

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 6
Suivi des sociétés analysées	page 8
News de nos sociétés	page 10
Analyse de la société Lakeland Industries Inc.	page 21
Analyse de la société Hammond Manufacturing Co. Ltd.	page 26
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 30

Edito



Stop ou encore?

Sommes-nous en situation de bulle ?
Devons-nous rester sur le marché ou nous couvrir ?

C'est le genre de question que, comme vous vous en doutez, ami(e) lecteur (trice), nous ... ne nous posons pas.

Les traders nous parleront d'excès d'optimisme en analysant le VIX ou le EPCR. Les suiveurs de tendance nous parleront de poursuite de la tendance haussière. Les macro-économistes nous diront que la hausse des actions n'est pas en phase avec les données macro-économiques.

Pour notre part, et nous sommes absolument désolés de ne pas pouvoir vous éclairer sur ce point, nous n'avons aucun avis sur la question. Mais nous pouvons néanmoins nous faire une idée du chemin qu'il resterait à accomplir par le marché pour atteindre des sommets d'exubérances joyeuses ou, au contraire, des profondeurs de morosités dépressives.

Pour ce faire, nous avons comparé la valorisation du S&P 500 pris dans son ensemble sur 4 périodes récentes : 2 périodes d'euphorie et 2 périodes de marasmes.

Edito

Les périodes d'euphorie pour commencer :

Le 31/03/2000, le S&P 500 était valorisé à :

- 5,06 fois la valeur comptable des entreprises qui le composent
- 1,77 fois ses ventes
- Et présentait un rendement du dividende moyen de 1,15 %

Le 30/06/2007, le S&P 500 était valorisé à :

- 2,9 fois son *price to book*
- 1,52 fois ses ventes
- Et le rendement du dividende était de 1,73 %

Passons maintenant aux périodes de creux :

Le 31/03/2003, le S&P 500 était valorisé à :

- 2,58 fois sa valeur comptable
- 1,25 fois ses ventes
- Et le rendement du dividende était de 1,82 %

Le 31/03/2009, le S&P 500 était valorisé à :

- 1,78 fois sa valeur comptable
- 0,80 fois ses ventes
- Et le rendement du dividende était de 3,15 %

Après avoir fixé ces 3 bornes, nous pouvons à présent établir les valorisations actuelles de l'indice large de la bourse américaine.

Nous avons :

- 2,51 fois la *book value*
- 1,53 fois les ventes
- 1,9 % de rendement des dividendes

Quelles conclusions pouvons-nous en tirer ?

Eh bien que pour atteindre les sommets de valorisation de mi-2007, l'indice américain devrait gagner encore 9 %.

Pour atteindre le sommet de valorisation exceptionnelle de début 2000, il lui faudrait prendre encore ... près de 52 % !

Comme on le voit, si les marchés veulent vraiment se montrer exubérants, nous sommes encore loin d'un sommet possible.

Edito

A contrario, les planchers de valorisation se situent 7 % plus bas pour celui de début 2003 et 38 % plus bas pour les valorisations de début 2009.

Etonnant n'est-ce pas que cette situation dans laquelle, contrairement au sentiment ambiant, nous sommes, en terme de valorisation, plus proche des excès baissiers que des excès haussiers ?

Nous pouvons donc voir, au travers de cette petite statistique sans prétention, que le marché peut tout aussi bien aller beaucoup plus haut que son niveau actuel, mais qu'il peut tout aussi bien descendre bien plus bas.

Vous voilà donc bien avancés ... Une bien belle manière pour nous de ne pas nous mouiller ... tout simplement parce que nous en sommes incapables.

En effet, fidèles à notre stratégie, nous avons décidé de nous concentrer uniquement sur ce que nous savons : la valeur patrimoniale des entreprises prises individuellement. Et nous nous penchons uniquement sur ces cas individuels sans tenir nullement compte d'un aspect global.

Nous procédons, sans précipitation et de manière méthodique, dans le respect de notre *process*, à des ventes dont le cours est arrivé « à maturité » et nous ne nous pressons absolument pas pour investir « à tout prix ».

C'est ainsi qu'entre le 15 mars et aujourd'hui, le niveau de liquidités disponibles pour le portefeuille de notre club est passé de 7,47 % à un niveau record pour nous de 12,5 %. Cet augmentation du cash ne s'est évidemment pas fait dans un but de *market timing* ou de prédiction « à la Roubini » (au fait, on n'en entend plus trop parler de celui-là). Juste des décisions basées sur la valeur et la volonté de maximiser nos marges de sécurité ... Ce qui constitue pour nous le meilleur moyen de sécuriser un capital à long terme.

Ce qui ne nous empêche pas de poursuivre notre traque incessante, de continuer à analyser une multitude de cibles potentielles comme vous pourrez le voir dans la présente lettre avec deux sociétés qui sont bien positionnées sur nos radars ...

L'Equipe des Daubasses

Portefeuille

Comme nous vous l'expliquions dans notre précédente lettre (mai 2013, n°25), nous ne vous présentons plus l'entièreté de notre portefeuille puisque vous le recevez par email chaque début de semaine.

Dans cette nouvelle 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.

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
31 mai 2013	
Valeur d'une Part	6,66 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,14 €
Potentiel	112,16%
Solvabilité pondérée	86,64%
3,33% Pondération Max	9.679,96 €
Nombre total de positions	60
Répartition des Devises	
Euro	39,23%
Dollar Américain	38,59%
Livre Sterling	11,49%
Dollar Canadien	5,70%
Courone Norvégienne	0,42%
Courone Suédoise	2,43%
Courone Danoise	0,77%
Franc Suisse	1,35%
Variation des devises Yield	-0,17%
Nombre de société vendue	71
Gain Moyen	2.046,88 €
Perte Moyenne	- 712,50 €
Société en Gain	46
Société en Perte	25
1 Euro investi a rapporté	5,29 €

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 mai 2013 / Notations														
	Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio		Ratio	
	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre	ROIC	
			Risque	(0 = très risqué , 3 = peu risqué)				Cours						
Net-Net	3	0	3	Sport Haley Inc	1.6305	0.37	76.52%	24/11/08	194%	1.7623				
	1	2	3	Coast Distribution System	3.7475	0.80	46.46%	25/11/08	89%	5.6955				
	0	1	1	Barrat Development PLC	171.15	1.87	62.80%	26/11/08	-36%	204.88	0,00	0.0000		
	3	0	3	Taitron	2.1181	0.47	99.33%	26/11/08	222%	3.2151	3,0399	0.3289		
	0	2	2	Trans World Entertainment	5.1635	0.91	68.63%	08/06/09	21%	5.7157				
	3	0	3	SigmaTron International	3.5102	1.18	48.00%	13/11/09	146%	10.2024	6,0162	0.6898		
	2	3	5	Leeds Group PLC	32.2600	0.65	77.99%	27/08/10	100%	41.95	40,56	0.5178		
	3	0	3	Vianini Industria	1.1542	0.87	163.01%	19/10/10	226%	3.2800	1,7001	0.5923		
	3	1	4	MBL Group	17.4300	0.65	95.93%	05/07/11	153%	28.7600				
	0	3	3	PV Crystalox Solar	12.3619	0.95	96.21%	05/11/11	65%	19.4148				
	3	2	5	Asian Pacific Wire & Cable	7.4149	0.54	54.06%	15/03/12	189%	11.4913				
	3	2	5	Deswell Industries Inc	3.6897	0.72	135.19%	15/03/12	139%	6.3451				
	3	1	4	Vet Affaires	10.6337	0.79	58.93%	16/07/12	205%	25.6541				
	0	1	1	Velcan Energy	14.2220	0.93	317.60%	22/08/12	35%	17.7954				
	3	0	3	Plaza Centers NV	120.33	0.25	50.26%	27/09/12	331%	129.21				
	0	2	2	Xyratex Ltd	8.86	1.19	80.81%	09/10/12	-2%	10.34				
	2	1	3	Global Tech Advanced Inovation	17.70	0.52	115.66%	17/10/12	186%	26.35				
	1	0	1	Performance Technologies	1.42	0.91	128.84%	30/11/12	40%	1.80				
	0	0	0	Amtech	1.79	2.93	111.30%	02/01/13	27%	6.65				
	3	1	4	Electronic Sytem Technology	0.55	0.54	135.24%	02/01/13	89%	0.57				
	3	0	3	SemiLEDs	1.57	1.03	142.88%	09/01/13	110%	3.38				
	2	0	2	Zoom Telephonics	0.36	0.52	57.71%	02/04/13	95%	0.37				
Net-Estate	3	2	5	Avalon			88.96%	02/09/09	185%	10.45	8,6461	0.4233		
	1	0	1	Bodisen Biotech			88.86%	10/11/09	1072%	0.7033	0,1539	0.3899		
	2	1	3	Blonder Tongue Laboratories			64.96%	16/11/09	93%	2.0500	1,5606	0.6792		
	3	2	5	Exacompta - Clairefontaine			68.02%	30/11/09	609%	301.18	202,33	0.2099		
	3	3	6	Gevelot			71.43%	09/12/09	261%	148.10	78,80	0.5203		
	0	2	2	SAM			70.08%	11/01/10	92%	49.92	48,83	0.5323		
	0	2	2	Scott Liquid Gold			48.66%	14/04/10	43%	0.5580	0,0000	0.0000		
	3	2	5	Irce			52.62%	31/05/10	256%	5.3321	3,3834	0.4430		
	0	1	1	Hutchinson Technology			57.38%	31/08/10	21%	6.9647	5,9235	0.9690		
	3	2	5	Natuzzi			68.36%	19/01/11	212%	6.6096	6,4690	0.3277		
	3	2	5	Alco Store			42.44%	27/07/11	218%	30.836	18,6743	0.5200		
	3	3	6	Crown van Gelder			74.72%	12/10/11	252%	15.646	14,0468	0.3169		
	3	3	6	Peels Hotel			54.86%	12/10/11	313%	156.790	72,2700	0.5258		
	2	2	4	ADDvantage Technologies			108.20%	23/11/11	62%	3.654	3,6058	0.6250		
	3	2	5	Ceramiche Ricchetti			42.13%	09/01/12	858%	1.808	1,8008	0.1044		
	3	2	5	Panaria Group			43.23%	12/01/12	155%	2.967	1,1838	0.9841		
	3	0	3	Plastivaleiro			35.47%	27/02/12	357%	52.077	34,3697	0.3317		
	1	1	2	Cottin Frères			50.37%	14/06/12	71%	6.602	0,0000	0.0000		
	1	2	3	CSP International Fashion			65.72%	20/06/12	8%	1.553	1,5530	0.9259		
	0	3	3	Coil			56.31%	14/11/12	56%	7.871	4,9805	1.0140		
	2	3	5	Loeb Holding			80.63%	23/04/13	98%	333.425	245,61	0.6857		
VANTre	3	0	3	Jemtec			1238.19%	25/01/11	103%	1.4622		1.4622	0.4924	76%
	2	0	2	BFS Entertainment&Multimédia			63.80%	25/01/11	139%	0.4782		0.0000	0.0000	0%
	0	3	3	Malteries Franco-Belge			83.01%	14/04/11	26%	256.36		256.36	0.7957	27%
	2	0	2	Renewable Energy Corp ASA			201.96%	30/11/11	108%	4.82		4.82	0.4805	8%
	3	0	3	Universal Security Instruments			107.06%	26/03/12	104%	10.57		10.57	0.4899	11%
Fonds	3	0	3	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	141%	5.6100				
	1	1	2	Eastern European Property				28/04/11	39%	118.43				
	2	0	2	Elephant Capital PLC				28/06/11	81%	49.00				
	1	0	1	Vietnam Holding				04/11/11	25%	1.54				
Diversification	0	3	3	Luxempart				28/06/11	38%	37.00				
	1	1	2	Oceana Gold Corp				14/10/11	30%	2.49				
	3	3	6	Dundee Precious Metal				14/10/11	149%	12.61				
	0	3	3	Investor AB				29/12/11	37%	255.64				
	2	1	3	First Farms				25/01/12	67%	61.52				
	3	3	6	FFP				15/05/12	92%	66.00				
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	44%	1908.01				
	1	3	4	(ADR) First Pacific LTD				11/02/13	84%	12.19				
	2	3	5	(ADR).Jardine Stratégic LTD				11/02/13	50%	29.89				

Suivi des sociétés analysées

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

Du fait que les sociétés que nous analysons sont pour nous des cibles privilégiées pour nos futurs achats, nous avons décidé de « borner » cette liste en indiquant leur cours. Il est particulièrement intéressant pour nous de suivre leur évolution, cours, ratio et news quand il y en aura.

Ne vous étonnez donc pas cher lecteur, de retrouver dans notre portefeuille, à court terme, des sociétés analysées précédemment.

Sociétés Analysées								
		Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel	RendT
				Devise	Euro		Devise	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	11,35	0,13
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	85,00	0,99
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	38,00	0,44
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	27,00	0,32
5	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	9,71	7,48
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	3,01	2,32
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	4,45	4,45
8	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	26,49	20,39
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	11,75	0,14
10	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,25	1,74
11	USD	AVHI	AV Homes	7,24	5,67	09/01/12	13,24	10,19
12	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	1,17	1,17
13	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,19	0,19
14	Euro	PVL.PA	Plastivaloire	19,65	19,65	08/03/12	11,40	11,40
15	DKK	FFARMS	First Farms	47,00	6,32	08/03/12	36,75	4,93
16	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	3,97	3,06
17	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,66	2,05
18	USD	UUU	Universal Security Instrumer	5,35	4,08	09/04/12	5,18	3,99
19	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	34,45	34,45
20	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,28	0,28
21	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	185,50	24,32
22	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	5,77	5,77
23	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0,84	0,84	06/07/12	1,44	1,44
24	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3,90	3,90	06/07/12	3,85	3,85
25	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	8,40	8,40
26	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1,329	1329
27	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	13,21	13,21
28	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,01	1,01
29	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	3,36	3,36
30	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	60,75	0,71
31	USD	JSHLY	Jardine Strategic LTD	18,11	13,90	08/10/12	19,97	15,37
32	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	30,00	0,35
33	USD	XRTX	Xyrtex Ltd	8,42	6,57	07/11/12	10,58	8,15
34	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5,84	4,56	07/11/12	9,22	7,10
35	Euro	ALCOI.PA	Coil	3,10	3,10	07/12/12	5,05	5,05
36	USD	PTIX	Performance Technologies	0,84	0,65	07/12/12	1,29	0,99
37	USD	ASYS	Amtech	3,94	3,01	08/01/13	5,25	4,04
38	USD	ELST	Electronic System Tech	0,35	0,27	08/01/13	0,30	0,23
39	USD	LEDS	SemiLed Corp	0,71	0,52	06/02/13	1,61	1,24
40	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37,00	0,43	06/02/13	37,38	0,44
41	USD	FPAFY	First Pacific LTD	7,14	5,45	08/03/13	6,63	5,10
42	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28,92	28,92	08/03/13	26,19	26,19
43	USD	ZMTP	Zoom Telephonics	0,17	0,13	05/04/13	0,19	0,15
44	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166,10	134,93	09/05/13	168,40	136
45	USD	UPG	Universal Power Group	1,69	1,28	09/05/13	1,71	1,32
Opération clôturée								
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87
7	GBP	PDX.L	Pursuit Dynamic (Vendu)	2,90	0,04	07/12/12	1,70	0,02
Total pondéré a part égal								19,18%

Suivi des sociétés analysées

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

Sociétés Analysées - Ratios et Notations												
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC		
			Risque			Cours						
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)									
			MBL Group									
			Eastern European Property									
			Peels Hotels									
			Elephant Capital									
			Alco Store									
			Coast Distribution System									
			Crown Van Gelder									
1	1	2	Paradise Inc	28,434	0,9316	80,56%	46%	38,7	40,3033	0,52		
			PV Crystalox Solar									
			ADDvantage									
			AV Homes									
			Panaria Group									
			Ceramiche Ricchetti									
			Plastivaloire									
			First Farms									
			Asian Pacific Wire & Cable									
			Deswell Industries Inc									
			Universal Security Instrument									
			FFP									
2	0	2	Techniline	0,5689	0,4922	40,90%	148%	0,6952				
1	3	4	AKER -A-				64%	304,00				
0	2	2	HF Company	6,1727	0,9348	60,49%	46%	8,4228	7,9346	0,38	8,4228	0,4598 7%
			CSP International Fashion									
			Cottin Frères									
			Vet Affaires									
			Sofragi									
			Velcan Energy									
			Vianini Industria									
1	1	2	Vianini Lavori				35%	4,54				
3	0	3	JKX Oil				276%	228,16	173,647	1,86		
			Jardine Stratégic LTD									
			Plaza Centers N.V									
			Xyratex Ltd									
			Global Tech Advanced Ino									
			Coil									
			Performance Technologies									
			Amtech									
			Electronic System Tech									
			SemiLed Corp									
0	3	3	Axa Property Trust				57%	58,55				
			First Pacific LTD									
3	1	4	Signaux Girod			59,33%	118%	56,98	44,04	0,68		
			Zoom Telephonics									
			Loeb Holding									
3	0	3	Universal Power Group	3,8098	0,4488	47,25%	141%	4,1267	3,8094	1,23		
			Opération clôturée									
			GigaTronics (Vendu)									
			KeyTronic (Vendu)									
			Book-A-Million (Vendu)									
			Networks Engine (Vendu)									
			LNC (Vendu)									
			CollabRx (Tegal) (Vendu)									
			Pursuit Dynamic (Vendu)									

News de nos sociétés



ADD Vantage (USA) Ticker : AEY

Pour son 2e trimestre clôturé le 31/03, la société annonce une baisse de 11 % de son chiffre d'affaires. Sur l'ensemble de son premier semestre, cela n'a pas empêché un presque triplement du bénéfice par action, à 0,11 usd. La direction annonce également avoir procédé à des rachats d'actions propres mais elle a décidé de suspendre ces rachats car elle souhaite conserver de la trésorerie pour réaliser quelques acquisitions. Espérons que celles-ci seront réalisées à bon escient : vous savez, ami(e) lecteur(trice), tout le mal que nous pensons, en général, des opérations de croissance externe.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

Un communiqué de la direction nous explique que les ventes auraient augmenté de 1% au premier trimestre 2013.

Amtech Systems (USA) Ticker : ASYS

Pour son premier semestre, clôturé le 31/03, notre équipementier pour l'industrie solaire annonce une nouvelle perte de 0,66 usd par action malgré une réduction drastique des dépenses, réduction malheureusement insuffisante pour compenser l'effondrement du chiffre d'affaires. Le carnet de commandes se stabilise à 1,5 trimestre d'activité. Nous espérons toujours que les activités de semi-conducteurs, plus pérennes et moins soumises aux aides publiques, pourront permettre à la société de repartir sur des bases plus saines en attendant un éventuel retour en faveur du secteur photovoltaïque.

Avalon (USA) Ticker : AWX

Bons résultats trimestriels pour notre société active dans la gestion de terrains de golf et de déchets (ne cherchez pas le rapport entre les deux activités, nous n'en avons pas trouvé). Le chiffre d'affaires augmente de 40 % et la perte est symbolique à 0,04 usd par action. Nous regrettons cependant de ne plus avoir aucune nouvelle sur les activités d'exploration gazière sur un de leurs terrains dans l'Ohio.

Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L

Au 31 mars 2013, la NAV ressort à 60,48p, en hausse de 3,3% par rapport au 31/12/2012 (58,56p). L'objectif du fonds est toujours de liquider ses actifs pour

News de nos sociétés

optimiser le retour aux actionnaires. Le cours actuel de 37,38p présente une décote de plus de 38% sur la valeur liquidative du fonds.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Cela commence à devenir une routine ennuyeuse pour notre constructeur britannique avec des nouvelles à nouveau excellentes. En effet, l'entreprise profite pleinement des aides gouvernementales pour améliorer l'offre de prêts hypothécaires. Jugez-en plutôt : hausse de 29 % de ses ventes, augmentation de 9,7 % des réservations, poursuite de la réduction de la dette alors que la société augmente son portefeuille de terrains à bâtir. La direction annonce être dans un état d'optimisme le plus élevé des 5 dernières années et confirme ses objectifs de reprise de distribution d'un dividende pour cette année et le retour à une situation « 0 dette » pour 2015.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker: BDR

Hausse des ventes et réduction des pertes pour cette entreprise techno à destination des opérateurs de la télévision câblée. Le CEO est déçu par les résultats mais se montre optimiste pour l'avenir.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Malgré une activité en retrait de 2,6% à 47 M EUR, un EBITDA de -1M EUR et une perte nette de -4,1 M EUR sur le premier trimestre, il semblerait que le marché croit à nouveau dans les perspectives de l'entreprise, puisque le titre reprend +13% sur le mois.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Les résultats du premier trimestre du distributeur de matériel pour la navigation de plaisance et les véhicules de loisirs en plein air, sont satisfaisants : la perte d'exploitation est en diminution (0,20 usd par action), les ventes en légère hausse (+ 4,7 %). La direction maintient son objectif d'un retour à la rentabilité pour l'année 2013.

Coil (France) Ticker : ALCOI.PA

Suite à la belle publication annuelle que nous vous annonçons le mois dernier, le titre s'est adjugé une hausse de +30% sur le mois de mai.

Sur le premier trimestre, le groupe génère un CA de 5,5 M EUR, en retrait de 7% par rapport au T1 2012. Ce qui est expliqué par la morosité du marché européenne, que le Groupe compense avec la conquête des marchés asiatiques et notamment en Chine où il commence à être référencé par les acteurs du marché.

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

Le 16 mai, le directeur financier a été annoncé au *board*, avec effet au 1er juin 2013. Il rejoindra ainsi le CEO.

La direction a profité de l'Assemblée Générale pour faire un point sur l'activité des premiers mois de 2013 et de la suite de l'année. Dans un marché européen en baisse de -7%, l'entreprise pense utiliser au maximum ses capacités de pro-

News de nos sociétés

duction. Mais est désavantagée par le coût de l'énergie et de la pâte à papier qui reste à un niveau très élevé. Ainsi, pour le premier semestre, hors éléments exceptionnels, le management s'attend à une perte de 4 M EUR. Dans cet environnement incertain, l'entreprise prévoit de réaliser un exercice 2013 globalement en perte.

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

Après avoir gagné plus de 72% suite à notre achat le 20 juin 2012, nous avons placé un *stop loss* pour assurer notre gain puisque le titre a atteint notre cours cible. Sa VANT était en effet de 1,41 EUR au 31 décembre 2012. Mais avec les bons résultats du premier trimestre 2012, la VANT atteint désormais 1,47 EUR et le VANE 1,55 EUR.

Au niveau des résultats, malgré un CA en retrait de 2,1% à 34,7 M EUR, le groupe textile a réussi à générer un profit de 2 M EUR sur le premier trimestre 2013 identique au premier trimestre 2012.

Dundee Precious (Canada) Ticker : DPM.TO

Notre minière à faible coûts d'extraction a vu son cours chuter de près de 20% sur le mois. La sanction semble rude puisque à l'issue du premier trimestre 2013, l'entreprise a plus de 100 M USD de cash dans les caisses, et donc une dette nette positive (cash > emprunts bancaires). La société a publié une rentabilité en baisse comparativement au T1 2012, du fait d'un cours de l'or en retrait, de coûts d'extractions plus importants et d'une production plus faible de zinc et d'argent (en quantité).

L'entreprise a sorti un communiqué pour rappeler qu'elle est une des minières à plus bas coûts de la place et qu'elle a 250 M USD rapidement mobilisables (lignes bancaires + cash), ce qui devrait lui permettre de continuer à produire et à croître sans faire appel au marché. La direction estime qu'aux cours actuels des métaux, Dundee Precious Metal est encore capable de générer d'importants *cash flows*.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Le fonds fermé a publié ses résultats 2012. La valeur d'actif net (NAV) ressort au 31.12.2012 à 105,03p par action. Alors qu'il était de 118,2p au 30.06.2012. Cette baisse de -11% sur le semestre s'explique en grande partie par une réduction sur l'évaluation des immeubles de placement (-1,8 M GBP) et des ventes d'actifs en dessous de la valeur comptable (-0,7 M GBP).

Le management se concentre à la réalisation des immeubles encore détenus en portefeuille, même si les deux biens encore détenus sur le marché roumain et bulgare sont plus difficile à vendre car le marché est beaucoup moins liquide. Enfin, au niveau du bilan, il est intéressant de remarquer qu'avec la cession des actifs, le fonds n'a plus aucune dette bancaire et que les immeubles sont désormais classés dans l'actif courant. Ce qui signifie que la direction a clairement l'objectif de vendre ses immeubles. Cette classification pourrait laisser penser que ces événements et la dissolution de la société pourraient avoir lieu avant la fin de l'exercice. Si la société réussit à retourner intégralement sa NAV aux ac-

News de nos sociétés

tionnaires (105,03p), au cours actuel de 85p, c'est un rendement potentiel de 23,9%.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Le fonds fermé spécialiste du marché indien a publié ses résultats du premier semestre 2013 arrêtés au 28.02.2013. La NAV ressort à 40p, en baisse de 10% par rapport au 31.08.2012 (44p). Nous ne pouvons que nous réjouir d'avoir pu apporter une bonne partie de nos titres à l'offre de retrait qui s'est effectué à 39p.

Le management s'est fixé 2 principaux objectifs. Tout d'abord vendre la totalité de son portefeuille. Mais, ironiquement, ce sont ses participations cotées qu'elle a le plus de mal à vendre car les marchés sont peu liquides. Par ailleurs, un effort supplémentaire sera axé sur la réduction des coûts de fonctionnement.

FFP (France) Ticker : FFP.PA

La holding de contrôle du groupe Peugeot annonce quelques cessions au premier trimestre, notamment le solde de sa ligne en *Linedata* ainsi que des actions de DKSH. De quoi légèrement réduire le passif de la holding.

En tenant compte des opérations décrites ci-dessous, nous estimons que la valeur de marché de la société doit tourner autour de 65,70 euros, en tenant compte des cours au 31/05 et 47,46 euros sans tenir compte de la participation dans Peugeot.

A quand une valorisation boursière plus en ligne avec celle de ses participations ?

First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO

Nos fermiers danois installés à l'Est signent un trimestre stable avec biais négatif... Au niveau valeur patrimoniale, la VANT s'établit à 61.52 DKK. Les revenus sont en baisse de 25% par rapport au trois premiers mois de l'année 2012, mais le coût des produits a également baissé de 19%... La perte du trimestre s'élève à 0.30 DKK par action, alors que sur la même période un an plus tôt, la perte était de 0.28 DKK.

La direction nous explique que ce résultat était prévu! Ils nous disent également que le prix du lait en Slovaquie était en baisse sur le trimestre par rapport à il y a un an... mais qu'il est reparti à la hausse au deuxième trimestre et est également prévu en hausse au troisième trimestre. Ils nous disent aussi que les prix des céréales et des oléagineux, seront sans doute en baisse.

Au sujet des cultures, ils nous expliquent que les cultures d'hiver, comme le blé semé en automne, est satisfaisant.

Pour ce qui est du climat et de l'ensemencement de printemps, l'hiver plus long que prévu a un peu retardé les semailles de printemps, mais affirment aujourd'hui que tous est terminé.

Ils nous disent toujours espérer un EBIT positif sur 2013 compris entre 2.13 DKK et 3.18 DKK par action. Nous retenons et notons d'emblée ces chiffres !

A noter enfin un nouvel achat de 7500 actions par le CEO.

News de nos sociétés

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

La holding essentiellement investie sur les Philippines va émettre de nouvelles actions pour financer des acquisitions. Il sera possible de souscrire à 1 nouvelle action par 8 actions anciennes détenues. Cette augmentation de capital se fera à 8,10 HK, un prix nettement inférieur au cours actuel. Pour l'heure, nous ne savons pas si les détenteurs de certificats ADR que nous sommes pourrions également bénéficier des droits de souscription à cette augmentation de capital. Nous espérons que oui afin d'éviter de payer le prix de cette dilution.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Comme annoncé le mois dernier, avec ce titre, accrochez votre ceinture ! Suite à l'annonce d'un profit inattendu, inespéré... Résultat, sur le mois, le titre grimpe de 113% et se rapproche tout doucement de sa VANT que nous estimons à 6,96 USD par action. Cette ligne est la plus grosse de notre portefeuille (6,38%) et représente actuellement un gain latent de 196%. Au cours actuel de 5,74 USD, nous attendons patiemment qu'il grimpe encore de 21% pour atteindre sa VANT et placer notre *stop loss*.

Publicité



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

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

Dans un secteur du câble lié à la construction qui est particulièrement morose, IRCE réussit à limiter la casse grâce à sa bonne performance sur le marché sud-américain qui compense le ralentissement européen. Les ventes atteignent 98,79 M EUR sur le premier trimestre 2013, en baisse de 1% par rapport à la même période de 2012. Le résultat ressort tout juste à l'équilibre à 0,37 M USD. Au niveau du bilan, le potentiel sur la VANT ressort à +255% (5,33 EUR).

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

A la fin du mois de mai, l'entreprise a encore racheté sur le marché, en 5 opérations, 100 000 titres à un cours compris entre 19,05 et 20,50 p. Nous vous rappelons que la dernière NAV de l'action est de 45,21p. Racheter des titres avec un discount de plus de 50% sur sa valeur marchande est selon nous un des meilleurs moyens de créer de la valeur pour les propriétaires de l'entreprise.

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Le groupe LGL commence bien l'année 2013 en signant un bon trimestre. La VANT est en petite amélioration à 9.24\$, la valeur Net-net est de 6.38\$ et la valeur net-estate de 7.74\$. Durant ces trois premiers mois de l'année, les revenus ont augmenté de 4% par rapport à la même période un an plutôt. Si le coût des produits a baissé de 11%, les frais de la R&D, des ventes et de l'administration ont quant'à eux augmenté de 13%. Souvenez-vous que dans notre analyse de la

News de nos sociétés

société, nous précisons que les frais de R&D n'étaient pas détaillés, mais mélangés aux autres frais. Au final, la société signe malgré tout une petite perte de 0.03\$, mais au lieu de 0.23\$ un an plus tôt à la même période! La société a donc très fortement réduit sa perte et semble sur la bonne voie.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Nous avons reçu notre dividende de 2,65 CHF par action (brut).

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

La holding luxembourgeoise nous a présenté un point de ses activités au 31/03. Nous constatons des prises de participations importantes en *private equity* : dans des fonds spécialisés dans ce type d'activité mais aussi dans Octopode (commercialisation en ligne de locations de vacances en plein air) et Mirato (société italienne active dans les cosmétiques). Mirato, bien que non cotée, devient d'ailleurs une participation considérée comme « stratégique » par la direction.

En raison de la hausse du cours de l'action, mais aussi du fait que nous considérons que la participation dans Pescanova ne vaut plus rien (même si une surprise positive pourrait encore apparaître de ce côté, notamment du côté des obligations convertibles), la décote s'est réduite. Au 30/05, nous calculons la valeur de la holding à 36,73 euros.

L'occasion pour nous de faire le point sur le portefeuille de Luxempart.

Par rapport à notre analyse de présentation en juillet 2011, la participation dans SES Global (un des leaders mondiaux des communications par satellite) a pris du poids : elle représente à présent 33 % de l'actif net de la société.

La deuxième ligne du portefeuille a également pris de l'embonpoint : le plus gros assureur luxembourgeois, Le Foyer (qui est aussi, d'ailleurs, le principal actionnaire de Luxempart), pèse maintenant 15 % du total de l'actif net.

Ces deux sociétés représentent donc, à l'heure actuelle, près de la moitié de la valeur de l'entreprise.

Viennent ensuite les participations suivantes :

RTL Group (media) : 7,7 %

PNE Wind (éolien) : 2,4 %

Atenor (immobilier) : 1,9 %

Poweo (énergie) : 0,6 %

SEO (énergie) : 0,3 %

Le portefeuille de sociétés cotées « non stratégiques » a, quant à lui, perdu pas mal de poids : il représente à présent 3,9 % (contre plus de 7 % il y a 2 ans).

Enfin, malgré les investissements récents, le *private equity* ne représente toujours que 13,2 % de l'actif (contre 11 % en 2011).

Quant aux liquidités, elles représentent toujours 22 % de la valeur de la holding, en légère baisse.

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

Sur le troisième trimestre clos au 31.03.2013, le CA est en hausse de +29,6% essentiellement expliqué par un effet prix (hausse du prix des matières premières). Il sera intéressant d'en connaître les impacts sur les résultats de l'en-

News de nos sociétés

treprise, tout en suivant également la rentabilité de sa filiale CIM qui est active dans l'Est européen.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Le fabricant italien de salons, coté à New York, n'a pas encore vraiment effectué sa *recovery*. Au premier trimestre, les ventes sont stables et la perte d'exploitation reste importante. Nous constatons que la marque de prestige « Natuzzi » est toujours en perte de vitesse mais que les autres marques compensent. Problème : nous soupçonnons ces autres marques de générer moins de marges bénéficiaires. Nous apprenons qu'une partie de la baisse de la marge brute est due au fait qu'une partie de la production a été déplacée de l'usine roumaine vers l'usine italienne, avec une hausse des coûts de production à la clé. Voilà un patriotisme économique qui n'est pas en ligne avec les déclarations de Monsieur Natuzzi qui annonce qu'il accélère son programme de réduction des coûts.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

La volatilité du cours de l'or entraîne avec lui le cours de nos minières. A raison pour Oceana Gold qui est fortement sensible à toute variation des cours de l'once d'or. Son cours chute de 10% sur le mois (-33% depuis le début de l'année). Néanmoins, avec un coût d'extraction estimé au maximum à 800 USD l'once, avec un cours de l'or qui avoisine les 1 400 USD l'once, nous avons encore une petite marge de sécurité avant de produire à perte.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Notre fabricant de céramique de luxe italien a réalisé des ventes de 66,6 M EUR sur le premier trimestre, en baisse de 7% du fait d'impacts importants des marchés italiens et portugais. Le résultat opérationnel ressort positif à 0,7 M EUR, mais le résultat est négatif à -0,1 M EUR.

La direction confirme la reprise du marché américain qui est en croissance +12% sur la période et se focalise sur une croissance à l'internationale de ses marchés via des partenariats notamment. A moyen terme, tous ces efforts d'investissements sur des marchés porteurs sont des vecteurs d'une rentabilité attendue en forte progression.

Paradise Inc (USA) Ticker : PARF

Les résultats du premier trimestre de notre confiseur, nous apprennent que la valeur patrimoniale reste stable. Les ventes sont toutes fois en recul de 10% par rapport au premier trimestre 2012. Mais nous notons également que le coût des produits a diminué de 6%... Le résultat c'est quand même un profit net de 0.24\$ par action au lieu de 0.25\$ par action un an plus tôt sur la même période.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

Notre entreprise anglaise, que nous considérons comme une immobilière « cachée » avec son parc immobilier d'hôtels fortement sous-évalués par le marché, a annoncé un refinancement. Ainsi, sa dette bancaire qui expirait en juin 2014 a été prolongé à juin 2017. C'est une bonne nouvelle que cette confiance des

News de nos sociétés

banques à l'égard de la société. Ce qui l'est moins, c'est ce financement de 850 000 GBP de la famille Peels (actionnaires majoritaires) de 7% de rendement qui avait été accordé il y a 1 an qui est prolongé jusqu'en 2017 également...

Malgré ce mélange des genres, nous conservons car nous estimons le potentiel au cours actuel à +313%.

Performance Technologies (USA) Ticker : PTIX

Encore un Daubasse qui surfe sur ce mois de mai avec une performance de +53% sur la période. Les résultats du 1er trimestre 2013 sont en baisse mais sont attendus car la société se recentre sur quelques métiers et non plus une dizaine comme auparavant. Le CA est en baisse de 24,8% à 6,3 M USD et après prise en compte de 1,2 M USD de dépenses en R&D et de 0,2 M USD de frais de restructuration, l'entreprise génère une perte de -0,9 M USD.

Le bilan reste solide avec 12 M USD de cash et équivalents, et une valeur Net-net de 1,42 USD. Notre objectif cible (la VANT) ressort à 1,80 USD, soit +40%.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

Fidèle à ses (mauvaises) habitudes, Plastivaloire annonce une baisse de ses ventes de 10,5 % à périmètre comparable. Évidemment, la crise dans le secteur automobile impacte négativement ses résultats... mais pourquoi donc avoir acquis Bourbon juste avant cette fameuse crise automobile ??

PV Crystallox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Nous apprenions, courant du mois de mai, le versement d'un dividende exceptionnel de 7.25 GBp par action, comme annoncé depuis des mois par la direction. Pour le portefeuille Daubasses, notre prix de revient étant de 5.93 GBp, ce dividende couvre donc 122% de notre prix de revient. Pour le moment, la date du détachement de ce beau coupon n'est pas encore connue... Et le marché relativement sourd à la nouvelle propose un cours autour de 12 GBp, jugeant sans doute que c'est trop beau pour être vrai d'obtenir 60% de dividende au cours actuel ! Mais pour ceux qui n'auraient pas tout suivi, ce dividende correspond à la somme de 93 millions € reçus par la société l'année passée en dédommagement de la rupture d'un contrat avec un client. La direction ne trouvant pas d'opportunité pour investir cette somme, a donc décidé de retourner l'argent aux actionnaires.

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

Sur le mois de mai, le titre grimpe de plus de +40%. Une principale explication serait la volonté européenne de protéger le marché européen des producteurs de panneaux chinois qui sont perfusés à plein de subventions pour leur marché export.

Également durant le mois, la société a émis 200 000 000 nouvelles actions à 1,86 NOK. Ce qui permet de renforcer sa structure financière.

Sam Outillage (France) Ticker : SAMP.PA

Le fabricant d'outillage à main annonce un chiffre d'affaires pour le premier trimestre en forte baisse (de 16 %) par rapport à la même période de l'année pré-

News de nos sociétés

cédente. Décidément, cette nouvelle ne changera rien à notre scepticisme sur l'utilité d'avoir gaspillé la bonne trésorerie de la société en acquisition aventureuse plutôt qu'en le ristournant aux actionnaires. Voilà peut-être bien l'exemple d'une direction qui n'a pas vraiment travaillé dans l'intérêt des actionnaires. Laissons-leur encore le bénéfice du doute ou, à tout le moins, espérons que finalement « quelque chose de bien se passe pour nous ».

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD

Après 2 mois de repos, ce mois de mai voit le retour du chasseur « de direction de bras cassés » Timothy Stabosz, qui revient à la charge lors de l'assemblée générale annuelle. Nous rappelons, pour ceux qui n'auraient pas tout suivi, que Timothy Stabosz est un actionnaire de Scott Liquid Gold et qu'il détient 7.2% des actions en circulation. Depuis qu'il a pris connaissance de la vente immobilière de la société qui a eu lieu voici deux mois, Tim a demandé à la direction, la distribution d'un dividende spécial arguant que celle-ci n'avait jusqu'à présent fait que détruire de la valeur sur les 15 dernières années. Bien entendu, la direction a refusé toutes les propositions.

Cette fois, la nouvelle charge de monsieur Stabosz en vue de l'assemblée générale annuelle est claire, directe et sans le moindre ménagement. Il a d'ailleurs déposé, pour l'ordre du jour de cette assemblée, un document à la SEC. Pour ceux d'entre-vous qui veulent lire l'intégralité de ce document, en voici l'URL : <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/88000/000116289313000003/slgd13d6.txt>

Nous vous passons les griefs pointés vers le PDG actuel, le fils de l'ancien PDG et sa collusion avec un conseil d'administration trié sur le volet.

Dans les points les plus importants qui seront abordés, monsieur Stabosz va proposer de virer le conseil d'administration... Pas mal comme idée et également de voter contre la rémunération des dirigeants... Pas mal également... Cet investisseur est on ne peut plus sensé ! Ensuite et ce sera sans doute le point culminant de cette assemblée générale, monsieur Stabosz proposera purement et simplement de mettre en vente la société et demandera d'accepter toutes offres supérieures à 0.50\$! Il part de l'idée qu'avec la vente de l'immobilier de la société, le bilan est cette fois sain et la société attractive pour être mise en vente et dira que si ce n'est pas fait aujourd'hui, la direction continuera à détruire de la valeur, comme elle l'a fait depuis 15 ans.

L'Equipe des Daubasses soutient complètement la démarche de Tim Stabosz et nous lui souhaitons toutes la réussite possible pour tenter de changer le dicton désagréable de notre compatriote, ce cher Albert : *Petit actionnaire minoritaire, petit c... ; gros actionnaire minoritaire, gros c...* (Albert Frère)

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

En une semaine, le titre chute de plus de 15%. Deux explications à cela. En effet, il y a eu le détachement d'un dividende de 2,5 EUR, ainsi qu'une annonce qui a sapé le moral des actionnaires. En effet, alors que la direction était tout feu tout flamme sur les perspectives de l'exercice en cours avec des projections de résultats opérationnels de 7,8 M EUR, les résultats du premier semestre sont d'un tout autre tonneau : -0,1 M EUR de résultat opérationnel à mi-année (contre un

News de nos sociétés

produit de 0,7 M EUR sur l'exercice précédent) et une perte nette de -0,2 M EUR. La société explique ce retard du fait de la météo défavorable en France. D'ailleurs, les prévisions sont nettement plus favorables pour le second semestre (sont ils désormais capables de prévoir la météo et les résultats financiers en découlant ?) mais qui ne compenseront pas totalement le très mauvais second trimestre. Alors maintenant la question est de savoir si nous devons croire le management quand les annonces sont bonnes ou lorsqu'elles sont mauvaises ?

Toujours est-il qu'il est extrêmement désagréable pour l'actionnaire d'avoir attendu des résultats en croissance et élevés, et de se réveiller avec la gueule de bois. Mais pourquoi le management s'est-il aventuré à avancer des prévisions aussi optimistes alors que son marché est fortement cyclique et "météo sensible" ? Voilà une direction qui mérite bien son label « daubasse ».

Malgré ces nouvelles peu réjouissantes, le titre reste une VANE de 42,54 EUR par action avec un ratio de 0,61 du fait d'un immobilier acquis historiquement pour une valeur de plus de 45 M EUR et sa VANT atteint 54,9 EUR, ce qui représente un potentiel de +110%.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1911.86 Euro.

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

La NAV du fond est de 5.61\$, en baisse de 0.70% par rapport au mois précédent.

Universal Power Group (USA) Ticker : UPG

Le distributeur texan de batteries annonce une baisse de ses ventes de 22 % au premier trimestre. Néanmoins, cette baisse s'est faite dans des produits à faible marge, ce qui explique que tant le résultat d'exploitation que le résultat net restent positifs. Le CEO reste positif pour l'avenir en tablant sur la poursuite du développement des produits à fortes marges et les économies qui vont être engendrées par la mise en service d'un nouveau centre de distribution.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Sur le premier trimestre 2013, l'activité chute de 48% à 992 k EUR. Cette baisse engendre une perte nette sur le début de l'exercice de -196 k EUR. Nous sommes encore confortables avec ce titre en portefeuille car Vianini Industria détient des participations dans Cementir (+11% sur le mois et +45% depuis le début de l'année) et dans Generali (+3% sur le mois, plus un dividende de 0,20 EUR par titre).

Nous avons touché en mai notre dividende de 0,02 EUR brut par titre.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

Notre hybride italienne mi-ange, mi-démon ...heu ... mi-holding, mi-industrielle, annonce des résultats plutôt médiocres pour son premier trimestre. Les ventes sont en baisse de 23 % en raison du fait que les pouvoirs publics retardent certains projets. Néanmoins, le carnet de commandes reste bien garni avec un

News de nos sociétés

montant équivalent à 38 trimestres de ventes. De plus, la direction annonce vouloir obtenir des chantiers hors Italie. La prospection est en cours en Turquie, en Europe de l'Est et en Scandinavie.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,589 USD au 24 mai 2013, en hausse de +4,2% par rapport au mois dernier (1,525 USD au 26 avril 2013).

Sur le mois de mai, la société a racheté 120 000 de ses titres sur le marché à un cours moyen de 1,22 USD. Soit avec un rabais de 23% sur la dernière NAV.

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Le bilan du premier trimestre de Zoom, n'est pas brillant. La valeur patrimoniale (VANT) de la société a baissé de 10%, passant de 0.41 USD à 0.37 USD. La valeur Net-net est de 0.3642 USD.

En cause principale d'abord, une baisse du chiffre d'affaire de 29% comparé au même trimestre 2012. Et ensuite, un change défavorable venant alourdir l'ardoise de 0.01 USD par action, alors qu'un an plus tôt sur la même période, ce change était favorable. La perte est, sur le trimestre, de 0.05USD alors qu'un an plus tôt elle était de 0.02 USD.



Analyses de société

Lakeland Industries Inc.

(Nasdaq, Ticker: LAKE / ISIN : US5117951062)

I. Introduction



Lakeland Industries est une société qui a été fondée en 1982 à New-York. Elle fabrique des vêtements de protection et des accessoires de

sécurité pour de nombreux secteurs : la chimie, la pétrochimie, les services publics (pompiers, militaires, police, centres de contrôle,...), l'automobile, l'acier, le verre, les fonderies, des usines de munitions, d'entretien ménager, les produits pharmaceutiques, les morgues, les fabricants de produits électroniques de haute technologie, ainsi que les laboratoires médicaux.

Les centres de production de la société sont principalement situés aux Etats-Unis, au Mexique depuis 1995, en Chine depuis 1996 et au Brésil depuis 2008.

La société vend ses produits dans 40 pays à travers le monde et réalise 43% de ses revenus aux USA et 57% à l'international, dont 40% en Chine et 18% au Brésil. Elle vend également en Europe, en Amérique Latine, en Inde, en Russie, au Canada, au Kazakhstan, en Australie et dans les pays d'Asie du Sud-Est.

On observe clairement dans le dernier rapport, une montée en puissance des ventes à l'international qui ont augmenté en 2012 de 20%, alors que les ventes aux USA ont diminué de 20%. Et à l'international, ce sont plus particulièrement les ventes en Chine avec une augmentation de 23% qui sont le nouveau « moteur » de la société.

La société possède également 18 brevets sur des tissus et des machines de production.

Elle emploie 1.652 personnes à temps plein.

Nous vous présentons cette analyse à partir du rapport annuel, clôturé au 31 janvier 2013 et avons pris comme cours de référence 3.69\$.



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

La société possède un actif courant d'une valeur de 11.98\$ et a des dettes de 7\$. Sa valeur d'actif net-net est donc de 4.9783\$ par action.

Analyses de société

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

La société est également propriétaire de bâtiments à une valeur d'acquisition de 2.3366 \$. Après avoir soustrait une marge de sécurité de 20% et ajouté à la valeur Net-net, la valeur Net-estate de la société est de 6.8555\$.

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



Voyons maintenant de quoi est composé le bilan. Dans les **actifs courant**, les **liquidités** valent 1.26\$ par action. Le **compte client** vaut 2.58\$ par action. Nous apprenons dans le rapport annuel que la société dispose de 1200 revendeurs indépendants (grossistes) qui s'adressent au client final. Et il n'est noté nulle part que l'un ou l'autre de ces grossistes auraient un poids plus significatif que les autres. Vu ce dernier élément et l'effective diversification, et en observant également le fait que le paiement des factures s'est effectué en 52 jours en 2012, alors qu'il est en

moyenne de 53 jours sur les 3 derniers exercices, nous prendrons donc une marge de sécurité de 10% sur ce compte client pour **2.32\$** par action. Le **stock** de la société vaut 7.36\$ par action et c'est la plus importante partie de l'actif courant. Là aussi nous observons une très large diversification de produits avec plus de 120 produits différents. D'autre part, la rotation des stocks sur 2012 est de 211 jours alors que sur les trois derniers exercices elle était de 220 jours. Au niveau de la ventilation des stocks, nous notons que 52% consiste en du matériel de base, 5% de produits en cours de fabrication et 42% de produits finis. En cas de mise en liquidation volontaire, nous pensons que vu la double diversification client, nombre de produits, la société n'aurait pas grand mal à réaliser la vente de ce stock au prix indiqué. Le seul petit « mais » étant la spécificité des produits fabriqués et nous prendrons malgré tout une marge supplémentaire de 20%, ramenant la valeur du stock à **5.89\$** par action. Nous trouvons ensuite la rubrique **actif des activités abandonnées en Inde** pour une valeur de 0.15\$ par action. Comme nous n'avons pas d'explication sur la possibilité de réaliser ces actifs, nous ne tiendrons pas compte de la valeur de ceux-ci. Nous ne tiendrons pas compte des **impôts différés** et dans les autres **actifs courants** d'une valeur de 0.32\$ par action, devant l'absence de détail, nous reprendrons ces autres actifs pour une valeur de 10%, soit **0.03\$** par action.

Dans les **actifs à long terme**, nous trouvons un détail intéressant, puisque les **terrains et propriétés** sont détaillés par pays, soit USA, Canada, Brésil et Chine. Totalisant une valeur de 2.3466\$ au coût d'acquisition. Comme nous savons que la Chine reste un pays communiste et que les terrains font plutôt l'objet de baux emphytéotique à long terme plutôt que des titres de propriété réels, nous allons prendre une marge de sécurité de 50% sur la partie chinoise. Le coût d'acquisition des terrains et bâtiments est alors de 2.1204\$,



Analyses de société

duquel nous déduisons nos 20% de marge de sécurité, ce qui donne au final **1.6963\$**. Nous reprenons l'**équipement** et les **machines** pour 10% de leur coût d'acquisition, soit **0.2062\$**, et même si des machines spécifiques sous brevet devraient valoir sans doute un peu plus. Nous trouvons enfin un **dépôt de garantie** que nous reprenons en intégralité pour **0.29\$**. Nous ne tenons pas compte du Goodwill, des intangibles et des divers paiements anticipés.

Actif courant

- Liquidité : 1.26 \$
- Compte client : 2.32 \$
- Stock : 5.89 \$
- Autres actifs : 0.03\$

Actif immobilisé

- Immobilier : 1.6963\$
- Équipement : 0.2062\$
- Dépôt de garantie : 0.29\$



Nous avons donc un actif total de 11.6925\$

Hors bilan, nous avons trouvé des *leases* pour une valeur de 0.23\$ et des stock options pour une valeur de 0.2480\$.

Si nous soustrayons les dettes de 7 \$, les locations de 0.23\$ et les *leases* de 0.2480\$ de l'actif total, nous calculons donc une valeur de mise en liquidation volontaire de **4.2145\$**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Lakeland a généré des profits nets durant 3 années sur les 5 derniers exercices comptables. Et si nous rapportons aux résultats d'exploitation, seul 2012 est en négatif.

Malheureusement, la perte d'exploitation de 2012 de plus de 20 millions de dollars fait passer le résultat moyen d'exploitation sur 5 ans en négatif. Ce qui ne nous permet pas de calculer la VCB

VI. Conclusions

A un cours de 3.69\$, nous disposons d'une marge de sécurité de

- 25.80% sur la valeur Net-net
- 46.17% sur la valeur Net-estate
- 12.44% sur la VLMV

Analyses de société

Les raisons pour lesquels nous retrouvons aujourd'hui la société dans le « container » Daubasses, sont assez simple à comprendre, et sont résumées dans l'exercice 2011 et 2012.



En 2011, la société commence à liquider une de ses fabriques en Inde et nous voyons pour la première fois en 5 ans la société terminer l'année en perte.

En 2012, c'est au Brésil que les problèmes ont lieu et ils sont au nombre de trois:

1° les ventes sont en baisse et la direction brésilienne a commis de graves erreurs de gestion, qui amène Lakeland Brésil au défaut temporaire de paiement. La direction générale va alors devoir contracter un emprunt d'urgence, que nous retrouvons dans les dettes à court terme.

2° des pertes ont dû être actées sur les actifs brésiliens et des impôts différés ont dû être acquittés.

3° le directeur Brésilien, mécontent d'avoir été viré pour son incapacité, intente un procès à Lakeland qui se voit infliger par un juge brésilien, un dédommagement de 12.5 millions de USD (rapporté au nombre d'actions de la société, c'est 2.35\$ par action et c'est énorme). Après négociation avec les autorités, Lakeland parvient à ramener le dédommagement à 8.5 millions de dollars, dont 6 millions seront payables sur 6 ans et sans intérêts. La société va aller à un tribunal d'arbitrage, pour contester ce jugement, mais leur avocat brésilien juge que cela a peu de chance d'aboutir.

Résultats des courses, l'endettement de la société est passé de 9.4 millions de dollars en 2011 à 27.9 millions de dollars en 2012, venant réduire la VANT de la société de plus de 3\$ par action. La solvabilité de 60% reste toutefois largement au-dessus de nos critères.

Nous notons également que la direction a décidé de solder entièrement ce problème brésilien en le passant intégralement comme perte dans le compte de résultats.

Autre facteur négatif, la baisse des ventes aux USA qui serait principalement liée aux réductions budgétaires du gouvernement, mais également à la fin d'un contrat avec une filiale de la société chimique « Dupont de Nemours », sur l'approvisionnement de certains « tissus technologiques », entrant dans la fabrication des vêtements de Lakeland. La direction explique que le second problème, même s'il est en phase d'être résolu par un autre fournisseur, pèsera à court terme sur la société et



Analyses de société

sa branche US.

Nous pensons donc que ces déboires, liés à l'installation de la production de la société dans les pays émergents, sont tout-à-fait passagers et ne remettent pas en cause la solidité de la société, mais aussi la qualité de ses produits et de son savoir faire. La société a dépensé 0.13\$ par action en R&D, sur les deux derniers exercices.

Même si l'année 2012 est également « alourdie » d'un point de vue négatif, par les ventes en perte de vitesse aux USA, il apparaît quand-même clairement que la croissance future de la société dont la dynamique est déjà en marche, se fera à l'international et plus particulièrement sur les pays émergents comme la Russie, l'Inde, le Brésil, la Chine et les pays d'Asie du Sud-Est. Car non seulement la société a déjà implanté des unités de production dans certains de ces pays pour réduire les coûts de ces produits finis et les rendre ainsi compétitifs, mais est également déjà implanté sur ces marchés pour vendre ses produits.

Seul petit point qui nous ennuie, c'est qu'avec une VANT de 8.3723\$, et un cours de 3.69\$, le potentiel estimé n'est que de 126%... Toujours extrêmement gourmands en bonnes affaires, nous vous le confessons, nous n'allons pas vraiment nous précipiter sur cette belle daubasse, présentant déjà un potentiel risque très intéressant, mais tenter de voir si le marché n'était pas près à la solder un peu plus.



Analyses de société

Hammond Manufacturing Co. Ltd.

(Toronto, Ticker: HMM-A.TO/ ISIN : CA40851T1021)

I. Introduction



Hammond Manufacturing est une entreprise canadienne fondée en 1917. Elle fabrique et commercialise à travers le monde des boîtiers électriques et électroniques, ainsi que des racks et armoires électriques ou encore des électro-

aimants.

Ses principaux marchés sont les Etats-Unis pour 50 % des ventes, le Canada pour 42 % mais aussi, pour le solde, l'Europe, la Chine, l'Asie-Pacifique, l'Océanie, l'Afrique et l'Amérique du Sud ... Bref, la planète entière en quelque sorte ...

La société est dirigée par Robert Hammond. Nous notons une particularité de cette société : Monsieur Hammond détient 100 % des actions de catégorie B et 17 % des actions de catégorie A. Sur le plan économique, les actions A et B offrent les mêmes droits mais sur le plan décisionnel, les actions B octroient chacun 4 droits de vote à l'Assemblée Générale. Ce qui signifie que bien qu'il ne détienne que 37 % d'intérêt économique dans la société, le CEO contrôle en réalité toute l'entreprise avec 64 % des droits de vote.

Bien que sa liquidité soit réduite, nous constatons que la société présente une capitalisation boursière de 9 M de dollars si on ne tient compte que des actions A cotées, ou 12,8 M si on inclut les actions B non cotées.

Nous travaillons sur base des comptes du 1er trimestre 2013 et calculons les valeurs par action en tenant compte des actions de catégories B.

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

Nous relevons un actif courant de 3,52 CAD par action, duquel nous déduisons les dettes pour 2,17 CAD par action, ainsi que le dividende payé début avril pour 0,02 CAD par action. La VANN d'Hammond Manufacturing s'établit donc à 1,34 CAD par action.

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

La société détient des immeubles qu'elle a acquis pour 0,76 CAD par action, mais aussi 50 % d'un terrain qui est actuellement inoccupé et pour laquelle des travaux de réhabilitation environnementale doivent être réalisés. La direction

Analyses de société

évalue ce terrain à une fair-value de 0,09 CAD par action. Après déduction de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 %, nous établissons la VANE de Hammond à 2,02 CAD.

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



Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste le plus important qui est le **stock**. Celui-ci représente 2,15 CAD par action. En moyenne, les articles restent en stock 129 jours, en légère diminution par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices. Cela nous semble relativement élevé pour un fabricant qui, normalement, fait supporter les coûts de stockage à ses revendeurs et grossistes. 27 % de l'inventaire est composé de matières premières et le solde de produits finis. Nous pensons que les produits d'Hammond, même s'ils relèvent d'une certaine technicité, ne subissent pas une obsolescence technologique excessive. Néanmoins, par prudence, nous allons prendre une marge de sécurité de 25 % sur l'ensemble des stocks dans notre scénario de liquidation volontaire. Nous amputons donc la valeur aux livres de ce poste de 0,54 CAD.

Le 2e poste important de l'actif courant est représenté par les **créances**. Elles sont généralement payées à 48 jours, en ligne avec la moyenne des 3 dernières années. Ce délai nous semble correct. Nous remarquons aussi des provisions pour créances douteuses représentant 1,4 % du total des créances. Afin de tenir compte de tout ceci, nous prenons une marge de sécurité, qui nous semble raisonnable, de 15 % du total, soit 0,17 CAD par action.

Nous passons à présent à l'**actif fixe**. Nous avons déjà abordé l'**immobilier** dans le calcul de la VANE mais, pour tenir compte des probables frais futurs de réhabilitation du terrain et bien que la direction ait provisionné ces coûts au passif, nous décidons d'amputer la valeur de celui-ci de 30 % supplémentaire et déduisons donc 0,03 CAD.

Nous prenons également en compte les **outils** et les **installations de production** pour 5 % de leur coût d'acquisition, soit 0,18 CAD par action.

Par contre, nous négligeons le **matériel de bureau** dans notre valorisation.

Enfin, nous relevons une **participation de 40 % dans Ritec**, un de ses fournisseurs. La participation est inscrite à la valeur des fonds propres de Ritec. Nous prenons une marge de sécurité de 20



Analyses de société

% sur ce montant et ajoutons donc 0,01 CAD.

Hors bilan, nous tenons compte des **engagements de loyers futurs à payer** pour 75 % de leur montant, soit 0,23 CAD.



Nous notons aussi que la société avait fait l'objet d'une **plainte en dommage et intérêt** à propos de ce fameux terrain dans lequel les demandeurs réclamaient à Hammond et à l'autre copropriétaire (qui n'est autre que ... Hammond Solution, une spin off de Hammond Manufacturing) un montant équivalent à 0,71 CAD par action. Mais l'affaire semble classée avec l'engagement

par Hammond d'assainir le site et le fait que la contamination ne semble pas avoir été provoquée par l'exploitation de la compagnie. Nous ne tenons donc pas compte de ce point.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons la Valeur d'Hammond Manufacturing en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 1,24 CAD.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Heureuse surprise : Hammond génère régulièrement des bénéfices. Au cours des 5 dernières années, le résultat d'exploitation moyen s'est élevé à 0,27 CAD par action. Nous amputons ce montant des traditionnels 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat et actualisation à 12 %. Nous obtenons une VCB de 1,46 CAD par action. Malheureusement, après ajout des liquidités de l'actif, de la participation dans *Ritec* amputée de 20 % et retrait des dettes financières, la VCB finale tombe à 0,31 CAD.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 1,15 CAD, nous pouvons acquérir des actions Hammond Manufacturing avec une marge de sécurité de :

- 14 % sur la VANN
- 43 % sur la VANE
- 7 % sur la VLMV

Avec cette société, nous avons l'impression de revivre l'exemple de *Loeb*, notre dernier achat suisse. Oh pas en fonction du secteur d'activité ou de la structure bilantaire ... non ... mais plutôt en termes de philosophie de direction. Avec les actions B, le management nous dit clairement : « *Je suis le boss chez moi. Vous,*

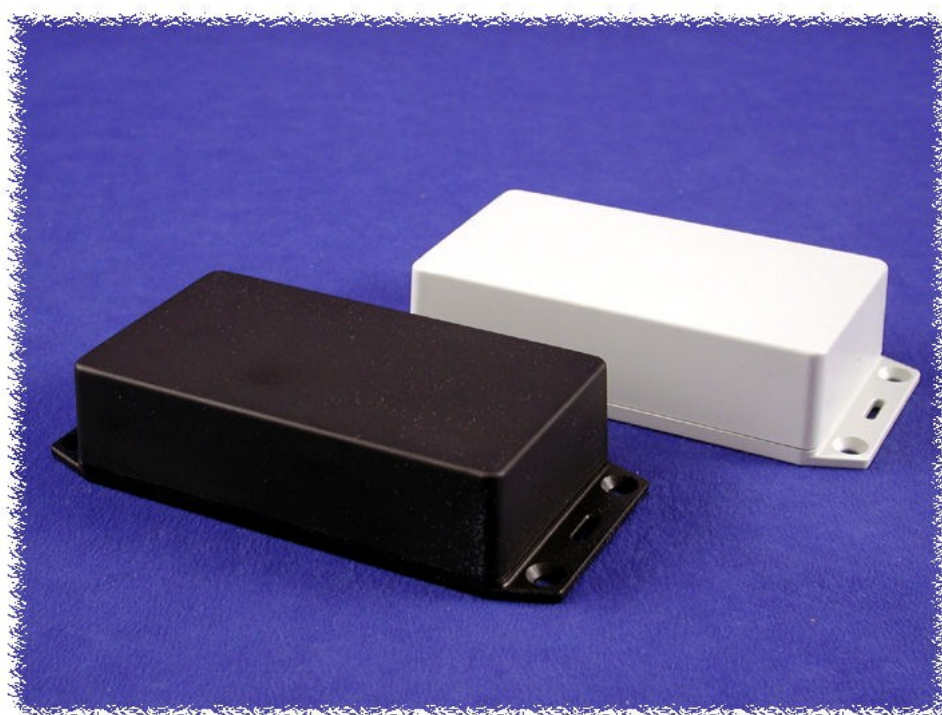
Analyses de société

les actionnaires minoritaires, vous me laissez gérer ma boîte comme je l'entends même si je suis d'accord pour partager avec vous les bénéfices financiers de l'entreprise ». Bref, pour paraphraser l'inénarrable Albert Frère : « petit minoritaire, petit c... , gros minoritaire, gros c... ».

C'est probablement ce phénomène couplé à la liquidité réduite de l'action et à sa faible rentabilité chronique qui explique cette sous-évaluation.

Néanmoins, ceci mis à part, nous lui trouvons quelques avantages à cette endormie :

- son marché de plus en plus international
- le fait que, même au plus fort de la crise de 2008-2009, elle ait toujours présenté des bénéfices d'exploitation
- elle dispose tout de même d'un certain savoir-faire comme en témoignent les dépenses en recherche et développement inscrites dans ses comptes. Celles-ci ne sont pas énormes (en 2012, elles représentent 0,03 CAD par action) et on ne peut pas à proprement parler de sociétés « technologiques » mais elles témoignent malgré tout de connaissances internes à l'entreprise et donc de « valeurs cachées ».
- enfin, Monsieur Hammond, petit-fils du fondateur, est en fonction comme CEO depuis 1978 (et comme administrateur depuis 1972). Peut-être va-t-il un jour vouloir céder son entreprise et les petits actionnaires pourraient en tirer quelques profits.



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