

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

| | |
|---|-------------------------|
| Edito | page 3 |
| Portefeuille | page 10 |
| Suivi des sociétés analysées | page 11 |
| News de nos sociétés | page 13 |
| Analyse de la société Universal Power Group | page 24 |
| Analyse de la société Loeb Holding AG | page 27 |
| Pour mieux appréhender « les Daubasses » | page 32 |

Edito



Se comporter comme le patron d'une holding ...

Trop souvent, l'investisseur individuel reste brouillon dans son approche de l'investissement et ne porte attention qu'à sa performance globale alors que, finalement, cette performance ne constitue que le résultat. Ce résultat est, en réalité, le fruit d'un processus d'investissement et est composé de la somme des réussites et des échecs de ses différentes positions.

Si le patron d'une petite épicerie ne sait pas toujours combien il lui reste de boîtes de corned-beef ou de sardines à l'huile d'olives en rayon, le patron d'une holding connaît tous les détails de ses participations et à tout moment. De ce fait, il peut prendre n'importe quelle décision rapidement. Il est aussi capable de faire une analyse nuancée de son portefeuille sur tel ou tel évènement.

Même si les sommes en jeu sont infiniment plus petites, nous pensons donc que chaque investisseur individuel devrait se comporter comme un patron de holding vis-à-vis de ses participations : quand vous achetez une participation dans une société que ce soit pour 1 million d'euros ou pour 1.000 euros, vous achetez principalement des actifs mais aussi des dettes dans des quantités certes différentes, mais finalement proportionnelles quelle que soit la taille des en-cours que vous gérez.

L'Equipe des Daubasses, cher(e) abonné(e), ne sont pas plus que vous des professionnels de l'investissement, dans le sens où ce n'est pas notre profession.

Par contre, chacun d'entre nous, d'abord de manière individuelle et ensuite col-

Edito

lectivement, avons toujours essayé d'aborder l'investissement avec une approche professionnelle et ce, à tous les niveaux : construction du « process », analyses de sociétés et détails de nos participations. Vous connaissez sans doute relativement bien les deux premiers niveaux sur lesquels nous nous sommes déjà étendus en long et en large sur notre blog. C'est la raison pour laquelle nous allons à présent traiter du troisième niveau.

Le point central de ce troisième niveau se précise avec quelques données statistiques de l'ensemble du portefeuille qui peuvent vous aider à certains moments pour une analyse nuancée ou pour évaluer la pertinence de vos choix de manière chiffrée, sans concession.

Commençons donc par la commencement ! Comme c'est important de projeter ce que l'on va faire, puis de faire ce que l'on a projeté, il nous semble aussi important de mesurer ce que l'on a fait de manière cohérente. Nous vous suggérons donc de calculer la performance de votre portefeuille comme le font les gestionnaires de fonds communs de placement avec sorties et entrées de capitaux un peu comme nous l'avions expliqué dans cet article <http://blog.daubasses.com/2011/10/11/nouvelle-augmentation-de-capital-pour-la-daubasses-inc/> ...

C'est de cette manière que nous calculons la valeur de marché d'une part du portefeuille de notre club d'investissement, ainsi que le rendement généré à fréquence hebdomadaire.

Néanmoins, à l'instar de certains hommes politiques lorsqu'ils déclarent leur patrimoine, il y a la valeur du patrimoine que l'on voit (dans notre cas, celle donnée par le marché) et la valeur réelle du patrimoine (dans notre cas la **Valeur d'Actif Net Tangible**).

Pour nous, c'est un point très important car il est d'une aide précieuse sur le plan psychologique.

Pourquoi ? Comme le chasseur de Daubasses achète des actifs avec décote, il paie une action au prix du jour et reçoit en échange des actifs de la société pour une valeur qu'il espère être supérieure à ce qu'il a payé.

Comme nous le savons tous, les actifs sont bien moins volatils que les cours et, comme le rappelait Walter Schloss, plus stables que les profits.

Avec la Valeur des Actif Net Tangible, vous avez à tout moment un point basique de la valeur minimum de votre portefeuille, bien au-delà des cours et des profits.

Dans les moments de grosses turbulences des cours, vous avez alors une donnée bien précise à laquelle vous raccrocher pour ne pas subir la loi de Monsieur le Marché, lui qui vous donne son sentiment avec les cours mais jamais sur la

Edito

valeur de vos actifs (du moins à court terme). Si vous possédez des actifs de 5€ que vous avez payé 1.5€, le fait que le cours passe à 1.35€ ne remet pas en cause la valeur de vos actifs, qui reste bien à 5€.

Nous ne reviendrons pas sur le calcul de la VANT que vous trouverez en fin de lettre dans la rubrique « Pour mieux appréhender les Daubasses ». Mais nous précisons que pour calculer la Valeur des Actifs Nets Tangibles par part du portefeuille, il vous faut tout d'abord la calculer pour chaque société de votre portefeuille, ensuite la multiplier par le nombre d'actions détenues de chacune de ces sociétés, les additionner toutes et enfin les diviser par le nombre de parts de votre portefeuille.

Pour le portefeuille Daubasse au 12 avril 2013, la valeur d'une part du portefeuille était de 6.03€ et la valeur des actifs net tangible ramenée à une part était de 15.02€.

Ces deux paramètres vous permettent d'estimer un potentiel théorique pour votre portefeuille. Puisque nous considérons que la VANT constitue notre seuil de vente et donc que de manière théorique nous liquiderions tout notre portefeuille à 15.02€, on peut donc estimer que le potentiel d'appréciation est de $(15.02 / 6.03) - 1$ soit +149.14%.

Vous aurez compris qu'il s'agit là d'une simple estimation car il est impossible de déterminer en combien de temps se réalisera ce potentiel. De plus, cette estimation est établie à une date précise et elle doit être mise à jour en fonction de l'évolution de chacune des VANT lors de la publication des rapports financiers.

Ce paramètre nous semble également utile pour les futurs achats : il permet de situer le potentiel d'une société que l'on vient de dénicher par rapport au potentiel de l'ensemble du portefeuille.

Dans notre exemple précis, si nous voulons améliorer le potentiel global de notre portefeuille, nous devrions théoriquement n'acheter que des sociétés dont le potentiel cours/VANT est supérieur à 149.14%.

Évidemment, nous ne disons pas forcément qu'une société au potentiel de 100% est forcément un mauvais investissement. Néanmoins, nous mesurons ainsi la conséquence chiffrée sur le potentiel théorique de notre portefeuille.

Nous pensons qu'essayer d'améliorer autant que possible ce potentiel théorique renforce notre discipline d'achat : si nous trouvons une superbe daubasse dont l'analyse est concluante mais dont le potentiel estimé est nettement inférieur à celui, global, de notre portefeuille, nous réfléchissons à deux fois avant de passer à l'achat et serons peut-être incités à attendre un cours plus intéressant qui permettra d'augmenter mécaniquement le potentiel global du portefeuille.

Edito

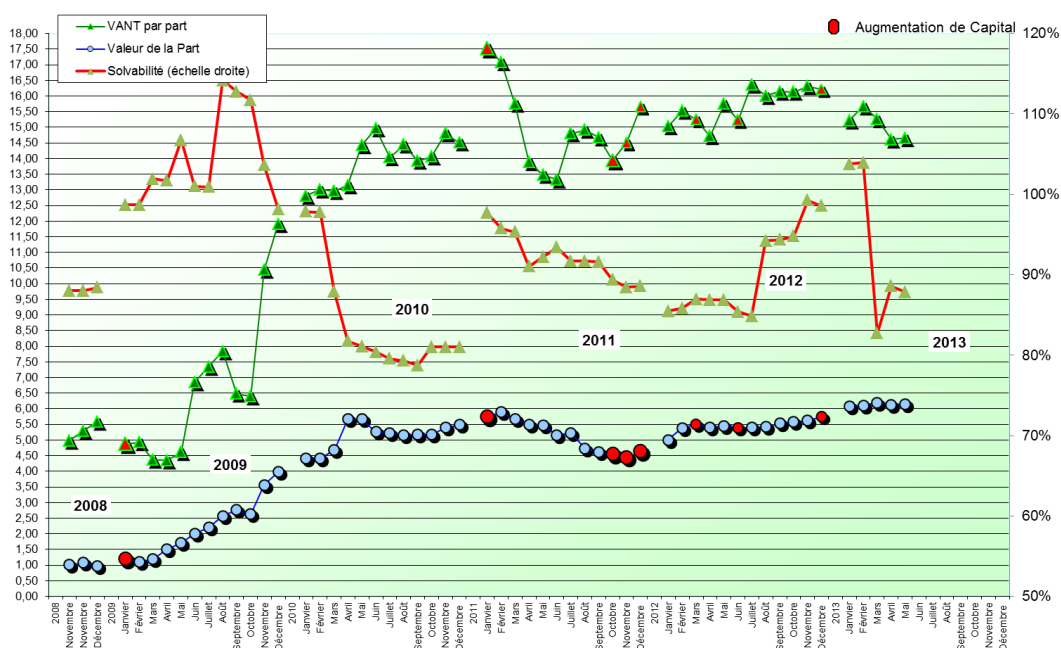
La **solvabilité** de l'ensemble de notre portefeuille est un autre paramètre important car il permet de constater rapidement la solidité financière de votre mini holding.

En fait, quand vous achetez quelques actions d'une société, vous achetez des actifs **et** des passifs.

Si vous avez bien assimilé les leçons du professeur Graham (mais aussi d'une multitude d'autres investisseurs dans la valeur), le risque lié à un investissement est corrélé, entre autres, à son endettement. Bien évidemment, en période faste, le levier de l'endettement peut propulser la valeur d'une société dans les étoiles ... mais lors des creux conjoncturels, ce levier peut être fatal car les flux entrants de liquidités se tarissent alors que les remboursements de dette se maintiennent, voire, parfois, augmentent.

Nous n'allons pas revenir sur le calcul de la solvabilité que vous retrouverez également dans la rubrique « Pour mieux appréhender les Daubasses ». Rappelons juste que nous avons fixé un seuil de solvabilité, qui nous semble acceptable, à 40%. Ce critère est pour nous éliminatoire dans notre décision d'achat.

Pour calculer au plus juste la solvabilité de l'ensemble de votre portefeuille, il faut pondérer les solvabilités de chaque société. Ainsi, imaginons que votre portefeuille vaut 15.000 € et qu'une ligne de celui-ci y vaut 1.000€, sa pondération sera de 6,66% ($=1.000/15.000$). Si la solvabilité de cette société est de 80%, nous appliquons la formule suivante : $6,66\% * 80$, soit 5,33%. En additionnant toutes les solvabilités pondérées, nous obtenons la solvabilité globale de notre portefeuille. A titre d'exemple, le portefeuille de notre club a une solvabilité de 90,81%, forcément largement supérieure aux 40% exigés mais cela signifie aussi que, globalement, presque tous les passifs sont couverts par du cash (en théo-



Edito

rie, une solvabilité telle que nous la calculons, de 100 % ou plus, signifie que les liquidités de l'actif sont égales ou supérieures à l'ensemble du passif, comme nous l'expliquions ici <http://blog.daubasses.com/2009/01/26/l%e2%80%99aviez-vous-remarque/>).

Ce paramètre de solvabilité de l'ensemble de votre portefeuille nous permet également de mesurer où se situent nos nouveaux achats, si nous renforçons ou si nous affaiblissons la solvabilité de notre holding.

La **diversification** est un point essentiel, de notre point de vue, pour un portefeuille de Daubasses.

Fixer au départ un nombre minimum de sociétés pour notre portefeuille nous a permis de fixer le poids d'une société au sein de notre portefeuille. Par exemple, si on décide de diversifier un portefeuille avec 20 sociétés, le poids de chaque société sera de 5%, ce qui signifie qu'à l'avenir, chaque achat ne dépassera jamais, en valeur d'acquisition, ce poids de 5 %. Ceci n'empêche d'ailleurs pas, à un moment ou l'autre, d'avoir en portefeuille 30 sociétés.

A titre d'exemple, quand nous avons lancé notre portefeuille, nous avons fixé notre diversification à 30 sociétés, soit une pondération de 3.33% maximum par société. Aujourd'hui, nous détenons en portefeuille 63 sociétés et n'avons jamais investi plus de 3.33% de la somme totale de notre portefeuille sur une seule ligne.

Ce type de diversification présente deux avantages qui dépassent le simple cadre de la diversification. Le premier est que si, à un certain moment, nous manquons complètement d'objectivité en raison d'une « forte conviction », nous restons malgré tout dans les limites qui nous sont apparues sensées lors de l'élaboration du *process*.

Pour la petite anecdote, sur base de notre courte expérience d'un peu plus de quatre ans d'investissement en Daubasses, ce n'est pas sur nos plus fortes convictions que nous avons obtenu les meilleurs résultats.

Par exemple, le 8 juin 2009, nous découvrons la société Transworld Entertainment, une chaîne de distribution de films sur cassettes vidéo, de CDs et autres supports qui commencent à être complètement dépassés. Nous ne laissons pas notre très faible conviction sur l'activité prendre le dessus puisque cette entreprise correspond parfaitement à nos critères et nous l'achetons. Petit problème : nous faisons une erreur de quantité lors de la passation de l'ordre et nous nous retrouvons avec une position largement supérieure à nos fameux 3.33%. Le pire, c'est que nous ne nous en rendons pas compte tout de suite mais bien une quinzaine de jours plus tard. Et, sur le laps de temps, le cours a pris 25%. Pour rectifier notre "erreur" et ramener la position à 3.33% nous vendons le surplus d'actions. Ensuite, vu nos faibles convictions persistantes sur l'activité, nous n'avons jamais renforcé alors que nous en aurions eu l'occasion

Edito

à maintes reprises puisque la pondération maximale de 3.33% qui représentait une ligne de 500€ au lancement du portefeuille est très vite devenue, en fonction de l'évolution de la taille de celui-ci, 1 000€ puis 2 000€ et plus encore par la suite. Résultat de ce peu de conviction presque 4 ans plus tard : +434% en euros ou un *bagger* à plus de 5X la mise !

A contrario, quand nous avons découvert nos premières chinoises, nous avons de très bonnes convictions, que ce soit sur New Dragon Asia, T Bay Holding ou encore China Crescent. Nous n'avons jamais dépassé la limite de 3.33% mais nos très bonnes convictions à l'intérieur de notre process nous ont poussé à renforcer ces chinoises, et même plusieurs fois. Et vous connaissez le résultat : un désastre....

Le second avantage de cette limite de 3.33%, c'est que nous connaissons à l'avance notre perte potentielle maximum, que ce soit sur une erreur de notre part ou pour une toute autre raison.

Tout investisseur « value » est exposé un jour ou l'autre à des pertes : s'il pondère les lignes de son portefeuille à 20% et qu'il perd 50% sur une de ces lignes, il perd 10% de l'ensemble. Si les lignes sont pondérées à 3.33% et qu'il perd 50% sur une de ces lignes, c'est seulement 1.66% de perte globale, soit 6 fois moins de perte que les 10%. Ceci signifie que l'investisseur qui pondère à 3.33% peut se permettre 5 erreurs de plus pour arriver aux mêmes 10% de perte globale sur son portefeuille.

Dans notre portefeuille, nous avons une « cellule Excel » qui indique en permanence ce que représente nos 3.33% en euros par rapport au total : quand nous décidons d'acheter, nous connaissons automatiquement la limite du montant à ne pas dépasser, quelle que soit la merveille trouvée et toutes les convictions puissantes du moment.

En termes de suivi de la diversification, nous faisons également un petit tableau avec la répartition des devises de notre portefeuille. Il suffit de ramener chaque devise en euro et de les pondérer par rapport au total. Ce tableau « devises » ne nous semble pas capital et pourtant, il peut parfois également venir en soutien psychologique pour l'investisseur, sur le court terme.

En effet, si nous savons depuis assez longtemps que l'effet devise dans les pays industrialisés est quasi nul en terme d'impact sur le rendement et sur le très long terme, il n'est pas forcément de même à plus court terme.

Chaque semaine, nous constatons l'impact des variations de change sur la performance hebdomadaire. C'est évidemment sans grande importance sur 7 jours... Et on peut également constater l'effet du change sur l'année complète. Ces constatations peuvent nous faire relativiser une perte (temporaire?) si c'est le change qui a aggravé cette perte ... tout comme un gain d'ailleurs.

Edito

Enfin, sur nos sociétés vendues, nous effectuons un petit calcul nous permettant de voir ce que 1€ investi nous a rapporté. C'est bien entendu inclus dans la performance globale. Mais ici aussi, cela peut nous aider à passer une turbulence de marché plus sereinement puisque avec seulement les sociétés vendues, c'est notre méthode qui nous parle.

Le calcul est simple : nous moyennons nos gains sur les opérations gagnantes et moyennons nos pertes sur les opérations perdantes. Ensuite, nous comptabilisons le nombre total d'opérations clôturées (donc actions achetées et vendues). Nous calculons ensuite le pourcentage de ligne en profit par rapport au nombre total d'opérations. Nous faisons de même avec les lignes perdantes. Enfin, nous divisons la pondération de gain par celui des pertes.

Voilà donc, ami(e) abonné(e), les quelques ratios qui nous permettent d'avoir une vision globale de notre patrimoine « à la manière d'un patron de holding ». Pas de quoi se prendre pour Albert Frère ou Vincent Bolloré, mais suffisamment selon nous pour avoir une vision globale de nos participations.

| Portefeuille Daubasse | |
|--------------------------------|------------|
| Points de Repère | |
| 3 mai 2013 | |
| Valeur d'une Part | 6,15 € |
| Valeur des Actifs Net Tangible | 14,65 € |
| Potentiel | 138,41% |
| Solvabilité pondérée | 87,83% |
| 3,33% Pondération Max | 8.929,84 € |
| Nombre total de positions | 61 |
| Répartition des Devises | |
| Euro | 40,07% |
| Dollar Américain | 36,92% |
| Livre Sterling | 12,13% |
| Dollar Canadien | 5,63% |
| Courone Norvégienne | 0,30% |
| Courone Suédoise | 2,68% |
| Courone Danoise | 0,80% |
| Franc Suisse | 1,46% |
| Variation des devises Yield | -0,25% |
| Nombre de société vendue | 70 |
| Gain Moyen | 2.089,93 € |
| Perte Moyenne | - 712,50 € |
| Société en Gain | 45 |
| Société en Perte | 25 |
| 1 Euro investi a rapporté | 5,28 € |

Dans cette lettre, ainsi que les suivantes, nous vous présenterons les paramètres que nous venons de décrire pour notre club, paramètres qui étaient jusqu'ici réservés à notre usage personnel. Mais ce n'est pas tout : vous pourrez également voir par quel canal nous avons fait notre premier investissement en Suisse, ainsi que la présentation d'une entreprise « électrique » dans tous les sens du terme. Excellente lecture !

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 3 mai 2013 / Notations | | | | | | | | | | | | | |
|--|--------------------------------------|---|-------|---------------------------------|-------------|-------|-----------|-----------|------------|---------|---------|--------|------------|
| Notation | Potentiel (0 = faible, 3 = élevé) | Risque (0 = très risqué, 3 = peu risqué) | Globe | V Actif | Ratio | Ratio | Date | YANT | | V Actif | Ratio | Ratio | ROIC |
| | | | | | | | | Potentiel | Stop | | | | |
| P | R | G | Cours | Net-Net | Solvabilité | Achat | Potentiel | Stop | Net-Estate | VANTr | Ratio | ROIC | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| Net-Net | 3 | 0 | 3 | Sport Haley Inc | 1,6305 | 0,31 | 76,52% | 24/11/08 | 252% | 1,7623 | | | |
| | 2 | 2 | 4 | Coast Distribution System | 5,0341 | 0,55 | 60,93% | 25/11/08 | 114% | 5,9051 | | | |
| | 0 | 2 | 2 | Barrat Development PLC | 171,15 | 1,85 | 62,80% | 26/11/08 | -35% | 204,88 | 0,00 | 0,0000 | |
| | 3 | 0 | 3 | Taitron | 2,1181 | 0,51 | 99,33% | 26/11/08 | 198% | 3,2151 | 3,0399 | 0,3553 | |
| | 1 | 1 | 2 | Trans World Entertainment | 5,1635 | 0,85 | 68,63% | 08/06/09 | 30% | 5,7157 | | | |
| | 2 | 1 | 3 | Meade Instrument | 4,9930 | 0,35 | 57,58% | 29/07/09 | 299% | 6,9812 | | | |
| | 3 | 1 | 4 | SigmaTron International | 3,5102 | 1,19 | 48,00% | 13/11/09 | 144% | 10,2024 | 6,0162 | 0,6948 | |
| | 3 | 2 | 5 | Leeds Group PLC | 32,2600 | 0,67 | 77,99% | 27/08/10 | 95% | 41,95 | 40,56 | 0,5301 | |
| | 3 | 0 | 3 | Vianini Industria | 1,1542 | 0,90 | 163,01% | 19/10/10 | 210% | 3,2200 | 1,7001 | 0,6106 | |
| | 3 | 2 | 5 | MBL Group | 17,4300 | 0,66 | 95,93% | 05/07/11 | 150% | 28,7600 | | | |
| | 2 | 2 | 4 | PV Crystalox Solar | 12,1797 | 0,84 | 96,21% | 05/11/11 | 86% | 19,1286 | | | |
| | 3 | 1 | 4 | Asian Pacific Wire & Cable | 7,4117 | 0,55 | 50,07% | 15/03/12 | 169% | 10,8873 | | | |
| | 3 | 2 | 5 | Deswell Industries Inc | 3,6897 | 0,69 | 135,19% | 15/03/12 | 150% | 6,3451 | | | |
| | 3 | 1 | 4 | Vet Affaires | 10,6337 | 0,74 | 58,93% | 16/07/12 | 225% | 25,6541 | | | |
| | 0 | 1 | 1 | Yelcan Energy | 14,2220 | 0,82 | 317,60% | 22/08/12 | 52% | 17,7954 | | | |
| | 3 | 0 | 3 | Plaza Centers NV | 118,55 | 0,24 | 50,26% | 27/09/12 | 348% | 127,31 | | | |
| | 0 | 2 | 2 | Xyratex Ltd | 8,86 | 1,18 | 80,81% | 09/10/12 | -1% | 10,34 | | | |
| | 2 | 2 | 4 | Global Tech Advanced Innovation | 17,70 | 0,48 | 115,66% | 17/10/12 | 212% | 26,35 | | | |
| | 2 | 0 | 2 | Performance Technologies | 1,33 | 0,73 | 130,48% | 30/11/12 | 91% | 1,88 | | | |
| | 3 | 0 | 3 | Amtech | 2,53 | 1,46 | 110,69% | 02/10/13 | 88% | 6,96 | | | |
| | 2 | 1 | 3 | Electronic Sytem Technology | 0,55 | 0,64 | 135,24% | 02/10/13 | 62% | 0,57 | | | |
| | 2 | 0 | 2 | SemileDS | 1,57 | 1,00 | 142,88% | 09/10/13 | 115% | 3,38 | | | |
| | 1 | 0 | 1 | Zoom Telephonics | 0,41 | 0,74 | 59,41% | 02/10/13 | 39% | 0,42 | | | |
| Net-Estate | 3 | 3 | 6 | Avalon | | | 94,30% | 02/09/09 | 209% | 10,48 | 8,6608 | 0,3914 | |
| | 1 | 0 | 1 | Bodisen Biotech | | | 88,86% | 10/11/09 | 723% | 0,7033 | 0,1539 | 0,5556 | |
| | 3 | 0 | 3 | Blonder Tongue Laboratories | | | 64,31% | 16/11/09 | 118% | 2,0725 | 1,5710 | 0,6047 | |
| | 3 | 1 | 4 | Exacompta - Clairefontaine | | | 68,02% | 30/11/09 | 617% | 301,18 | 202,33 | 0,2076 | |
| | 3 | 3 | 6 | Gevelot | | | 71,43% | 09/12/09 | 265% | 148,10 | 78,80 | 0,5152 | |
| | 1 | 3 | 4 | SAM | | | 70,08% | 11/01/10 | 81% | 49,92 | 48,83 | 0,5634 | |
| | 2 | 1 | 3 | Scott Liquid Gold | | | 48,66% | 14/04/10 | 111% | 0,5580 | 0,0000 | 0,0000 | |
| | 3 | 2 | 5 | Irce | | | 54,15% | 31/05/10 | 253% | 5,2314 | 3,3399 | 0,4443 | |
| | 3 | 0 | 3 | Hutchinson Technology | | | 56,61% | 31/08/10 | 205% | 8,7698 | 8,7698 | 0,3284 | |
| | 3 | 2 | 5 | Natuzzi | | | 70,57% | 19/10/11 | 217% | 6,5718 | 6,4352 | 0,3217 | |
| | 3 | 2 | 5 | Alco Store | | | 42,44% | 27/07/11 | 290% | 30,836 | 18,6743 | 0,4230 | |
| | 3 | 3 | 6 | Crown van Gelder | | | 74,72% | 12/10/11 | 236% | 15,646 | 14,0468 | 0,3311 | |
| | 3 | 3 | 6 | Peels Hotel | | | 54,86% | 12/10/11 | 307% | 156,790 | 72,2700 | 0,5327 | |
| | 1 | 2 | 3 | ADDVantage Technologies | | | 108,86% | 23/11/11 | 47% | 3,491 | 3,4419 | 0,6914 | |
| | 3 | 1 | 4 | Ceramiche Ricchetti | | | 42,13% | 09/01/12 | 913% | 1,808 | 1,8008 | 0,0987 | |
| | 3 | 2 | 5 | Panaria Group | | | 43,23% | 12/10/12 | 144% | 2,967 | 1,1838 | 1,0289 | |
| YANTre | 3 | 0 | 3 | Plastivale | | | 35,47% | 27/02/12 | 355% | 52,077 | 34,3697 | 0,3331 | |
| | 2 | 1 | 3 | Cottin Frères | | | 50,37% | 14/06/12 | 78% | 6,602 | 0,0000 | 0,0000 | |
| | 0 | 3 | 3 | CSP International Fashion | | | 60,89% | 20/06/12 | 15% | 1,408 | 0,6090 | 2,0148 | |
| | 3 | 3 | 6 | Coil | | | 56,31% | 14/11/12 | 104% | 7,871 | 4,9805 | 0,7730 | |
| | 2 | 3 | 5 | Loeb Holding | | | 80,63% | 23/04/13 | 101% | 333,425 | 245,61 | 0,6759 | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| Fonds | 3 | 0 | 3 | Jemtec | | | 1238,19% | 25/01/11 | 118% | 1,4622 | | 1,4622 | 0,4582 76% |
| | 3 | 0 | 3 | BFS Entertainment&Multimédia | | | 63,80% | 25/01/11 | 219% | 0,4782 | | 0,0000 | 0,0000 0% |
| | 0 | 2 | 2 | Maleries Franco-Belge | | | 93,01% | 14/04/11 | 37% | 256,36 | | 256,36 | 0,7294 27% |
| | 3 | 0 | 3 | Renewable Energy Corp ASA | | | 201,96% | 30/11/11 | 217% | 4,82 | | 4,82 | 0,3154 8% |
| Diversification | 2 | 0 | 2 | Universal Security Instruments | | | 107,06% | 26/03/12 | 110% | 10,57 | | 10,57 | 0,4757 11% |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | 3 | 0 | 3 | Ukraine Opportunity Trust PLC | | | | 03/02/11 | 151% | 5,6500 | | | |
| | 1 | 1 | 2 | Eastern European Property | | | | 28/04/11 | 38% | 118,43 | | | |
| | 1 | 0 | 1 | Elephant Capital PLC | | | | 28/06/11 | 63% | 49,00 | | | |
| | 1 | 0 | 1 | Vietnam Holding | | | | 04/11/11 | 23% | 1,53 | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | 0 | 3 | 3 | Luxempart | | | | 28/06/11 | 44% | 38,62 | | | |
| | 2 | 1 | 3 | Oceana Gold Corp | | | | 14/10/11 | 288% | 8,35 | | | |
| | 3 | 2 | 5 | Dundee Precious Metal | | | | 14/10/11 | 251% | 21,81 | | | |
| | 0 | 3 | 3 | Investor AB | | | | 29/12/11 | 34% | 252,18 | | | |
| | 3 | 1 | 4 | First Farms | | | | 25/01/12 | 70% | 59,97 | | | |
| | 3 | 3 | 6 | FFP | | | | 15/05/12 | 103% | 62,59 | | | |
| | 1 | 3 | 4 | Sofragi | | | | 27/07/12 | 47% | 1864,37 | | | |
| | 1 | 3 | 4 | (ADR) First Pacific LTD | | | | 11/02/13 | 75% | 12,30 | | | |
| | 2 | 2 | 4 | (ADR) Jardine Stratégic LTD | | | | 11/02/13 | 47% | 29,13 | | | |

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 | Euro | |
| | | | | | | | | | |
| 1 | GBP | MUBL.L | MBL Group | 10,50 | 0,14 | 09/05/11 | 10,75 | 0,13 | -6,85% |
| 2 | GBP | EEP.L | Eastern European Property | 72,00 | 0,68 | 09/05/11 | 84,00 | 1,00 | 47,41% |
| 3 | GBP | PHO.L | Peels Hotels | 70,00 | 0,79 | 09/06/11 | 42,00 | 0,50 | -36,67% |
| 4 | GBP | ECAP.L | Elephant Capital | 34,50 | 0,40 | 05/07/11 | 31,00 | 0,37 | -7,57% |
| 5 | USD | ALCS | Alco Store | 10,30 | 7,34 | 09/08/11 | 7,50 | 5,72 | -22,06% |
| 6 | USD | CRV | Coast Distribution System | 2,71 | 2,08 | 09/08/11 | 2,35 | 1,79 | -14,03% |
| 7 | Euro | CVG.AS | Crown Van Gelder | 4,05 | 4,05 | 08/09/11 | 4,70 | 4,70 | 16,05% |
| 8 | USD | PARF | Paradise Inc | 14,69 | 11,06 | 07/10/11 | 21,00 | 16,01 | 44,78% |
| 9 | GBP | PVCS.L | PV Crystalox Solar | 8,40 | 0,10 | 09/11/11 | 10,25 | 0,12 | 23,17% |
| 10 | USD | AEY | ADDvantage | 2,04 | 1,52 | 07/12/11 | 2,33 | 1,78 | 16,72% |
| 11 | USD | AVHI | AV Homes | 7,24 | 5,67 | 09/01/12 | 13,33 | 10,16 | 79,20% |
| 12 | Euro | PAN.MI | Panaria Group | 1,01 | 1,01 | 08/02/12 | 1,26 | 1,26 | 24,46% |
| 13 | Euro | RIC.MI | Ceramiche Ricchetti | 0,18 | 0,18 | 08/02/12 | 0,19 | 0,19 | 4,44% |
| 14 | Euro | PVL.PA | Plastivoloire | 19,65 | 19,65 | 08/03/12 | 11,90 | 11,90 | -39,44% |
| 15 | DKK | FFARMS.CO | First Farms | 47,00 | 6,32 | 08/03/12 | 31,80 | 4,27 | -32,50% |
| 16 | USD | APWC | Asian Pacific Wire & Cable | 3,30 | 2,52 | 09/04/12 | 4,01 | 3,06 | 21,46% |
| 17 | USD | DSWL | Deswell Industries Inc | 2,51 | 1,91 | 09/04/12 | 2,54 | 1,94 | 1,19% |
| 18 | USD | UUU | Universal Security Instrume | 5,35 | 4,08 | 09/04/12 | 4,35 | 3,32 | -18,73% |
| 19 | Euro | FFP.PA | FFP | 25,69 | 25,69 | 05/06/12 | 32,00 | 32,00 | 24,56% |
| 20 | Euro | ALTEC.PA | Techniline | 0,23 | 0,23 | 05/06/12 | 0,27 | 0,27 | 17,39% |
| 21 | NOK | AKER.OL | AKER -A- | 155,50 | 20,48 | 05/06/12 | 219,00 | 28,79 | 40,56% |
| 22 | Euro | HF.PA | HF Company | 5,15 | 5,15 | 06/07/12 | 5,81 | 5,81 | 12,82% |
| 23 | Euro | CSP.MI | CSP International Fashion | 0,84 | 0,84 | 06/07/12 | 1,15 | 1,15 | 36,43% |
| 24 | Euro | COTT.PA | Cottin Frères | 3,90 | 3,90 | 06/07/12 | 4,05 | 4,05 | 3,85% |
| 25 | Euro | VET.PA | Vet Affaires | 9,19 | 9,19 | 15/08/12 | 9,01 | 9,01 | -1,96% |
| 26 | Euro | SOFR.PA | Sotragi | 1056 | 1056 | 15/08/12 | 1152 | 1152 | 9,09% |
| 27 | Euro | ALVEL.PA | Velcan Energy | 9,00 | 9,00 | 07/09/12 | 9,88 | 9,88 | 9,78% |
| 28 | Euro | VIN.MI | Vianini Industria | 1,06 | 1,06 | 07/09/12 | 1,03 | 1,03 | -2,92% |
| 29 | Euro | VLA.MI | Vianini Lavori | 2,94 | 2,94 | 07/09/12 | 3,35 | 3,35 | 13,81% |
| 30 | GBP | JKX.L | JKX Oil | 79,50 | 1,00 | 07/09/12 | 75,75 | 0,90 | -10,30% |
| 31 | USD | JSHLY | Jardine Strategic LTD | 18,11 | 13,90 | 08/10/12 | 19,78 | 15,08 | 8,46% |
| 32 | GBP | PLAZ.L | Plaza Centers N.Y | 47,25 | 0,59 | 08/10/12 | 26,50 | 0,34 | -42,19% |
| 33 | USD | XRTX | Xyratex Ltd | 8,42 | 6,57 | 07/11/12 | 9,90 | 7,55 | 14,88% |
| 34 | USD | GAI | Global Tech Advanced Ino | 5,84 | 4,56 | 07/11/12 | 8,67 | 6,61 | 45,05% |
| 35 | Euro | ALCOI.PA | Coil | 3,10 | 3,10 | 07/12/12 | 3,15 | 3,15 | 1,61% |
| 36 | USD | PTIX | Performance Technologies | 0,84 | 0,65 | 07/12/12 | 0,97 | 0,74 | 14,21% |
| 37 | USD | ASYS | Amtech | 3,94 | 3,01 | 08/01/13 | 3,64 | 2,78 | -7,79% |
| 38 | USD | ELST | Electronic System Tech | 0,35 | 0,27 | 08/01/13 | 0,35 | 0,27 | -0,20% |
| 39 | USD | LEDS | SemiLed Corp | 0,71 | 0,52 | 06/02/13 | 1,38 | 1,05 | 101,31% |
| 40 | GBP | APT.L | Axa Property Trust | 37,00 | 0,43 | 06/02/13 | 38,28 | 0,45 | 6,53% |
| 41 | USD | FPAFY | First Pacific LTD | 7,14 | 5,45 | 08/03/13 | 6,80 | 5,18 | -4,80% |
| 42 | Euro | GIRO.PA | Signaux Girod | 28,92 | 28,92 | 08/03/13 | 28,92 | 28,92 | 0,00% |
| 43 | USD | ZMTP | Zoom Telephonics | 0,17 | 0,13 | 05/04/13 | 0,30 | 0,23 | 74,08% |
| Opération clôturée | | | | | | | | | |
| 1 | USD | GIGA | GigaTronics (Vendu) | 1,30 | 0,9397 | 09/11/11 | 1,50 | 1,15 | 22,44% |
| 2 | USD | KTCC | Key-Tronic (Vendu) | 4,43 | 3,34 | 07/10/11 | 9,73 | 7,44 | 122,85% |
| 3 | USD | BAMM | Book-A-Million (Vendu) | 2,38 | 1,78 | 07/12/11 | 3,19 | 2,54 | 42,80% |
| 4 | USD | NEI | Networks Engine (Vendu) | 1,26 | 0,99 | 09/01/12 | 1,45 | 1,18 | 19,60% |
| 5 | Euro | LNC.PA | LesNouveauxConstructeurs | 5,56 | 5,56 | 08/09/11 | 5,99 | 5,99 | 7,73% |
| 6 | USD | TGAL | CollabRx (Tegal) (Vendu) | 2,08 | 1,44 | 09/06/11 | 3,74 | 2,87 | 99,31% |
| 7 | GBP | PDX.L | Pursuit Dynamic (Vendu) | 2,90 | 0,04 | 07/12/12 | 1,70 | 0,02 | -45,56% |
| Total pondéré à part égal | | | | | | | | | 14,69% |

News de nos sociétés



ADD Vantage (USA) Ticker : AEY

Rien de particulier à signaler pour notre grossiste en câbles pour télécom et télé distributeurs, si ce n'est la nomination d'un nouveau directeur commercial.

Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Le dividende a été payé dans le courant du mois de mars. Il s'élève à 12 NOK avant retenue d'impôt. Rapporté au cours actuel, le rendement est donc supérieur à 6 %, ce qui nous semble appréciable pour une telle société.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

Nous attendions ce rapport annuel des magasins Alco avec impatience, car rappelez-vous depuis le dernier rapport trimestriel, la société présentait une solvabilité sous notre critère, de 40%. Comme la cyclicité de l'activité nous avait fait comprendre que la solvabilité pouvait légèrement dépasser la ligne rouge d'un point le plus important de notre *process*, nous avons, d'un commun accord, laissé 3 mois supplémentaires pour nous confirmer si la sortie de route était passagère et donc liée comme nous le pensions au cycle du business de Alco, ou si nous devons nous séparer de la société car ne correspondant plus à notre *process*. Et bien oui, bonne première nouvelle, Alco est rentré dans les clous avec une solvabilité de 42.44%!

Ensuite sur l'année 2012, nous pouvons dire que la société s'en tire assez honorablement, sa VANT s'établissant à 30.8364\$, sa valeur net-net à 14.9538\$ et sa valeur net-estate à 18.6743\$. Les ventes ont progressé de 3.36% et dans un même temps, le coût des produits a lui aussi progressé de 3.62%. La marge brute est en très légère amélioration, à 30.32%, comparée à 2011 où elle était de 30.26%. Les coûts de fonctionnement sont en hausse de 2.29%. La société a généré des profits de 0.36\$, en baisse de 17% par rapport à 2011, puisque ces profits étaient de 0.43\$.

Dans le rapport, nous apprenons aussi que la société possède aujourd'hui 217 magasins dans 23 états. En 2012, elle a ouvert 5 magasins et fermé 4 autres. Sur l'année, elle possède donc 1 magasins supplémentaire par rapport à 2011. La directions explique qu'elle analyse très souvent les magasins les moins performants, essaie d'en comprendre la cause et tente d'y remédier. Si ce n'est pas concluant, c'est donc la fermeture.

News de nos sociétés

Elle souligne enfin qu'elle envisage de signer un contrat avec la société Revionics Inc. pour optimiser les approvisionnements. La direction dit encore que leur business est exposé à l'inflation et qu'ils sont également tributaires du pris des matières premières et de l'énergie.

Asia Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC

Une décision très intelligente et responsable des managers de notre Taïwanaise : ils ont décidé de suspendre le programme de rachat d'actions propres suite à la hausse du cours de l'action durant les derniers mois. Voilà comment on crée de la valeur pour les actionnaires : en rachetant des actions propres uniquement quand le cours est déprimé et pas de manière mécanique juste pour respecter l'impératif institutionnel !

Dans la foulée, la direction annonce des très bons résultats pour 2012 : un bénéfice par action de 0,79 usd malgré un chiffre d'affaires en baisse de 2 % (mais cette baisse s'est portée sur les produits à faible marge). La VANT monte à 11,49 USD.

Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L

Ca y est ! Le 26 avril, nous apprenions que l'ensemble des propositions de l'assemblée générale extraordinaires ont été approuvées. C'est-à-dire une réalisation de l'ensemble des actifs avec un objectifs de cession jusque décembre 2015. Les actionnaires seront rémunérés par une redistribution du cash généré par les ventes via un dividende.

C'est incroyable, même les *managements fees* ont été revues à la baisse, passant de 0,9% des actifs sous gestion à 1,1% de la valeur d'actif net (NAV) ! Le management du fond s'aligne quelque peu avec les actionnaires. Mais... des *transaction fees* représentant 0,35% de la vente de chaque actif. Et pour soi-disant « s'obliger » à bien vendre les immeubles, des *fees* représentant 12,5% de la NAV au 31.12.2012 seront distribuées au management si avant le 1 janvier 2015 au moins 80% de la NAV du 31.12.2012 est retournée aux actionnaires. Tout cela pour soi-disant s'aligner sur les intérêts de l'actionnaire... On voit que les gagnants, quelques soient les circonstances, sont en fait les gérants du fond...

Avec une NAV de 58,56 GBp au 31.12.2012 et un cours de 36,26 à la clôture du 29 avril, le potentiel est de 62%. Si la société réussit à céder tous ses murs dans de bonnes conditions avant le 01.01.2015, c'est un rendement annuel BRUT de plus de 30% pour l'actionnaire. Sur ce rendement, il faut déduire les *management fees* (1,10% de la NAV), les *transaction fees* (0,35% par actif) et les *performance fees* (jusqu'à 12,5%) de la NAV. Selon nos calculs, et avant fiscalité de l'actionnaire finale, le rendement annuel approche les 20%. Une opération d'arbitrage qui peut être tenté par les plus téméraires. Beaucoup de paramètres exogènes rentrent en effet en compte et complexifient la probabilité certaine de l'opération dans un délai relativement court.

BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V

Comme nous l'avions annoncé dans la précédente lettre, notre distributeur canadien de films nous a offert des super résultats pour le 3e trimestre 2013

News de nos sociétés

(clôturé fin janvier). Un bénéfice par action de 0,04 CAD (pour un cours actuel de 0,15 CAD). Au cumul des 3 trimestres, le bénéfice s'établit à 0,02 CAD grâce à un chiffre d'affaires stable et des frais généraux en diminution. La VANT bondit à 0,44 CAD.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker: BDR

Comme prévu, les résultats 2012 de cette techno ne sont pas bons. Une perte de 0,83 usd par action qui est à relativiser malgré tout : la moitié de cette perte est due à l'annulation des actifs d'impôts différés, actifs que, comme vous le savez, nous ne prenons pas en compte dans le calcul de la VANT. Celle-ci reste à un niveau intéressant de 2,11 usd. Les dépenses en R&D (que nous apprécions) s'établissent en 2012 à 0,56 usd, soit plus de la moitié du cours de l'action et une réduction de valeur sur l'inventaire équivalente à 0,23 usd a également été actée. Nous avons quand même l'impression à la lecture de ces résultats que la direction investit dans l'avenir et présente des comptes prudents. Espérons donc que l'intégration de Drake Holding, acquise début 2012, soit achevée et que les synergies envisagées par le management donnent « à plein » pour l'année en cours.

Bodisen Biotech (USA) Ticker : BBCZ

Les années se suivent et se ressemblent pour cette chinoiserie à laquelle, pour tout vous dire, nous ne croyons plus fort. Les résultats 2012 laissent apparaître une perte record de 0,76 usd par action. Cette perte doit cependant être partiellement relativisée par le fait qu'elle est constituée à 70 % de réduction de valeur sur les immobilisations corporelles et financières, donc des éléments qui seraient à priori exceptionnels. Il n'empêche que suite à cette énième hécatombe, la VANT se retrouve coupée en 2 en s'établissant à 1,42 usd par action. Si nous avons la certitude que cette valeur était bel et bien réelle, nous nous sentirions « peinarde » avec cette daubasse mais est-ce vraiment le cas ?

Coil (France) Ticker : ALCOI.PA

En 2012, la société a généré un chiffre d'affaires en hausse de 4,2% à hauteur de 22,8 M EUR, et un profit de 2,0 M EUR (8,7% de marge nette) contre une perte de près de 1 M EUR en 2011. Le titre de notre première daubasse belge a réagi positivement à cette belle annonce.

Surtout qu'en lisant entre les lignes du communiqué de presse, on en prend plein les yeux. Chaussons nos lunettes roses : croissance à l'internationale (notamment vers l'Asie et l'Allemagne), une aide à l'investissement en Allemagne avec une subvention de 8 M EUR supérieure à la valorisation boursière actuelle, une marge d'EBITDA supérieure à 20%, des capitaux propres de 14,6 M EUR, « produit d'exception », « recyclabilité à 100% », ...

Certes, nous voulons croire à ce futur encore plus beau, plus grand, plus... Mais n'oublions pas que le management a toujours promis monts et merveilles. Nous nous contentons donc des faits et apprécions pour le moment la lecture des données comptables réelles de l'exercice 2012. Le futur ne se matérialisera pour nous que lors de la lecture des prochains bilans. Nous sommes des consommateurs de données comptables, pas de rêves.

News de nos sociétés

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

A été voté un programme de rachats d'actions d'une quantité maximale de 6.651.865 actions, à un cours maximum de 2,50 EUR.

C'est une excellente nouvelle pour les actionnaires de cette entreprise familiale, car nous estimons que :

- 1) l'action présente une décote
- 2) l'équipe de direction a la très bonne habitude d'annuler les actions rachetées, ce qui est directement créateur de valeur pour les actionnaires.

Dundee Precious (Canada) Ticker : DPM.TO

Suite à notre revalorisation patrimoniale, avec les données au 31 décembre 2012, nous estimons la juste valeur de la minière canadienne à 12,61 CAD. Le potentiel se tasse notamment à cause des pertes de valorisations des filiales cotées. Néanmoins, la minière nous semble encore sous-cotée du fait, essentiellement, de ses coûts de production d'or très faible, qui « nettés » des gains sur le cuivre et l'argent, permettent même de produire de l'or avec des coûts négatifs.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Le 8 avril, la société a encore racheté sur le marché 75.000 de ses propres actions à un prix de 84GBp et les a ensuite annulées.

C'est encore une bonne nouvelle pour nous, puisque cet achat a été effectué avec une décote de 29% sur la valeur d'actif net au 30 juin 2012.

Nous attendons avec impatience les comptes 2012 avec la nouvelle valeur du fonds au 31.12.2012.

Gevelot (France) Ticker : GVL.T.PA

Comme annoncé le mois dernier, l'année 2012 s'est soldée par une grosse perte. Essentiellement expliquée par une dépréciation sur les actifs industriels. Quels impacts sur les décotes ?

En fait, à la lecture du bilan, nous sommes plutôt rassurés. La trésorerie représente 36,7 EUR par action. La VANE n'a pas été impactée par cette dépréciation et nous l'évaluons à 86,1 EUR par action. Donc, même si le contexte économique et industriel européen semble incertain, les potentiels de rattrapage sur un cours plus proche de la valeur patrimoniale nous augure plutôt d'un avenir serein sur ce titre. Le potentiel par rapport à la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est de +238%.

HF Company (France) Ticker : HF.PA

Année 2012 plutôt difficile pour HF Company, qui voit sa VANT s'établir à 8.4521€. Sa valeur net-net est de 6.25€ et sa valeur net-estate de 8.12 €. Son Chiffre d'affaire est en recul de 23% par rapport à 2011, le coût des produits est également en baisse de 25% et les frais d'administration en baisse également de 8%. Tout ceci, et malgré le recul du chiffre d'affaire, nous semble plutôt indiquer que la direction a réagi rapidement à l'érosion de son chiffre d'affaire. Et pourtant la société finit l'exercice avec une perte 2.93€, alors qu'elle dégagait des profits de 0.73€ en 2011. La principale cause de ce résultat négatif est en

News de nos sociétés

fait dû à la dépréciation de 11 millions d'euros (ou 3.16€ par action) du fait d'une chute importante du chiffre d'affaire sur une filiale du groupe ayant perdu un contrat important dans le haut débit / CPL. Cela a donc l'air d'un nettoyage sérieux, pour repartir de plus belle. La direction nous explique également que le recul d'ensemble du chiffre d'affaire est dû, en plus de ce problème sur la filiale, de la fin du « switch over » avec le groupe TNT et à un marché de l'électronique grand public sinistré en Europe (-11%) et plus particulièrement en France (-20%).

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Avec ce titre, on a l'impression que chaque trimestre on s'approche d'un retour au mieux, à un retour à la profitabilité ! C'est par petits bouts que nous y arrivons... Et ça y est ! Sur le trimestre écoulé, le profit avoisine les 2 M USD (bon, ok, il y a un gain de 5 M USD sur une « extinction » de dette, une pure écriture comptable diront les plus râleurs...).

Un profit au bout de tant d'années, à quel prix ? Les pertes se sont en effet accumulées au fil des trimestres et la VANT a fortement reculé pour atteindre 6,30 USD par action. Et nous regrettons aussi le fait de constater que les dépenses de R&D reculent. Si l'on reste sur cette tendance, en glissement annuel, ce ne seront « plus que » 12,5 M USD qui seront dépensés pour l'avenir.

En attendant d'y voir plus clair, nous avons toujours des collatéraux patrimoniaux solides grâce à de beaux actifs immobiliers qui permettent d'estimer la VANE à 5,36 USD par action (pour un cours de clôture au 30 avril de 2,80 USD). Encore un peu de patience ?

Publicité



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

Investor AB (Suède) Ticker : INVE-A.ST

Les résultats trimestriels ont été publiés et, en fonction de ceux-ci, nous établissons la valeur de la holding à 252,18 SEK.

JKX Oil (UK) Ticker : JKX.L

Cette entreprise pétrolière, en tout cas son action, reste un mystère pour nous. Même si les pertes atteignent 11 M USD sur l'exercice 2012, les réserves de pétrole et de gaz ainsi que la décote des fonds propres, n'expliquent pas un cours qui ne cesse de baisser depuis des années. Serait-ce un souci de transparence ou une méfiance du marché pour toute activité qui se situe dans l'Est de l'Europe et de la Russie ? Problème de transparence et de respect de l'actionnaire ? En tout état de cause, la VANT s'établit à 167,40 GBp, soit un potentiel de +91%.

News de nos sociétés

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Notre minière néo-zélandaise a publié ses chiffres du premier trimestre. Avec la dilution liée à la récente augmentation de capital mixée avec les dépenses liées à la nouvelle mine qui a commencé son exploitation aux Philippines, avec nos hypothèses très prudentes et malgré une chute des coûts d'extraction, nous avons revu fortement à la baisse notre estimation patrimoniale de l'entreprise à 2,49 CAD. Notre marge de sécurité est donc très faible et nous suivons de près la dégradation du bilan et les futurs besoins en capitaux.

Vous l'aurez compris, à choisir aujourd'hui, sur une chute de cours, nous privilégierions Dundee à Oceana.

Paradise Inc (USA) Ticker : PARF

Notre confiseur préféré signe une nouvelle belle année, même si les profits sont en recul. La valeur d'actif net tangible est de 38.76\$, la valeur net net de 29.93\$ et la valeur net-estate de 41.91\$. Vous remarquerez une nouvelle fois qu'avec ses 15\$ d'immobilier à leur valeur d'acquisition, que nous amputons de 20%, la valeur net-estate de la société est supérieure à la valeur de ces actif net-tangibles. La société possède donc un superbe collatéral. Au niveau des ventes, nous observons une progression de 3.60%. D'un autre côté, le coût des produits est lui aussi en progression de 5%. Les coût de vente et d'administration sont, quand à eux, en hausse de 4.34%. La société parvient à dégager un profit de 1.93\$ par action au lieu de 2.37\$ par action en 2011.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

Nous constatons quelques achats en bourse par le PDG de la société, pour 40 000 euros durant le mois de mars.

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

L'action a repris près de +20% sur le mois, suite à l'annonce des résultats du 1er trimestre : un résultat opérationnel de 46 M NOK, versus -37 M NOK sur le dernier trimestre 2012, et une position de cash importante de 2.000 M NOK.

Le management explique que malgré la conjoncture difficile du secteur qui est en surcapacité (Europe, Chine et USA), la demande commence à revenir. L'entreprise surfe à fond sur la vague japonaise (qui ne fait plus fonctionner beaucoup de centrales nucléaires suite à la catastrophe de Fukushima). Ce pays représente 25% des ventes, alors qu'un an auparavant, il était très marginal dans le portefeuille clients. Ceci, au détriment de l'Allemagne et de l'Italie.

Sam Outillage (France) Ticker : SAMP.PA

Si le rapport financier de la société n'est pas encore disponible, nous en avons quand même un sérieux aperçu avec la communication des résultats 2012 : les ventes sont en forte croissance (uniquement grâce aux acquisitions effectuées) et le résultat redevient bénéficiaire (0,68 euro par action). Même si la direction n'est pas optimiste sur l'avenir à court terme en raison de la conjoncture, nous sommes rassurés de constater que l'entreprise est capable à nouveau de créer de la valeur, malgré des acquisitions qui, comme vous le savez, ne nous ont guère plu en tant qu'actionnaires.

News de nos sociétés

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD

Le rapport annuel de la société est bien décevant. Malgré la vente de l'immobilier de la société, la VANT est en recul et vaut aujourd'hui 0.5580\$. Si l'on s'en tient à la présentation du bilan, la valeur net-net est négative et avec la vente de l'immobilier, il n'y a plus la moindre valeur net-estate. Mais en fait, le produit de la vente de l'immobilier est toujours enregistré dans les actifs à long terme pour une valeur de 0.81\$ par action, sous la rubrique Held for Sale. Bien sûr, nous pouvons penser que dans le bilan suivant cette somme sera transférée dans la rubrique cash de l'actif à court terme. Scott Liquid deviendra alors une net-net, avec comme principal collatéral son cash.

Nous ne pouvons donc pas considérer cette situation comme très « rose », bien qu'en l'absence d'une quelconque distribution, dont nous n'avons plus entendu parler, c'est peut-être le moment ou jamais pour la direction de prouver aux actionnaires qu'elle a quelque chose dans le ventre. Bien que ce soit assez difficile à croire, à l'aulne du compte de résultat annuel où les ventes ont progressé de 2.7%, pendant que le coût des produits a progressé de 6%. Si les frais liés à la vente sont en réduction de 4.5%, ce qui reste incompréhensible, c'est l'augmentation des frais administratifs de 20.44% qui ne nous font pas penser que nous avons à la tête de cette société une direction responsable. Résultat des courses annuelles: une perte de 0.13\$, soit le double de la perte de 2011, qui était de 0.06\$.

SemiLed (USA) Ticker : LEDS

Le rapport trimestriel de Semiled, clôturé le 28 février, est déconcertant et plutôt mauvais, n'ayons pas peur des mots. La valeur patrimoniale de la société, soit sa VANT, est passée de 4.75\$ à 3.37\$, ou en recul de 29%. La valeur net-net, tout comme la valeur net-estate, est supérieure au cours et sont respectivement de 1.56\$ et 1.99\$. Si l'on examine un peu le compte des résultats à 3 mois, on voit que le coût des produits est le double du chiffre d'affaire, et sur 6 mois, la situation semble, à peu de chose près, pareille. C'est vrai que les frais de vente et d'administration sont en baisse de 40% sur les 6 premiers mois de l'année, par rapport à la même période de 2011. Et la perte sur 6 mois de 0.54\$ est égale à la perte sur la même période en 2011. Cela ne nous rassure pas, même si nous affichons un rendement de plus de 100% à l'heure où nous écrivons ces news.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1861.88 Euro.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Le rapport annuel de Taitron, nous conte une nouvelle fois le sempiternel mini effritement de la valeur patrimoniale de la société. La valeur d'actif net tangible s'établit à 3.2151\$. La valeur net-net s'établit à 2.1181\$ et la valeur net-estate à 3.0399\$. Avec la régularité d'un métronome, le compte des résultats nous explique que le tempo de la chanson est toujours pareil (à faire pleurer). Comme toujours, les ventes ont légèrement progressé de 5.73%. Comme toujours dans ce cas, le coût des produits a bondi de 19%. Pour une fois, seul véritable rayon

News de nos sociétés

de soleil de ce morne bilan, les coûts de vente et d'administration sont en baisse de 12%. Mais ce n'est pas avec cela uniquement que l'on reverra le printemps. Résultat, une perte de 0.14\$ par action sur 2012. Un peu plus qu'en 2011 où la perte était de 0.11\$...

Si c'était la première fois que nous lisions les explications de la direction, nous pourrions dire : c'est une mauvaise passe sans conséquence puisqu'ils expliquent avoir provisionné 900.000\$ pour une partie de leur inventaire, dont certaines composantes de pièces électroniques ne seraient plus autorisées en Europe. Si c'était la première fois, on pourrait même dire ah, c'est chouette, ils vendent même en Europe. Mais en fait, ils vendent leurs pièces à des sociétés américaines qui vendent leurs produits en Europe et dans le monde. Donc à notre avis, il peuvent encore écouler leurs pièces dans le reste du monde, mais ne prennent pas la peine de l'expliquer. Ils justifient la croissance de leurs ventes par une demande intérieure (US) plus importante, en une phrase de 4 mots. Par contre, quand ils parlent du coût des produits en hausse, de la marge opérationnelle en baisse ou du résultat final en perte, il font un copié-collé d'une phrase de 7 mots, en cause : les provisions sur leur stock, même si les provisions sur leur stock n'ont aucun rapport avec la « Choucroute », bon, nous voulions dire la marge opérationnelle. Si ce n'est pas se moquer du monde et de leur 30 actionnaires dont nous-mêmes, qu'est-ce que c'est? Enfin, ils justifient en une phrase de 6 mots, la réduction des coûts administratifs et de vente, par une diminution des salaires. Et nous espérons surtout que cette direction de bras cassés a d'abord pensé à elle sur cette réduction des salaires, car au-dessus de 1 dollars et 50 cents par jour et par CEO, leur salaire n'est pas du tout justifié! De notre point de vue d'actionnaire, dans les 220.000 \$ par an attribué à Stewart Wang, le co-fondateur de la boîte, soit 602.73\$ par jour, il y a 601.23\$ de trop!!!

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Le rapport annuel de LGL ne modifie pas grand chose de la valeur patrimoniale de la société depuis l'analyse que nous vous avons présentée dans la lettre du mois d'avril. La VANT est de 9.08\$, la valeur net-net de 6.27\$ et la valeur net-estate de 7.61\$. Si nous retrouvons cette société dans la catégorie Daubasse, c'est effectivement parce que ses revenus sont en baisse et qu'elle enregistre une perte sur 2012. Ces revenus sont en baisse de 16% et elle enregistre sur 2012 une perte de 0.54\$ par action, comparé à un profit de 0.15\$. Cette société, comme vous l'avez certainement compris, a retenu toute notre attention. Mais nous attendons que le cours se dégrade encore un peu plus pour que la société entre dans nos critères.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Entre Taitron et Transworld Entertainment, il y a tout un monde de différence et nous avons remarqué depuis pas mal de temps que la direction de Transworld forçait le respect des actionnaires que nous sommes, dans leur travail appliqué à sortir cette société d'une double crise profonde puisque leur activité, vente de cassettes vidéos, était devenue obsolète et la crise mondiale avait frappé. Depuis plus d'un an, tous ce travail est traduit en chiffres dans les

News de nos sociétés

bilans et nous en avons très souvent parlé dans les news. Et ce nouveau bilan annuel montre clairement une accélération de sortie de crise, puisque la VANT a bondi de 26% depuis le dernier bilan du troisième trimestre 2012, pour se fixer à 5.7157\$. La force de cette direction, c'est qu'elle est parvenue à dégager des profits sur les deux derniers exercices (2012- 2011) avec un chiffre d'affaire en baisse. Et c'est là toute la différence entre ceux qui se prétendent orfèvre du business et sont juste capables de casser des cailloux, et les vrais orfèvres capables de tailler le diamant. Pour que vous compreniez bien la dynamique, et pour que cela soit plus évident encore, nous allons comparer ce bilan 2012 au bilan 2010. Les ventes d'abord, sur 2 ans ont reculé de 30%. Ce n'est donc pas rien. Mais ensuite, et c'est là toute la différence, c'est que le coût des produits a diminué sur deux ans de 34% et quand on passe au coût des ventes et d'administration, on observe que ces coûts ont diminué de 22%. Et pour le comparatif à 1 an, soit 2012 - 2011, les ventes ont reculé de 16%, le coût des produits de 17% et les coûts de vente et d'administration de 14%. Le compte est donc bon et le résultat des courses c'est un profit de 1.07\$ en 2012, comparé à 0.07\$ en 2011. Transworld est déjà pour nous un multiple *bagger*, car il ne faut pas oublier la distribution d'un dividende exceptionnel en 2012, autre point important à mettre à l'actif de la direction, ayant jugé qu'il valait mieux retourner l'excédant de cash aux actionnaires si l'on ne pouvait pas l'employer à bon escient. Et va sans doute finir sa course dans le top 3 de nos *baggers*. Mais ce qui est le plus important, de notre point de vue avec cet investissement, c'est que d'une part, les Daubasses n'ont pas toujours et systématiquement des directions de « nazes » à leur tête, au contraire, et aussi que les convictions sur une activité « has been » et les convictions en général, doivent jouer une place mineure dans un *process* bien défini comme le nôtre. C'est d'ailleurs notre seul petit regret sur cette aventure: ne pas avoir renforcé la « bête », qui correspondait parfaitement depuis que nous la détenons en portefeuille, à nos critères, et cela juste par manque de conviction sur l'activité de la société!

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

La NAV du fond est de 5.65\$, en hausse de +1.61% par rapport au mois précédent.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

La société signe une année 2012 relativement stable sur le plan patrimonial, avec une VANT de 17.80€, une valeur net-net de 14.22€ et une valeur net-estate de 17.39€. Sur le plan des résultats, le chiffre d'affaire est en recul de 10%. Avant la déduction des écarts de conversion, la société dégage un profit de 0.68€ par action. Après déduction de ces écarts, la société est en très légère perte.

A court terme, la direction nous annonce le démarrage de la construction d'une deuxième centrale hydroélectrique fin 2013 ou début 2014 en Indonésie, ainsi que le démarrage de la construction d'une centrale au Laos en 2014.

A moyen terme, la direction nous annonce la confirmation d'un portefeuille de projets significatifs en Indonésie et la viabilisation complète de la concession de 500 MW indienne dans l'Arunachal Pradesh.

News de nos sociétés

Nous retiendrons surtout les annonces court terme pour juger du sérieux de cette direction.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Le distributeur de vêtements *low cost* a souffert de l'hiver prolongé au cours du 1er trimestre de cette année. Ses ventes se sont tassées de 8 % (5,8 % à périmètre comparable et malgré des augmentations de prix de ventes). Pour l'année 2012, la perte se monte à 5 euros par action (2 euros si on fait abstraction des coûts de restructuration).

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

A la clôture du vendredi 26 avril, nous estimons la Valeur d'Actif Net Tangible de l'action à 3,23 EUR :

cash : 1,08

stocks : 0,04

travaux en cours (avec décote 50 %) : 0,04

créances (avec décote 30 %) : 0,31

créances sur Rofin (avec décote 80 %) : 0,01

immobilier (décote 20 % sur VA) : 0,55

matériel (décote 50 %) : 0,03

Parted (décote 20 %) : 0,61

Cementir (cours de bourse) : 0,19

Generali (cours de bourse) : 0,81

total du passif : -0,44

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

La « demi holding » italienne profite à plein de la hausse des cours de ses participations et de ses très bons résultats opérationnels. Nous notons que les actions de Banca Monte dei Paschi qui avaient été vendues courant 2012 ont été remplacées par des actions dans une autre banque italienne : Unicredit. Quand on voit l'évolution du cours de ces deux sociétés, on peut dire qu'il s'agit là d'un arbitrage heureux. Par rapport à notre analyse de septembre 2012, la valeur de Vianini Lavori a bondi de 40 % pour s'établir à 6,49 euros par action. Au cours actuel, la décote reste donc intéressante. Voici, ci-dessous, le détail du calcul :

Cash : 0,53

travaux en cours (avec décote 50 %) : 0,84

créances (avec décote 15%) : 1,22

immeuble (avec décote 20%) : 0,05

garanties : 0,34

Metro (avec décote 20%) : 0,95

autres non cotées (avec décote 20%) : 2,40

Cementir (au cours de bourse) : 1,98

Generali (au cours de bourse) : 0,36

Acea (au cours de bourse) : 2,04

Unicredit (au cours de bourse) : 0,37

Passif : -4,60

News de nos sociétés

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Le bilan annuel de Zoom Telephonics nous semble en demi-teinte. D'une part, la valeur de l'actif net-tangible est en recul d'une dizaine de pourcents et vaut aujourd'hui 0.4161\$. Et la valeur net-net de la société également en recul, vaut désormais 0.4066\$. Nous trouvons l'explication de ce recul dans le compte des résultats. Si les ventes ont bien augmenté de 15% en 2012, comparé à 2011, le coût des produits a également augmenté de 18%. Les frais liés à la vente sont en recul de 5%, mais les frais d'administration sont en progression de 6.8%. Note positive, les frais de R&D sont également en progression de 15% et par action, ces frais s'élevant à 0.17\$. Au final, la société fait une perte de 0.11\$, comparé à une perte de 0.15\$ en 2011. Une pure techno comme nous les aimons.

L'inconvénient de cette société est sans conteste sa liquidité réduite. Nous ne sommes pas parvenus à acheter la quantité que nous voulions pour notre portefeuille. D'autre part, après un bond d'un peu plus de 100% depuis notre achat, le potentiel estimé s'est épuisé rapidement et d'autant plus que la VANT a maigri quelque peu. Le potentiel est aujourd'hui de 39%.



Analyses de société

Universal Power Group

(Stuttgart, Ticker: T6M.SG / ISIN : US9137881051)

I. Introduction



Universal Power Group est un distributeur de piles, batteries et accessoires électriques. La société achète les composants et leur apporte une certaine valeur ajoutée en les assemblant et les emballant selon les souhaits de ses

clients. Les produits sont vendus dans des activités aussi diverses que le secteur automobile, médical, des biens de consommations, de l'électronique, de la marine, de la chasse, de l'énergie solaire, mais aussi pour les systèmes de sécurité ou les télécommunications.

L'entreprise est aussi prestataire de services pour le compte de ses clients en leur permettant d'externaliser certaines activités logistiques comme l'approvisionnement des stocks, l'entreposage, l'étiquetage, le design graphique ou le marketing.

Ses clients, au nombre de 3 000, sont situés en Amérique du Nord pour l'essentiel mais aussi en Grande-Bretagne, au Japon, en Chine et en Australie. Dans le futur, la direction souhaite aussi se développer en Europe continentale et en Amérique latine.

Les approvisionnements de l'entreprise sont diversifiés auprès de 200 fournisseurs, dont la majorité se trouve hors USA (les baisses du dollar par rapport aux autres monnaies sont donc plutôt néfastes pour sa rentabilité). Néanmoins, le plus gros fournisseur représente 30 % des achats et la société semble fort dépendante du bon vouloir des usines où elle se fournit.

Universal Power Group est donc plutôt une sorte de grossiste qui modifie à la marge les produits qu'elle achète. En tant que telle, il nous semble qu'elle dispose de peu de barrière contre la concurrence, concurrence qui est d'ailleurs assez féroce avec notamment les fabricants étrangers de batteries « low cost » qui livrent « en direct » et d'autres grossistes.

Notons que le président du conseil d'administration (qui contrôle le capital à 41 % par l'intermédiaire de la société Zunicom, un distributeur de produits électroniques pour la restauration, coté aux Pink Sheets) a placé son beau-fils à la fonction de CEO et sa fille (et donc l'épouse de ce dernier) au poste de secrétaire générale. Quel bel esprit de famille !

Analyses de société

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

Au 31/12, nous relevons un actif courant de 8,78 usd par action, duquel nous retirons le passif de 4,79 usd. Nous établissons donc la VANN de la société à 3,99 usd.

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

La société n'étant pas propriétaire des locaux qu'elle occupe, nous ne calculons donc pas sa VANE.

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



Nous revenons d'abord sur l'**actif courant** et son poste principal qui est, comme souvent chez des grossistes, le **stock**.

Celui-ci représente 136 jours de vente, en légère diminution par rapport à la moyenne des 3 exercices précédents. La direction a acté des réductions de valeur sur celui-ci de 1,4 %. Malgré ces deux points (relativement) positifs, nous devons de nous montrer d'une extrême prudence avec ce poste que nous soupçonnons

d'être composé d'une majorité d'éléments à risque d'obsolescence technologique. C'est la raison pour laquelle nous décidons de prendre une marge de sécurité de 30 % par rapport à sa valeur aux livres et déduisons donc un montant de 1,82 usd par action.

L'autre gros poste de l'actif courant est constitué des **créances**. Celles-ci représentent 41 jours de vente, en légère hausse par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices. Le délai est donc relativement court et nous constatons aussi que la direction a provisionné 3,7 % à titre de créances douteuses. Néanmoins, nous décidons de déduire 10 % supplémentaires, soit 0,18 usd par action.

Nous déduisons également l'entière du poste d'**impôts différés**, soit 0,17 usd par action.

Très peu d'**actifs fixes** à prendre en compte si ce n'est 5 % de la valeur d'acquisition des **immobilisations corporelles** (essentiellement du matériel de stockage et logistique), soit 0,04 usd par action.

En matière de **dilution**, il y a des **stocks options** pour lesquelles nous calculons un coût de dilution par rapport à la VANT de 0,45 usd par action.

Enfin, nous tenons compte de 75 % des **engagements de loyers futurs** à payer,

Analyses de société

ce qui représente 1,21 usd.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons la **Valeur d'Universal Power Group en cas de Mise en Liquidation Volontaire** à 0,20 usd.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



Universal Power Group est une société qui génère régulièrement des résultats opérationnels bénéficiaires. Ces cinq dernières années, ils se sont élevés, en moyenne, à 0,50 usd par action.

En actualisant au taux de 12 %, nous obtenons une valeur de 4,17 usd par action.

Malheureusement, une fois cette somme amputée des dettes financières nettes, la VCB redescend à 1,31 usd.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 1,63 usd, nous pouvons acheter des actions Universal Power Group avec une marge de sécurité de 59 % sur la VANN.

Si le secteur dans lequel est actif l'entreprise (celui des batteries) nous semble intéressant, nous ne sommes pas très enthousiastes sur la direction :

- Népotisme (ceci dit, sans préjuger de la qualité des dirigeants)
- Les bonus distribués en 2012 au CEO et à son épouse représentent le double du résultat net revenant aux actionnaires. On se demande même en quoi des dirigeants générant une rentabilité aussi faible (3,38 % de Roci moyen au cours des 5 dernières années) méritent des bonus.
- Le prix d'exercice de certaines stocks options revu à la baisse.

La société n'est pas chèrement valorisée pour l'instant mais pour passer à l'achat, nous souhaiterions obtenir un rabais supplémentaire qui tienne compte de la gloutonnerie de ses dirigeants et d'une VLMV proche de 0.



Analyses de société

Loeb Holding AG

(Zürich, Ticker: LOEP.SW/ ISIN : CH0002045497)

I. Introduction



Une fois n'est pas coutume (et c'est une première dans notre lettre mensuelle), nous avons déniché une daubasse helvétique. Hé oui, il est aussi possible de trouver de la décote dans ce pays qui ne connaît pas (ou si peu) la crise. Ce qui est appréciable, vous allez le voir, c'est que la société en question dispose d'actifs de qualité facilement réalisables (principalement du cash et de l'immobilier) qu'il est possible d'acheter sur le marché avec une décote... Naturellement, sinon, nous ne vous en parlerions pas. Mais passons tout d'abord aux présentations.

La société Loeb est un holding familial détenu à 100% par la famille... Loeb. Oui, cela peut sembler étonnant, si ce n'est impossible, de vouloir acquérir des parts d'une société qui appartient exclusivement et entièrement à une famille. En fait, pas tant que ça. S'il est vrai que la famille détient 100% des actions qui composent le capital de la société en question, il existe en fait une sorte de parts sociales, *Partizipationsscheine* en allemand, négociées en bourse qui ne donnent aucun droit de vote ni la possibilité d'assister aux Assemblées Générales. Mais ils présentent le double intérêt d'être privilégiés sur les dividendes (jusqu'à +5%) par rapport aux actions ordinaires et de jouir des droits pécuniaires sur la valeur liquidative de l'entreprise, et ceci, avant les actionnaires « classiques ». C'est de ce titre, assimilable à une action préférentielle, dont nous ferons mention dans la suite de l'analyse.

Passons à une présentation historique de l'entreprise et de son activité. La Saga Loeb a commencé en 1881 avec un magasin textile. L'entreprise, au fil des ans, s'est diversifiée et emploie aujourd'hui 410 salariés. Son activité peut être distinguée en deux divisions opérationnelles : le commerce et l'immobilier. Sur la partie commerciale, l'entreprise est uniquement présente en Suisse et vend toutes sortes de marques dans ses magasins. C'est une chaîne de Grands Magasins. L'année dernière, Loeb a mis en service un *e-shop*. A noter que l'enseigne possède également son propre label BIO. Ils sont donc au top de l'actualité et se mettent à l'air du temps, aussi bien au niveau du canal de distribution que des produits. Enfin, l'entreprise ouvre également des franchises. Comme dernièrement une boutique sous l'enseigne MEXX à Bern. Les valeurs de la maison Loeb sont « Régional, traditionnel, engagé et confiance ».

Passons maintenant à la seconde activité : l'immobilier. Ce qui est intéressant, et nous le verrons dans nos calculs plus bas, est que la famille a une activité immobilière propre via 2 filiales. Tout d'abord avec la détention des murs de ses propres magasins mais aussi avec la détention de bureaux, d'habitations et de

Analyses de société

boutiques loués à des tiers. Ces actifs immobiliers sont principalement situés à Bern. On trouve également des actifs immobiliers dans d'autres villes suisses: Biel, Solothurn et Thun. Les rendements bruts de ces actifs varient de 2,6% à 9,9% pour une moyenne pondérée de 6,3%.

L'analyse actuelle est réalisée à partir des comptes annuels arrêtés au 31 décembre 2012 et avec un capital composé de 277 700 actions ordinaires et 266 702 « actions préférentielles ». Nous n'avons pas trouvé de quelconque plan de dilution via des plans d'attribution d'options ou d'actions.

Nous avons acquis des titres à un prix de revient de 170,17 CHF.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 116,11 CHF par action et l'ensemble de ses dettes représente 147,26 CHF par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de -31,15 CHF par action. Il n'y a donc aucune décote sur la VANN.

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



Comme nous l'avons vu dans la présentation, l'entreprise familiale possède des immeubles et terrains en Suisse. Ce qui est remarquable réside dans le fait que l'entreprise, plus que centenaire, a opté pour l'amortissement de ses actifs immobiliers. La valeur d'acquisition historique des immeubles et terrains est de 345,94 CHF. Nous prenons notre habituelle marge de sécurité de 20% sur cette valeur d'acquisition historique (276,76 CHF) à laquelle nous « ajoutons » la VANN négative et obtenons une VANE de 245,61 CHF par action.

Du fait de l'ancienneté des bâtiments et de la rentabilité importante des immeubles de bureaux et de magasins en location, cette valeur nous semble conservatrice.

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

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

Tout d'abord, commençons par l'**actif courant**, avec la **trésorerie** qui est composée de cash et d'obligations. Elle représente 67,14 CHF par action et n'appelle aucun commentaire. Nous la reprenons telle quelle.

Analyses de société

Nous avons ensuite les **stocks** pour une valeur de 31,31 CHF par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 117 jours et de 113 jours sur l'exercice 2012. Sans plus de détails sur la composition de ces stocks, nous prenons une marge de sécurité de 30%. Ainsi, la valeur retenue pour ces stocks est de 21,92 CHF par action.



Le troisième poste est composé des **créances clients** inscrites au bilan pour une valeur de 9,99 CHF par action. La société a été payée en moyenne en 24 jours sur les 3 dernières années et en 20 jours en 2012. Ces délais très courts s'expliquent par son activité de distribution où les clients paient généralement sans délais de paiement. Nous décidons ainsi de prendre une marge de sécurité réduite de 10%, soit un montant de 8,99 CHF par action.

Les **autres créances vis-à-vis de tiers**, notamment liées à la facturation, différées via les cartes de fidélité, représentent 5,37 CHF par action. Même si nous estimons qu'il y ait peu de risques que les clients habitués des grands magasins Loeb deviennent subitement insolvable, nous allons prendre une marge de sécurité plus importante à hauteur de 30% et allons ajouter à la VMLV la valeur de 3,76 CHF par action.

Enfin, nous trouvons également dans les comptes des **paiements en avance** pour une valeur de 2,30 CHF par action, que nous reprenons tels quels.

En ce qui concerne les **actifs non courants**, comme nous l'avons vu dans le calcul de la VANE, l'entreprise possède de l'**immobilier**. Après notre marge de 20% sur la valeur d'acquisition historique, ces actifs représentent l'équivalent de 276,76 CHF par action.

Le groupe helvète possède d'autres actifs dits durables comme des **machines**, des **équipements** et du **moblier** amortis à près de 80%. Même si l'entreprise génère des bénéfices depuis des années, nous préférons prendre le maximum de précaution sur ces actifs qui se monnaient généralement peu chers lors d'une revente. Nous allons donc reprendre seulement 10% de leur valeur comptable (donc amortis à près de 80% sur leur prix d'achat), soit 3,75 CHF par action.



Nous avons ensuite une surprise. Du fait de l'acquisition passée de l'entreprise Krompholz AG, le Groupe Loeb semble avoir acquis la réserve de contribution de l'employeur au profit de la société Krompholz qui n'est en fait plus redevable à qui que ce soit puisque la dite société a été liquidée. Nous ne comprenons pas

Analyses de société

très bien cette subtilité suisse, même s'il semble que cette créance anciennement légale semble avoir une certaine garantie et générer un intérêt annuel de l'ordre de 2%. Aussi, par prudence, nous n'allons retenir dans notre valorisation que 50% de la valeur inscrite au bilan, soit 6,92 CHF par action.

Enfin, nous trouvons également dans le bilan des **actifs financiers** pour 0,48 CHF par action, que ne préférons par prudence ne pas retenir et ceci afin d'augmenter notre marge de sécurité.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 147,26 CHF par action.

En **hors bilan**, nous n'avons trouvé aucun **engagement** liés à des **contrats de location**, de **garanties** ou **autres cautions**.

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

Actif courant

- + Trésorerie : 67,14
- + Stock : 21,92
- + Poste client : 8,99
- + Autres créances : 3,76
- + Paiement en avance : 2,30

Actif immobilisé

- + Immobilier : 276,76
- + Equipements et matériels : 3,75
- + Réserve de contribution employeur : 6,92

Passif

- Total passif : -147,26

Nous obtenons donc une **VMLV de 244,28 par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a toujours généré des résultats opérationnels positifs.

Ainsi, après prise en compte d'une imposition forfaitaire de 20% (plus proche de la réalité fiscale de la Suisse que notre habituel taux d'imposition de 35%), d'un taux d'actualisation de 12% et l'ajout de la trésorerie nette (en fait une dette nette), nous obtenons une VCB de 64,40 CHF par action.

Nous n'avons donc pas décote sur la VCB.



Analyses de société

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 170,17 CHF, nous avons pu acquérir des titres de Loeb avec une décote de :

31% sur la VANE

30% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est de : +96%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 81%

C'est bien la première fois que nous avons dans le viseur une société suisse qui rentre dans nos critères daubasses et qui nous permet d'acquérir des actifs facilement réalisables et dont la valeur des actifs estimée nous semble sage.

D'autant plus que nous percevons une triple cerise sur le gâteau concernant l'immobilier : en plus d'être en Suisse et d'être âgés, pour certains biens, de plusieurs dizaines d'années (voire bien plus !), l'immobilier est amorti dans les comptes. C'est-à-dire qu'il n'est pas évalué en valeur marchande. Il y a donc fort à parier que depuis toutes ces années, la valeur comptable d'acquisition de cet immobilier soit quelque peu sous-estimée...

Mais pourquoi donc le marché nous offre une décote sur une entreprise de cette qualité dans un des pays les mieux gérés de la planète ?

Une possibilité est que l'ensemble des éléments financiers, communiqués de presse et rapports de gestion divers, sont uniquement écrits dans la langue de Goethe... Heureusement que nous avons des notions d'Allemand, et avec l'aide de certains de nos proches qui sont allemands, nous sommes arrivés à déchiffrer les arcanes des comptes annuels. Mais pour l'investisseur lambda international, il n'est pas exclu que ce peut être rebutant et ainsi expliquer en partie la décote offerte par le marché.

Bien entendu, au-delà de la liquidité du titre, somme toute relativement faible, il y a un risque à ne pas négliger. Malgré les décotes identifiées, les titres négociés sur la bourse zurichoise ne donnant pas de droit de votes, peuvent se transformer en *value trap* pour son acquéreur, ou « piège à valeur ». Il peut en effet se passer du temps avant que quelque chose ne se passe avec ce titre... car il n'y aura pas de raiders qui viendront faire « toc toc » à la porte du conseil d'administration pour demander à la famille de réaliser plus de valeur. Même si en attendant, le porteur de cette part préférentielle de l'entreprise peut patienter avec un dividende brut en francs suisses de plus de 2%.

Pour résumer, nous sommes avec ce titre dans le même bateau que la famille Loeb, pour le meilleur... et pour le pire.

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