

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	<u>page 3</u>
Portefeuille	<u>page 7</u>
Suivi des sociétés analysées	<u>page 9</u>
News de nos sociétés	<u>page 10</u>
Analyse de la société FFP SA.	<u>page 19</u>
Analyse de la société TechniLine SA.	<u>page 24</u>
Analyse de la société Aker ASA.	<u>page 28</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 33</u>

Edito



P

aradoxe et zone de turbulence

Quand vous prenez l'avion et que vous entrez dans une zone de turbulence à 10.000 mètres d'altitude, cela crée généralement chez la majorité des passagers un sentiment d'inconfort. S'il est bien difficile de mesurer ce que ce sentiment produit sur chaque passager, on peut affirmer qu'une majorité espère sortir d'une zone de turbulence au plus vite. Si ce n'est pas le cas, ce sentiment d'inconfort va progressivement se transformer en inquiétude, puis en peur, puis enfin en panique. Tout simplement parce que la perception du danger va s'amplifier.

Cette métaphore introductive que nous allons rapporter à l'investissement, nous a semblé intéressante pour mieux comprendre le paradoxe auquel doivent faire face les investisseurs dans la valeur du style « Daubasses ». Car il n'y a pas la moindre possibilité d'investir judicieusement, s'il n'y a pas une zone de turbulence à un certain niveau : turbulence politique, macro-économique, turbulence sur un secteur, turbulence sur une société. Au contraire, plus ces turbulences surviendront simultanément, plus les affaires seront intéressantes pour l'investisseur. Mais dans un même temps, ce même investisseur va devoir affronter la panique. Et si pour les passagers de l'avion nous avons relevé des stades de peur intermédiaires qui commencent par de l'inconfort et se terminent par de la panique, il n'y a pas le moindre stade intermédiaire pour l'investisseur, seulement des degrés de panique différents selon l'interactivité et la simultanéité des niveaux cités à l'instant.

Prenons l'exemple du degré de panique le plus bas, soit sur une société. Si la société parvient à s'encadrer dans nos critères, c'est forcément parce qu'il y a un ou plusieurs éléments, internes ou externes à la société, qui vont créer de la

Edito

panique et pousser de plus en plus d'investisseurs à vendre, alors que les acheteurs sont peu nombreux. C'est donc dans cette minorité d'acheteurs qu'un investisseur en « Daubasse » va se retrouver. Si dans l'avion, pratiquement aucun passager ne se pose vraiment la question sur la qualité des moteurs Rolls Royce qui vont permettre de sortir de la turbulence au plus vite, il est par contre impératif pour l'investisseur de contrôler l'état des moteurs de la Daubasse. Et évidemment, s'il ne faut pas s'attendre à trouver des moteurs Rolls Royce dans le bilan, il faut au moins s'assurer qu'il y ait encore des moteurs qui tournent, des gilets de sauvetage et un minimum de personnel naviguant à bord. Mais à chaque fois, et nous disons bien à chaque fois, c'est en pleine panique que vous monterez à bord de la société en sachant toujours que la zone de turbulence peut avoir raison et pas vous.

Malgré tout, le passager de l'avion, pourra tenter de rationaliser sa panique même s'il n'a ni les compétences pour contrôler la santé des moteurs, la qualité des circuits électriques, la fiabilité des appareils de mesures de l'avion, en prenant quelques renseignements à défaut de se glisser dans la carlingue.

Le passager un peu méfiant, pas à l'aise en avion, pourra avant son départ et lors de la sélection de la compagnie, vérifier si la compagnie en question n'est pas *black listée* par les institutions internationales. Ce n'est certes pas suffisant pour prévenir tout accident, mais nous pensons, comme lors de notre sélection de titres avec un ratio de solvabilité au moins égal à +40% exigé, que c'est un critère qualitatif qui peut réduire les risques. Ainsi, le passager anxieux en vol, aura moins tendance à appréhender son voyage et à paniquer s'il traverse une zone de turbulence.

Le client d'une quelconque compagnie aérienne, aussi minable soit-elle, sait qu'il y a un *process* industriel de contrôle qualitatif important lors de la construction de l'avion (que ce soit chez Boeing ou chez Airbus) et qu'il peut donc considérer le risque comme étant faible s'il monte à bord d'un avion récent.

Si ce n'est pas le cas (l'avion est quelque peu âgé ou alors il s'agit d'un fabricant inconnu au bataillon), le passager peut être sûr que toute compagnie, aussi minable puisse-t-elle sembler, doit rendre des comptes sur des *check lists* récurrentes et obligatoires pour pouvoir atterrir sur des aéroports occidentaux. Tout comme un investisseur rationnel doit se contenter des chiffres et de la réalité économique de la société, le voyageur rationnel sait qu'il prend des risques mesurés car le travail de contrôle de chaque avion et de tout équipage est strict. Cela, bien sûr, n'enlève rien à la réalisation d'événement exceptionnel, mais tend tout de même à réduire fortement les incertitudes et les risques de défaillances techniques (matériel) et humaine (bonne formation)

L'investisseur doté d'un plan stratégique bien précis, comme le nôtre, se donne évidemment les moyens de rationaliser la panique contagieuse à laquelle il doit faire face, en se fiant bien entendu aux informations financières fournies, mais également en recoupant différents paramètres. Notre comparaison avec le pas-

Edito

sager de l'avion n'est donc pas fortuite, même si nous pensons que nous sommes en mesure de creuser un peu plus. Nous serons toutefois pilotés jusqu'à la VANT.

Autre paradoxe que nous avons relevé sur ces degrés de panique, c'est que plus cette panique est déclenchée simultanément sur les 4 niveaux, ou en d'autres mots, généralisée sur le plan politique, macro-économique, et donc sur quasiment tous les secteurs, plus vous trouverez facilement des sociétés à prix soldés, dotées de fondamentaux nettement plus solides. Nous n'irons pas jusqu'à dire « dotées de moteur Roll Royce », mais dotées de très bonne copie. Ce fut évidemment le cas en 2008 où la vente panique a balayé sans distinction des sociétés relativement peu résistantes et des sociétés nettement plus résistantes.

Ces différentes observations des degrés de panique depuis nos 3 ans bientôt et demi d'existence, nous ont permis ces derniers mois d'affiner notre stratégie de recherche de « cibles potentielles ».

Nous procédons en quelque sorte par anticipation, selon des événements épinglés dans la presse financière qui pourraient déclencher la panique. En recherchant un maximum de sociétés dotées de moteurs solides qui au moment où nous les trouvons ne correspondent pas encore à nos critères, mais qui s'encadreraient assez facilement s'il y avait vente panique.

Un exemple très récent est celui de l'élection présidentielle française pour laquelle certains analystes économiques évoquaient la possibilité d'une certaine peur des marchés en cas d'élection du candidat socialiste. L'équipe des Daubasses, n'ayant pas la moindre compétence en analyse politique pour mesurer plus ou moins à leur juste valeur les arguments pour une telle éventualité, nous sommes contents très simplement de penser que c'était peut-être possible. A partir de ce moment, nous avons orienté massivement nos recherches sur toutes les sociétés françaises pour faire entrer dans nos listes les meilleurs candidats, ceux qui subiraient sans doute la panique par contagion, mais qui seraient capables de s'en sortir. Comme vous le savez tous et nos amis français en particulier, l'élection de François Hollande n'a rien déclenché du tout !

C'est finalement l'élection en Grèce qui avait lieu simultanément qui a fait entrer les marchés dans une turbulence qui ne cesse depuis de s'amplifier. Avec les banques espagnoles d'une part et un manque de cohérence et de cohésion politique au niveau européen d'autre part.

Sans une solution qui tarde à venir, nous pensons qu'il y a de nouveau la possibilité qu'il se produise un vent de panique qui pourrait cette fois être beaucoup plus ample, voire même qui pourrait se généraliser.

Dans l'optique d'anticipation de cette possibilité, nous avons chargé nos listes avec un maximum de Daubasses potentielles, qui ne répondent pas à nos cri-

Edito

tères, mais dont la solidité est effective. Et nous nous sentons fin prêts à profiter de ces occasions sur coup de « blues panique » de monsieur le marché.

Pour conclure cet édito de juin, sur le paradoxe principal de l'investisseur en Daubasse et des zones de turbulences, c'est qu'il est sans cesse confronté à la baisse potentielle de son portefeuille, ce qui n'est jamais joyeux à vivre, tout en jubilant devant des occasions que ces zones de turbulence lui permettent d'acquérir.

Nous vous laissons sans plus attendre découvrir **cette lettre 100% PEA** avec ses trois sociétés analysées spécialement pour vous cher(e) abonné(e), deux sociétés française et une société norvégienne. Nous estimons que pour l'une des sociétés françaises et pour la société norvégienne, il s'agit d'investissement indirect. D'une part sur une société automobile mal en point et d'autre part sur une matière première, le pétrole. Et tout cela à bon prix, cela va de soi.

L'Equipe des Daubasses



Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille au 31 mai 2012

	%	Ticker	Société	Prix de Revient		31 mai 2012				RendTotal		
				Unitaire	Devises	Euro	Action	Cours	Devises	Euro	Euro	
Société Net-Net				68.004,55	Euro	33,78%						
1	USD	0,33%	SPOR	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,55	825,15	667,44	38,84%
2	USD	0,15%	TBAC	Tandy Brand Accessories	2,44	610,93	475,25	250	1,46	365,00	295,24	-37,88%
3	USD	1,89%	CRV	Coast Distribution System	2,09	4.287,89	3.292,33	2050	2,29	4.700,65	3.802,19	15,43%
4	GBP	0,68%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	119,90	1.037,09	1.367,08	133,44%
5	USD	0,14%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	0,99	1.846,35	1.493,45	-6,42%
6	USD	4,09%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	304	11,25	10.170,00	8.226,16	68,05%
7	USD	0,38%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,25	2.437,50	1.971,61	58,07%
8	USD	1,65%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,05	4.117,50	3.330,50	353,70%
9	USD	0,06%	XING	Qiao Xing Universal Resource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,23	149,50	120,93	-88,87%
10	USD	1,59%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	3,61	3.963,78	3.206,16	15,32%
11	Euro	2,31%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,99	4.648,30	4.648,30	56,02%
12	USD	3,51%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	3,80	8.740,00	7.069,48	14,38%
13	GBP	1,92%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	17,60	3.106,40	3.870,90	-1,79%
14	USD	1,30%	ENTN	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	2,51	3.237,90	2.619,02	-4,08%
15	Euro	1,72%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,08	3.472,25	3.472,25	-18,56%
16	USD	0,31%	CCTR	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	779,00	630,11	-83,36%
17	GBP	0,70%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.163,19	2.419,74	25000	4,50	1.125,00	1.401,87	-42,07%
18	GBP	3,95%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	7,37	6.375,05	7.943,99	33,84%
19	Euro	2,02%	LNC.PA	Les Nouveaux Constructeurs	5,18	4.012,99	4.012,99	775	5,25	4.068,75	4.068,75	1,39%
20	USD	2,32%	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	2,99	6.069,58	4.708,56	2025	2,85	5.772,06	4.668,82	-0,84%
21	USD	1,55%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,58	3.870,00	3.130,31	18,64%
Société Net-Estate				67.676,08	Euro	33,61%						
22	USD	2,69%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,47	6.697,10	5.417,05	49,79%
23	USD	0,82%	BBCZ	Bodisen Biotech	0,22	1.704,99	1.078,85	7598	0,27	2.051,46	1.659,35	53,81%
24	USD	1,14%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,03	2.832,50	2.291,11	24,18%
25	Euro	1,99%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	80,09	5.126,35	5.126,35	64	62,60	4.006,40	4.006,40	-21,85%
26	Euro	2,49%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	58,90	5.006,50	5.006,50	206,00%
27	Euro	2,01%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	42,50	4.037,50	4.037,50	93,23%
28	USD	0,73%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,99	1.847,07	8668	0,21	1.820,28	1.472,36	-20,29%
29	Euro	1,82%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,63	3.667,50	3.667,50	20,44%
30	USD	2,20%	HTCH	Hutchinson Technology	2,21	5.961,83	4.379,30	2700	2,03	5.481,00	4.433,39	1,24%
31	USD	1,72%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	2,72	4.284,00	3.465,18	-8,65%
32	USD	3,04%	DUCK	Duckwall-Alco Store	3,01	8.290,44	6.113,10	920	8,22	7.562,40	6.116,96	0,06%
33	Euro	2,29%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	4,85	4.607,50	4.607,50	18,57%
34	GBP	2,40%	PHO.L	Peels Hotel	38,59	3.444,18	3.927,77	8925	43,36	3.869,88	4.822,28	22,77%
35	USD	2,67%	AEY	ADDVantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,15	6.654,25	5.382,39	11,31%
36	Euro	1,14%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,17	2.396,16	2.396,16	14000	0,16	2.287,60	2.287,60	-4,53%
37	Euro	1,98%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	0,77	3.978,00	3.978,00	-23,41%
38	Euro	2,50%	PVL.PA	Plastivoloire	19,39	5.819,08	5.819,08	300	16,75	5.025,00	5.025,00	-13,65%
Société VANTre				13.070,72	Euro	6,49%						
39	CAD	1,03%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,71	2.644,75	2.070,74	-12,04%
40	CAD	1,41%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédis	0,21	5.103,25	3.743,97	24100	0,15	3.615,00	2.830,41	-24,40%
41	Euro	1,75%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	153,00	3.519,00	3.519,00	2,77%
42	NOK	0,32%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	3,46	13.943,80	1.843,32	-3,45%
43	USD	1,39%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	5,18	3.470,60	2.807,25	3,51%
Fond Décoté				8.527,65	Euro	4,24%						
44	USD	1,46%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,23	3.623,75	2.931,13	-16,69%
45	GBP	0,64%	EEPL	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	73,00	1.029,30	1.282,62	31,05%
46	GBP	0,52%	ACAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	34,00	833,00	1.038,01	-0,17%
47	USD	1,63%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	1,08	4.050,00	3.275,90	57,98%
Diversification vntre				19.234,18	Euro	9,55%						
48	Euro	1,59%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	22,90	3.206,00	3.206,00	-7,48%
49	CAD	1,19%	OGCT	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	1,85	3.061,75	2.397,24	-25,72%
50	CAD	0,67%	DPMT.O	Dundee Precious Metal	7,96	2.188,59	1.568,32	275	6,30	1.732,50	1.356,48	-13,51%
51	SEK	2,24%	INVE-A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	124,50	40.462,50	4.502,84	-0,96%
52	DKK	1,28%	FFARMS.C	First Farms	46,56	21.184,86	2.849,38	455	42,00	19.110,00	2.571,62	-9,75%
53	Euro	2,58%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	26,00	5.200,00	5.200,00	-7,76%
Emission d'Option				1.061,23	Euro	0,53%						
54	USD	-0,41%	FSLR1209	Option Put : First Solar	13,00	-460,05	-349,82	400	2,53	-1.012,00	-818,57	134,00%
55	USD	-0,12%	ECA130119	Option Put : Encana	15,00	-355,05	-269,49	300	1,00	-300,00	-242,66	-3,96%
Liquidité				25.886,98	Euro	12,86%						
		8,96%		Compte Courant		Euro					18.040,99	
						USD					0,00	
						GBP					0,00	
						CAD					0,00	
						Euro					0,00	
						USD					5.200,00	
						USD					4.206,10	
						USD					4.500,00	
						USD					3.639,89	
		96%		Total							201.338,93	

News de nos sociétés



A V Home (USA) Ticker : AVHI

Un premier trimestre correct pour ce promoteur spécialisé dans les lotissements pour seniors. Certes, toujours une perte (mais la direction nous avait plus ou moins averti) mais un chiffre d'affaires en hausse et des réservations qui ont doublé par rapport au même trimestre de l'année précédente. Le carnet de commandes est également doublé par rapport à la même période mais il reste, selon nous, modeste : il ne représente encore que +/- 3 mois de vente. Autre fait marquant : pour la première fois depuis longtemps, le CEO s'est montré prudemment optimiste pour l'avenir. La patience des actionnaires fidèles ne sera peut-être plus trop longue avant d'être récompensée. En attendant, la solvabilité reste excellente et la VANT s'établit à 18,68 usd.

ADDvantage Technologies (USA) Ticker : AEY

Ce distributeur de matériel pour le câble a annoncé un 2e trimestre en légère perte. Néanmoins, cette perte est due exclusivement au coût du remboursement anticipé d'un crédit bancaire à long terme. Sans cette charge exceptionnelle, le résultat aurait été légèrement positif. La VANT se maintient à 3,27 usd.

Le nouveau CEO compte utiliser la solidité du bilan de l'entreprise pour procéder à des acquisitions. Espérons que ce sera à bon escient car, à ce jour, nous avons plutôt de mauvaises expériences avec les acquisitions effectuées par nos daubasses.

Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.DE

Changement d'actionnaires de référence pour le promoteur allemand : le fonds Mezzanine IX Investors L.P prend les choses en main. Ils sont notamment persuadés que Adler vaut bien plus que l'euro qu'elle cote actuellement, au moins le triple selon eux (et donc 5 fois notre cours d'achat).

Le nouveau boss souhaite aussi profiter de la solide structure financière de l'entreprise pour augmenter la taille du bilan de l'entreprise et investir dans l'immobilier résidentiel, selon lui, toujours bon marché en Allemagne. Une première acquisition d'un immeuble de 57 appartements a d'ailleurs déjà été conclue.

News de nos sociétés

Avalon Holding (USA) Ticker : AWX

Les résultats du premier trimestre, en perte, semblent avoir déçu Mr Market. Il est vrai que, malgré un chiffre d'affaires en hausse, la perte a légèrement augmenté (mais l'EBITDA reste largement positif).

Mr Market a néanmoins oublié qu'une partie des activités d'Avalon (l'exploitation de terrains de golf) est saisonnière et que le 1er trimestre est traditionnellement un mauvais trimestre pour la société. Pour notre part, ces résultats ne changent en tous cas rien à ce que nous pensons de cette belle au bois dormant.

Sa VANT s'établit d'ailleurs toujours significativement au-dessus du cours actuel, à 10,80 usd, ce qui est et reste notre objectif de vente.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Notre constructeur immobilier britannique annonce un premier trimestre « de feu » : le meilleur printemps depuis 5 ans !

Des réservations en hausse de 25 %, un désendettement bien plus rapide que prévu, des ventes en hausse de 16 % et, malgré un environnement économique maussade, un avenir à court terme que la direction prévoit tellement radieux qu'elle continue d'acquérir des terrains supplémentaires.

Il faut dire que les mesures de soutien du gouvernement britannique pour le secteur n'y sont pas pour rien. Évidemment, si le gouvernement venait à stopper ce soutien ...

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ

Les trimestres se suivent et se ressemblent pour Bodisen qui annonce des pertes avec la régularité d'un métronome sans que cela ne semble perturber sa direction outre mesure.

La VANT reste cependant très appréciable à 1,44 usd par action, largement au-dessus du cours actuel.

Blonder Tongue Laboratories (BDR) : nous ne sommes pas contents ... mais alors, pas contents du tout. Voilà une société qui fait, certes, des pertes récurrentes mais qui bénéficiait jusqu'à ce jour, d'un solide bilan.

Non seulement, elle nous présente un premier trimestre catastrophique avec une perte multipliée par 5, mais en plus, voilà que la direction se lance dans une acquisition qui nous semble, à première vue, pour le moins « foireuse ».

Nous vous annonçons cette acquisition dans notre lettre précédente en vous précisant que nous ne pourrions en connaître l'impact sur le bilan de Blonder Tongue que lors de la présentation des prochains comptes trimestriels.

Eh bien, le voilà l'impact : un endettement en hausse qui entraîne une solvabilité qui passe d'un « excellent » 84 % à un moyen 62 % et une VANT qui s'érode à 2,28 usd, non seulement en raison de la perte du trimestre mais aussi du goodwill et des incorporelles acquises.

Espérons que cette direction de « bras cassés » aie bien « calculé leur coup » et que les synergies futures permettront d'enfin créer de la valeur pour nous, les actionnaires minoritaires.

News de nos sociétés

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Malgré une activité stable à 48,3 M EUR, l'Ebitda est réduit de moitié à 0,7 M EUR et après amortissements et impôts, la perte trimestrielle atteint 2,7 M EUR. Tout comme Panaria, c'est la vieille Europe (Italie, France et Danemark en tête) qui pénalise l'activité. Alors que les marchés émergents sont plutôt dynamiques mais encore insignifiants dans le portefeuille du groupe.

Des nouvelles peu réjouissantes, mais les fonds propres représentent encore plus de 10x la valeur boursière du titre. Nous pensons que c'est un argument suffisant pour garder ce titre en portefeuille. Cette décote nous permet d'attendre un retour à meilleure fortune. Néanmoins, nous restons vigilants sur une dette qui s'accroît et une rentabilité en déclin.

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK

Depuis la publication des comptes du 30 juin de l'année dernière, nous n'avons plus reçu aucune information financière de cette fichue chinoiserie.

Pour notre part, son seul intérêt réside dans le remplacement du CEO de sa maison-mère et l'intérêt très spéculatif qu'il représente. En espérant que ce changement ne nous fasse pas tomber de Charybde en Scylla.

Les Nouveaux Constructeurs (LNC) : Les informations du premier trimestre semblent toujours encourageantes pour notre investissement sur l'immobilier bullesque français avec, surtout, un cahier de commandes encore en hausse, de 6 % cette fois, par rapport au trimestre précédent.

Le portefeuille foncier diminue, ce qui signifie que le nombre de projets est en réduction et qui nous semble positif en cette période d'incertitude sur le secteur en France : il vaut toujours mieux ne pas trop gonfler les voiles de l'endettement si une tempête s'annonce. La direction nous a d'ailleurs habitués à parfaitement piloter son besoin en fonds de roulement lors de la dernière crise.

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC

La société semble poursuivre sur la bonne voie avec une division par 2 de sa perte au cours du premier trimestre, des ventes en hausse de 11 % et une VANT qui représente toujours près du quadruple du actuel.

La direction prévoit cependant une année 2012 toujours difficile. Espérons que les synergies avec les dernières acquisitions et la solidité de son bilan lui permettront de sortir « par le haut » de cette crise ... qui dure depuis quelques années maintenant.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

La société a publié ses comptes pour le premier trimestre 2012, plutôt mi-figue, mi-raisin.

Un chiffre d'affaires en baisse, une perte en légère augmentation et des marges qui s'érodent, notamment en raison de la réponse que la direction a été contrainte d'apporter aux diminutions de prix de la concurrence. Il semble que Coast Distribution n'a que peu de possibilité d'améliorer la situation à court terme si ce n'est de contrôler encore mieux les dépenses. Mais le vrai retour à la rentabilité est vraiment conditionné à une augmentation des dépenses des consommateurs américains, donc à un événement conjoncturel. En

News de nos sociétés

attendant, en raison d'une augmentation du besoin en fond de roulement, la solvabilité se dégrade. Quant à la VANT, elle a légèrement diminué à 5,93 usd.

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

Sans fournir de données chiffrées, lors de l'assemblée générale du 16 mai 2012, le Président a annoncé que le premier trimestre 2012 a connu une importante hausse de ses résultats avec un retour à un résultat opérationnel positif.

L'entreprise est toujours à la recherche d'un partenariat / rachat sur des marchés porteurs comme l'emballage alimentaire. De nombreux dossiers sont à l'étude et pourraient être débouclés rapidement.

Malgré un contexte instable en Europe et des prix de matières premières très volatiles, le management s'attend tout de même à générer des profits sur l'exercice 2012 grâce au dynamisme de ses nouveaux produits.

Dundee Precious (Canada) Ticker : DPM.TO

Avec la montée en puissance de la mine de Chelopech, la production totale de l'entreprise est en augmentation de 44% sur le premier trimestre 2011 par rapport au premier trimestre 2012. Le CA atteint ainsi 99,9 M USD, en hausse de 46% par rapport à la même période de 2011. Malheureusement, du fait d'écritures comptables liées à une revalorisations des warrants de sa filiale *Sabina Gold & Silver Corp* ainsi que d'une nouvelle stratégie de couverture, les profits n'atteignent que 3,1 M USD contre 12,4 M USD en 2011.

Enfin, bonne nouvelle, Dundee conserve son trésor de guerre avec des réserves de cash de 177,5 M USD malgré ses 25 M USD dépensées en investissement.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Le 8 mai 2012, un nouveau membre du conseil d'administration a été coopté : Martin Adams, 53 ans. Il a plus de 30 ans d'expérience dans la gestion de fonds et l'investissement sur les marchés émergents. Actuellement, il travaille encore pour plus d'une dizaine de fonds, dont la moitié est ciblée sur le Vietnam.

Les chiffres 2011 ont enfin été publiés : l'actif net du titre est valorisé 118,2 p par action, ceci sans tenir compte de la vente du palace qui a eu un impact positif (cf. les news du mois dernier). Le profit annuel est de 1,2 M GBP. Pour cette performance, les management fees 2011 se sont élevé à 0,2 M GBP.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Le rapport semestriel au 29 février 2012 est publié : l'actif net par titre s'élève à 49p, il est donc en baisse de 2p par rapport au 31 apût 2011.

Hormis Airworks (maintenance aéroportuaire), le reste des participations dans les entreprises indiennes, cotées ou non, n'en finissent pas de décevoir avec des comptabilisations de réduction de valeur à la pelle. Depuis le 29 février, le management fait savoir que la chute des marchés indiens a impacté négativement l'actif net de 2,5 M GBP, soit environ 5p par action. On peut donc estimer raisonnablement que l'actif net par action est plus proche de 44p que de 49p. La décote avec le cours de actuel de 34p commence à se réduire. Nous prendrons une décision sur une possible vente si le cours atteint le niveau de 44p.

News de nos sociétés

Seuls points positifs que nous pouvons retenir : les management fees qui sont en baisse de 34% et un bilan toujours vierge de dettes.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK

Sur le premier trimestre, l'entreprise a souffert des faibles commandes du gouvernement. Par rapport au T1 2011, le CA est divisé par 2 à 9,4 M USD ce qui n'empêche pas l'entreprise de sortir un maigre profit de 20 k USD, à comparer à une perte de 259 k USD sur la même période en 2011. C'est un point plutôt positif, car l'entreprise semble être capable de réduire ses coûts proportionnellement à la réduction de son activité comme le témoignent les frais de R&D divisés également par 2 à 0,9 M USD sur la période.

Au niveau du bilan, les fonds propres de 28,2 M USD représente plus de 3x la valorisation boursière. A noter que le cash est en hausse de 2 M USD par rapport au 31.12.2011 à 18,5 M USD. Il est bon de rappeler que le marché valorise Entorian moins de 10 M USD et nous pensons qu'il se met, encore une fois, le doigt dans l'œil sur son estimation de valeur.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

L'activité du T1 2012 est en baisse de 5,9% par rapport au T1 2011 et s'établit à 104 M EUR. La direction se veut extrêmement prudente pour le deuxième trimestre car les prix élevés des matières premières conjugués à une demande en fort repli ne présagent rien de bon.

First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO

Si nous ne disposons pas d'un bilan trimestriel détaillé, un communiqué de la société, nous donne quelques informations chiffrées sur les résultats de ces 3 premiers mois de l'année 2012.

Le chiffre d'affaire est en augmentation de 46% à 22 millions de DKK comparé à la même période de l'année précédente. La perte nette des 3 premiers mois a été réduite de 22% comparativement à la même période de 2011.

La société nous apprend également que le prix du lait est resté stable sur le trimestre, mais a subit une légère pression à la baisse début avril.

Le prix sur les produits céréaliers et oléagineux sont en hausse et des contrats de vente de 45% de la récolte 2012 seraient déjà conclus.

En Roumanie, sur certaines parcelles, le colza et l'orge d'hiver ont été remplacés par du maïs et du tournesol.

Au niveau météo et avancement des cultures, la direction annonce qu'aussi bien en Roumanie qu'en Slovaquie, la phase de croissance correspond à la période de l'année.

De ce fait, la direction maintient ses prévisions de chiffre d'affaire et d'Ebit semblable à 2011.

Gevelot (France) Ticker : GVL.T.PA

L'entreprise a publié ses comptes 2011 et, sans surprises, ils sont excellents : le profit de l'actif net tangible par titre ressort à 147,5 EUR par titre, soit un potentiel de +150% par rapport au cours de l'action à 58,9 EUR. Même si 2012 ne s'annonce pas du même tonneau avec une profitabilité certainement en baisse

News de nos sociétés

dans un environnement automobile en berne au niveau européen (pour rappel 12,8 M EUR de bénéfiques en 2011, soit une valorisation de 4,2x les profits), de bons éléments sont déjà actés :

- la vente de l'immeuble de bureaux à Vanves qui va avoir un impact fortement positif sur le résultat 2012 et la solidité du bilan de l'entreprise grâce à une plus
- value nette d'impôts de 2,6 M EUR
- dans une moindre mesure, l'annulation du solde des actions encore autodétenues par la société (2.500 actions)

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

Sur le seul mois de mai, le titre chute de plus de 10%, certainement un « délit de sale gueule », puisque pour le marché, « action italienne » égale certainement « dette italienne »... Et pourtant, même si l'activité baisse de 27,14% sur le T1 2012 par rapport au T1 2011 pour atteindre 99,7 M EUR, l'entreprise réussit à générer un résultat opérationnel positif à hauteur de 2,5 M EUR et des profits de 0,6 M EUR.

Au niveau du bilan, les capitaux propres représentent près de 3,5 x la valorisation boursière. Même si la direction s'attend à un exercice 2012 compliqué du fait d'incertitudes sur la demande du secteur industriel pour les câbles, la qualité du bilan de IRCE nous permet de croire que l'entreprise fera partie des entreprises qui sortiront gagnantes à la fin de la crise.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Le 24 mai, l'entreprise a annoncé avoir changé d'auditeur, avec effet immédiat. Ce sera désormais le cabinet Cairn Financial Advisers qui contrôlera la bonne conformité des comptes.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

La direction nous annonce que la valeur de marché de la holding s'élève à 35,76 euros au 15 mai. Notamment, 120 000 actions propres ont été rachetées hors bourse.

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

L'activité est toujours au beau fixe. Sur le troisième trimestre 2011-2012 (du 1er janvier 2012 au 31 mars 2012), le CA est en hausse de 5,7% par rapport à la même période de l'exercice précédent et atteint 24,1 M EUR.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Très mauvais trimestre pour le fabricant italien de meubles, touché de plein fouet par la crise en Europe.

Un chiffre d'affaires en baisse et une perte qui explose. Le point positif si on peut dire, c'est que les ventes ont tellement baissé en Europe qu'elles représentent aujourd'hui moins de la moitié du chiffre d'affaires consolidés.

En effet, aux USA et dans les émergents, c'est plutôt des gains de parts de marché dont il est question. Le « boss », Pasquale Natuzzi, reste prudemment optimiste sur les capacités de sa société à traverser la crise en raison de la diversifi-

News de nos sociétés

cation géographique de ses débouchés ainsi que de la solidité de son bilan et de sa marque. La VANT s'établit à 6,54 usd.

Network Engines (USA) Ticker : NEI

Le bilan des trois premiers mois de l'année 2012 de notre société techno nous apprend une nouvelle fois que la valeur patrimoniale est en augmentation de 2%, à 2,2319\$ par action. Sur les 3 premiers mois de l'année, le chiffre d'affaire et les profits sont semblables à la même période de 2011.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Panaria a créé une joint-venture à 50-50 avec un gros producteur indien coté : Asian Granito India . Cette joint-venture produira sous la marque *Bellissimo - Stile italiano* dans l'Etat de Gujarat. Avec cette alliance, Panaria souhaite capter une partie de ce marché de 600 millions de m² par an en croissance de 10% en se focalisant sur le haut de gamme et le luxe.

Sur le premier trimestre, le CA est en baisse de 1,0% à 71,6 M EUR par rapport au premier trimestre 2011. Grâce à la revalorisation des produits finis, l'entreprise réussit un résultat opérationnel en hausse de 39,5% à 2,2 M EUR, ce qui permet de générer un bénéfice sur la période de 0,4 M EUR contre une perte de 0,3 M EUR un an plus tôt. Les marchés en pertes de vitesse sont : la Hollande (-33%), le Portugal (-27%), l'Italie (-10%) et la France (-9%). Alors que les USA (+18%), l'Espagne (+13%), l'Australie (+10%), l'Allemagne (+8%) ainsi que la zone émergente (Asie, Océanie et Afrique : +30%) sont en forte croissance.

Au niveau du bilan, les capitaux propres du groupe sont toujours importants à 152 M EUR vs. une capitalisation qui stagne sous les 40 M EUR.

Nous conservons précieusement cette daubasse au chaud au sein de notre portefeuille : en plus du potentiel important, le management ne semble pas trop mauvais puisqu'il réoriente son business sur des marchés porteurs.

Paradise Inc. (USA) Ticker : PARF

Notre confiseur signe un nouveau bilan de qualité sur les 3 premiers mois de l'année. La valeur patrimoniale est en très légère augmentation. Par contre, les ventes ont bondi de 24% comparativement au 3 premier mois de 2011, ce qui permet à la société de dégager un profit net de 0.25\$ par action, au lieu d'une perte de 0.22% sur la même période de l'année passée.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

L'entreprise a généré un chiffre d'affaires en hausse de 65 %. A périmètre constant (sans intégrer les ventes de Bourbon), celui-ci aurait été stable, ce qui nous semble déjà miraculeux dans le contexte économique actuel.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Le 18 mai nous apprenons que la résiliation d'un contrat d'un client de PV Crystalox Solar rapporterait à la société 90 millions d'euros ou encore 18 pences par action. C'est évidemment une bonne nouvelle qui permet à la société de pratiquement doubler son cash (38 pence / action) et augmente à notre sens la résistance de la société dans cette crise du solaire.

News de nos sociétés

Dès cette nouvelle connue, le cours a également doublé. Ce qui a eu pour effet dans notre portefeuille de passer d'une moins value de -25% a une plus value de +55% aujourd'hui.

La contre partie de cette résiliation du contrat, ce sont évidemment les dégâts sur le chiffre d'affaire de la société. Mais nous ne disposons pour le moment d'aucune information pour chiffrer ces dégâts.

Nous notons également que le 18 mai, le fond : Schroder Investment Management Limited a acheté 53.250.423 actions de la société, ce qui représente 12.78% des actions en circulation.

Qiao Xing Universal Ressources (Chine) Ticker : XINGF

Malversations (détournement de fonds) et informations fausses secouent une nouvelle fois une société chinoise qui sur le papier était prometteuse. Nous nous sommes trompé sur cette société qui pèse aujourd'hui 0.06% du portefeuille et accuse une perte de 88% depuis notre achat. On commente difficilement ses échecs, mais on doit impérativement y réfléchir...

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

L'entreprise norvégienne a annoncé l'implantation en Chine, à Shangyu, de son futur centre de recherche sur le Silicon : le STAR center pour Silicon Technologies Applications Research center qui devrait être opérationnel dès le Q4 2012. C'est clairement une stratégie de rapprochement avec le marché chinois et pour éviter tout clivage avec une guerre des prix et des subventions, barrières douanières Chine vs. USA. Ainsi, REC montre sa neutralité sur le marché photovoltaïque au niveau mondial, puisque l'entreprise sera implantée à la fois en Chine et aux USA.

SAM (France) Ticker : SAMP.PA

Un chiffre d'affaires en hausse de 24 % grâce aux acquisitions de 2011 et une trésorerie stable.

Telles sont les informations qui nous ont été communiquées par la direction. La société continue à racheter ses actions propres à doses homéopathiques et elle espère renouer avec de la croissance organique grâce à l'intégration des entreprises acquises.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Le rapport trimestriel de la société clôturé au 31 mars ne nous montre aucun changement notable dans la valeur patrimoniale de la société. Nous notons toutefois un endettement en légère baisse. Le chiffre d'affaire est en hausse de 8%, mais le coût des produits quant' à lui est en hausse de 22%. Nous notons enfin que les frais de vente et d'administration sont en baisse, également de 22%... Résultat des courses, une petite perte de 0.05\$ par action. Pas grand chose nous direz-vous, mais le problème de Taitron, c'est que sur la même période en 2011, la perte était également petite, soit 0.06\$ par action, mais aussi qu'à chaque bilan c'est la même chose... La même petite perte...

News de nos sociétés

Au sujet du rachat d'actions par la direction, cela se poursuit avec 4000 actions achetées sur le mois de mai.....Ce qui monte le total d'actions rachetées par les deux fondateurs – directeurs à 134.000 !

Tandy Brand Accesories (USA) Ticker : TBAC

Nous apprenons que monsieur Chuck Talley a été promu au poste de « Chief Financial Officer and Corporate Vice President ». Son salaire a aussi augmenté pour atteindre 200 000 \$... Ce n'est pas pour jouer les mauvaises langues, mais nous espérons également que l'ami Chuck va tenter de mettre sa promotion au service des actionnaires, qui comme les « Daubasses », sont en perte de 37% depuis novembre 2008 !!!

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Si nous ne disposons pas encore du rapport trimestriel de Trans World, un compte rendu de la direction nous apprend que le premier trimestre a été clôturé avec des profits de 2.8 millions de \$, soit 9 cents par action, à comparer à la même période de 2011 où la société avait subi une perte de 2.5 millions, soit de 8 cents par action. La société dispose de 62 millions de cash dans ses comptes et la direction laisse sous entendre qu'elle ne va pas rester assise sur ses liquidités et pourraient envisager de payer un dividende.

Trans World, qui affiche aujourd'hui un rendement de +340% en euros dans notre portefeuille, a encore 72% à prendre avant d'atteindre sa VANT. C'est l'exemple type d'une activité complètement « has been » sur le papier, ayant été redressée petit à petit par une direction pugnace, que nous nous devons de saluer et d'applaudir.

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

Fabien Pictet semble assoupi ces derniers temps. Serait-il en voyage ? Ou aurait-il ingurgité trop de vodka ???

Toujours est-il que nous n'avons aucune information à nous mettre sous la dent. Hormis le chiffre de la NAV en baisse à 5.31\$.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Sur le T1 2012, l'activité a baissé de 33% à 1,9 M EUR. Le résultat ressort à 70k EUR.

Néanmoins, la qualité du bilan avec ses 97,7 M EUR de fonds propres sans dettes nous conforte sur la capacité de l'entreprise à sortir plus grande de la crise italienne. Nous faisons le dos rond.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

Au 30 avril, l'actif net par action est de 1,335 USD, en hausse de 6,5% par rapport au mois précédent.

Les gérants ont profité de la décote pour racheter 40.000 titres à un prix de revient de 1,08 USD par action. Le genre d'attention que nous apprécions et qui est l'avantage même des fonds fermés cotés car cela crée immédiatement de la création de valeur pour l'actionnaire

Analyses de société

FFP SA.

(Paris, Ticker: FFP.PA / ISIN : FR0000064784)

Eligible au PEA

Introduction

FFP

FFP (Société Foncière, Financière et de Participations) est une société holding créée en 1929. Elle devient le premier actionnaire du constructeur automobile Peugeot en 1966.

Outre cette participation qui constitue un bon tiers de son portefeuille, l'entreprise détient toute une série de participations dans des sociétés cotées et non cotées.

Elle est toujours propriété et dirigée par la famille Peugeot.

Nous classons FFP comme diversification « value » dans une holding décotée mais aussi comme investissement « daubasse » de par la nature de sa principale ligne, Peugeot, complètement massacrée par le marché.

Comme pour les autres holdings que nous vous avons déjà présentées, nous allons tenter de valoriser FFP en fonction des valeurs de marché de ses principales participations calculées le 31 mai.

Ce calcul reste une évaluation approximative notamment en raison d'opérations menées après la clôture au 31/12 et pour laquelle nous ne disposons pas de suffisamment d'informations pour établir avec précision leur impact sur les comptes de FFP.

Néanmoins, nous avons tenté d'en tenir compte.

1. **PSA Peugeot Citroën**: c'est le plat de résistance et le principal poste du portefeuille de FFP. Au cours actuel de 7,98 euros, Peugeot « pèse » 21,39 euros par action FFP. On ne présente plus ce constructeur automobile présent essentiellement en Europe (pour $\frac{3}{4}$ de ses ventes) mais aussi sur le reste de la planète.



Rappelons au passage que Peugeot détient aussi une participation majoritaire dans Faurecia, l'un des plus gros équipementiers automobiles mondiaux.

Nous relevons deux points au sujet de Peugeot : d'abord l'énorme crainte que la société inspire au marché. Pour le calcul de la valeur intrinsèque de FFP, nous avons valorisé le constructeur sur base de son cours de bourse mais celui-ci est largement inférieur à la valeur d'actif net tangible de la société.

Analyses de société

Si nous avons décidé de reprendre Peugeot sur base de cette dernière, cette seule participation vaudrait 57 euros dans les comptes de notre holding.

Néanmoins, notre prudence de sioux nous recommande de ne pas anticiper outre mesure nos rêves et de ne pas les prendre pour des réalités ... tant qu'ils ne sont pas devenus réalité.

Reconnaissons que la situation de Peugeot est difficile : active dans un secteur en crise avec un endettement très lourd à supporter, endettement un peu réduit grâce à la dernière augmentation de capital souscrite entre autre par General Motor et ... FFP.

2. La 2e participation en importance est **Zodiac**, un des plus gros équipementiers aéronautiques au monde détenu à 5,8 % qui présente une croissance assez stable ces dernières années même si elle fut soutenue par quelques acquisitions. Au cours actuel de 78,83 euros, le poids de cette ligne est de 10,34 euros par action FFP.



3. En 2008, FFP a investi dans **DKSH**, une société suisse active dans les services de marketing et logistiques en Asie.



DKSH Lors de la récente introduction en bourse, FFP a cédé une partie de ses actions réalisant au passage une confortable plus-value multipliant par 3 son investissement de départ.

Elle a néanmoins conservé une participation de 6,9 % dans cette société qui nous semble un bon canal pour profiter de la hausse de la consommation en Asie. Au cours actuel de 48,50 CHF, cette ligne pèse environ 6,96 euros par action.

4. Un autre poids lourd mondial dans son secteur, **SEB**, spécialiste de l'électro-ménager, constitue une autre participation de choix grâce à une forte présence sur les marchés émergents (près de la moitié de ses ventes) et une croissance relativement régulière ces dernières années, à peine entachée par la crise de 2008-2009. Au cours actuel de 54,48 euros, SEB représente 5,48 euros par action FFP.



5. **Orpea** est une participation récente pour notre holding et un bon moyen d'investir dans « l'or gris ». Il s'agit effectivement du premier exploitant européen de maisons de repos. Elle est active essentiellement en France avec

Analyses de société

quelques exploitations dans les pays limitrophes. Au cours actuel de 25,27 euros, cet investissement représente 3,83 euros par action.

6. **Lisi** est détenue par FFP grâce à deux biais différents : par une participation directe de 5,1 % mais aussi par une participation de 25,2 % dans la holding qui contrôle Lisi : CID.



Lisi produit des fixations à destination du secteur automobile et aéronautique et a entamé une diversification dans le domaine médical par la production en sous-traitance d'implants orthopédiques et dentaires. Les trois quarts des ventes sont réalisées en Europe.

Au cours actuel de 50,64, nous estimons que Lisi représente environ 4,20 euros par action FFP.

7. Grâce à l'apport d'immeubles qu'elle détenait, FFP est devenue actionnaire de l'**Immobilière Dassault**, une foncière active sur le marché parisien. Au cours actuel de 18,80 euros, elle représente 0,88 euros par action FFP.



8. Au travers d'une participation de 10 % dans le capital de LT, FFP est investie dans **Ipsos**, un spécialiste du marketing, des études de marché et des sondages.



Les ventes sont bien réparties au niveau mondial et la croissance est assez régulière même si elle se fait à coups d'acquisition et paiements de gros goodwill.

Au cours de 25,11 euros, cette petite ligne représente 0,77 euros par action.

9. **Line Data Service** est un groupe informatique dont la plus grande partie de la clientèle est active dans le secteur financier.



Les ventes sont réalisées pour $\frac{3}{4}$ en Europe. Au cours actuel de 13,98 euros, elle pèse 0,72 euros dans la valeur intrinsèque de FFP.

Néanmoins, cette société fait actuellement l'objet d'une offre publique de rachat partielle d'actions à 16 euros et FFP a fait savoir qu'elle comptait y apporter sa participation.



10. **IDI** est détenue à 10,1 %. Il s'agit d'une société de private equity fortement investie en France mais qui tend à se développer dans les pays émergents. Au cours de 21,30 euros, elle représente 0,60 euros par action.

Analyses de société

11. FFP détient quelques participations non cotées que nous avons tenté de valoriser, de manière prudente, à 7,50 euros par action. On y trouve pêle-mêle :

- une participation de 5,1 % dans le capital SANEF qui gère des concessions sur des autoroutes françaises,
- une participation de 23 % dans Onet, un conglomérat actif, entre autres, dans les services de nettoyage pour les entreprises, la logistique aéroportuaire, la télésurveillance, la maintenance et la décontamination nucléaire.
- une participation de 72 % dans Château Guiraud, un domaine viticole

12. Nous relevons aussi que la holding détient toute une série de participation dans des fonds de capital investissement.

Les investissements sont effectués pour 40 % dans des fonds français et pour 45 % dans des fonds de pays émergents.

Au 31/12/2011, ces fonds représentaient une valeur de 4,53 euros par action FFP.

13. FFP détient également un immeuble qui sert de plate-forme logistique au groupe Peugeot et qui représente 0,68 euros par action.

14. Nous évaluons l'endettement actuel de FFP à 10,81 euros.

Compte tenu de ce qui suit et après déduction du dividende de 1,10 euros, **nous établissons la valeur de marché de FFP au 31 mai 2012 à 55,97 euros.**

Lorsque vous analysez le détail des participations de FFP, vous comprenez qu'un investissement dans cette holding n'est pas exactement équivalent à un investissement dans Luxempart ou Investor AB.

Ces deux dernières sociétés détiennent des actions d'entreprises multinationales généralement « de qualité » et bien diversifiées tant sur le plan géographique que sectoriel.

Avec FFP, il faut avoir une conviction particulière sur le marché français mais aussi sur des secteurs aussi cycliques que l'automobile et le transport aérien (ces deux secteurs représentent 55 % de l'actif du groupe, sans compter la division aéroportuaire d'Onet).

Ceci pour vous expliquer pourquoi, comme nous vous l'annonçons en introduction, nous considérons plus notre achat FFP comme un investissement « dau-

Analyses de société

basse » qu'une diversification « value ».

« Ouais ... mais, les amis, vous tentez tout de même un sacré pari sur une « non faillite » de Peugeot non ? »

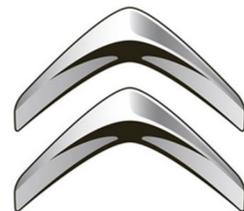
Justement, cher(e) abonné(e), faites le calcul vous-même : la valeur de marché totale de FFP est de 55,97 euros, celle de la participation dans Peugeot de 21,39 euros. $55,97 - 21,39 = 34,58$ euros ... soit un cours sensiblement supérieur à notre cours d'achat de 28 euros (sur lequel nous avons déjà encaissé un dividende brut de 1,10 euro).

Donc, **une marge de sécurité de près de 20 % après amputation de Peugeot...**

Pour nous, FFP ressemble fortement à une situation « pile nous ne perdons rien » (en cas de faillite pure et simple de Peugeot) et « face nous gagnons beaucoup » (au cas où, par exemple, Peugeot se redresserait et verrait, par exemple, son cours rejoindre sa VANT et donc, porter la valeur de marché de FFP à 92 euros).



PEUGEOT



CITROËN

Analyses de société

TechniLine SA.

(Paris, Ticker: ALTEC.PA / ISIN : FR0010212480)

Eligible au PEA

I. Introduction

Depuis notre dernière analyse d'août 2010, le cours a été divisé par 2 (!), pour s'établir à 0,23 EUR. Et pourtant nous n'avons toujours pas acquis de titres... Voici notre analyse mise à jour et les explications de notre « non achat ».



Techniline est un groupe fondé en 1966 et spécialisé en tant qu'importateur et distributeur de produits photo et cinéma.

Ses principaux produits sont :

- Produits Grand Public : photo traditionnelle et photo numérique
- Produits d'équipement Audio-Visuel
- Produits Cinéma Professionnel
- Produits Vidéo professionnelle

Techniline dispose d'un outil logistique propre et d'une force de vente, appuyés par les départements marketing produits par activité ainsi que d'un service presse et communication.

L'entreprise distribue les marques suivantes avec certains contrats exclusifs : SANDISK, ENERGIZER, EPSON, EIKI, VOIGTLANDER, RICOH, PANASONIC, MITSUBISHI, ...

La commercialisation des produits est assurée au travers de magasins spécialisés (FNAC, CAMARA, PHOX, SHOP-PHOTO, FOCI), de revendeurs indépendants, de la grande distribution et par le biais d'Internet et réalise l'intégralité de son activité en France.

Pour 2012, la société veut continuer à se concentrer sur la photo. Nous trouvons le pari osé, car aujourd'hui il est possible pour le particulier de photographier à tout va avec son smartphone par exemple. Certes, il reste le marché professionnel, ou alors du photographe amateur averti, qui lui, il est probable, ira se fournir en véritables appareils photos chez un distributeur spécialisé.

II. La valeur d'actif net net (VANN)

Sur base des résultats arrêtés au 31.12.2011, nous avons un actif net-net par action de 0,86 euros par action. Ce qui nous procure une marge de sécurité de 73% par rapport au cours actuel de 0,23 euros.

Analyses de société

III. La valeur d'actif net estate (VANE)

La société ne détenant ni d'immeubles, ni de terrains, nous ne calculons pas cette valeur.

IV. La valeur en cas de mise en liquidation volontaire (VMLV)



Nous revenons tout d'abord sur l'**actif courant** et son poste principal : les **créances clients**. Elles ont été payées en 2011 à 47 jours contre une moyenne de 62 jours pour les trois derniers exercices. Nous constatons depuis 2009 une amélioration du délai de paiement par ses clients. Elles représentent 0,81 euros par action.

Néanmoins, notre grande prudence nous incite à appliquer sur ces créances, une marge de sécurité de 10% pour nous couvrir d'une défaillance toujours possible dans ce secteur moribond. Nous retenons donc 0,73 euros.

L'autre principal poste de l'actif courant est constitué par les **stocks** de la société, pour 0,55 euros par action. Ils se sont écoulés en moyenne en 40 jours en 2011. Du fait de la rapide obsolescence technologique des produits distribués, nous préférons être prudents et prenons une marge de sécurité de 20%. Ainsi, nous ne reprenons que 0,44 euros de stocks par action.

Le dernier poste de l'actif courant est le **cash** et les **placements de trésorerie** de la société, pour 0,17 euros par action et qui n'appelle, par la force des choses, aucun commentaire.

Dans l'**actif immobilisé**, seuls les deux postes tangibles nous intéressent.

Tout d'abord, les **immobilisations corporelles**. Du fait de la médiocre rentabilité de notre daubasse, nous sommes prudents et considérons qu'ils ont une valeur toute relative et les reprenons pour 5% de la valeur amortie au bilan, soit 0,001 euros par actions.

Ensuite viennent les **immobilisations financières**. En 2009, nous ne savions ce dont il s'agissait après avoir retourné le rapport annuel dans tous les sens. Un petit mail au PDG, Nicolas Martineau, a permis d'éclairer notre lanterne. Dans un échange très courtois, nous apprenions que ce poste correspondait à du cash bloqué en garantie du factor. Nous reprenons donc la valeur telle quelle, soit 0,02 euros par action.

Les actifs intangibles comme les **immobilisations incorporelles** sont estimés comme ne valant rien. A noter que les **écarts d'acquisition** ont disparu du bilan depuis 2009, comme quoi, ce n'est pas anodin de les considérer comme sans

Analyses de société

valeur dans une approche patrimoniale et dans des situations extrêmes telles que le cas d'une daubasse !



Nous n'avons rien trouvé **hors bilan** ni de risque de **dilution**.

L'ensemble des dettes représente -1,04 euros par action.

Compte tenu de ces éléments, nous estimons la valeur de Techniline en cas de Mise En Liquidation Volontaire à 0,32 euros. La marge de sécurité par rapport au cours actuel de 0,46 euros est donc de 28 %.

V. La valeur de la capacité bénéficiaire (VCB)

Depuis 2009, des restructurations, des changements stratégiques... Mais finalement, 2010 et 2011 se seront encore soldés par des pertes. Il nous est donc encore une fois impossible de calculer une VCB pour Techniline.

VI. Conclusions

Par rapport au cours actuel de 0,46 euros, il est donc possible d'acheter Techniline avec une marge de sécurité de :

73 % sur la VANN
28 % sur la VMLV

La structure financière de l'entreprise est toujours correcte avec un ratio de solvabilité de 51% et sans dettes financières. Le potentiel sur la valeur d'actif net tangible (VANT) est de +289%. Nous pensons que seul un retour à la profitabilité pourra booster le cours... sinon, ce sera certainement une longue descente aux enfers.

Pourquoi ne pas en acheter pour le portefeuille alors que nous avons quelques titres dans nos portefeuilles personnels ?

Et bien principalement pour deux excellentes raisons.

1) Tout d'abord, la liquidité du titre. Le titre cote très rarement, les échanges sont quasi inexistants. Et nous ne sommes même pas sûrs de pouvoir en acquérir une ligne de 3,33% !

2) Enfin, une raison moins technique mais plus fondamentale. La publication de l'information financière se fait au compte-goutte et dans des délais beaucoup trop « longs » à notre goût.

Analyses de société

Pour conclure sur cette daubasse à la décote exceptionnelle sur son actif net-net (ratio de 0,27), même si nous ne sommes aujourd'hui pas acheteurs sur la valeur, n'oublions pas que Techniline est une daubasse et que donc, par définition, tout est toujours possible. Le pire... comme une plus-value exceptionnelle.



Analyses de société

Aker ASA.

(Oslo, Ticker: AKER.OL / ISIN : NO0010234552)

Eligible au PEA

Introduction



™ « L'union fait la force ». Cette maxime, c'est la devise de la Belgique ... devise un peu paradoxale d'ailleurs quand on connaît les divisions qui déchirent ce petit pays.

C'est aussi la devise de l'Equipe des Daubasses.

Nous vous avons déjà expliqué l'intérêt d'être quatre dans notre petit groupe : lorsque l'un d'entre nous « s'emballe » un peu trop sur une action, il y aura toujours bien un membre de l'équipe pour le ramener les pieds sur terre.

Mais aujourd'hui, cette devise prend une dimension supplémentaire car l'idée d'investissement que nous allons vous présenter, elle nous a été proposée par l'un de nos abonnés ... au mois d'août 2011 quand son cours se situait 15 % plus bas !

Mais à l'époque, les « vraies » daubasses recommençaient à pulluler et nous n'avions pas encore procédé à une augmentation de capital au sein de notre club afin de dégager des moyens d'actions supplémentaires.

Néanmoins, certains d'entre nous en ont acheté quelques pièces pour leur portefeuille personnel, à titre de diversification. Nous tenons à remercier notre ami Daniel pour la piste qu'il nous a offerte.

Nous vous proposons donc aujourd'hui, après First Farms et sa diversification « agricole », une diversification « énergies fossiles » issue d'un état « vertueux ». La société s'appelle « Aker ASA » et elle est norvégienne.

Il s'agit en réalité d'une holding qui est investie sur quelques sociétés essentiellement actives dans le secteur pétrolier et gazier, et dont la plupart des participations sont cotées.

Il est donc assez facile de calculer sa valeur de marché « réelle » et de la comparer avec sa valeur de marché ... « de marché ».

Aker est une société d'investissement créé en 1841 sous la forme d'un petit atelier de mécanique.

Petit-à-petit, en raison de sa proximité avec l'océan, la société est devenue une société à portefeuille qui détient aujourd'hui des participations importantes dans toute une série de sociétés.

Analyses de société

L'entreprise est contrôlée à 66 % par Kjell Inge Røkke, l'un des hommes les plus riches de Norvège. Il a commencé sa carrière professionnelle en s'engageant comme pêcheur sur des chalutiers en Alaska.

Par après, il a racheté une société de pêche américaine puis est rentré vivre en Norvège où il s'est lancé dans l'achat et la restructuration d'entreprises.

Notons tout de même que notre brave Kjell Inge a été condamné en 2005 à une peine de travaux d'intérêt généraux pour corruption.

Il est toujours président du conseil d'administration mais ne dirige pas le comité de direction.

Il nous est difficile de dire si Aker a créé de la valeur-actionnaire sur une longue période car nous n'avons pas toutes les données en notre possession pour calculer sa valeur de marché dans le passé et la comparer avec la valeur de marché actuelle.

Néanmoins, comme vous le savez, nous préférons de « l'à peu près juste » à du « rien du tout ». C'est pourquoi, nous avons décidé de comparer l'évolution des fonds propres consolidés (c'est-à-dire les fonds propres des sociétés détenues par Aker et non leur valeur de marché) depuis 2003 à ce jour.

Ces fonds propres consolidés ont augmenté de 73 % entre le 31/12/2003 et le 31/12/2011, soit un accroissement de 73 % en 8 ans. Si nous tenons compte des dividendes distribués, le rendement plus ou moins réel serait de 13,5 % par an sur une durée de 8 ans. Correct mais pas exceptionnel non plus quand on sait que la période n'est tout de même pas une des plus défavorable aux activités énergétiques.

Voici le détail des participations de Aker :

1. **Aker Solution** : cette société fabrique et fournit du matériel destiné à l'exploration pétrolière et gazière et à la construction de plates-formes pétrolières.

 C'est une société très rentable même si son endettement est, à nos yeux, un soupçon trop élevé.

Au cours actuel de 77,65 NOK, cette société représente 83,01 NOK par action Aker Asa.

2. **Det Norske Oljeselskap** exerce des activités d'exploration et de forage pétrolier au large de la Norvège.

Certaines d'entre elles sont exercées en joint-venture avec d'autres opérateurs

Analyses de société

et notamment Statoil.



DET NORSKE

Det Norske a d'ailleurs récemment découvert un nouveau champ pétrolier.

A l'heure actuelle, sa production ne lui permet pas encore de couvrir ses frais d'exploration et l'entreprise est déficitaire.

S'il s'agit de la participation qui pourrait receler le plus gros potentiel à long terme, elle risque aussi d'exiger des apports de capitaux complémentaires pour mener à bien ses projets.

Au cours de 75 NOK, elle représente 66,29 NOK par action Aker.

3. **Ocean Yield** est une nouvelle société détenue à 100 % par Aker et dont l'activité consiste à mettre à la disposition de tiers des navires équipés pour l'exploration pétrolière. D'après les informations du dernier rapport financier, elle est évaluée à 35 NOK dans les comptes de Aker.

4. **Aker Biomarine** est, quant à elle, une société biotechnologique qui tente de valoriser le krill (une sorte de petite crevette) pour la production « d'alicaments ».



AkerBioMarine™

La société produit plusieurs marques de produits notamment à haute teneur en omega 3.

Ici aussi, la société ne génère pas encore de bénéfice et des besoins complémentaires en capitaux sont à craindre comme en témoigne l'augmentation de capital en cours.

Au cours actuel de 1,07 NOK, cette participation représente 12,18 NOK par action Aker.

5. **Kvaerner** est spécialisée dans les prestations d'ingénierie pour les opérateurs pétroliers et gaziers.

KVERNER™

La société a une présence mondiale et génère une bonne rentabilité. Au cours actuel de 12,65 NOK, Kvaerner pèse 13,28 NOK par action Aker.

6. **Aker Seafood**, une société de pêche en mer et de commercialisation de poissons. Au cours de 6,50 NOK, elle représente 5,23 NOK par action.

 **AkerSeafoods™**

Analyses de société

7. **Converto Capital Fund** est un fonds détenu à 99 % par Aker et qui détient des participations souvent majoritaire dans, entre autres, une société de construction navale américaine (Aker Philadelphia Shipyard), une société qui met en location des navires à des tiers (American Shipping Company), un fournisseur de pompes et de solutions pour la sécurisation à l'industrie pétrolière et gazière (Align), un fabricant de systèmes de surveillance acoustique ou magnétique des installations sous-marine (Naxys).



Sur base des informations de la direction, la valeur de ce fonds serait de 8,16 NOK par action.

8. Un hedge fund (**AAM Absolute return**) valorisé pour 4,27 NOK par action.

9. Des fonds émis par **la maison de gestion Norron** (dont Aker est actionnaire à 51 %). D'après le dernier rapport annuel, ces fonds représentent 3,56 NOK par action.

10. Au 31/03, Aker détenait également du cash pour 60 NOK par action, des créances vis-à-vis de sociétés détenues dans son portefeuille pour 21 NOK et divers actifs pour 10 NOK.

Les actifs totaux détenus par Aker Asa s'élèvent donc, à leur valeur de marché du 27/05, à 321,98 NOK, desquels nous déduisons des dettes d'une valeur de 49 NOK et le dividende payé entretemps de 11 NOK. Dès lors, nous obtenons **une valeur nette de marché de 261,98 NOK**, à comparer à un cours de 161,50 NOK.

La marge de sécurité s'établit donc à 38,4 %.

Comme nous le disions ci-dessus, nous n'avons pas eu à disposition les données suffisantes pour calculer l'évolution de cette valeur de marché à long terme et donc, pour déterminer si la décote actuelle est historiquement élevée ou non.

A défaut, nous avons comparé le cours de l'action au cours des 7 dernières années et l'avons comparée avec les fonds propres consolidés de la société.

En moyenne, celle-ci s'est échangée à 1,3 fois les fonds propres.

En appliquant ce multiplicateur moyen aux derniers fonds propres connus, le cours « normal » devrait se situer aux alentours de 192 NOK.

Disons-le d'emblée : Aker n'est probablement pas la société au plus haut potentiel que nous vous ayons présenté jusqu'à présent.

Ce n'est pas une daubasse et la sous-évaluation ne nous apparaît comme extraordinaire.

Analyses de société

Une bonne part du rendement futur dépendra aussi vraisemblablement du niveau de rentabilité que pourra atteindre Det Norske (à moins d'une cession à bon prix à un concurrent comme Aker a pu le faire avec sa filiale « Drilling » chèrement vendue à Transocean l'année dernière).

Néanmoins, nonobstant cette réserve, nous pensons que cette société peut s'avérer un investissement de diversification intéressant dans un portefeuille de daubasses et jouer un rôle de protection en cas de reprise de l'envolée des prix du pétrole.

Et si vous souhaitez vous montrer retors, ami(e) lecteur(trice), peut-être irez-vous jusqu'à attendre un hypothétique « krash pétrolier » pour charger votre portefeuille ?



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

Actifs qui ne sont pas destinés à être conservés, qui doivent « tourner » dans l'entreprise. Il s'agit essentiellement des stocks, des liquidités sur les comptes en banque et des créances commerciales.

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

Actifs destinés à être conservés « longtemps », c'est-à-dire plusieurs années. Il s'agit des immeubles, des installations, de brevets, de licences, de goodwill, de participations à long terme dans d'autres sociétés, de créances à plus d'un an...

Approche Bottom up :

Philosophie de sélection de titres sans attacher une grande importance à l'examen d'un secteur industriel ou à l'étude de la conjoncture économique... comme nous quoi...

Capitaux permanents :

Passifs mis à la disposition de l'entreprise pendant plus d'un an comme les fonds propres, des provisions à long terme (par exemple pour obligation de pension pour le personnel) et les dettes exigibles à plus d'un an.

Collatéral :

C'est la garantie offerte à l'actionnaire par les actifs de la société au cas où « les choses tournent mal ».

Délai moyen de paiement des clients :

Des créances payées de plus en plus tard sont, par la force des choses, de plus en plus difficilement réalisables. Pour calculer le délai moyen de paiement des clients, nous divisons le montant des créances commerciales par le chiffre d'affaires et multiplions par 365.

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

Pour nous, l'intérêt de le calculer, c'est qu'il nous permet de vérifier que la société analysée ne consomme pas, en période de basse conjoncture, trop de cash. en dehors de ses investissements de maintien qu'elle peut éventuellement repousser d'un an ou deux en attendant des jours meilleurs. Cet Excé-

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

dent Brut d'Exploitation se calcule en ajoutant au résultat d'exploitation, les charges non décaissées c'est-à-dire n'ayant pas donné lieu à une « sortie d'argent ». Comme son nom l'indique,, on calcule en ajoutant au résultat opérationnel les amortissements et les réductions de valeur sur actif.

Fonds de roulement :

Permet de vérifier que l'entreprise analysée finance bien ses actifs à long terme au moyen de ressources à long terme. Pour le calculer, on soustrait la valeur des actifs immobilisés de la valeur des capitaux permanents. Si le fonds de roulement est négatif, cela signifie que l'entreprise finance ses actifs à long terme au moyen de ressources à court terme, ce qui est un signal d'une société plutôt imprudente quant à sa gestion de financière.

Franchise :

Avantage compétitif durable détenu par une entreprise. Selon nous, difficile à déterminer et encore plus à valoriser.

Goodwill :

Ecart entre le prix payé par une société pour en acquérir une autre et la valeur des fonds propres de la société acquise. En résumé... du vent.

Ratio de solvabilité « maison » :

Il permet de vérifier qu'en cas d'arrêt de ses activités, la société pourra bel et bien faire face à ses engagements par la vente de ses actifs. Nous le calculons ainsi : fonds propres consolidés / (total du passif – liquidités et placement de trésorerie). De manière générale, nous exigeons un minimum de 40 % pour investir dans une société. Un ratio de solvabilité supérieur à 100 indique que le cash détenu par la société est suffisant pour lui permettre de rembourser immédiatement l'ensemble de ses dettes.

Rotation des stocks :

Un stock qui « tourne » de moins en moins vite se vend de moins en moins bien et qu'un stock qui se vend de moins en moins bien perd de sa valeur. Pour calculer la rotation des stocks, nous divisons le montant des stocks de l'exercice par la rubrique « coût des ventes » et multiplions par 365. Nous obtenons ainsi le nombre de jour moyen pendant lequel une marchandise ou une matière première reste dans le stock.

Triple net :

Société cotant sous la valeur de ses liquidités amputées de l'ensemble des dettes

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

Valeur d'Actif Net Net augmentée de la valeur des immeubles valorisés à leur coût d'acquisition amputé d'une marge de sécurité de 20 %

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

Cette valeur s'obtient en soustrayant des actifs courants l'ensemble des dettes de la société.

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

Société décoté d'au moins 30 % par rapport à sa Valeur d'Actif Net Tangible et qui génère, en moyenne, sur les 5 derniers exercices, un rendement sur les capitaux investis d'au moins 7 %

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

Valeur des actifs « que l'on peut toucher », autrement dit les fonds propres part du groupe amputés des actifs intangibles (immobilisations incorporelles et goodwill).

Valeur de Création d'une Entreprise Equivalente (VCEE) :

Somme que devrait déboursier un concurrent pour créer une entreprise équivalente à l'entreprise cible. A notre avis, c'est le prix maximum que l'on pourrait obtenir pour la grosse majorité des entreprises cotées.

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

Valeur actualisée des excédents de trésorerie générés par la société dans le cadre de son exploitation augmenté de ses actifs financiers et diminué de ses dettes financières.

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

Valeur de l'actif amputé de l'ensemble des dettes du bilan et hors bilan dans l'hypothèse d'une liquidation volontaire de la société, c'est-à-dire dans l'hypothèse que les liquidateurs disposent de suffisamment de temps pour réaliser au mieux les actifs de la compagnie en question.



Avertissements!

Cette lettre vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas des conseils en investissement.

Nous nous réservons le droit de prendre des positions à la hausse ou à la baisse sur les positions traitées ici que ce soit directement ou au travers de sociétés que nous gérons. Néanmoins, nous précisons que nous ne « jouons » pas contre nos lecteurs et que la publication des articles de cette lettre n'est en rien guidée par nos décisions d'investissement ou de désinvestissement.

Soyez bien conscients du fait que les performances du passé ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Daubasses.com

© Tout droits réservés