la société reste stable, malgré une perte de 4.092 millions, compensée par un rachat de 320 000 actions, soit 6% des actions. La VANT s'établit donc à 16.82€. La société dispose toujours de 14.04€ de liquidités par action. Les pertes ont été occasionnées par une dépréciation des devise face à l'Euro. Le Real Brésilien s'est déprécié de -20.5%, le Rupie Indien de -17.6% et le Rupie Indonésien de -31.9%. Les revenus ont très légèrement baissé de 6.5% mais l'Ebitda positif est de 296% supérieur à l'année 2012. La société a également augmenté en 2013 sa capacité de production d'électricité, passant

News de nos sociétés

de 628 MWatts en 2012 a 860 MWatts en 2013. C'est un bond de 37%. A ce stade et avec un cours de 12.30€, le potentiel de 37% est relativement faible, mais le risque est nettement moindre que lorsque nous avons acheté, puisque la société mettait en place des projets, alors qu'aujourd'hui certains projets sont fonctionnels, ce qui laisse penser que les autres projets en cours de développement le deviendront également.

Autre information, la société a décidé de changer de siège social. Etabli en France actuellement, la société déménagera bientôt au Luxembourg où elle possède déjà une filiale. Elle a aussi décidé de clôturer la cotation de ces actions sur NYSE Paris, pour être cotée sur la bourse luxembourgeoise. Cela ne devrait rien changer pour les actionnaires, sauf bien sûr pour ceux qui n'auraient pas accès à la bourse luxembourgeoise via leur courtier en ligne... ou des renseignements devront être pris, pour voir ce qu'il y a lieu de faire.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Et hop, une nouvelle année de transition est annoncée par la direction de Vet'Affaires après les très mauvais chiffres de vente pour le 1er trimestre. En apparence, l'année 2013 est « correcte » avec un résultat à l'équilibre, mais les objectifs assignés par la Direction n'ont pas été atteints : la politique de vente de produits de marque est un échec, les ventes par internet ne se développent pas et le nombre de clients par magasin se tasse. Bref, des nouvelles erreurs stratégiques que la Direction reconnaît sans problème. Une Direction honnête et daubasse ... celles que nous préférons. En attendant, la VANT s'établit à 23,16 euros, laissant, au cours actuel, une marge de sécurité correcte.

Vianini Industria (Italie) Ticker: VIN.MI

Une activité 2013 divisé par 2 ! Une perte de près de 4 M EUR !!! Catastrophe ! Et bien, non. En fait, l'activité opérationnelle de la société ne nous intéresse pas particulièrement. Il faut regarder autre part dans cette société pour trouver l'or : l'immobilier et le portefeuille de titre. L'entreprise est valorisée par le marché à 1,48 EUR par action. Et pour ce prix, vous obtenez par action :

- + cash = 1,01
- + stocks = 0,07
- + créance (avec décote 30 %) = 0,19
- + immobilier valeur acquisition (décote 20 %) = 0,55
- + Parted (décote 20 %) = 0,51
- + Cementir (cours de bourse) = 0,58
- + Generali (cours de bourse) = 0,98
- passif = -0,29
- TOTAL = 3,60

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

De très bons résultats 2013 pour le conglomérat italien. Notamment, elle parvient, de nouveau, à proposer des résultats opérationnels positifs : 0,21 euros par action avant impôt. Quand on sait que le cours de l'action est inférieur de plus de 30 % à la valeur des participations financières cotées (Cementir, Generali, Unicredit et Acea) et non cotées, on comprend de suite que ces activités

News de nos sociétés

opérationnelles bénéficiaires (elles l'ont toujours été, même au plus fort de la crise de l'euro) sont gratuites ... une belle cerise sur un gâteau qui nous semble déjà copieux. Nous attendons le rapport financier complet pour affiner notre évaluation de la société.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

Avec ce fonds fermé, une routine s'est installée... Croissance de la valeur de la part, rachats d'actions à bon compte, ... Le genre de routine qui n'est pas pour nous déplaire car la création de valeur pour l'actionnaire est bien réelle. Pour preuve, depuis le début de l'année 2014, le titre a progressé de près de +20% et la performance depuis notre achat approche les +100%. Nous espérons que cette « routine » va se prolonger le plus longtemps possible !

L'actif net (NAV) par titre ressort à 2,025 au 28 mars 2014, en hausse de 1,7% par rapport au mois dernier. Soit une décote de 25%, avec le cours de clôture du 28 mars (1,52 USD).



Analyses de société

Alamos Gold Inc.

(NYSE, Ticker: AGI / ISIN : CA0115271086)

I. Introduction



ALAMOS GOLD INC.

Comme beaucoup de mines d'or, Alamos est une société canadienne, fondée en 2003 par la fusion de deux groupes miniers.

A l'heure actuelle, elle ne détient qu'un seul projet en exploitation, celui de Mulatos au Mexique mais elle a également d'autres projets en développement ou en exploration au Mexique, en Turquie et aux USA.

La particularité d'Alamos, c'est que la majorité de ses projets sont des mines à ciel ouvert, ce qui permet, malgré des teneurs en or assez faibles, de supporter des coûts d'extraction relativement faibles nous permettant d'obtenir une marge de sécurité intéressante en fonction des cours de l'or.

Le 6 mars, nous avons acquis 480 actions Alamos au prix de revient, frais de courtage et taxe de bourse inclus, de 9,89 USD.

Voyons donc en détail ce que vaut cette société.

Nous ne prendrons en compte que le site de Mulatos, un site en développement acquis également au Mexique en 2013 ainsi que deux projets en développement en Turquie : les autres projets nous semblent trop peu avancés pour les valoriser et nous les conservons donc en guise de « bonus » ou de « [cerise sur le gâteau](#) ».



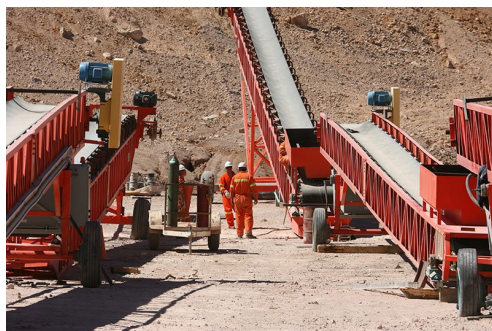
Mulatos est donc une mine à ciel ouvert avec une teneur en or assez faible (moins de 1 gramme par tonne). Malgré cela, les coûts d'extraction sont raisonnables à 625 USD l'once. Par prudence, pour valoriser ce projet, nous tenons compte d'un coût d'extraction de 720 USD l'once) et uni-

quement des réserves mesurées et indiquées (soit 2 515 000 onces) en « oubliant » les réserves supposées. Nous comptabilisons 5 années de dépenses d'investissement (soit 100 mio USD) et projetons un cours de l'or de 1 031 USD l'once (moyenne à 400 jours amputée de 30 %).

Nous obtenons pour Mulatos une valeur de 682 millions USD. Mais la meilleure, c'est que cette mine avait été achetée en 2003 pour ... 10 millions USD. Si cette

Analyses de société

Direction arrive à créer autant de valeur sur au moins 1 des projets en cours, ce sera le jackpot (même s'il faut tenir compte de toutes les dépenses d'investissement qui ont été nécessaires depuis pour mettre le site en exploitation).



Passons à présent aux sites turcs et le plus avancé dans son développement : **Kirazli**. La Direction estime que les coûts d'extraction seront de 515 USD par once mais, pour notre part, fidèles à notre prudence légendaire, nous majorons ce montant de 15 % et tenons compte d'un coût de 592 USD. Nous tenons compte des réserves mesurées et indiquées et «

oublions » les réserves supposées. Nous prenons en compte l'ensemble des coûts d'investissement encore nécessaires estimés par la Direction et les majorons de 15 % (soit 190 millions). En fonction de ce qui précède, nous obtenons pour Kirazli une valeur de de 149 millions USD.

Le 2e site turc est celui de **Agi Dagi**. Les *cash costs* estimés sont de 611 USD (nous majorons de 15 % et tenons compte de 703 USD/oz). Nous reprenons les réserves mesurées et indiquées et ne tenons pas compte des réserves supposées. La Direction estime les coûts d'investissement futurs à 325 millions, mais nous majorons ce montant de 15 % pour notre estimation. En fonction de ce qui précède, nous valorisons Agi Dagi à 164 millions USD.

Ces deux projets turcs contiennent aussi une belle proportion d'argent, les recettes provenant de la vente de celui-ci étant déduites des coûts de production indiqués ci-dessus.

Nous ne prenons pas en compte un 3ème site turc en l'absence d'information de la Direction concernant les coûts d'extraction ou les investissements nécessaires, mais celui-ci pourrait réserver de bonnes surprises : il s'agit de Çamyurt qui contient des réserves mesurées et indiquées conséquentes.

Enfin, nous tenons compte de la dernière acquisition, le site d'**Esperanza** au Mexique. Ce site contient aussi une bonne part d'argent. Toujours en développement, la direction estime les coûts d'extraction, après déduction des recettes liées aux ventes d'argent, à 500 USD l'once. Nous majorons ce montant de 15 %, ajoutons les coûts d'investissement prévus également majorés de 15 % (soit 139 millions) et tenons compte des réserves mesurées et estimées (soit 1 237 000 onces). Nous comptabilisons Esperanza pour 425 millions USD.



Analyses de société

La société est, de plus, assise sur une véritable tirelire : 417 millions USD de liquidités disponibles au 31/12/2013. Nous tenons compte également du passif de 87 millions USD.

En fonction de tous ces éléments, nous estimons la juste valeur d'Alamos à 1 769 millions USD ou 13,73 USD par action.

Mais pour nous, il y a mieux : nous avons constaté qu'en 2013, la société a généré un Ebtida de 95 millions USD (et même 169 millions en 2012 !). Tablons par prudence sur 80 millions dans le futur. Donc, en toute logique, la société disposera d'ici 5 ans, de 417 millions de trésorerie existante + 5 X 80 millions d'Ebitda, soit 817 millions, hors impact du dividende et coûts des investissements. Or, le coût des investissements futurs planifiés par la Direction est inférieur à ce montant. On peut donc supposer que la société ne devra pas faire appel au marché et donc faire supporter des coûts de dilutions supplémentaires à ses actionnaires actuels.

Comme nous l'avons signalé plus haut, nous avons décidé de ne pas prendre en compte les autres projets en développement moins avancés ou qui sont encore seulement au stade de l'exploration.

Parmi ceux-ci, le projet turc en développement de Çamyurt (640 000 once de réserves supposées), trois petits projets mexicains pour environ 50 000 onces chacun de réserves supposées mais aussi Quartz Mountain aux USA dans l'Oregon, acquis en 2013 également et qui annonce fièrement 2 850 000 onces de réserves supposées.

Voici donc, peut-être, quelques potentielles heureuses surprises pour les actionnaires que nous sommes pour les années à venir.



Analyses de société

Migatronic

(Copenhagen, Ticker: MIGA-B.CO / ISIN : DK0010225127)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Migatronic est une société danoise fondée en 1971, active dans toute l'Europe ainsi qu'en Inde et en Chine. Elle fabrique et commercialise tout ce qui a trait à la soudure, tant les machines à souder elles-mêmes que les accessoires nécessaires. Elle emploie un peu moins de 300 salariés.

La société fournit ses produits principalement aux secteurs industriels et automobiles, et offre des solutions de soudage à l'industrie offshore. Sa gamme de produits comprend une sélection de machines à souder, machines de découpe au plasma, automates de soudage, dévidoirs, de tuyaux de soudage, torches, consommables et accessoires. Elle propose également une gamme de services de réparation, d'entretien et d'inspection de l'équipement de soudage.

Les produits destinés au marché européen sont fabriqués sur le territoire danois alors que les usines indiennes et chinoises produisent essentiellement pour le marché local.

L'année 2013 a été plutôt médiocre pour Migatronic. Il semble que le marché du soudage ait globalement perdu 20 %, ce qui s'est inmanquablement traduit sur les ventes de la société. Ce que la Direction ne précise pas, ce sont les raisons de cette forte baisse dans le secteur. Est-ce conjoncturel ou plutôt structurel ?

Des nouvelles techniques comme les soudures à froid ne risquent-elles pas de rendre les appareils de Migatronic obsolètes ? Nous n'en avons aucune idée, même si nous avons bien compris que les productions de l'entreprise sont surtout destinées à l'industrie plutôt qu'au bricoleur du dimanche, mais c'est un élément à prendre en compte.

Passons donc à la valorisation de cette daubasse ...

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

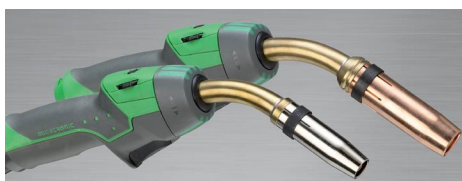
Nous relevons un actif courant de 246,53 DKK par action, duquel nous retirons le passif de 156,57 DKK. La VANN de Migatronic s'établit donc à 89,95 DKK.

Analyses de société

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

La société est propriétaire d'immeubles déjà amortis pour plus de la moitié de leur coût d'acquisition. Même s'ils sont probablement fort spécifiques (c'est-à-dire à destination industrielle), cette ancienneté nous rassure malgré tout (l'inflation faisant son œuvre et compensant généralement largement l'usure éventuelle du bien). Ces immeubles ont été acquis pour 190,87 DKK. En prenant notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajoutant à la VANN, nous obtenons une VANE pour Migatronik de 242,65 DKK.

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



Nous commençons avec l'**actif courant** et son poste le plus important qui est le **stock**. Les articles qui le composent sont détenus pendant une durée moyenne de 122 jours, ce qui peut sembler important pour une

société de fabrication qui peut se permettre d'imposer à ses revendeurs de travailler en « just-in-time ». Néanmoins, il semble bien que la société écoule une grosse part de ses produits directement au consommateur final, ce qui l'oblige à conserver un stock « tampon ». De plus, nous constatons que la durée de détention moyenne de 2013 est en baisse conséquente par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices. Nous relevons aussi que la Direction a déjà acté des réductions de valeur équivalentes à 2 % de la valeur brute. Face à ces constats, nous prenons une marge de sécurité raisonnable de 20 % sur la valeur aux livres et amputons la VANE d'un montant de 20,86 DKK.

Les **créances commerciales** sont réglées en moyenne à 54 jours, également en baisse par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices comptables. La Direction est, de plus, assez prudente dans son évaluation de ce poste : 10 % du montant brut a été provisionné à titre de créances douteuses. Ici aussi, nous pouvons nous contenter de prendre des marges de sécurité assez réduites que nous établissons, très subjectivement, à 10 %, soit 10 DKK par action.

Signalons enfin que la société dispose d'une réserve de **cash** et de **placements à court terme** intéressante de 34,80 DKK par action, soit près de 20 % du cours de bourse actuel.

A l'**actif fixe**, le plat de résistance est constitué des **immeubles**, comme nous l'avions signalé plus haut.

Les **installations** et le **matériel de production** représentent, en valeur d'acquisition, un montant très important de 208,85 DKK. Mais, comme vous le savez, nous sommes toujours très circonspects avec ce genre d'actifs, souvent très spécifiques et difficilement négociables. Nous le repre-



Analyses de société

nons pour 5 % de sa valeur d'acquisition, soit 10 DKK par action.

Hors bilan, nous tenons compte de 50 % des **engagements futurs de loyers et leasing opérationnels à payer**, ce qui représente 9,34 DKK.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons la valeur de Migatronic dans le scénario d'une mise en liquidation volontaire à 212,35 DKK.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Malgré son statut de daubasse, Migatronic est une société qui, ô joie, génère des profits. Néanmoins, ô désespoir, la lourde perte subie en 2009 annule tous les profits suivants. Il nous faudra donc attendre un exercice comptable supplémentaire pour voir cette « annus horribilis » sortir des données nécessaires pour notre calcul qui s'étalent, rappelons-le, sur 5 années. Ceci dit, pas de regrets : même sans tenir compte de cette fameuse année « de crise », la VCB aurait été largement en dessous du cours de bourse actuel.



VI. Conclusions

Au cours actuel de 168 DKK, il y a moyen d'acquérir des actions Migatronic avec une marge de sécurité de :

- 30 % sur la VANE
- 20 % sur la VLMV

Quant au potentiel cours/VANT, il est, pour l'heure, limité à 18 %, la VANT étant, phénomène assez rare, inférieure à la VANE, ce qui s'explique par le montant important des amortissements des terrains et immeubles.

Comme nous le signalions en introduction, une de nos craintes concernant Migatronic est que les techniques de soudures proposées par la société ne deviennent obsolètes. Une partie de cette angoisse ne nous semble que partiellement fondée : nous voyons que la société investit énormément dans la recherche et le développement. Certes, ces frais ne sont pas pris en charge directement dans

Analyses de société

le compte de résultat mais « actifs » au niveau du patrimoine de l'entreprise. Vous nous connaissez, ami(e) lecteur(trice) : ce genre d'actifs ne nous intéressent guère dans le cadre de notre approche et nous n'en avons pas tenu compte dans le cadre de nos diverses valorisations. Néanmoins, on ne peut nier que ce genre de know-how doit probablement valoir quelque chose. Ainsi, après amortissement, il représente 56 DKK au bilan de Migatronik. Mais, vous ne nous en voudrez pas si nous considérons ces « actifs » comme d'éventuelles « cerises sur le gâteau » plutôt que comme « valeur » à part entière.

Le ratio technologique ressort à 53% (ce qui signifie que les dépenses des 5 dernières années en R&D, soit 37,3 M DKK, représentent 53% de la capitalisation actuelle).

Pour l'heure, si l'action correspond à tous nos critères d'achat tant en termes de décote que de solvabilité, la faiblesse du potentiel nous incite, dans le cadre de notre propre approche, à la placer dans notre « watch list » en attendant un éventuel coup de tabac qui ferait plier le cours et nous offrirait un point d'entrée intéressant.



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