

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 20
Suivi des sociétés analysées	page 22
News de nos sociétés	page 24
Analyse de la société Albemarle & Bond	page 31
Analyse de la société Matica Technologies	page 35
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 40

Edito



Rétrospective 2013

Nous vous souhaitons une bonne année 2014 à tous, et comme toujours, un maximum de plus values pour l'année qui vient de commencer!

C'est la troisième année que nous vous présentons le déroulement du film de l'année qui vient de se terminer. Cela nous permet de revenir une dernière fois sur nos achats et nos ventes, et aussi de vous faire découvrir quelques réflexions et anecdotes d'arrière boutique.

2013 a finalement été une bonne année, avec une performance du portefeuille du club de **20.74%**, battant notre indice de référence de 0.58%. Malgré tout, le portefeuille a été nettement plus au coude à coude que les années précédentes avec son benchmark le Tracker MSCI World où nous nous sommes fait dépasser puis où nous avons redépassé. Bref, une bataille à couteaux tirés en quelque sorte, pour ainsi dire... alors que d'habitude, comme en 2009 - 2010 - 2012, nous étions loin devant et dès le début de l'année, ou comme en 2011 où nous étions derrière en début d'année et loin derrière en fin d'année.

Nous avons à deux reprises remarqué en 2013 que quand les indices reculaient, le portefeuille Daubasses résistait mieux. Par contre sur poussée des indices, notre portefeuille ne poussait pas autant, pour ainsi dire! Ce qui nous fait toujours penser, voire espérer, que notre portefeuille fera preuve de plus de résistance que les indices, sur chute plus marquée. Notamment du fait de la structure de notre portefeuille qui a été renforcé en cash et en minière (y compris Sprott Ressources) représentant au 31 décembre 17,47% du portefeuille.

En 2013, nous avons enregistré 57 mouvements : 34 achats et 23 ventes. 2013 a produit 18 ventes en gain dont 12 sociétés. Parmi ces 12 sociétés, 5 *baggers*, soit le double de 2012, plus 6 options. 6 ventes de sociétés ont été enre-

Edito

gistrées avec une perte.

La plus grande plus value de 2013 a été effectuée grâce à notre promoteur immobilier anglais, Barrat Development Plc, avec +528.32%!

Et notre plus grande perte a été générée par notre chinoise Qiao Xing Universal Ressource, avec -100%, soit la première faillite de notre portefeuille depuis 5 ans d'existence.

Il ne nous reste plus en portefeuille que 3 sociétés des 30 premières que nous avons achetées le 24 novembre 2008, à la constitution du portefeuille. Parmi ces 3 sociétés, 2 sont en plus values latentes (Sport Halley et Coast Distribution System) et une en perte (l'inénarrable Taitron).

La performance totale de notre portefeuille était de +587.41% au 31 décembre 2013, soit **45.89% annualisé sur 5 ans et 37 jours**.



Janvier 2013

2 janvier - Achat de Amtech et de Electronic System Technologies

Encore bien trop « orvalisés » par la débauche alcoolisée du dernier jour de 2012 et du premier jour de 2013, nous démarrons l'année sur les chapeaux de roues en pilote automatique. Nous parvenons tout de même à nous concentrer quelques minutes, pour passer les deux ordres sans fioriture. Et nous achetons ces deux technologiques. En fait, nous avons analysé ces technos dans la dernière semaine de l'année et tout était quand même clairement établi. Rappelez-vous que nous avons trouvé fin 2012 plusieurs sociétés technologiques décotées. Nous sommes donc passés à l'action sans attendre, mais avec prudence, puisque nous y avons investi moins de 1% du portefeuille, en espérant pouvoir renforcer. Chose à postériori que nous avons regrettée. Moins de 1% était trop peu et nous n'avons pas eu la possibilité de renforcer. Bien sûr, le 2 janvier,

Edito

nous ne savions encore rien de tout cela.

8 janvier - Vente de China Crescent et de Qiao Xing Universal Ressource

Nous avons évoqué nos casseroles Chinoise continentales à de nombreuses reprises sur notre blog et c'est sans doute la dernière fois que nous les évoquons. En fait, ce 8 janvier, nous décidons d'acter clairement nos erreurs, en vendant China Crescent pour 0.0001\$. Comme nous disposons de 3.895.000 actions, nous encaissons 273,87€. Notre perte est de 92,77%, la somme de départ était de 3.787,16€. Pour Qiao Xing, nous n'avons même pas l'opportunité de sauver quelques centaines d'euros, puisque la société s'évapore de la cotation. Nous actons une perte de 100% et considérons que nous venons de subir notre première faillite. La somme laissée sur le tapis est de 1.086,17€. S'il y a nettement plus coûteux pour une faillite et même si nous avons décidé depuis 2012 de ne plus investir sur les chinoises continentales après de nombreuses discussions, et aussi si les pertes étaient déjà intégrées dans le portefeuille puisque la chute ne datait pas d'hier, il n'empêche que nous avons éprouvé une certaine douleur à installer en haut du tableau des pertes, ces deux chinoises.

9 janvier - Achat de Semi-Led et renforcement de Chromcraft Revington

Nous enchaînons donc avec l'achat de Semi-Led, chinoise insulaire de Taiwan qui produit des LEDs. Le potentiel estimé par rapport à notre prix d'achat est de X6. Pour les nouveaux abonnés, l'opération peut paraître bizarre, puisque la veille nous avons largué deux chinoises qui ont occasionné des dégâts et aujourd'hui, nous rachetons une chinoise. En fait la discussion et la décision date de 2012, où, après avoir subit 5 mésaventures sur des chinoises pour lesquelles tous les comptes et bilans étaient une vase blague, comprenez erronés volontairement, nous avons décidé de ne plus investir en Chine continentale où d'une part l'actionnaire était considéré comme un « caillou » et que cela ne changeait absolument rien qu'elles soient cotées aux USA et donc en principe contrôlées par la SEC, « les gendarmes à Saint-Tropez » de la bourse américaine. Par contre, en menant plusieurs recherches, nous sommes arrivés à la conclusion qu'il ne fallait pas mettre toutes les chinoises dans un même panier, puisque les îles de Taiwan, Macao et Hong Kong, avaient une toute autre histoire politique et économique et n'étaient pas, selon nous, différentes des pays occidentaux, dans leur fonctionnement et leurs règles économiques et boursières. Ce 9 janvier, nous renforçons une troisième fois Chromcraft Revington, société US que nous détenons en portefeuille depuis le 9 juin 2009, la société cotant au moment de ce renforcement à 10% de sa valeur net-estate et son cours ayant perdu 50% par rapport à notre prix de revient moyen. Le potentiel estimé est de X9.

18 janvier - Vente d'une option put sur Radio Shack

Nous assurons à l'acheteur de nos options que nous achèterons ces actions à n'importe quel prix sous 2\$ à échéance de juillet 2013. C'est la troisième fois que nous émettons une option put sur Radio Shack, et nous n'avons pas obtenu les deux fois précédentes un prix sous 2\$, nous n'avons donc jamais été exercés. Avec une prime de 0,37\$, si nous ne sommes pas exercés, nous obten-

Edito

drons un rendement brut de 18,5% en 6 mois. Ou encore 17,6% net de frais. Comme vous le savez depuis quelques temps, c'est notre manière d'essayer d'obtenir un prix décoté, sur une société qui ne correspond pas à nos critères au moment où nous la repérons et à condition qu'il soit possible d'émettre des options put sur la cible et que le prix de ces options nous fasse, en cas d'exercice, obtenir un prix de revient correspondant à nos critères habituels de décote.

Février 2013

11 février - Achat du Holding First Pacific Corporation

Nous ne lâchons pas l'idée d'investir sur l'Asie, chose qui n'est pas évidente avec décote et avec l'offre. Nous investissons le 11 février sur le holding de Hong Kong, actif aux Philippines, en Thaïlande et en Indonésie. La décote n'est pas fulgurante, mais nos critères de 30% par rapport à la NAV sont respectés. Cela nous a semblé suffisamment rare pour ne pas rater le coche, mais sans exagération et en nous gardant la possibilité de renforcer sur faiblesse du cours. La position représente 0,75% du portefeuille

19 février - Achat du holding Jardine Stratégic Ltd

Et toujours à Hong Kong, 8 jours plus tard, nous fonçons aussi sur un autre holding, Jardine Stratégic, qui est en fait un holding du groupe Jardine Matheson fondé en 1832, en Chine, et plus précisément à Hong Kong. Aujourd'hui enregistré au îles Bermudes. Les participations de Jardine Stratégic sont croisées. Et ce qui nous a vraiment intéressé, c'est la diversification, nettement plus importante que pour First Pacific, sur l'Asie. Mais tout comme First Pacific, la décote n'est pas extravagante, mais reste dans nos critères minimum de 30% sur la NAV et la position ne représente que 0,75% du portefeuille. Nous poursuivons avec cette investissement notre pratique *little touch*, en attendant plus de décote.

20 février - Renforcement de Dundee Precious Metal

Si lors de notre premier investissement sur l'or à travers cette mine canadienne en octobre 2011, nous n'étions pas tous d'accord sur le sens à donner à cet investissement. Les injections massives et conjuguées de la FED, la BOJ et la BCE, de monnaie papier dans le système financier mondial, ajouté à cela la santé économique plus que précaire de l'Europe en ce début d'année 2013, nous ont amené à l'unanimité sur le sens de cette investissement. Nous renforçons pour la seconde fois, car l'or est passé sous les 1.600\$, à 1.564\$ ce 20 février et que notre juste valeur calculée sur les réserves et liée aux coûts d'extractions nous fournissent une décote conséquente.

28 février - Vente de Pursuit Dynamics

Des 7 technos que nous avons achetées en octobre 2011, jusqu'à nos deux derniers achats du 2 janvier 2013, c'est la première à tomber. Elle était comme les 6 autres, saupoudrées à un peu plus d'un demi-pourcent du portefeuille, et malgré la belle performance des 6 autres, cela ne fait jamais plaisir. Le dernier

Edito

rapport montrant une valeur d'actif net tangible à peu près égal au cours, nous n'avons pas le choix et actons donc une perte de 51.65%. Nous discutons une nouvelle fois entre nous de l'importance de la diversification qui donnera lieu à un article sur le blog à l'occasion du bas les masques de Pursuit Dynamics. S'il est évident qu'un raté sur 6 est plutôt pas mal, nous revenons malgré tout sur les regrets que nous éprouvions de ne pas avoir investi plus au départ sur ces technos, puisque les performances sont comprises entre 15% et 92% sur les 6 autres. Nous essayons de comprendre dans quelle mesure nous pourrions gommer la distorsion entre le moment de l'investissement où nous décidons prudemment, pour des raisons évidentes de fragilité de la société fournie par l'analyse, et le moment où nous constatons que l'investissement a plutôt bien tourné et alors nous regrettons. Le manque à gagner chiffré approximativement entre nos little touch, variant de 0,55% à 0,80% sur ces 7 sociétés technologique au lieu de 3.33%, est de 10% de performance totale sur le portefeuille à ce stade. C'est beaucoup! Mais bien entendu à posteriori. Et nous aurions également été diversifiés de la même manière avec 3.33% sur chaque position. Par contre, nous avons constaté deux problèmes techniques: nous n'avions pas suffisamment de liquidités pour investir 3.33% sur ces 7 sociétés, et nous ne savions pas au départ sur combien de sociétés le marché nous permettrait d'investir. Au final de la discussion, nous optons pour les regrets de manque à gagner que nous nous efforcerons de mieux accepter à l'avenir, mais plus encore qui ne devons en aucun cas nous écarter de notre prudence de départ, si nous constatons lors de l'analyse une certaine fragilité de la société. Nous décidons toutefois d'investir lors d'un premier lot à hauteur de 1%, nous permettant de renforcer 3 fois en cas de chute des cours et de maintien de la valeur patrimoniale de la société.

Mars 2013

25 mars - Vente de Adler Real Estate

Notre premier *bagger* 2013 est une immobilière allemande qui nous produit 155% de plus value.

Avril 2013

1 avril - Vente de AV Homes (ex Avatar)

Une seconde immobilière qui sort par le haut et qui faisait partie des 30 premières sociétés du portefeuille. Le 24 novembre 2008, nous avons acheté Avatar à 26,83\$. Nous avons renforcé une première fois le 10 décembre 2009 et payé 16.32\$, et une seconde fois le 2 décembre 2012 à 5.92\$. C'est en gros et avec le recul, l'histoire d'un couteau qui tombe et que nous ramassons chaque fois plus bas, pour déboucher enfin sur une plus value finale de... 89,87%! En ce début avril, nous avons l'impression avec cette seconde sortie par le haut de nos immobilières que nous revendons quand tout le monde achète, puisque l'on entend de plus en plus que l'immobilier se porte mieux... En portefeuille, il ne nous reste plus que notre immobilière Barrat Development Plc.

Edito

2 avril - Achat de Zoom Telephonics

C'est une huitième technologique que nous achetons. C'est sans doute la moins liquide des 8 sociétés. Et nous avons quelques difficultés, vu la volatilité du cours, à être servis. Cette volatilité se poursuit toujours aujourd'hui, avec des +60% et -40% assez couramment. Coeur pas bien accroché, s'abstenir!

12 avril - Vente partielle du fond Elephant Capital

Nous participons en réalité à un rachat d'actions proposée par la Direction, à 39 Gbp.

18 avril - Renforcement de Oceana Gold et de Dundee Precious Metal

L'or a franchit la barre des 1.400\$ l'once, à 1.387\$ ce 18 avril. Nous renforçons nos deux mines pour la deuxième (Oceana Gold) et troisième fois (Dundee Precious Metal). Nous ramassons une nouvelle fois un couteau qui tombe, par *little touch* et comme à chaque fois, ce n'est jamais facile car le doute est de plus en plus important sur le bien fondé de l'idée, malgré la décote, de ces mines, leurs coûts bas, voire très bas pour Dundee... Et c'est à ce stade que le *process* devient fondamental. Car un peu comme AV Home dont nous vous avons parlé un peu plus haut, il faudra peut-être cinq ans pour que nous ayons raison et sorties avec une plus value importante.

21 avril - Suite a une réflexion d'Alain, un de nos abonnés, sur la capitalisation d'une Daubasse, et faisant échos à notre achat de Zoom Téléphonie (capitalisation de 1.2 millions de USD), nous travaillons sur les statistiques de toutes nos ventes avec gains et avec pertes du portefeuille. Pour tenter de comprendre à quel niveau de capitalisation et donc de liquidité, une société de type *small cap*, comme le sont les daubasses de manière générale, vaut la peine d'être achetée, pour que cette capitalisation ne deviennent pas une source de risque supplémentaire. Nous publions bien entendu un article complet concernant cette réflexion sur notre blog. En conclusion et grâce à notre historique, nous décidons de fixer une limite à la capitalisation, soit au minimum 5 millions dans la devise de cotation. Les gains générés par les capitalisations sous 5 millions n'offrent aucun avantage statistique par rapport aux pertes générées par les capitalisations sous 5 millions. Nous remercions une nouvelle fois Alain, et tous nos lecteurs et abonnés, pour les réflexions qu'ils nous apportent.

23 avril - Vente de Chromcraft Revington et achat de Loeb Holding

La vente de Chromcraft est assez confuse. La Direction annonce un délistement, nous leur écrivons pour leur demander si la société restera bien cotée sur le Pink Sheet. Et nous attendons toujours la réponse au moment où nous rédigeons cette lettre. Bien sûr, dès l'annonce de délistement, le cours plonge. Ensuite, la Direction annonce un *Management Buy out*, c'est-à-dire que cette direction veut racheter les actions et annonce la couleur de 0,77\$. Donc en gros, nous sommes devant l'équation suivante: soit on leur vend pour « pas cher » nos actions à 0,77\$, soit on peut se retrouver avec des actions non cotées. Une direction élégante, vous en conviendrez. Entre temps, le cours s'ajuste et le marché croyant que la direction bluffe et donc s'attend à une meilleur offre, le

Edito

cours est proposé à 0.80\$. Comme nous sommes des investisseurs et pas des joueurs de poker, nous vendons très vite. Et nous enregistrons la plus petite perte du portefeuille à ce jour, à -0.86%. Pas très grave, bien que pas très glorieux non plus, après 1.419 jours de détention de l'action...

Le 23 avril, nous achetons également une société suisse, Loeb Holding, active dans l'immobilier et la distribution. Les daubasses suisses sont plutôt rares et nous sommes assez satisfaits de pouvoir diversifier notre portefeuille dans une devise dont la solidité n'est plus à démontrer.

30 avril - Rachat de l'option put Radio Shack

Le dernier rapport de la société étant désastreux, nous constatons que la valeur d'actif net tangible est autour de 2\$. A ce stade, notre option put qui devait nous offrir la société à un bon prix, soit sous 2\$, n'a plus le moindre sens. Nous rachetons donc notre option pour 208,88\$... que nous déduisons de la prime offerte à l'émission, soit 673,73\$. Notre rendement sur cette opération est de 11,91% en 102 jours.

Mai 2013

17 mai - Renforcement de Dundee Precious Metal

Nous renforçons pour la quatrième fois notre mine canadienne préférée, car ses coûts de production sont les plus bas du monde. Et nous sommes bien décidés à renforcer encore, si le cours de l'or descendait de nouveau.

21 mai - Vente de Meade Instrument

Nous participons à l'OPA sur Meade Instrument avec un certain soulagement. Car même si le prix proposé n'est pas à la hauteur de la VANT (la moitié), la veille de l'annonce le cours valait la moitié du prix proposé pour l'OPA. Et surtout, la société semblait s'enfoncer dans le marasme le plus complet annonçant quelques mois auparavant que par manque de revenus, elle ne serait pas capable de remplacer ses machines de production devenues obsolètes et serait peut-être amenée à suspendre ses activités. Nous sortons malgré tout de ce bourbier avec une plus value de +3.95%, bien aidée par le change.

Juin 2013

4 juin - Achat de Hammond Manufacturing

C'est pour « pas cher » que nous achetons cette société canadienne qui fabrique principalement des boîtiers électriques et électroniques, et les vend à hauteur de 62% dans le monde entier. Même si c'est à double tranchant, nous aimons le fait que l'entreprise soit familiale et que le CEO, fils du fondateur, dirige la société depuis 1978 et possède 37% des actions. Autre plus, au pire de la crise de 2008-2009, la société est parvenue à maintenir un résultat d'exploitation positif. Enfin, le collatéral immobilier de cette société nous permet d'investir avec une marge de sécurité de 43% sur la valeur d'actif net estate.

Edito

11 juin - Vente de Xyratex Ltd

Xyratex a tout simplement atteint sa VANT. Nous avons essayé avec notre stop suiveur habituel de suivre l'exubérance du marché traduite dans le cours, mais nous avons été stoppés. Nous dégageons une plus value nette en euro de 54,05% en 245 jours.

13 juin - Vente de Barrat Development Plc

Barrat... est notre deuxième *bagger* de l'année, mais avec son cours d'achat multiplié par 6,28, Barrat se classe sur la troisième marche du podium, juste derrière Netlist (X14,94) et Value Vision Media (X7,44). Barrat faisait également partie des 30 premières sociétés du portefeuille lors de sa constitution. Et même si notre stop suiveur, qui a bien fonctionné, nous a permis de vendre la société 46% au-dessus de la VANT à 294 Gbp au lieu de 203 Gbp, nous sommes restés avec un petit goût « d'on aurait pu mieux faire ». Tout simplement parce que au lieu de participer à l'augmentation de capital, car la société avait un problème de liquidités, et d'ainsi doubler notre position à bon prix, nous avons vendu nos droits, pour une sommes équivalente à notre prix d'achat jugeant, sur le moment, que c'était risqué. Bien sûr, ne pas être contents, même avec un gros *bagger* et un stop suiveur qui a fonctionné, c'est peut-être tiré par les cheveux. Bien que cela fasse partie de la psychologie de l'investisseur et du mauvais réflexe dont nous ne parvenons pas à échapper: aller rechercher le manque à gagner à posteriori. En fait si nous avons mieux compris le risque limité, nous aurions participé à cette augmentation de capital destinée à combler temporairement le manque de liquidités et au lieu d'avoir encaissé 3.547 euros, pour un investissement de 500€, nous aurions encaissé plus de 7000€, pour un investissement de 1000€. Mais bon, à l'époque où nous avons jugé bien risqué de doubler notre position, il se disait aussi que les sociétés immobilières allaient connaître des faillites à la chaîne et que celles qui résisteraient ne retrouveraient des couleurs que dans 20 ans au minimum. Dans notre petite discussion d'après *bagger*, nous avons compris aussi que même avec un *process* qui essaie de gommer au maximum les biais, il était impossible d'échapper complètement à l'ambiance générale... Par contre et, c'est ce qui fait toujours l'intérêt du parcours d'un *bagger*, voire du parcours d'une perte, leur analyse vous permet d'ajouter un peu d'expérience qui vous servira peut-être à l'avenir. Et au-delà de la plus value dont nous nous réjouissons finalement mais qui est dernière nous aujourd'hui, nous avons surtout l'impression de pouvoir mieux comprendre les déboires récents de Plaza Centers, du fait du manque de liquidités avec le parcours de notre 32ème *bagger* : le promoteur immobilier anglais Barrat Development Plc

27 juin - Vente de Amtech

Nous enchaînons les *baggers*, juste avant les grandes vacances. C'est cette fois Amtech, notre « techno voltaïque » achetée le 2 janvier et avec laquelle nous commençons cette rétrospective, qui a atteint sa VANT. Et notre stop suiveur n'a pas trop fonctionné pour cause de grosse volatilité. Nous avons multiplié par 2,01, notre investissement en 176 jours. Preuve s'il en est que nous avons plutôt bien fait notre travail d'analyse, avant d'affronter le « tsunami orvalisé »

Edito

de fin d'année 2012!

Juillet 2013

9 juillet - Achat de Norcon Plc

Nous achetons cette société de service Télécom avec de belle marge de sécurité à tout les niveaux. Son problème nous semble passer : la perte d'un client Saoudien pèse de son chiffres d'affaire. Et cela effraie d'autant plus les marchés que Norcon réalise 68% de son chiffre d'affaire en Arabie Saoudite. En plus, la société est enregistrée à Chypre et possède un compte à la Bank Of Cyprus, la banque la plus durement touchée par la « confiscation »... avouée qu'avec le recul, mais c'est pratiquement toujours le cas avec les daubasses au moment où il faut passer à l'action: mais qu'est-ce que nous allons faire dans un bourbier pareil? Perte d'un gros client et en plus le cash dans une banque Chypriote... Et nous pensons même que si nous énumérons les décotes que nous avons en achetant cette société (soit 80% sur la VCB, 58% sur la VANTre, 57% sur la VANN et 7% sur la VLMV), un investisseur peu averti ou appliquant un autre *process* nous rirait sans doute au nez. Mais au moment où nous écrivons ces lignes, le cours de Norcon a doublé depuis notre achat. Nous tenons sans doute et à terme un autre *bagger* et il est a 8% de sa VANT. Donc peut-être proche de la vente...

10 juillet - Achat de Silver Strandard Ressources et vente d'une option put sur Silver Strandard Ressources

Nous décidons de diversifier nos mines de métaux précieux avec l'achat de cette canadienne qui extrait principalement de l'argent en Argentine. Au moment de notre achat à 6.31USD, le cash représente plus ou moins 85% du cours. Des projets au Mexique et au Pérou sont sur les rails. Nous estimons aussi dans notre scénario le plus pessimiste que si le cours de l'argent stagnait sur ses plus bas historique autour de 8\$ l'once (aujourd'hui à 19\$), cette mine vaudrait autour de 4 USD. C'est donc pour cette raison que nous achetons un premier lot valant 0.62% de notre portefeuille, mais que nous vendons dans la foulée et le même jours une option put via laquelle nous assurons l'acheteur de l'option que nous sommes prêts à acheter la mine à un cours sous 4\$ à échéance du 18 janvier 2014. C'est une manière pour nous d'espérer renforcer à meilleur prix, tout en encaissant une prime de 0,35\$ par option émise, soit un rendement de 8,2% en 6 mois, en attendant de voir ce qu'il se passera la 18 janvier 2014.

15 juillet - Vente de Oceana Gold , achat de Kinross Gold et vente d'un option put sur Kinross Gold, vente d'une option call sur Hutchinson Technologies

Ce sera a postérieur le jour le plus actif de l'année 2013 avec 4 opérations sur la journée. Les deux premières opérations sont étroitement liées, car c'est en fait un arbitrage entre deux mines d'or, l'once est passée sous 1.300\$ à 1.283\$. Ce jour-là, nous vendons Oceana Gold pour acheter Kinross Gold. Cette dernière proposant plus de décote par rapport aux calculs standards que nous appliquons sur toutes les mines. Bien entendu, nous actons une perte de 44,80% sur Oceana Gold. Dans un second temps, nous vendons un put sur Kinross, avec un

Edito

strike de 4\$ nous permettant de renforcer, si le 18 janvier 2014 la mine cote sous 4\$. Nous vendons enfin une option call de Hutchinson Technologies à échéance de novembre 2013, où nous nous engageons à vendre la moitié des actions de Hutchinson Technologies que nous détenons au-dessus de 7,50\$. Bien entendu, notre VANT de la société est de 7,30\$. Si notre call est exercé, nous vendrons la moitié de notre position a minimum 7,50\$ et nous nous réservons, en cas d'explosion du cours, de mettre en fonction un stop suiveur afin d'en tirer le maximum. Houhou, quelle journée!

16 juillet - Renforcement de Dundee Precious Metal

Nous clôturons ce début de vacances d'été par un troisième jour d'investissement « métallique », en renforçant notre mine d'or canadienne Dundee. C'est en fait la dernière fois que nous pouvons opérer un renforcement *little touch* avec ce cinquième renforcement, car nous sommes arrivés à la limite dictée par notre *process* d'une position maximum de 3.33% du portefeuille. Avec un investissement de 9.632,80€, pour 2.130 actions et donc un prix de revient net de frais par action de 6,0562 CAD, c'est notre investissement le plus important à l'achat à ce jour.

18 juillet - Vente de Renewable Energy Corp

Le dernier bilan avec l'augmentation de capital et la dilution que cela a entraîné, a tellement fait baissé la VANT que nous n'avons plus le moindre potentiel de hausse. La perte était plus élevée pour nous avant que la Direction n'annonce un scindement de la société en deux avec une partie s'occupant du silicium et une autre de la production des panneaux. Nous n'avons malheureusement pas les moyens de calculer la valeur de cette nouvelle entité à ce stade. Notre perte s'élève à -13.44% net de frais en euros.

22 juillet - Renforcement de Vianini Industria

C'est la deuxième fois que nous renforçons notre holding industriel Italien. Et nous ne parvenons toujours pas à comprendre que le marché puisse offrir un cours de 0,98€, pour une société dont la valeur prudente est de 3,29€, soit avec 70% de rabais. La société possède 1,08€ de cash et 0,55€ d'immo avec notre marge de 20% sur le prix d'acquisition de son immobilier et un passif total de 0,44€. Avec cet achat, nous avons donc reçu gratuitement la participation de Vianini dans Generali (l'assureur) à 0,86€, dans Cementir (producteur de ciment) à 0,20€ et Parted (Holding non coté actif dans l'édition) à 0,61€... On se dit parfois qu'il serait impossible dans la vraie vie de proposer un prix aussi avantageux pour soi à un vendeur sans se prendre un mauvais coup. Mais ce qui n'est pas possible dans la vraie vie est tout à fait possible pour monsieur le marché qui est capable de faire se rencontrer un vendeur qui va se contenter de même pas 1€ et qui va offrir plus de 2 euros de pourboire à un acheteur... Avec le recul, nous pensons de plus en plus que c'est sur les marchés que l'on trouve le plus de gens généreux capables de jouer le Père Noël 365 jours sur 365!

23 juillet - Achat bis de Infosonics

La première fois que nous avons acheté Infosonics c'était le 6 mai 2010. Et

Edito

nous l'avons revendue le 5 mai 2012 avec une plus-value de 67,57%... C'est donc un investissement bis que nous faisons en achetant un premier petit lot pour... 0,46\$, que nous espérons renforcer par la suite. La société est dans de moins bonnes conditions que lors de notre premier achat et son cours sous 1\$ lui fait planer un possible délistement du NASDAQ (sous-entendu sur un marché non-réglementé, une espèce de "Far West boursier"). Cet investissement bis n'est pas une première, puisque nous avons réalisé un premier investissement bis avec Vet'Affaire en juillet 2012, après avoir enregistré sur un premier achat, un *bagger* à 3.7X sur la période novembre 2008 / mars 2011. C'est un peu la variante investisseur du « facteur sonne toujours deux fois », polar américain de James Mc Cain qui a donné son non à un film avec Lara Turner et John Garfield en 1946 et a fait l'objet d'un remake assez connu avec Jessica Lang et Jack Nicholson en 1981. Assez intéressant, même si dans la version investisseur, seuls les 4 membres des Daubasses sont sur le plateau et la seule actrice c'est la société!

Août 2013

1 août - Vente de Semiled

Moins cinématographique, même s'il est question de lumière. Le dernier rapport de la société annonce une baisse de la VANT de 13%. Mais surtout, nous n'avons pas envie de participer au feuilleton annoncé : une class action, pour dissimulation de tout un tas d'informations, 5 cabinets d'avocat dans le casting et un possible dédommagement à la clé, pour des actionnaires plus anciens dont nous ne faisons pas partie. Nous larguons sans états d'âme avec un gain de 46,66% avant que le marché ne se rende compte que ce feuilleton pourrait être un réel « navet ».

9 août - Vente de Performance Technologies et rachat de notre option call sur Hutchinson Technologies

En ce début de mois d'août, nous affichons notre 4ème *bagger* de l'année en vendant la société Performance Technologies qui a dépassé sa VANT. C'est 104,80% de plus-value qu'on été réalisée en 252 jours. Achetée le 30 novembre 2012, Performance Technologies faisait partie de nos premiers achats de sociétés techno entamé en octobre 2012 et terminée en ce début d'année 2013. La deuxième opération est le rachat de notre call sur Hutchinson Technologies du 15 juillet. En effet, lorsque nous avons vendu notre call sur la société qui nous obligeait à vendre la moitié de notre position du portefeuille à 7,50\$, quelques soit le prix au-dessus de ces 7,50\$ le 13 novembre 2013 et 7,50% était au-dessus de la VANT de la société... Le marché était optimiste et les acheteurs de notre call ont sans doute pensé que cela allait continuer à monter en ligne droite. Mais voilà, il n'en a pas été ainsi et le marché a fait un pas en arrière, entraînant quelques sociétés, dont Hutchinson, beaucoup plus bas. Entraînant aussi le prix de l'option vers le bas. Nous avons reçu à la vente une prime de 0,30\$ par option et après la chute du cours le prix de cette option s'est retrouvé à 0,068\$. Nous avons alors jugé utile de racheter notre option à ce prix assez bas, afin de nous libérer de l'engagement de revendre la moitié de nos actions à

Edito

7,50\$ le 13 novembre. Donc nous avons encaissé une prime de 461,36\$ à la vente de l'option et nous avons racheté notre options pour 123,90\$. Cette opération se solde donc avec un profit de 337,46€ en 25 jours, ou 3,78%...

14 août - Vente de Scott Liquid Gold et achat de Encres Dubuit

Nous liquidons notre marchand de savons avant la fin du feuilleton, qui après la vente de son patrimoine immobilier à un prix d'ami a eu sur le dos le vénéré Timothy Stabosz, actionnaire actif qui a essayé de réclamer le versement d'un dividende exceptionnel à cette direction de bras cassés... avec l'argument « killer » qu'ils avaient détruit de la valeur pendant plus de 15 ans. Le cours dépassant la VANT un court moment pendant la séance, nous lâchons la savonnette et encaissons une plus value de 84,82%.

Nous achetons ce jour là Encre Dubuit car elle nous semble avoir un côté technologique intéressant et un très beau collatéral immo puisque sa VANE est de 4€. Nous déboursions 2,09€ pour une VANT de 5,32€.

26 août - Achat de Dover Downs Gaming

Bienvenue au Casino. Mais aussi au jeu en ligne et à l'hôtel. Nous profitons de cet achat pour remercier notre abonné Nicolas qui nous a mis sur la piste de cette belle daubasse et nous enchaînons aussi en remerciant tous nos abonnés qui dialoguent toute l'année avec nous, voire pour certains qui parviennent à afficher de meilleures performance que nous et nous nous en réjouissons vraiment. Nous faisons l'acquisition de ce casino, enfin bon, de 3.000 de ses actions au prix de 1,32\$. La VANT de 3,46\$ nous fait estimer son potentiel à 162%...

28 août - Renforcement de First Pacific Corporation

Sur petit recul des marchés, nous renforçons notre holding de Hong Kong en doublant notre position et en payant 5,03\$ par action. C'est 21% plus bas que lors de notre premier achat où nous avons payé 6,37\$ par action. D'après les informations que nous avons trouvées, un arrêt probable des *quantitatives easing* de la FED a mis sous pression les marchés asiatiques, extrêmement sensibles au Dollar US.

Septembre 2013

10 septembre - Vente d'une option call sur Hutchinson Technologies

Nous remettons le couvert sur la moitié de nos actions Hutchinson Technologies avec la vente d'une option call à échéance du 22 février 2014 avec cette fois un prix d'exercice de 5\$ et nous encaissons une prime de 0,5\$. La VANT est à ce moment là de 5,47\$, ce qui correspond exactement au prix auquel nous devons céder nos actions si nous sommes exercés, plus la prime nette de frais de 0,48\$. C'est en fait la quatrième fois que nous émettons des options sur la société. Nous avons émis 2 fois des options put et avons été exercés une fois à un prix qui nous convenait, et deux fois, dont celle-ci, des options call. Le total des primes encaissées sur les 3 opérations où nous n'avons pas été exercés sont de 1.239,70€, soit 18,93% de prix de revient de notre investissement...

Edito

18 septembre - Achat de Argonaut Gold et vente d'une option call sur Kinross Gold

Avec Argonaut Gold, c'est une quatrième mine que nous ajoutons à notre portefeuille, pour 0,88% de notre portefeuille. C'est une mine canadienne dont le potentiel estimé est de 265%, soit nettement plus que notre précédente trouvaille minière, Kinross Gold. La vente de l'option call est liée à l'achat d'Argonaut. Nous ne voulons pas faire un second arbitrage dans nos mines, mais nous sommes prêts avec cette option à vendre Kinross Gold à 6 \$ à échéance du 22 février 2014. Nous avons reçu une prime de 0,48\$ par option. De cette manière, si l'or reprend de la hauteur avant le 22 février 2014, nous nous délesterons à bon prix (celui de sa VANT) de la mine au potentiel le plus faible de notre portefeuille.

30 septembre - Renforcement de Natuzzi

Nous renforçons notre marchand de salons Italien, grâce sans doute à la frange Berlusconi et principalement à des résultats trimestriels assez mauvais. Des ventes stables, mais des pertes qui ont doublé! La dernière VANT ressortant à 6,43\$. Notre renforcement à 1,88\$, nous offre à la fois une marge de sécurité importante ainsi qu'un potentiel attractif et largement au-dessus de la moyenne de notre portefeuille. Sans oublier que le collatéral immo de Natuzzi au prix d'acquisition reste important avec 4,77\$ par action. Soit 2.53X plus que le prix que nous avons déboursé pour ce renforcement.

Octobre 2013

16 octobre - Achat de I Grande Viaggi et vente de Sam

Nous achetons en ce début d'automne, un tour opérateur italien actif dans les villages de vacances qu'il détient en propre. Cette société est impactée par la mauvaise santé de la zone euro qui perdure et nous avons déboursé 0,38€ pour une valeur d'actif tangible de 1,30€. Et nous vendons le même jour la société d'outillage française Sam qui a fait l'objet d'une OPA assez radine. Nous vendons, sans attendre le débouclage de cette OPA, pour des raisons fiscales liées à la double taxation du dividende en Belgique et le prix auquel nous vendons est supérieur au prix proposé pour l'OPA, plus le dividende exceptionnel que la société s'apprêtait à verser. Nous enregistrons au final une plus value de 83,43% sur cette société.

18 octobre - Renforcement de Plaza Centers N.V.

Plaza Centers est la société qui a fait l'objet du plus grand échange avec nos abonnés. Au moment où nous renforçons pour la deuxième fois, le cours de la société a perdu plus de 50% sur notre prix de revient et nous ne connaissons pas la suite des événements, mais après examen de la situation et les annonces les plus récentes, nous ne voyons pas de raison majeure à cet important recul du cours. Bien entendu, nous apprendrons dans les jours suivants que la société a des problèmes de liquidités. Comme toujours, les nombreux échanges avec nos abonnés nous permettent de poser les problèmes à plat et de formuler de nouvelles réflexions. Nous en profitons pour remercier au passage Etienne.

Edito

Nous n'avons pas de place suffisante ici pour entrer dans les détails, mais nous avons publié sur notre blog un article le 20 décembre 2013, repris dans la rubrique Analyse Financière et ayant pour titre Les ratios de liquidités et nous publions dans le même article, l'analyse de la société que vous avez reçu. Ceci, pour le plus de transparence possible. A ce stade, nous avons toujours l'intention d'acheter la société pour un troisième renforcement. Et nous attendons toujours serein que le cours se plie à notre prix et ainsi bénéficier d'une décote encore plus importante.

29 octobre - Vente de First Farm

C'est avec du regret que nous vendons notre société agricole danoise active en Roumanie et Slovaquie et avec elle, les terrains à 2.000€ l'hectare qu'elle détenait en Roumanie. Mais comme nous ne sommes pas "rétribués" pour avoir des regrets mais pour tenter de juger les événements liés à nos sociétés de la manière la plus objective possible, nous décidons suite à l'émission d'obligations convertibles accessibles à des amis et non pas à l'ensemble des actionnaires, que la coupe est pleine. Après la maladie du bétail traitée avec une certaine légèreté en 2012 et le vol de céréales qui a occasionné des pertes à la société. Nous actons donc une perte de 6,37% après avoir revendu la société.

Novembre 2013

7 novembre - Achat de Sprott Ressources

Nous achetons ce holding Canadien qui investit à travers ses filiales dans le secteur des ressources naturelles et notamment l'agriculture et la production d'engrais et les énergies. Elle détient également des lingots d'or physique. La décote de 28% sur la valeur de marché de ses participations cotées est un peu limite. Mais l'occasion nous semble trop belle, car il y a eu très longtemps surcote. Et surtout cela nous permet d'investir via ce holding dans des sociétés dont nos critères ne nous donnent pas accès. Et c'est finalement grâce à la chute de l'or, dans lequel le holding investit aussi, qui a fait chuter son cours et que cette opportunité se présente à nous. Nous investissons sans exagération 1% du portefeuille. Avec possibilité de renforcer dans le futur.

15 novembre - Vente de CSP International Fashion

Notre marchand italien de sous-vêtements et de lingerie fine féminine atteint sa VANT. C'est en fait une de nos premières italiennes achetées en 2012 quand il se disait que l'Italie serait le prochain candidat au naufrage, qui sort de notre portefeuille par le haut avec une plus value de 65,38%. On le voit une nouvelle fois avec cet exemple que le marché agit sans discernement quand un problème survient soit sur un secteur, soit sur un pays, ce qui est le cas ici. Le marché voit donc juste une société italienne, sans essayer de comprendre les détails qui font parfois la différence comme dans ce cas où la société ne réalise que 29% de son chiffre d'affaire en Italie. Ce qui change assez radicalement la donne et fait alors de CSP Fashion tout autre chose qu'une société Italienne. Mais bon, petite remarque en passant car nous n'allons pas nous plaindre du manque de discernement du marché...

Edito

Décembre 2013

2 décembre - Rachat de notre option put sur Kinross Gold

A cette date, nous avons vendu une option put le 8 juillet dans l'idée de renforcer cette mine à meilleur prix. Mais nous avons aussi vendu une option call après l'achat de Argonaut, et donc pour nous débarrasser de Kinross dès une hausse du métal jaune et ceci avant le 22 février. Il était donc logique que notre option put n'avait plus de sens puisque nous ne voulions plus renforcer Kinross. Pour éviter d'être exercé sous 4\$, la seule solution était de racheter notre option put... au meilleur prix possible. Et c'est ce que nous avons fait ce 2 décembre en rachetant notre option pour 45,92\$ net de frais. Nous avons reçu une prime de 145,10\$ lors de la vente. Nous sortons donc de cette opération avec un profit de 99,41\$ ce qui représente 5.47% en 147 jours.

3 décembre - L'investissement de l'année!

Au sein de l'équipe, nous avons eu, avant de publier notre lettre mensuelle de décembre, une petite discussion sur Dundee à l'aulne de son dernier rapport financier. Comme toujours, nous évoquons nos doutes en pareille circonstance : soit un cours qui a perdu 50%, par rapport à tous nos achats accumulés dans le temps, et nous nous redemandons si quelque chose ne nous a finalement pas échappé. Et nous labourons une nouvelle fois ce dernier rapport en prenant tout notre temps et en ne laissant rien au hasard.

Dundee est prise en tenaille entre les pertes de sa fonderie Africaine (Tsumeb) qui est jusqu'à ce jour la seule cause occasionnant des pertes à l'entreprise, et la chute du cours de l'or qui l'a fait mettre par le marché dans le même sac que d'autres mines. Alors que nous sommes certains que les coûts d'extraction à 352\$ l'once sont les moins chers du monde. Ce qui justifie pleinement notre investissement et nous fait regretter que nous ne pouvons plus renforcer conformément à notre *process* de 3.33% maximum par position. Nous terminons cette discussion en décernant à Dundee Precious Metal le titre de meilleur investissement de 2013, et ce malgré la perte actuelle! Cela peut sans doute paraître paradoxal, mais nous avons également décerné ce titre de meilleur investissement de l'année à PV Crystalox Solar, en 2011. Et la société avait également à un certain moment enregistré une perte de 50%, pour offrir par la suite un revirement brutal et explosif de situation à la hausse. Et en 2011, le seul secteur qu'il fallait absolument éviter était celui du solaire. En 2013, c'était au tour des minières de métaux précieux qu'il fallait selon tous les spécialistes éviter à tout prix. Mais chez les Daubasses, nous savons désormais par expérience que c'est toujours dans les secteurs à éviter qu'il faut aller chercher les meilleurs acteurs...

12 décembre - Renforcement de Jardine Stratégic Ltd

C'est une nouvelle fois avec des « cancons » sur la fin de déversement de 83 milliards par mois de la Fed que notre holding de Hong Kong actif dans toute l'Asie, que nous pouvons effectuer ce premier renforcement à 15,51\$, soit 21% plus bas que notre premier achat réalisé en début d'année à 19,59\$. En fait, nous avons déposé l'ordre de ce renforcement le 22 août 2013 à 8 heures 41

Edito

minutes 53 secondes... Vous pouvez éventuellement le voir en consultant notre extrait de compte Keytrade. Il nous aura donc fallu pratiquement 4 mois pour que le cours se plie à nos exigences. Ce qui nous semble important et que nous avons évoqué dans un éditorial, et que nous pouvons résumer ici dans une phrase : ne jamais laisser le marché décider du prix à votre place. C'est vous qui devez impérativement fixer le prix que vous êtes prêt à déboursier pour un achat et personne d'autre. Et ceci en fonction de votre *process* et de ses critères. Si le marché ne se plie pas à vos exigences, il suffit de... ne rien faire.

13 décembre - Achat de Henderson Land Ltd

C'est un nouveau holding asiatique établi à Hong Kong que nous pêchons ce jour-là. Il est principalement actif dans l'immobilier, mais détient également une belle participation dans une société de distribution de gaz active à Hong Kong et en Chine continentale. Nous investissons pour un peu moins de 1% de notre portefeuille, avec encore et toujours l'idée de renforcer sur chute du cours.

19 décembre - Achat de Albemarle & Bonds

Cette société anglaise qui déroule une activité proche du « Mont de piété » belge, voire du dépôt sur gage avec en garantie de l'or, connaît des problèmes de liquidité. N'ayant pas respecté les critères financiers exigés par les banques pour le maintien des lignes de crédits, celles-ci exigent que Albemarle présente un plan de restructuration. Nous nous sommes dit avant d'investir, mais qu'allons nous faire de nouveau dans un problème de liquidités alors que nous ne sommes même pas sortis d'un problème similaire sur Plaza Centers? Interrogation comme vous pouvez le constater, qui marque les biais psychologiques de tous les investisseurs, comme nous avons tenté de vous l'expliquer dans nos articles du blog, sur le sujet. Bien entendu, ce n'est pas ce qui se passe sur Plaza qui est important, mais ce qui se passe sur la société. Et si nous revenons donc avec bon sens sur notre *process*, la société que nous avons achetée à 21,17 Gbp possède un actif netnet de 55,80 Gbp et une valeur d'actif tangible de 81,75 Gbp. Nous jugeons que ce n'est pas plus risqué que nos 34 *baggers* ou encore aussi risqué que nos 34 *baggers*. La société correspond entièrement à nos critères et son principal collatéral, c'est un stock d'or. L'analyse vous sera présentée dans cette lettre.

27 décembre - Achat de Matica Technologies

Voici enfin notre dernier achat de l'année. Une société technologique allemande leader mondial d'appareils d'identification par carte et appartenant à un groupe Suisse. Et l'analyse de la société vous est aussi présentée dans cette lettre. Son bilan étant entièrement rédigé en Allemand, nous vous faisons bénéficier de notre multilinguisme, puisqu'à nous quatre nous parlons et comprenons 7 langues étrangères en plus du français, il s'agit de l'Anglais, de l'Allemand, de l'Italien, de l'Espagnol, du Portugais, du Néerlandais et du Roumain. Avec bien entendu plusieurs de ces langues en commun. Pas aussi terrible que cela en a l'air, mais mieux que rien.

Edito

27 décembre - Vente de Infosonics

Nous clôturons l'année sur un sixième *bagger*, ce qui nous remplit de joie avec notre investissement bis sur Infosonics. Mais l'affaire n'aura pas été de tout repos avec l'importante volatilité du cours qui le 24 décembre dépassait sa VANT de 1,14\$ en se fixant à 1,23\$, avant de replonger rapidement à 0,90\$, ne nous laissant pas le temps techniquement de poser notre stop suiveur: une vraie première! Le 25 décembre (et oui, votre équipe travaille même les jours fériés), nous décidons de déposer directement notre stop à l'ouverture au lieu de passer par un stop mental d'alerte. Dès la décision prise et ceci pour le lendemain en décidant aussi par rapport à la volatilité, nous ne modifierons pas le stop durant la séance mais seulement en fin de séance. Le premier stop est fixé à 1,13 \$, le 26 décembre. Et il n'est pas touché! Au contraire, la clôture est à 1,81\$. Le stop est alors remonté à 1,61\$ pour le lendemain. Et le lendemain, le 27 décembre, le stop est enfin touché...

Notre plus value est de 231,56% sur 157 jours, un X3,31 parmi les plus rapides. Après, comme nous vous l'expliquions le 23 juillet lors de notre achat, avoir déjà investi une première fois sur la valeur le 6 mai 2010, et revendue le 5 mai 2012 avec une plus value de 67,57%. C'est donc notre premier double gagnant de « l'investisseur sonne toujours deux fois »!

L'Equipe des Daubasses

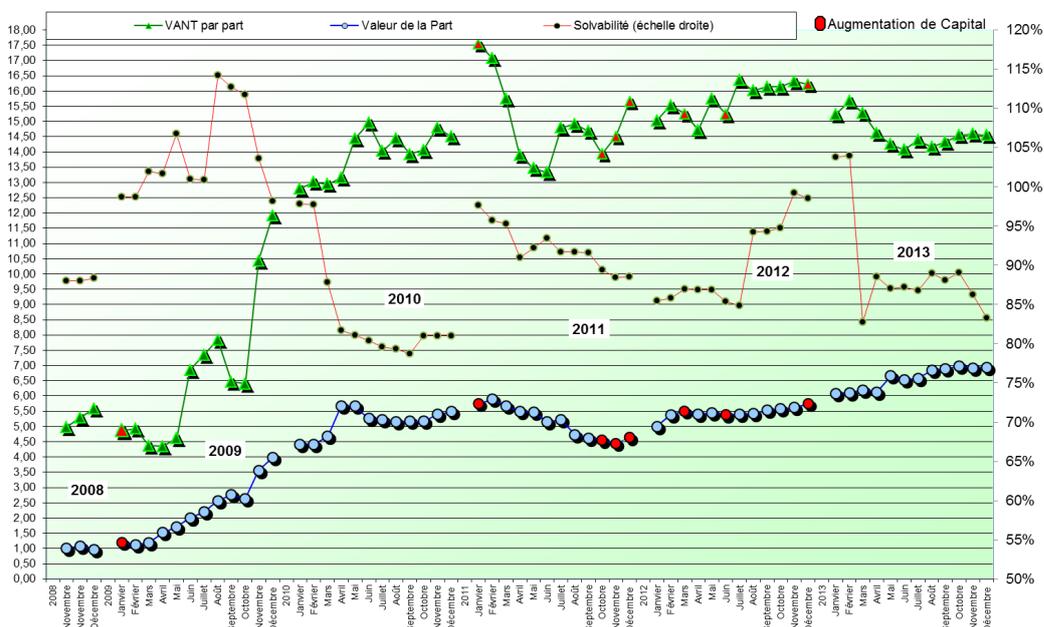


Portefeuille

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	
31 décembre 2013	
Valeur d'une Part	6,95 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,54 €
Potentiel	109,38%
Solvabilité pondérée	83,28%
3,33% Pondération Max	10.090,63 €
Nombre total de positions	61
Répartition des Devises	
Euro	39,87%
Dollar Américain	37,21%
Livre Sterling	13,25%
Dollar Canadien	5,59%
Courone Suédoise	2,61%
Franc Suisse	1,51%
Variation des devises Yield	-2,58%
Nombre de société vendue	83
Gain Moyen	2.057,93 €
Perte Moyenne	- 737,58 €
Société en Gain	55
Société en Perte	28
1 Euro investi a rapporté	5,48 €



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 31 décembre 2013 / Notations														
Notation	Potentiel (0 = faible, 3 = élevé)	Risque (0 = très risqué, 3 = peu risqué)	Globale	V Actif Net-Net	Ratio Solvabilité	Date Achat	VANT		V Actif Net-Estate	Ratio	Ratio	Ratio	ROIC	
							Potentiel Cours	Stop						
	2	0	2	Sport Haley Inc	1,4453	0,36	77,71%	24/11/08	199%	1,5582				
	0	2	2	Coast Distribution System	5,0738	0,64	69,90%	25/11/08	77%	5,7965				
	2	0	2	Taitron	2,0033	0,52	100,26%	26/11/08	195%	3,1027	2,9251	0,3590		
	0	2	2	Trans World Entertainment	4,9565	0,89	99,39%	08/06/09	26%	5,5867				
	0	2	2	SigmaTron International	2,9077	3,05	46,57%	13/11/09	23%	10,8887	5,4051	1,6429		
	0	3	3	Leeds Group Plc	38,2400	0,73	82,65%	27/08/10	63%	45,45	43,53	0,6405		
	3	3	6	Vianini Industria	1,1299	1,07	220,21%	19/10/10	213%	3,7800	1,6761	0,7213		
	3	2	5	MBL Group	20,8500	0,39	133,61%	05/07/11	174%	22,2800				
	0	2	2	PV Crystalox Solar	7,8178	1,85	62,60%	05/11/11	86%	27,0093				
	3	2	5	Asian Pacific Wire & Cable	7,1448	0,47	53,96%	15/03/12	236%	11,2017				
	3	2	5	Deswell Industries Inc	3,5569	0,63	141,37%	15/03/12	175%	6,1685				
	0	2	2	Vet Affaires	10,0026	1,25	49,29%	16/07/12	80%	22,4877				
	0	2	2	Velcan Energy	14,2220	0,85	317,60%	22/08/12	47%	17,7954				
	3	0	3	Plaza Centers NV	57,89	0,15	42,77%	27/09/12	899%	86,89				
	2	2	4	Global Tech Advanced Inovation	17,70	0,36	115,66%	17/10/12	300%	25,34				
	0	1	1	Electronic Sytem Technology	0,51	0,73	204,47%	02/01/13	36%	0,51				
	1	1	2	Zoom Telephonics	0,36	0,31	62,36%	02/04/13	232%	0,37				
	0	2	2	Norcon Plc	26,07	0,96	56,72%	09/07/13	9%	27,09				
	3	0	3	Albermarle & Bond	55,80	0,32	58,94%	19/12/13	361%	81,75				
	3	1	4	Matica Technologies	1,68	0,69	82,28%	27/12/13	153%	2,95				
	2	3	5	Avalon			91,72%	02/09/09	91%	9,91	8,2588	0,6296		
	1	0	1	Bodisen Biotech			95,18%	10/11/09	2515%	0,6302	0,0363	0,6639		
	1	1	2	Blonder Tongue Laboratories			65,63%	16/11/09	89%	1,8889	1,4055	0,7115		
	3	1	4	Exacompta - Clairefontaine			62,78%	30/11/09	469%	298,58	196,25	0,2675		
	3	3	6	Gevelot			74,26%	09/12/09	118%	137,12	90,75	0,6941		
	3	2	5	Irce			55,08%	31/05/10	202%	5,0716	3,3024	0,5093		
	2	2	4	Hutchinson Technology			50,45%	31/08/10	117%	4,8692	6,9488	0,4605		
	1	2	3	Natuzzi			62,66%	19/01/11	128%	5,8963	5,7325	0,4518		
	3	2	5	Alco Store			40,35%	27/07/11	215%	29,814	18,0344	0,5240		
	2	2	4	Crown van Gelder			54,95%	12/10/11	158%	9,483	7,5043	0,4892		
	2	3	5	Peels Hotel			58,01%	12/10/11	104%	157,640	87,4300	0,8836		
	1	3	4	ADDvantage Technologies			112,74%	23/11/11	38%	3,709	3,6680	0,7334		
	3	1	4	Ceramiché Ricchetti			40,56%	09/01/12	809%	1,527	1,6935	0,1101		
	3	3	6	Panania Group			46,33%	12/01/12	118%	2,769	1,1939	1,0621		
	3	0	3	Plastivaloire			36,73%	27/02/12	153%	48,809	32,5319	0,5933		
	0	2	2	Cottin Frères			50,37%	14/06/12	83%	6,602	0,0000	0,0000		
	2	2	4	Coil			59,30%	14/11/12	102%	7,267	4,3465	0,8283		
	1	3	4	Loeb Holding			80,42%	23/04/13	71%	330,926	242,53	0,7999		
	2	1	3	Hammond Manufacturing			58,91%	04/06/13	114%	2,824	2,10	0,6282		
	2	3	5	Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	118%	5,324	4,00	0,6101		
	3	1	4	Dover Downs Gaming			62,19%	26/08/13	134%	3,463	3,17	0,4665		
	3	1	4	I Grandi Viaggi			53,97%	16/10/13	247%	1,305	1,32	0,2879		
														76%
	1	0	1	Jemtec			1104,66%	25/01/11	99%	1,3366		1,3366	0,5013	0%
	3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia			60,72%	25/01/11	131%	0,4627		0,0000	0,0000	27%
	0	2	2	Malteries Franco-Belge			82,51%	14/04/11	33%	266,99		266,99	0,7510	11%
	3	0	3	Universal Security Instruments			101,71%	26/03/12	146%	10,65		10,65	0,4067	
	2	0	2	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	75%	6,4700				
	1	1	2	Eastern European Property				28/04/11	69%	118,43				
	1	0	1	Elephant Capital Plc				28/06/11	185%	49,00				
	1	0	1	Vietnam Holding				04/11/11	36%	1,73				
	1	3	4	Luxempart				28/06/11	37%	38,16				
	3	3	6	Dundee Precious Metal				14/10/11	255%	10,90				
	0	3	3	Investor AB				29/12/11	18%	254,07				
	1	2	3	FFP				15/05/12	68%	71,04				
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	29%	1689,27				
	1	2	3	(ADR) First Pacific LTD				11/02/13	30%	7,44				
	0	3	3	(ADR) Jardine Strategic LTD				11/02/13	28%	20,57				
	3	2	5	Silver Standard Ressource				10/07/13	141%	16,80				
	0	1	1	Kinross Gold Corp				15/07/13	53%	6,68				
	3	2	5	Argonaut Gold				18/09/13	314%	22,03				
	1	3	4	Sprott Ressources Corp				07/11/13	43%	3,31				
	0	2	2	(ADR) Henderson Land LTD				13/12/13	28%	7,31				

News de nos sociétés



ADD Vantage (USA) Ticker : AEY

La reprise semble se faire attendre dans le secteur des équipementiers de la télévision par câble. Pour son exercice 2013 clôturé le 30/09, notre grossiste a publié un chiffre d'affaires en baisse de 5 %. Par contre, le résultat net augmente de 40 % pour s'établir à 0,17 usd par action. Mais surtout, horreur ... le CEO annonce que, vu la belle trésorerie détenue par ADD, il envisage des opérations de croissance externe. Vous savez, cher(e) lecteur(trice), toute la réputation que nous éprouvons pour ce genre de « gaspillage ». En attendant, nous avons une VANT qui augmente légèrement à 3,71 usd et le rendement sur capital investi moyen des 5 dernières années est toujours de 8 %.

Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Nous apprenons que notre holding norvégien a cédé une de ses participations non cotées active dans l'équipement pétrolier. La vente rapportera 500 mio de NOK et s'est faite plus ou moins pour la valeur à laquelle la participation était reprise dans les comptes. Voilà qui reconstitue une trésorerie déjà plantureuse et qui avait été obérée le mois précédent par le renforcement d'Aker dans le capital de Aker Solution, une parapétrolière qui constitue d'ailleurs sa plus grosse position.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

Le troisième trimestre de la société, clôturé le 2 novembre 2013, est comme toujours soumis à la cyclicité de la société qui augmente son stock de 17% et ses factures fournisseurs de 70%. Le bilan est donc soumis à ce problème spécifique et la solvabilité est repassée sous les 40% à 31%. La VANT de la société est de 24.74\$. Et sa VANE à 15.07\$. Au niveau du compte de résultat sur le trimestre, les ventes sont en augmentation de 0.7%. Le coût des produits a augmenté de 8.33% et les coûts fixes de 10%. La perte hors exceptionnel est de 0.18\$ au lieu de 0.06\$ un an plus tôt. Enfin, la société a enregistré une charge hors trésorerie de 9,8 M \$ attribuable à une provision pour dépréciation cumulée d'actifs sur les impôts différés... qui vient alourdir la perte du trimestre mais n'a aucune incidence sur le bilan.

La Direction, nous rejoue enfin la crise et le chômage pour justifier son inertie. Mais depuis l'OPA de cette été qui a échoué, nous savons que nous n'avons pas grand-chose à attendre de cette direction de bras cassés.

News de nos sociétés

Argonaut (Canada) Ticker : AR.TO

Une étude de pré-faisabilité nous procure plus d'informations sur le projet Magino au Canada. En effet, cette étude précise les coûts d'extraction futurs et les besoins en investissement sur ce projet ... et ils sont moins élevés que ce que nous avions anticipés : les frais d'extraction sont estimés à 693 usd l'once alors que nous tablions sur 900 usd. Par contre, les investissements futurs ont été évalués à 770 millions de dollars là où nous avons misé sur 600 millions. Nous attendons le rapport annuel d'Argonaut pour mettre tout ça en musique mais il nous semble qu'à cours de l'or constant, ces nouvelles sont plutôt relatives.

BFS Entertainment (USA) Ticker : BFS

L'entreprise a présenté un 2e trimestre (clôturé le 31/10) assez encourageant et qui confirme le redressement entamé l'année précédente. Le bénéfice augmente de 13 % et les ventes sont stables. La VANT augmente à 0,46 USD proposant toujours une marge de sécurité appréciable pour une société bénéficiaire. Reste à attendre que « quelque chose se passe » parce qu'avec la liquidité aussi réduite présentée par la société, une amélioration des résultats n'entraîne, hélas, pas une hausse du cours dans la foulée.

Capelli (France) Ticker : CAPLI.PA

Capelli a publié ses résultats semestriels. Ils sont en forte baisse à 1,2 M EUR pour le résultat opérationnel, mais intègre 0,5 M EUR de charges liées au développement du Groupe : promotion immobilière et déploiement hors France (Genève, Luxembourg et Europe du Nord). Cette internationalisation a pour but de diversifier les sources d'activité par rapport à la France qui est actuellement en décélération. Le bénéfice ressort à 0,5 M EUR après prise en compte de l'impôt et de la nouvelle charge financière obligatoire (0,5 M EUR). Le bilan reste solide avec une VANT de 2,38 EUR par action (soit un potentiel que nous estimons à +44%) et un ratio VANE de 0,62, à 2,67 EUR. Soit un potentiel sur la VANE de +62%, supérieur à la VANT.

Cottin Frères (France) Ticker : COTT.PA

Deux abonnés ayant assisté à l'AG de Cottin, nous ont fait un petit compte-rendu et nous ont autorisé à en faire bénéficier toute la famille Daubasse. Nous remercions une nouvelle fois chaleureusement Jérôme et Benoît. Nous vous avons déjà envoyé un petit mail avec les deux commentaires. Pour ceux qui aurait loupé ces mails, voici ce que nos deux amis nous relataient :

Bonjour l'équipe des daubasses.

Un petit mot pour vous dire que j'étais à l'assemblée générale de Cottin frères hier.

Le prix de l'offre n'est pas connu mais il faut oublier une offre à 5eur et au delà. cela sera bien en deca, selon l'avis de l'expert indépendant

En fait, il existe une grande inconnue sur le montant de l'amande suite à l'affaire des étiquettes truquées.

De grosses provisions ont été passées, ce qui a fait fondre l'actif net.

De plus il semble que l'acheteur a négocié une décote sur la valeur des actifs, en raison de leur faible ou absence de rentabilité.

News de nos sociétés

Comme le contraire d'un goodwill quoi

Ceci légitime la décote sur actif que vous recherchez.

Au plaisir d'échanger si besoin.

Apparemment, il ne faut pas s'attendre à un résultat « bagger » avec cette position.

3.85€ et pas plus...c'est le résumé de l'AG du 18 12 ...bref, les deux frères Cottin nous ont dit que cela aurait pu être pire et qu'il faut se contenter de cela...(valo de l'actif net après perte de l'exercice, discount de l'acheteur...et la provision ! car en fait , le vrai point litigieux est que dans le prix de vente final, il y a près d'1.20€ qui représente le montant de la saisie conservatoire (2.7M€) qu' a fait la justice au titre de l'affaire...

donc, « on » nous prive de cette somme, sans savoir si la société sera finalement condamnée ou pas en définitive...mais à l'issue d'une action en justice qui peut durer des années....

c'est pour cela notamment qu'il est prévu qu'un »reliquat « de la société reste en vie sous forme de coquille vide , le groupe LAC, pour potentiellement récupérer cet argent...ou devoir en payer plus, ce qui n'est pas totalement impossible selon les Cottin...

bref, les frères Cottin recommandent de sortir au prix de l'OPRA (ce qu'ils vont faire eux de toute façon) avec probablement une OP de retrait à suivre (si + 95% des actions apportées à l'offre)

l'OPRA devrait s'ouvrir au + tard fin janvier...

CSF Group (Malaisie) Ticker : CSFG.L

La dégringolade est sévère sur la société malaisienne que nous vous avons présentée dans la notre précédente lettre. A tout les niveaux, mais surtout au niveau patrimonial qui nous intéresse le plus. La valeur d'actif net-net et net-estate sont désormais négatives à -1.44Gbp et -1.12 Gbp. La VANT a fondu comme neige au soleil et vaut aujourd'hui 10.86 Gbp. En cause, une perte importante de 16.9 million de £ avant impôt. Nous notons toutefois que dans ce déficit de 16.9 millions de £, nous trouvons pour 13.5 millions d'exceptionnel, principalement des provisions pour location, mais également des provisions pour créances douteuses liées au financement et à l'aménagement d'un centre en Indonésie.

Si dans l'analyse que nous vous présentions en décembre, nous disions attendre une décote plus importante sur la VANE pour investir dans cette société, nous devons désormais attendre avant toutes décote que les valeurs net-net et net-estate redeviennent positives... Et que la VANT reprenne de la hauteur.

Gefran (Italie) Ticker : GE.MI

L'entreprise a annoncé en décembre avoir acheté sur le marché 9 202 actions à un cours moyen de 2,85 EUR. Une opération qui peut créer de la valeur si l'objectif est ensuite des les annuler car la VANT par action au 30 septembre 2013 est égale à 3,35 EUR.

Le Groupe GEFran détient ainsi 167 520 action, soit 1,163% de son capital.

News de nos sociétés

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Nous apprenons dans le rapport annuel que l'entreprise prévoit déjà pour 2014 une perte de 125 000 CAD. Et la société continue d'affirmer, comme elle le fait depuis des années, qu'elle est toujours à l'affût d'acquisitions et de toute opportunité sur le marché.

JKX Oil (UK) Ticker : JKX.L

Dans une lettre aux actionnaires, le directeur Nigel Moore rappelle que les actions en justice des fonds Eclairs et Glengary, actionnaires de JKX, vont faire appel de la décision juridique de non lieu auprès de la Haute Court de Justice. En attendant le verdict, les droits de vote des « activistes » ont été reportés à la livraison de la décision de la justice.

Au niveau des données opérationnelles, le membre du *Board* en profite pour indiquer que tout va pour le mieux, « malgré les perturbations pour gérer le business au quotidien à cause des fonds Eclairs et Glengary ». Trompette. Médaille.

Le *Board* est fier du travail accompli ces dernières années qui ont permis des mises en exploitation en Russie notamment. Désormais, c'est de nouveau la route de la croissance en augmentant les capacités d'exploitation actuelles. Un beau programme.

Lakeland Industries (USA) Ticker : LAKE

Le bilan du troisième trimestre clôturé le 31 octobre, nous apprend que la valeur patrimoniale de la société est assez stable. Avec un biais légèrement négatif, la VANT ressort à 8.0878\$, la VANN est à 5.54\$ et la VANE est à 7.41\$. Les ventes sont en recul de 6.5% et le coût des produits en hausse de 4.70%. Le change pèse négativement sur les résultats à 0.19\$ par action. La perte du trimestre est de 0.31\$ au lieu d'un profit de 0.05 voici un an sur la même période. Sur les 9 premiers mois de l'année, les problèmes liés au Brésil qui avaient occasionné une provision importante, l'année passé, ne viennent plus réduire le profit et permet à la société de dégager 0.27\$ de profit net au lieu d'une perte de 1.55\$.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

En date du 27 décembre, nous apprenons par communiqué de presse que suite à des rachats d'actions hors marché, la famille Loeb, à travers la société Fralo Holding AG, détient 86,92% des droits de vote de la société. Aucun actionnaire qui a plus de 3% des droits de vote n'est connu.

Une demande de dérogation à un dépôt d'OPA est en cours. Elle sera validée si aucun actionnaire qui possède plus de 3% des droits de vote ne se déclare contre cette dérogation. Autant dire qu'il y a de fortes chances qu'il n'y aura pas d'OPA sur le titre.

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

Le Groupe a versé un dividende de 5,45 EUR en début de mois.

News de nos sociétés

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Notre ex-distributeur de produits électroménagers continue, vaille que vaille, à tenter de se reconvertir dans les activités de distribution *retail* sur deux segments : le divertissement et le jardin. Il a publié son rapport financier semestriel clôturé le 30/09. Les résultats nous semblent mitigés. Certes, la perte a été divisée par 2 mais on parle toujours d'une perte. La VANT continue forcément de diminuer à 23,28 GBp. Malgré une solvabilité toujours excellente (le cash disponible représente toujours une valeur près de 2 fois équivalente à la valeur boursière de la société), cette descente aux enfers ininterrompue nous fait penser que la direction tente de fumer ce mégot de cigare à son profit exclusif, « pompant la valeur le plus longtemps possible. Ce genre d'attitude ne nous plaît pas du tout ... mais alors ... pas du tout.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

Par communiqué de presse, nous apprenons que John Govett, un membre non exécutif du board, a vendu 300 000 de ses titres à la famille Peel à un montant unitaire de 76,01 p. Il détient encore 50 000 titres.

C'est un niveau de prix proche du cours actuel de 77,00 p. Pour que la famille Peel, qui détient déjà une large partie de son patrimoine dans l'entreprise hôtelière, se renforce de la sorte, il y a des chances pour que quelque chose de bon se passe pour notre daubasse dans l'avenir. Malheureusement, impossible de savoir quand cet « événement » se produira.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

Enfin !!! C'est la première réaction que nous avons eu en découvrant les résultats de notre fabricant de pièces en plastique. Le rapport financier complet n'est pas encore disponible pour l'exercice comptable 2013, terminé le 30/10, mais nous voyons un début d'amélioration par rapport au premier semestre qui était relativement désastreux. Les ventes ont augmenté de 4 % au 2e semestre (mais reste en baisse sur l'ensemble de l'exercice, toujours pénalisée par le département « Bourbon », une opération de croissance externe ... qui n'a, jusqu'à présent et comme souvent fait croître que la taille de l'entreprise, pas le patrimoine des actionnaires). Le résultat comptable est à l'équilibre sans plus. Pour l'avenir, la direction est prudemment optimiste notamment grâce au fait que le segment « automobile » semble se redresser : deux nouveaux clients viennent de passer leurs premières commandes, BMW d'une part et un constructeur asiatique dont le nom n'a pas été cité.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Nous avons finalement bien reçu le dividende de 7.2499 Gbp, sur notre compte Keytrade le 16 décembre 2013. La bonne nouvelle pour notre portefeuille c'est que nous n'avons subi que le précompte belge de 25% au lieu de l'habituel double précompte.

News de nos sociétés

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

Les résultats trimestriels de la société clôturés au 31 octobre sont positifs. La valeur patrimoniale de la société a augmenté à 10.88\$ et la solvabilité s'est améliorée passant de 44% à 46%. C'est au niveau du compte de résultat que l'on trouve les raisons de la progressions du cours de ce mois de décembre, qui a épuisé toute les marges de sécurité sur la valeur net-net et net-estate de la société. Le chiffre d'affaire est en progression de 12% et les profit bruts en progression de 21%. Les coût fixes sont extrêmement maîtrisés puisqu'il ne sont en progression que de 3.7%. Tout cela en comparaison des chiffres sur la même période en 2012. La société dégage donc un profit de 0.43\$, comparé à 0.10\$ un an plutôt, soit 4 fois plus. L'acquisition de Spitfire Control inc a finalement porté ses fruits conformément à l'annonce de la Direction voici plusieurs mois. Il ne reste à notre sens qu'un doute très limité sur le fait que SigmaTron va très bientôt perdre son label daubasse. Et ceci à notre plus grande satisfaction.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

La mine d'argent semble poursuivre la réduction de sa voilure. Après le projet San Augustin vendu à Argonaut le mois passé, c'est aujourd'hui le projet de Challacollo au Chili qui est cédé. Le paiement se fera pour partie en cash et pour partie en action de l'acquéreur, en l'occurrence il s'agit de Mandalay Resources Corporation. Mais ce n'est pas tout : le jour où ce projet est mis en exploitation commerciale (c'est vrai, en principe, ce n'est pas pour tout de suite), Silver Standard recevra à nouveau des actions de Mandalay Resources mais aussi, en cash, l'équivalent de 240 000 onces d'argent au cours de l'argent au moment de cette mise en exploitation. Enfin, Silver Standard encaissera des royalties pour 2 % de toute la production qui excédera 36 millions d'onces. Et peut-être avez déjà deviné le meilleur de tout cela, ami(e) lecteur(trice) : pas plus que du projet de San Augustin, nous ne tenions compte de celui de Challacollo pour notre valorisation de Silver Standard. Voici une évaluation qui, au prochain rapport financier, va bien se maintenir, voire augmenter et ce, malgré la baisse continue des cours de l'argent.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1.885,99 euros, en hausse de 0.24% par rapport au mois passé.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Le troisième trimestre, clôturé au 2 novembre 2013, marque un recul de 3.7% de la valeur patrimoniale de la société, à 5.8144%. La société nous ayant habitué à un recul permanent de son chiffre d'affaire, nous n'y échappons pas sur ce trimestre avec une recul de 13%. Mais comme toujours, le coût des produits est aussi en recul de 14%. Et également comme d'habitude, les frais fixes sont en recul de 11%. La perte du trimestre s'élève à 0.10\$ alors qu'elle était de 0.07\$ un an plus tôt sur le même trimestre.

News de nos sociétés

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

La NAV du fond est de 6.47\$, en progression de 20.48% par rapport au mois précédent.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

Velcan nous annonce que la réunion publique organisée par le gouvernement de la zone au sujet de son projet de central électrique en Inde, a été accepté par les parties prenantes et la population locale. C'est donc un point essentiel qui vient d'être franchi avant la dernière ligne droite.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,74 USD au 30 décembre 2013, en hausse de 1,9% par rapport au mois dernier. Soit une décote de 27%, avec le cours de clôture du 30 décembre (1,27 USD).

Durant le mois de novembre la société a racheté en 3 fois 292 528 titres à un cours moyen de 1,297 USD, soit avec une décote sur la dernière NAV de 25%. Nous apprécions toujours, mois après mois, l'agressivité créatrice de valeur du fonds.



Analyses de société

Albemarle & Bond

(London Stock Exchange, Ticker: ABM.L / ISIN : GB0000343110)

I. Introduction



Albemarle & Bond
HOLDINGS PLC

Albemarle Bond est une société britannique qui déroule ses activités autour de quatre axes complémentaires.

Le premier axe est celui des prêts sur gage. Albemarle est une sorte de « Mont-de-Piété ». La société octroie des prêts, au travers de ses 200 et quelques comptoirs, en prenant en gage des bijoux en métaux précieux. 75 % des prêts sont honorés et les clients d'Albemarle peuvent ainsi récupérer leur bien. Dans la négative, Albemarle vend les bijoux, se rembourse et restitue le surplus de la vente au client. Plus de la moitié des résultats bruts d'exploitation proviennent de ce segment.

Un autre département de l'entreprise est constitué par les activités d'achat d'or. Cette activité est cependant en déclin en raison de la diminution des quantités d'or physique en circulation.

L'activité « joaillerie » est essentiellement approvisionnée par les bijoux en gage sur les prêts non honorés.

L'entreprise octroie aussi des prêts non gagés par des collatéraux physiques. Cette activité est encore marginale mais il entre dans l'intention de la direction de la développer.

En raison de la chute des cours du métal jaune, l'Ebitda de la société s'est dégradé et Albemarle ne respecte plus ses « covenants », c'est-à-dire les critères financiers convenus avec les organismes qui lui ont consenti les avances nécessaires au financement de ses activités. Les banques qui avaient elles-mêmes prêté à Albemarle ont dénoncé les crédits bien que ceux-ci aient été conclus à long terme, les transformant d'autorité en prêt à court terme.

L'autre impact de la baisse des cours de l'or réside dans la perte de valeur des stocks de bijoux achetés. Enfin, la direction explique qu'elle est confrontée à une concurrence plus forte dans le domaine du prêt sur gage et, qu'en conséquence, l'entreprise perd des parts de marché.

Ajoutons à ces événements des frais de restructuration avec la fermeture de plusieurs boutiques non rentables, le licenciement du CEO et des honoraires de consultance et vous aurez là toutes les raisons de l'effondrement du bénéfice annuel (clôturé le 30/06).

Les banques ont donné à Albemarle jusqu'au 3 février 2014 pour proposer une

Analyses de société

solution pour assainir durablement la société.



Toutes ces nouvelles, couplées à l'annonce de la suppression du dividende et des prévisions d'Ebitda négatifs pour l'avenir en raison de la faiblesse persistante de l'or, ont, très logiquement, mis le cours de l'action sous pression.

Le 20 décembre, nous avons acheté 11 900 actions Albemarle Bond à un coût, frais de courtage et taxes de bourse incluses, de 21,16 GBp.

Nous travaillons donc avec les comptes annuels arrêtés au 30/06/2013.

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

Nous relevons un actif courant de 1,72 GBp par action duquel nous retirons les dettes pour 1,16 GBp par action. La VANN s'établit donc à 55,8 GBp.

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

La société détient très peu d'immobilier en propre : à peine 0,5 GBp. Ce montant est trop symbolique pour que nous nous y attardions.

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

Il nous semble indispensable de calculer cette valeur avec un maximum de prudence vu le contexte de crise de liquidité que rencontre Albemarle.

Fidèles à nos habitudes, nous commençons par les postes de l'**actif courant** et le plus important, les **créances des clients**. Celles-ci sont payées en moyenne à 217 jours, en hausse par rapport à la moyenne de 190 jours des années précédentes. Ceci dit, l'importance de ces en-cours est à relativiser puisque le prêt fait partie intégrante de l'activité d'Albemarle. Ce qui nous importe, c'est de savoir si ces prêts seront honorés et, dans la négative, si la société dispose de garanties suffisantes avec les bijoux déposés en gage.

Comme signalé plus haut, la direction nous explique que 75 % des prêts sont remboursés à l'échéance et que seuls 25 % font l'objet d'un remboursement par l'intermédiaire de la vente des gages. Le risque de perte nous semble donc relativement limité puisqu'il ne porte que sur 25 % de l'encours et qu'on peut penser qu'une bonne partie de ces 25 % sont couverts. En estimant



Analyses de société

que la chute de l'or a fait baisser la valeur des covenants de 50 %, nous pouvons donc penser que le risque sur ce poste est de 50 % de 25 %. C'est la marge de sécurité que nous décidons de prendre et nous réduisons donc la VANN d'un montant de 15 GBp.



Les **stocks**, qui constituent le second poste de l'actif courant, sont essentiellement composés de bijoux soit qui proviennent de créances non honorées (pour 68 % du total) soit qui ont été achetés en vue de revente. Le niveau des cours de l'or est, aujourd'hui, plus ou moins au même niveau que ce qu'il était à la clôture de l'exercice. Néanmoins, vu les circonstances dans lesquelles se trouve la société, on peut penser qu'elle ne pourra pas écouler ses inventaires à un prix satisfaisant. Pour cette raison et malgré le fait que la joaillerie ne soit pas vraiment un secteur dans lequel l'obsolescence est « galopante », nous décidons de prendre une marge de sécurité de 40 % sur la valeur reprise aux livres. Nous amputons donc cette ligne du bilan de 15 GBp.

Le **cash** représente 18 GBp par action et n'appelle, selon nous, aucun commentaire.

Au niveau de l'**actif fixe**, peu de choses à relever : les boutiques sont louées et les seuls actifs sont les **aménagements** de celles-ci ... aménagements difficilement réalisables pour la plupart. C'est la raison pour laquelle nous ne tenons compte que de 58 % de leur montant amorti, soit la somme symbolique de ... 1 GBp.

Hors bilan, nous tenons compte des engagements de loyers futurs à payer pour 50 % de leur valeur, soit 35 Gbp.

En tenant compte de tous ces éléments, nous obtenons, dans le scénario d'une mise en liquidation volontaire, une valeur **négative** pour Albemarle, de 8,2 GBp.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Par le passé, Albemarle a généré de très beaux résultats opérationnels : 21 Gbp en moyenne au cours des 5 dernières années. En amputant ce montant de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, en actualisant à 12 %, en ajoutant la trésorerie de l'actif et déduisant les dettes financières, nous obtenons une VCB de 32,17 GBp.

Analyses de société

VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 21,16 Gbp, nous avons obtenu une marge de sécurité de

62,1 % sur la VANN

34,2 % sur la VCB

Il est dommage que l'importance des baux commerciaux en regard avec les actifs disponibles ne nous permettent pas d'avoir tous nos apaisements quant'à la bonne fin d'une liquidation volontaire.

Les deux points délicats avec Albemarle sont, selon nous, les suivants :

- Tout d'abord, parvenir à renouveler le business model de la société afin de lui permettre de générer, à nouveau, des résultats positifs même dans un environnement proposant des prix déprimés pour le métal jaune
- Ensuite, et c'est le plus urgent, parvenir à présenter à ses créanciers, un plan de restructuration crédible qui lui permette de poursuivre ses activités. Nous avons vu que, dans le cas d'un arrêt immédiat de celles-ci, il ne resterait vraisemblablement rien aux actionnaires.

Ce plan de restructuration peut prendre plusieurs formes : une augmentation de capital, une renégociation réussie des échéances de dettes ou une cession pure et simple. Ce dernier scénario semble, pour l'heure, tenir la corde. Rien ne dit qu'il se réalisera mais, s'il se réalise, nous espérons que la qualité de cette société permettra de réaliser une plus-value sympathique sur nos actions.



Analyses de société

Matica Technologies

(Frankfurt Börse, Ticker: DS7.DE / ISIN : DE000A0JELZ5)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Matica Technologies est à l'origine une entreprise italienne fondée en 1992 à Milan. Elle est spécialisée dans la conception de cartes sécurisées de toutes sortes pour les banques, les gouvernements (passeports et cartes d'identité), contrôle d'accès, ...

En 2007, la société fait l'acquisition de l'entreprise autrichienne Digicard et de la société italienne Fractalos Carte Lab. Elle prend le virage technologique de la carte électronique.

Enfin, en 2011, Matica devient le nouvel actionnaire majoritaire et en juillet 2013, l'entreprise change de nom en Matica Technologies. L'entreprise devient alors mondiale avec une présence en Italie, en Allemagne, en France, au Mexique, à Singapour, en Chine, aux Etats-Unis et aux Émirats Arabes Unis. Elle assiste ses clients grâce à son réseau mondial de revendeurs agréés, distributeurs et partenaires d'intégration.

Aujourd'hui, la société est installée dans la ville industrielle de Esslingen, près de Stuttgart dans le Land allemand de Bade-Wurtemberg. Elle emploie 69 personnes.

Nous identifions potentiellement 4 points qui peuvent expliquer le niveau raplapla du cours actuellement :

- 1 - Un actionnaire majoritaire sur une petite capitalisation, cela effraie toujours le chaland
- 2 - Une société active dans le secteur technologique. Les investisseurs y voient souvent des coûts et des bénéfices dans un hypothétique futur
- 3 - Deux importantes augmentations de capital durant les 2 dernières années (multiplication du nombre de titres par 3,17), qui a lessivé les actionnaires « accrochés » à la valeur
- 4 - Enfin, une liquidité plutôt faible : quelques dizaines de milliers d'euros échangés par mois

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des semestriels arrêtés au 30 juin 2013. Nous n'avons pas trouvé de plan d'options dans les bilans.

Analyses de société

Nous avons acheté des titres le 24 décembre à un cours de 1,12 EUR par action.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 2,82 EUR par action et un passif total qui représente 1,14 EUR par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de **1,68 EUR**.

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

La société ne détient pas de terrains ou de bâtiments en propre. Nous ne pouvons donc pas calculer de VANE.

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



Dans cette évaluation, nous estimons la valeur que les propriétaires (les actionnaires) pourraient obtenir si de la société décidait de se mettre volontairement en liquidation. C'est-à-dire réaliser l'ensemble de ses actifs sans un stress au niveau des ventes.

A noter que la structure du bilan de la société est relativement aisée à appréhender, puisque constituée uniquement de quelques catégories d'actifs.

Nous commençons notre évaluation par l'**actif courant**, composé des actifs les plus liquides. L'actif le plus important est constitué des **stocks**. Ils représentent pour une valeur comptable de 1,14 EUR par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 122 jours, et de 108 jours pour l'exercice actuel. Nous n'avons pas plus de précision sur ce stock, hormis le fait qu'une provision représentant 10% du stock a été comptabilisée. Nous prenons ainsi une marge de sécurité de 25% et retenons les stocks pour une valeur de 0,86 EUR par action.

Viennent ensuite les **créances clients** pour 0,89 EUR par action. La société a été payée en moyenne en 54 jours sur les 3 dernières années et en 63 jours sur le dernier exercice. Les clients paient donc relativement rapidement. Aussi, nous prendrons une marge de sécurité de 20% sur ce montant et nous obtenons alors une valeur pour ces créances de 0,71 EUR.

La **trésorerie** est le poste suivant. Elle représente 0,49 EUR par action. Nous la re prenons telle quelle.

Ensuite, nous valorisons des **paiements en avance** pour une valeur de 0,21 EUR

Analyses de société

par action que nous reprenons dans une approche conservatrice avec une marge de sécurité de 10 %, soit 0,19 EUR par action.

Enfin, le poste des actifs courants est composé des **dépôts pour cautions et garanties à court terme** pour un montant représentant 0,10 EUR par action. Ces sommes sont du cash bloqué qui n'appellent à aucun commentaire.



En ce qui concerne les **actifs non courants**, le poste le plus important est composé des **dépôts pour cautions et garanties à long terme** pour l'équivalent d'un montant représentant 1,20 EUR par action. Comme pour l'actif circulant, nous reprenons ce montant pour sa valeur comptable.

Le deuxième poste par son importance est composé des **actifs immatériels** pour 0,26 EUR par action. Fidèles à notre approche patrimoniale basée sur la tangibilité des actifs, nous décidons de considérer cette valeur comme nulle.

Le dernier poste significatif est celui des actifs immobilisés, soit les **machines, équipements et mobilier**. Il représente 0,07 EUR par action. Nous n'avons aucune compétence pour évaluer avec fiabilité ces actifs qui sont utilisés pour une activité technique bien précise. Nous décidons donc d'appliquer une marge de sécurité maximale de 80% et reprenons donc 0,01 EUR par action.

Enfin, en ce qui concerne les crédits d'impôts différés pour un montant non significatif (73.000 EUR ou 0,01 EUR par action), par conservatisme nous ne les prenons pas dans notre calcul de la VMLV.

Le **total du passif** (le total des engagements de la société) représente 1,14 EUR par action.

En **hors bilan**, nous avons trouvé ni litige, ni leasings ou autres garanties diverses.

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

Actif courant

- + Stock : 0,86
- + Poste client : 0,71
- + Trésorerie : 0,49
- + Paiements en avance : 0,19



Analyses de société

+ Dépôts pour cautions et garanties à court terme: 0,10

Actif immobilisé

+ Dépôts pour cautions et garanties à long terme : 1,20

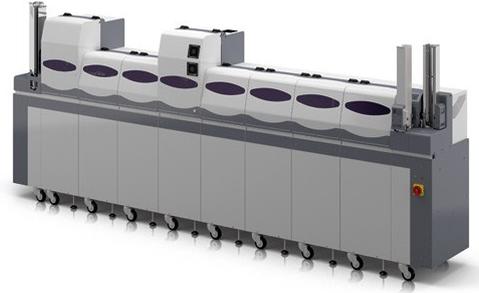
+ Actifs immatériels : 0,01

+ Actifs différés d'impôts : 0

Passif

- Total passif : -1,14

Nous obtenons donc une VMLV de **2,42 EUR** par action.



V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a généré à 3 reprises des résultats opérationnels. Mais les pertes liées aux exercices 2010 et 2011 ne nous permettent pas de dégager des profits opérationnels positifs sur la période. Nous ne sommes donc pas en mesure de calculer une VCB pour Matica Technologies.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 1,12 EUR, nous avons acheté des titres Matica Technologies avec une décote de :

33% sur la VANN

54% sur le VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 2,95 EUR) est de : +161%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 83%

Ratio technologique = 0% (la société réalise bien des dépenses de recherche et développement, mais elles ne sont pas identifiées comme telles dans les comptes de résultats; l'entreprise précise qu'une partie de ses charges de personnels ainsi que ses actifs immatériels sont des éléments liés à la R&D).

Comme nous l'avons abordé dans l'introduction, certains éléments non rationnels pour un investisseur dans la valeur peuvent expliquer la défiance du marché vis-à-vis du titre : la liquidité, la taille de l'entreprise, le secteur technologique et la présence d'un industriel majoritaire au capital. Ces éléments ne perturbent nullement le chasseur de daubasse qui souhaite obtenir le maximum d'actifs pour un prix riquiqui.

Analyses de société

En ce qui concerne les augmentations de capital à répétition, nous avons fouillé entre les lignes des rapports annuels. Commençons par les points positifs. Le Groupe explique clairement qu'il estime aujourd'hui avoir les moyens financiers de faire face à l'ensemble de ses obligations financières. Selon le management, la structure financière est très satisfaisante. Par ailleurs, des lignes de crédits non tirées ont été négociées avec les banques et permettront le cas échéant de financer tout type de besoin. Au vu de la structure actuelle de la société où les seuls dépôts de cautions et garanties à long terme (8,9 M EUR) représentent davantage que l'ensemble du passif de la société (7,1 M EUR), nous rejoignons le point de vue du management. Toute chose égale par ailleurs, il ne semble pas y avoir de risque financier pour Matica Technologies. Ce qui sous-entendrait par corrélation, nulle besoin de recourir à de nouvelles augmentations de capital.



Le ciel s'assombrit quelque peu ensuite. En fait l'augmentation de capital à 1,05 EUR par action qui a eu lieu de 31 janvier 2013 pour 4,4 M EUR avait été dénoncée comme « illégale » par des actionnaires minoritaires lors de l'Assemblée Générale du 24 août 2012. Ainsi, lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire en date du 15 février 2013, des experts indépendants ont été nommés pour donner leur avis. Nous n'en savons pas plus à l'heure où nous rédigeons cette analyse.

Au niveau des résultats, le Groupe a publié des résultats succincts pour les 9 mois de l'exercice 2013 : un EBITDA de 1,1M EUR et un profit avant impôt de 0,6 M EUR pour une capitalisation actuelle de 8,0 M EUR.

Enfin, il nous semble important de préciser que le cabinet d'audit *Ebner Stolz Mönning Bachem GmbH* n'est pas le plus connu de la place, mais a pignon sur rue en Allemagne. Nous pouvons donc croire que le travail d'audit des comptes a été réalisé dans des conditions acceptables.

Clairement, d'un point de vue patrimonial, le titre rentre dans tous nos critères et offre la possibilité d'investir dans une net-net (ce qui est de plus en plus rare au vu des niveaux des marchés actuels) avec un potentiel supérieur au portefeuille. Avec de nombreux atouts : une entreprise industrielle allemande, technologique, éligible au PEA et profitable. Il y a bien entendu un risque juridique, ou plus précisément, quelques questions en suspend sur la qualité de la gouvernance du Groupe. Mais au sein de notre portefeuille diversifié, une part 1% limite les risques tout en permettant d'augmenter le potentiel moyen du portefeuille.

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