

# INVESTIR INTELLIGEMMENT



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 8</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 10</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 11</a>
Analyse de la société Universal Security Instruments Inc. ....	<a href="#">page 19</a>
Analyse de la société Deswell Industries Inc. ....	<a href="#">page 24</a>
Analyse de la société Asia Pacific Wire & Cable Corp. Ltd.....	<a href="#">page 28</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 33</a>

# Edito



## Les deux vitesses du rêve chinois !

La Chine. Terre promise de l'investisseur. LA zone émergente à ne pas manquer. Et pourtant, le portefeuille de l'équipe des daubasses ne déborde pas de lignes orientale. Ceci s'explique aisément par quelques mésaventures que nous avons rencontrées et surtout par les enseignements que nous en avons tiré... A savoir, des dilution sans limite de l'actionnaire (ex : China Crescent), des informations financières inexistantes ou alors des comptes à la limite de la légalité (ex : New Dragon Asia, T-Bay Holding), qui nous ont fait prendre la décision de ne plus investir, sur ce type de société chinoise, avant une preuve irréfutable et globale de plus de sérieux et des « garanties », donnée par la SEC (gendarme des bourses Américaines) d'une attention accrue sur le sérieux des rapports financiers.

Revenons d'abord sur nos succès et échecs chinois, avant d'aller plus avant. A la page suivante, vous pourrez prendre connaissance de l'ensemble des investissements de provenance chinoise réalisés au sein de notre portefeuille.

# Edito

Société	Date d'achat	Date de vente	Montant déboursé (€)	Montant encaissé (€)	Rendement Total
Telestone Technologies	25/11/2008	24/08/2009	494,32	2 167,77	338,54%
T-Bay Holding	18/05/2009	23/02/2011	2 356,61	282,70	-88%
New Dragon Asia	21/04/2009	24/03/2011	4 262,52	1 596,32	-62,55%
Société	Date d'achat	Date de vente	Montant déboursé (€)	Cours fin mars 2012	Rendement provisoire
Bodisen Biotech	10/11/2009	-	1 398,94	2 232,83	59,61%
Qiao Xing Universal	28/08/2009	-	1 086,17	332,29	-69,41%
China Crescent	19/01/2011	-	3 787,16	878,47	-76,80%

## Pourquoi revenons-nous alors sur des sociétés « chinoises » ?

Vous savez très bien cher lecteur(trice), que les daubasses sont très souvent valorisées par le marché, en gros, par secteur, par pays, par catégorie : small caps, sans le moindre discernement, sur les qualités de la société, ou sur sa solidité patrimoniale. Le marché voit le problème, et il y en a effectivement un. Mais ce problème n'a pas la même gravité pour toutes les sociétés. Le dernier exemple en date est le secteur de l'énergie solaire, où toutes les sociétés sont devenues bon marché et cotent largement sous leur valeur d'actif net tangible. Il est bien entendu que certaines sociétés ne s'en sortiront pas, car trop endettées ou avec une direction ne sachant pas réagir comme il se devrait. Mais dans ce « tas », il existe des aubaines des grands jours qui seront capable d'émerger.

Si nous ne voulons pas transiger sur le fait de ne plus investir sur les sociétés chinoises continentales sous régime communiste cotées sur les marchés US, cela ne nous a pas empêché de poursuivre nos recherches à la marge et d'essayer de nous focaliser sur les singularités, car nous ne désirions pas tomber dans le biais de valorisation sans discernement des marchés. Car c'est l'ensemble de l'aventure Daubasse qui n'aurait plus de sens si nous tombions dans ce travers.

C'est donc pour cette raison que nous nous sommes intéressés dans un premier temps à la spécificité de Hong Kong, Taiwan et Macao, territoire chinois, société chinoise, management chinois, mais avec une tout autre histoire que la Chine continentale. Une histoire capitaliste semblable en tout point à l'Occident, une histoire où respect de la personne va également avec respect de la propriété

# Edito

privée, des investissements, des actionnaires...

Voici le concept trouvé par les dirigeants chinois pour que ces zones capitaliste ne changent pas et surtout perdurent:

## Un pays, deux systèmes.

« Un pays, deux systèmes » est une formule qui a été énoncée par Deng Xiaoping en 1997, à propos de la rétrocession de Hong Kong (qui était alors sous souveraineté britannique) à la Chine. Elle signifie que Hong Kong peut faire partie de la Chine sans qu'on y applique les mêmes règles politiques et économiques. Après le retour de Hong Kong à la Chine, ce slogan a aussi été utilisé pour d'autres territoires, notamment en 1999 pour Macao, voire pour Taïwan.

*Notre politique consiste à appliquer le principe dit « un État, deux systèmes » ; pour parler plus précisément, cela signifie qu'au sein de la République populaire de Chine, le milliard et demi de Chinois habitant la partie continentale vit sous un régime socialiste, tandis que Hong Kong, Macao et Taïwan sont régis par un système capitaliste. Ces dernières années, la Chine s'est attachée à redresser les erreurs « de gauche » et a élaboré, dans tous les domaines, une politique qui tient compte des conditions réelles. Cinq ans et demi d'efforts ont porté des fruits. C'est précisément dans cette conjoncture que nous avons avancé la formule « un État, deux systèmes » pour régler le problème de Hong Kong, Macao et de Taïwan.*

— Deng Xiaoping

### Sur Hong-Kong :

*Colonie britannique à partir du traité de Nankin (1842), rétrocédée à la Chine en 1997, Hong Kong demeure fondamentalement différente du reste de la République populaire de Chine. Une loi fondamentale particulière détermine son régime politique. Elle obéit au principe « un pays, deux systèmes », qui permet à Hong Kong de conserver son système légal, sa monnaie, son système politique, ses équipes sportives internationales et ses lois sur l'immigration. Selon les termes de la déclaration sino-britannique commune, la Chine a promis que Hong Kong garderait une relative autonomie jusqu'à au moins 2047, soit 50 ans après le transfert de la souveraineté.*

### Sur Macao :

*Depuis le 20 décembre 1999, le nom officiel de Macao est « Région administrative spéciale de Macao de la République populaire de Chine » (RASM). Après la création de la RASM, Macao est régi selon les principes du gouvernement central de la République populaire de Chine, soit « un pays, deux systèmes », ainsi que de « l'administration de Macao par le peuple de Macao » avec un « haut degré d'autonomie », profitant ainsi d'un régime spécial, similaire à celui de Hong Kong. Par conséquent le gouvernement local gère tout, sauf les relations extérieures et la défense. La RPC a garanti le maintien de son système économique-financier et de ses spécificités pour au moins 50 ans, c'est-à-dire au moins*

# Edito

*jusqu'en 2049.*

C'est donc a partir de cette réalité, que notre réflexion a aboutit au fait que si le marché mettait toutes les sociétés chinoises sous une « chape de suspicion », sans aucun doute justifiée globalement, les sociétés chinoise de Hong Kong, Taiwan ou Macao, ne pouvaient être mises sur le même pied d'égalité.

Même si nous essayons toujours de gommer au maximum nos « biais » et dans ce cas bien évidemment nos biais négatifs, nous avons mis les pieds dans cette nouvelle aventure « Chinoise », avec prudence et circonspection. Les trois sociétés sur lesquelles nous avons investis possèdent toutes des points précis, qui nous ont rassuré. Et nous avons également préféré initier des demis positions, pour commencer, avec bien entendu l'idée de renforcer, sur de nouveaux éléments tangibles, rassurant.

Voici quelques détails sur ces trois sociétés avant une analyse en bonne et due forme.

Pour la première, **Universal Security Instruments**, nous achetons en fait une entreprise américaine qui détient une participation dans une co-entreprise de Hong-Kong. Ici, c'est un double effet positif. D'une part, nous savons que l'entreprise diffuse de l'information récurrente et auditée car l'entreprise est cotée sur le marché américain réglementé NYSE. D'autre part, Hong-Kong, bien que certes chinoise, a une particularité économique qui en fait une des places les plus sûres en terme de liberté économique et de respect du droit de propriété.

Seconde cible : **Deswell Industries**. Belle petite boîte, cette fois dans le district de Macao. Là aussi, nous sommes en terres chinoises, mais dans une zone économique spécifique dont la liberté d'entreprise est largement reconnue. Outre le fait que ce titre est coté au Nasdaq, nous avons identifié d'autres atouts sur cette valeur comme les anciens managers qui siègent au conseil d'administration et qui veillent sur le business. Et ils ont raison, car ils détiennent plus de 10% du capital. Enfin, le dernier point positif réside dans le fait que l'entreprise verse un dividende à ses actionnaires depuis des années. Ça ne semble rien comme ça, mais pour nous, c'est la preuve que l'entreprise génère de véritables cash-flows (!).

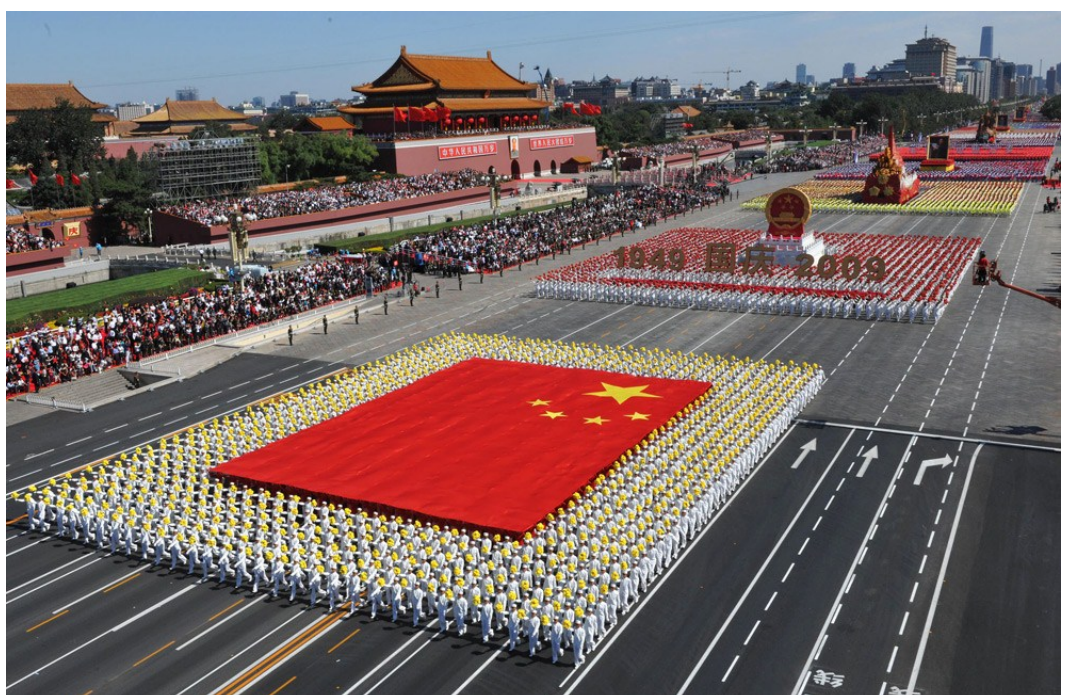
Dernière trouvaille de nos chasses à la daubasse : **Asia Pacific Wire & Cable**. Entreprise également cotée sur le Nasdaq, dont le siège social est à Tapeï, Taïwan. C'est encore la Chine, nous direz-vous ? Et bien historiquement oui, mais politiquement et économiquement, cette île est l'un des pays les plus libéraux du monde et nous sommes relativement sereins sur le respect des droits de l'actionnaire. Nous avons aussi une petite cerise sur le gâteau, puisqu'un investisseur américain célèbre est également au capital. Ce qui n'est pas un gage absolu de transparence totale ni de gains futurs. Néanmoins, c'est un point qui nous a rassurés.

# Edito

Nous n'en dirons pas plus et nous vous laissons découvrir les 3 analyses que nous vous présentons dans cette lettre.

Bonne lecture.

L'Equipe des Daubasses



# Portefeuille

## Portefeuille au 30 mars 2012

Portefeuille au 30 mars 2012													
		%	Ticker	Société		Prix de Revient		30 mars 2012		RendTotal			
						Unitaire	Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro
Société Net-Net						74.245,77	Euro	36,48%					
1	USD	0,47%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,85	1.275,00	958,54	99,40%	
2	USD	0,16%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,74	434,98	327,01	-31,19%	
3	USD	1,82%	CRV	Coast Distribution System	2,09	4.287,89	3.292,33	2050	2,40	4.920,00	3.698,83	12,35%	
4	GBP	0,76%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	141,00	1.290,15	1.548,41	164,41%	
5	USD	0,70%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,01	1.883,65	1.416,12	-11,27%	
6	USD	4,07%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	12,18	11.010,72	8.277,80	69,10%	
7	USD	0,90%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,25	2.437,31	1.832,35	46,91%	
8	USD	1,06%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,12	2.862,00	2.151,64	193,11%	
9	USD	0,16%	XING	Qiao Xing Universal Ressourc	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,68	442,00	332,29	-69,41%	
10	USD	1,58%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.790,35	1098	3,90	4.282,20	3.219,33	15,79%	
11	Euro	1,65%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,71	3.355,80	3.355,80	12,63%	
12	USD	1,13%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,83	3.046,10	2.290,04	4,18%	
13	USD	3,49%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	4,11	9.453,00	7.106,71	14,98%	
14	USD	2,09%	IFON	Infosonics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,82	5.669,48	4.262,28	18,72%	
15	GBP	1,80%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	17,25	3.044,63	3.654,10	-7,29%	
16	USD	1,38%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	2,90	3.741,00	2.812,46	3,00%	
17	Euro	1,91%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,21	3.892,15	3.892,15	-8,71%	
18	USD	0,43%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	1.168,50	878,47	-76,80%	
19	GBP	0,66%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	4,50	1.125,00	1.350,20	-44,20%	
20	GBP	2,37%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	4,65	4.022,25	4.827,42	-18,67%	
21	USD	2,36%	BAMM	Book-A-Million	2,82	5.639,47	4.119,41	2000	3,20	6.400,00	4.811,49	16,80%	
22	Euro	2,73%	LNC.PA	Les Nouveaux Constructeurs	5,18	4.012,99	4.012,99	775	7,18	5.564,50	5.564,50	38,66%	
23	USD	1,44%	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,17	3.560,63	2.725,32	1125	3,46	3.892,50	2.926,36	7,38%	
24	USD	1,35%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,44	3.659,85	2.751,46	4,28%	
Société Net-Estate						70.354,92	Euro	34,56%					
25	USD	3,99%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	5,60	10.808,00	8.125,40	124,68%	
26	USD	1,10%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,33	2.970,00	2.232,83	59,61%	
27	USD	1,24%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,22	3.355,00	2.522,27	36,71%	
28	Euro	2,12%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	80,09	5.126,35	5.126,35	64	67,50	4.320,00	4.320,00	-15,73%	
29	Euro	2,59%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	62,00	5.270,00	5.270,00	222,11%	
30	Euro	2,10%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	45,01	4.275,95	4.275,95	104,64%	
31	USD	0,64%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,20	1.733,60	1.303,31	-29,44%	
32	Euro	2,14%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,93	4.351,50	4.351,50	42,90%	
33	USD	2,19%	HTCH	Hutchinson Technology	2,21	5.961,83	4.379,30	2700	2,20	5.940,00	4.465,66	1,97%	
34	USD	1,57%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	2,70	4.252,66	3.197,12	-15,71%	
35	USD	1,04%	DUCK	Duckwall-Alco Store	11,23	3.527,58	2.472,89	314	8,94	2.807,16	2.110,41	-14,66%	
36	Euro	2,34%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	5,01	4.759,50	4.759,50	22,48%	
37	GBP	2,16%	PHOL	Peels Hotel	38,59	3.444,18	3.927,77	8925	41,00	3.659,25	4.391,76	11,81%	
38	USD	2,73%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,39	7.387,15	5.553,62	14,85%	
39	Euro	1,34%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,17	2.396,16	2.396,16	14000	0,19	2.728,60	2.728,60	13,87%	
40	Euro	2,55%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	1,00	5.200,00	5.200,00	0,12%	
41	Euro	2,73%	PVL.PA	Plastivale	19,39	5.819,08	5.819,08	300	18,49	5.547,00	5.547,00	-4,68%	
Société VANTre						12.395,43	Euro	6,09%					
42	CAD	0,96%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,70	2.607,50	1.957,14	-16,87%	
43	CAD	1,16%	BFS.V	BFS Entertainment&Multiméd	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,13	3.133,00	2.351,57	-37,19%	
44	Euro	1,74%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	153,95	3.540,85	3.540,85	3,40%	
45	NOK	0,90%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	3,46	13.943,80	1.835,94	-3,84%	
46	USD	1,33%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	5,38	3.604,60	2.709,92	-0,08%	
Fond Décoté						7.940,45	Euro	3,90%					
46	USD	1,38%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,30	3.737,50	2.809,83	-20,13%	
47	GBP	0,58%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	63,25	976,43	1.171,88	19,73%	
48	GBP	0,48%	ACAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	33,00	808,50	970,34	-6,68%	
49	USD	1,47%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	1,06	3.975,00	2.988,38	44,11%	
Diversification						16.479,38	Euro	8,10%					
50	Euro	1,56%	Luxepart		24,75	3.465,29	3.465,29	140	22,70	3.178,00	3.178,00	-8,29%	
51	CAD	1,64%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	2,68	4.435,40	3.329,13	3,16%	
52	CAD	0,92%	DPM.TO	Dundee Precious Metal	7,96	2.188,59	1.568,32	275	9,10	2.502,50	1.878,33	19,77%	
53	SEK	2,59%	INVE.A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	143,40	46.605,00	5.280,90	16,16%	
54	DKK	1,38%	FFARMS.O	First Frams	46,56	21.184,86	2.849,38	455	46,00	20.930,00	2.813,02	-1,28%	
Emission d'Option						0,00	Euro	0,00%					
					Limite			Nbr					
0	0	0,00%	0	0	0,00	0,00	0,00	0	0,00	0,00	0,00	#DIV/0!	
Liquidité						22.131,95	Euro	10,87%					
		3,50%		Compte Courant		Euro					7.132,36		
						USD					0,00	0,00	
						GBP					0,00	0,00	
						CAD					0,00	0,00	
				0 janvier 1900	Compte Epargne	Euro					0,00	14.999,59	
		93%		Total		3,33%	Egal	6.778	Euro			203.547,89	

# Portefeuille

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

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 30 mars 2012 - Ratios et Notations

Notation	Potentiel	Risque	Globale		V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	ROIC
									Potentiel	Stop				
									Cours					
					Net-Net		Solvabilité	Achat			Net-Estate		VANTre	
2	0	2		Sport Haley Inc	2,4037	0,35	87,68%	24/11/08	189%	2,4606				
2	2	4		Tandy Brand Accesories	2,9389	0,59	49,95%	24/11/08	125%	3,9129	3,3268	0,5230		
3	3	6		Coast Distribution System	5,4976	0,44	61,48%	25/11/08	176%	6,6213				
0	2	2		Barrat Development PLC	157,74	0,89	60,89%	26/11/08	36%	191,67	0,0000			
2	1	3		Taltron	2,3477	0,43	94,82%	26/11/08	234%	3,3731	3,2751	0,3084		
1	3	4		AV Homes	16,0244	0,76	89,27%	26/11/08	61%	19,6412	19,4420	0,6265		
2	2	4		Chromcraft Revington	2,3584	0,53	74,91%	04/06/09	284%	3,5742	4,7993	0,2604		
3	1	4		Trans World Entertainment	3,8699	0,55	57,26%	08/06/09	122%	4,7006				
2	0	2		Qiao Xing Universal Ressource	3,6876	0,18	100,41%	28/07/09	840%	6,3897	3,8094	0,1785		
2	2	4		Meade Instrument	8,4216	0,46	76,12%	29/07/09	120%	8,5810				
3	2	5		Adler Real Estate			75,55%	07/08/09	141%	1,7219				
0	0	0		Winland Electronics	0,3741	2,22	104,22%	05/11/09	26%	1,0468	0,0000	0,0000		
3	3	6		SigmaTron International	6,3369	0,65	54,22%	13/11/09	212%	12,8313	8,8610	0,4638		
0	1	1		Infosonics	0,9883	0,83	128,38%	06/05/10	63%	1,3386				
3	2	5		Leeds Group PLC	31,7600	0,54	73,79%	27/08/10	143%	42,00	37,19	0,4638		
3	0	3		Entorian Technologies	7,3326	0,40	112,77%	11/10/10	180%	8,1311	7,7642	0,3735		
3	2	5		Vianini Industria	2,1042	0,57	197,08%	19/10/10	169%	3,2358	2,6457	0,4555		
2	0	2		China Crescent	0,0053	0,06	80,23%	19/01/11	2300%	0,0072				
3	0	3		MBL Group	4,5200	1,00	61,41%	05/07/11	584%	30,7700				
3	2	5		PV Crystalow Solar	14,8395	0,31	85,67%	05/11/11	1068%	54,3336				
3	1	4		Book-A-Million	3,2886	0,97	42,80%	11/11/11	124%	7,1613				
3	2	5		Les Nouveaux Constructeurs	9,9818	0,72	41,59%	14/11/11	81%	13,0241				
3	1	4		Asian Pacific Wire & Cable	6,9786	0,50	48,76%	15/03/12	201%	10,4182				
3	1	4		Deswell Industries Inc	3,6771	0,66	122,66%	15/03/12	171%	6,6017				
2	3	5		Avalon			98,78%	02/09/09	88%	10,50	8,6252	0,6493		
2	0	2		Bodisen Biotech			93,30%	10/11/09	345%	1,4692	0,6718	0,4912		
3	0	3		Blonder Tongue Laboratories			88,54%	16/11/09	178%	3,3965	2,0188	0,6043		
3	3	6		Exacompta - Clairefontaine			68,02%	30/11/09	342%	298,61	199,83	0,3378		
2	3	5		Gevelot			75,00%	09/12/09	109%	129,82	60,37	1,0270		
0	2	2		SAM			89,09%	11/01/10	26%	56,67	55,19	0,8155		
3	2	5		Scott Liquid Gold			56,06%	14/04/10	439%	0,7524	1,0777	0,1856		
3	1	4		Iree			45,11%	31/05/10	186%	5,5299	3,5368	0,5468		
3	1	4		Hutchinson Technology			61,46%	31/08/10	289%	8,5651	6,5388	0,3365		
3	3	6		Natuzzi			72,99%	19/01/11	190%	7,8374	6,6167	0,4081		
3	1	4		Duckwall-Alco Store			41,05%	27/07/11	202%	27,034	19,2274	0,4650		
3	1	4		Crown van Gelder			59,89%	12/10/11	173%	13,659	6,4944	0,7714		
3	3	6		Peels Hotel			54,86%	12/10/11	282%	156,790	72,2700	0,5673		
1	2	3		ADDvantage Technologies			94,09%	23/11/11	40%	3,349	3,2489	0,7346		
3	1	4		Ceramiche Ricchetti			43,48%	09/01/12	911%	1,925	1,9696	0,0990		
3	3	6		Panaria Group			64,84%	12/01/12	197%	2,971	1,4852	0,6733		
3	2	5		Plastivale			46,36%	27/02/12	220%	59,131	34,3697	0,5380		
3	0	3		Jemtec			577,10%	25/01/11	109%	1,4620		1,4278	0,4903	76%
3	0	3		BFS Entertainment&Multimédia			66,58%	25/01/11	268%	0,4786		0,2716	6%	
0	3	3		Malteries Franco-Belge			83,47%	14/04/11	54%	236,35		236,35	0,8514	27%
2	0	2		Renewable Energy Corp ASA			53,30%	30/11/11	234%	11,56		11,56	0,2993	8%
3	1	4		Universal Security Instruments			114,26%	23/11/11	100%	10,77		10,77	0,4996	11%
3	0	3		Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	140%	5,5200				
2	0	2		Eastern European Property				28/04/11	71%	118,43				
3	0	3		Elephant Capital PLC				28/06/11	91%	63,00				
1	0	1		Vietnam Holding				04/11/11	13%	1,20				
1	3	4		Luxempart				28/06/11	67%	37,82				
3	1	4		Oceana Gold Corp				14/10/11	212%	8,35				
3	2	5		Dundee Precious Metal				14/10/11	140%	21,81				
1	3	4		Investor AB				29/12/11	52%	217,69				
2	2	4		First Frams				25/01/12	45%	66,86				



## News de nos sociétés



### **A V Home (USA) Ticker : AVHI**

Notre « ex-Avatar Holding » nous a gratifiés de résultats un peu décevants pour le dernier trimestre. Nous espérions que le nettoyage de bilan du 3Q allait permettre à l'entreprise de renouer avec les résultats mais il semble que ce ne soit pas encore le cas. La direction confirme sa prévision de nouvelles pertes d'exploitation en 2012 et la possibilité que de nouvelles réductions de valeur soient effectuées. Apparemment, même si l'immobilier américain est redevenu bon marché, comme nous l'avions déjà signalé, les nombreuses ventes forcées continuent de maintenir les prix sous pression. En attendant, la VANT continue de s'éroder à 19,68 usd par action.

### **Avalon (USA) Ticker : AWX**

Que du bonheur sur cette société ! Dans notre lettre de janvier, nous vous annonçons la possibilité d'exploiter du pétrole présent dans le sous-sol d'un de ses terrains. Non seulement cette nouvelle semble se confirmer, mais en plus, l'entreprise spécialisée dans le traitement des déchets et l'exploitation de clubs de golf nous a offert un résultat comptable 2011 d'excellente facture nous offrant un bénéfice net. Avec une VANT de 10,50 usd et la « cerise » pétrolière, elle recèle selon nous encore un potentiel intéressant malgré la hausse du cours.

### **Barrat Development (UK) Ticker : BDEV.L**

Après d'excellents résultats semestriels (cfr lettre de mars), Barratt nous gratifie d'autres très bonnes nouvelles : lors d'une enquête de satisfaction menée par la Fédération des constructeurs britanniques d'habitations, la société a obtenu une cote de 5 étoiles, soit la plus haute distinction accordée et ce, pour la troisième année consécutive. Il y a un an, lors de l'obtention de cette distinction pour la 2e fois, nous vous disions déjà qu'il s'agissait d'un exploit sans précédent. Alors que dire de cette troisième « quintuple étoile » ? Nous apprenons aussi, de manière plus macro-économique, que le gouvernement britannique lance un programme qui assouplira les conditions d'octroi de prêts pour l'acquisition de nouvelles constructions : du tout bon pour Barratt évidemment, mais ça ne vous rappelle rien ? ...

# News de nos sociétés

## **Books-A-Million (USA) Ticker : BAMB**

Nous vous parlions le mois passé de cette vidéo vue sur le site de « Mootley Fool », (des investisseurs dans la valeurs), qui voyaient le business de Books-A-Million dépassé et affirmaient sans détour que la valeur irait à 0 \$. Nous n'étions pas de cet avis évidemment et nous nous réjouissions que des confrères de l'investissement dans la valeur aidaient les amateurs de Daubasse à ramasser à bon prix !

Malheureusement, aucun bilan annuel n'est encore disponible au moment où nous rédigeons ces news. Mais ce que l'on a observé, c'est que le 1 mars 2012, le cours était à 2.76 \$ et qu'il termine le mois de mars à 3.10 \$, soit un +12%, et que depuis le début de l'année la société s'est appréciée de 28%<sup>1</sup>. Il se peut que la valeur aille à zéro. Nous ne le pensons pas, mais nous l'envisageons toujours comme vous le savez, cher lecteur. Mais force est de constater que la société n'est pour l'instant pas sur le chemin qui mène à zéro...

Dans ce petit match improvisé « Mootley Fool » vs « les Daubasses », le score provisoire est 0 – 1.

## **Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI**

3,7 M EUR, mais après les amortissements, les frais financiers et les impôts, le groupe affiche une perte de 5,5 M EUR. Une perte tout de même divisée par 3 par rapport à l'exercice 2010. Pour ce qui est du bilan, le ratio de solvabilité ressort à 44,8%, la VANT par action est de 1,871 EUR, soit un potentiel de +859% par rapport au cours de clôture du 30 mars 2012 à 0,195 EUR. Le ratio net-estate atteint le niveau record pour une entreprise occidentale dans notre portefeuille à 0,0855. Nous attendrons le rapport annuel en anglais pour plus de détails sur les perspectives 2012.

## **Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC**

Dans notre lettre de décembre, nous écrivions : *Chromcraft continue à s'enfoncer dans la médiocrité et à détruire de la « valeur actionnaire » de manière systématique. Une nouvelle perte trimestrielle qui semble laisser la direction imperturbable. Quand donc un acteur du secteur décidera-t-il de racheter la société et de virer cette bande d'incapables?*

La direction de la société ferait-elle partie de nos abonnés et aurait-elle été touchée par notre « coup de gueule » ? En tout cas, il semblerait qu'elle sorte de sa léthargie car, après le gros contrat passé avec Premier Healthcare Alliance que nous évoquions dans notre lettre de janvier, voilà que la société a annoncé avoir acquis un fabricant de mobiliers de bureau : Executive Office Concept, qui existe depuis 40 ans. La direction pense pouvoir compléter sa gamme de produits grâce à cette acquisition, voici un deuxième signe que la direction n'est peut-être pas tout-à-fait amorphe. Laissons encore le bénéfice du doute à ces endormis...

## **Duckwall-Alco Store (USA) Ticker : DUCK**

La seule information du mois, sur « Duck », c'est que la direction est reconduite dans ses fonctions. Espérons que cela les encouragera à redresser la situation.

# News de nos sociétés

## **Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L**

Le membre du conseil d'administration Pramath Raj Sinha a démissionné. Espérons que ce soit pour le meilleur...

## **Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK**

Lors de la publication de ses résultats annuels 2011, la société a annoncé que ses clients gouvernementaux réduisaient fortement leurs commandes, mais que le secteur privé monte en puissance. Par ailleurs, le bon niveau de trésorerie (près de 17 M USD) permet à la société de regarder le marché pour augmenter sa croissance.

Sur l'exercice 2011, l'activité est en baisse de 16% à 66,3 M USD et la perte multipliée par x5 à 7,9 M USD (inclus 2 M USD de pertes non récurrentes liées à une dépréciation sur les stocks).

Bien évidemment, la VANT est impactée par ces pertes et ressort à 6,41 USD. Néanmoins, la solvabilité reste excellente à 132,9% et un ratio net-net de 0,50. N'oublions pas non plus que l'entreprise a consacré plus de 5 M USD en R&D et que sa capitalisation boursière équivaut à moins que ses dépenses 2010 et 2011 en R&D...

## **Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA**

L'entreprise vosgienne a publié son résultat annuel : une activité en hausse de 1,5% à 545,4 M EUR et un bénéfice en hausse de 5,0% à 3,3 M EUR. Le dividende reste inchangé à 1 EUR par action. Le management se prépare à une année 2012 difficile avec une baisse de l'activité et une hausse de la pâte à papier. L'entreprise annonce continuer ses efforts de productivité.

Nous attendons la publication du rapport annuel pour analyser le bilan au 31/12/2011.

## **FirstFarms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO**

La société a publié son rapport annuel et les nouvelles nous semblent bonnes. La Valeur d'Actif Net Tangible s'est appréciée d'un peu plus de 3% à 68.10 DKK. Le chiffre d'affaire est en progression de 52% et la société enregistre des profits de 1.91 DKK par action au lieu d'une perte de 1.97 DKK en 2010. Nous notons que les coûts ont diminué de 17% par rapport à 2010.

- En Slovaquie: La production de lait de la société a augmenté de 17% en 2011 et les prix sont restés stables. La direction prévoit une augmentation de 19% pour 2012.

- En Roumanie: La société a cultivé 4100 hectares en 2011 et prévoit d'augmenter à 4250 hectares ces terrains cultivés pour 2012.

Le prix des céréales est resté relativement stable sur l'année 2011

First Farms a également vendu 176 hectares de terrain et en a acheté 67 hectares, dans le but de réduire le parcellement de ces terrains, lui permettant ainsi de réduire les coûts de production.

La direction envisage une année 2012 comparable à l'année écoulée.

# News de nos sociétés

## **Infsonics (USA) Ticker : IFON**

Le 16 mars, nous découvrons le rapport annuel de la société clôturé au 31 décembre. La Valeur d'Actif Net Tangible est en léger recul de 2% à 1.3386\$. La Valeur d'Actif Net Net est en légère amélioration due à une réduction des redressements sur les créances clients et les stocks de la société: elle s'élève à 0.9883\$. Les chiffres de l'année 2009 pèsent toujours puisque le chiffre d'affaires et le coût des produits était 7 fois supérieur à ce qu'ils sont en 2011, ce qui fausse à notre sens ces redressements, car ils ne correspondent plus à la situation actuelle de la société. Sans ces redressements, la valeur d'Actif Net Net serait de 1.3118\$. Cela dit, nous nous tenons à la stricte application de nos critères.

Au niveau du chiffre d'affaires, les ventes ont été divisées par 2 par rapport à 2010, mais comme le coût des produits l'a été également, nous observons un profit brut égal à celui de 2010. Malgré une réduction des coûts de 13%, la société enregistre une perte de 0.18\$ par action, inférieur de 28% à la perte 2010 qui était de 0.25\$ par action.

Malgré cette véritable descente aux enfers, nous notons enfin que la société dispose encore de 0.81\$ de cash par action, soit son cours actuel, puisque la société cote à 0.80\$.

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

Notre belle suédoise a publié son rapport financier pour 2011. En fonction de celui-ci et des cours de bourse de ses participations cotées au 27/03, nous établissons la VL d'une action à 217,69 SEK.

## **Irce (Italie) Ticker : IRC.MI**

En 2011, les ventes ont augmenté de 11,1% à 431,4 M EUR. Le bénéfice est en baisse de 4,4% à 10,3 M EUR. Le management s'attend à un exercice 2012 en léger retrait en terme d'activité comme en terme de résultats. Le versement du dividende est maintenu à 0,06 EUR par action. IRCE est une daubasse avec un PER < 5, un ratio net-estate de 0,57 et un potentiel par rapport à sa VANT de +184%.

## **Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V**

Sur les 6 premiers mois de l'exercice 2011-2012 clos au 31 janvier 2012, la société a encore généré des pertes, de l'ordre de 0,04 CAD. Au cours actuel, l'action cote à 50% de ses fonds propres avec plus de 1 CAD de cash par titre (pour rappel, le dernier cours coté est 0,70 CAD).

## **Les Nouveaux Constructeurs (France) Ticker : LNC.PA**

Contrairement à ce que l'évolution du cours pourrait le laisser supposer, nous trouvons les résultats publiés par notre promoteur plutôt bons et même ... très bons. Jugez-en plutôt :

- Un maintien de la solvabilité au dessus des 40 %
- Une hausse de la VANT à 13,02 euros

# News de nos sociétés

- Un résultat d'exploitation en forte hausse, un résultat par action de 1,04 euros et un dividende de 0,50 euros (ce qui amène le PER à moins de 7 et le rendement brut du dividende au delà des 7 %)

## MAIS SURTOUT

- Une bonne visibilité sur l'année prochaine avec un carnet de commandes record, en hausse de 51 % et représentant 17 mois d'activité.

Le recentrage sur son marché domestique se poursuit avec la cession des activités (marginales) en Indonésie et le désengagement progressif et continu d'Espagne. Nous comprenons que la situation de « bulle » dans laquelle se trouve l'immobilier français depuis des années peut susciter un climat de méfiance sur le cours mais la marge de sécurité actuelle sur la VANT anticipe une perte de valeur du stock immobilier de plus de 30 % ... peut-être insuffisante en cas de gros crash immobilier mais bien supérieure à ce qu'on obtiendrait en achetant des immeubles en direct au prix du marché ...

## **Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEM**

Notre holding, en principe « dormant et peu actif » vient de réaliser une nouvelle opération, assez marginale il est vrai. Elle a investi 0,04 euros par action dans la société non cotée française IPS qui met du matériel médical à disposition de patients qui doivent être traités à domicile, notamment en rééducation ou en assistance respiratoire. Un bon deal sur le thème « vieillissement de la population » nous semble-t-il ... En attendant, sur base des cours de bourse du 27/03, nous établissons la VL de Luxempart à 37,82 euros par action.

## **MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L**

Rien à annoncer au sujet de cette société à l'agonie si ce n'est que le « trading update » promis par la direction pour la fin janvier n'est toujours pas disponible. Nous avons horreur des gens qui ne respectent pas leurs délais.

## **Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI**

Sur l'exercice 2011, le groupe industriel italien a une activité en croissance de +2,2% à 291,4 M EUR. L'entreprise surfe en effet sur la niche céramique de luxe. Nous sommes également agréablement surpris de l'EBIT qui, bien qu'en baisse par rapport à 2010 (-23,5%), ressort largement positif à 5,0 M EUR. Le résultat est de 1,5 M EUR. La VANT par action atteint 2,96 EUR, soit un potentiel de +196%. La solvabilité se dégrade à 43,6%.

Enfin, le management se veut confiant pour 2012 mais ne fait pas de prévisions dans un contexte économique international morose.

## **Paradise Inc (USA) Ticker: PARF.OB**

Notre confiseur préféré nous a présenté le 26 mars, un bilan annuel irréfutable. Avec une valeur d'Actif Tangible Net de 33.13\$, une Valeur Net Net de 24.60 \$ et une Valeur Net Estate de 35.18\$. Le chiffre d'affaire est en augmentation de 3.76% et les profits nets de 2.37\$ par action, soit une augmentation de 76% par rapport à 2010.

# News de nos sociétés

## **Plastiques du Val de Loire (France) Ticker : PVL.PA**

Ce « plasticien » annonce un chiffre d'affaires en hausse de 83 % pour le 1er trimestre de l'exercice (clôturé le 31/12/11). La hausse est impressionnante mais à relativiser : abstraction faite de l'acquisition de Bourbon, il aurait été en retrait de 10 % par rapport à l'année précédente.

## **PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L**

Nous ne disposons pas sur PV Crystalox d'un rapport annuel, mais d'une communication préliminaire des résultats. Nous étions très curieux de découvrir comment allait se comporter la société que nous considérons comme notre « meilleure trouvaille 2011 », dans le chaos actuel du secteur de l'énergie solaire, avec par exemple le prix des galettes de silicium en chute de 70% en 2011. Et bien, nous pouvons vous annoncer une relative bonne surprise. La valeur d'Actif Net Tangible de la société s'élève à 47 GBP contre 54 GBP, soit en recul de 15%. Le chiffre d'affaire est en recul de 19%, mais la société dans une année noire parvient à sortir un EBIT positif de 4 millions d'euros avant élément exceptionnel. Ce qui confirme selon nous la qualité de la direction qui a réagi au quart de tour face à la crise.

Nous ne pouvons pas présager de l'avenir, mais dès une petite reprise du secteur, nous pouvons facilement anticiper que PV Crystalox Solar saura en profiter avec preuves chiffrées à l'appui.

## **SAM (France) Ticker : SAMP.PA**

La direction a publié une « information sur le résultat annuel » dans laquelle nous trouvons des éléments mi-figue mi-raisin : un chiffre d'affaires en croissance de 14 % (mais de seulement 5 % si on fait abstraction de la croissance externe) et, comme nous l'avions laissé entendre dans notre lettre mensuelle précédente, une perte comptable pour clôturer l'exercice. La direction explique cette perte par des efforts d'augmentation des effectifs commerciaux et de R&D en vue d'assurer la croissance future. En l'absence d'un rapport financier détaillé, il est difficile de tirer des conclusions définitives mais nous regrettons, une fois de plus, la dilapidation du trésor de guerre de Sam, d'abord par des acquisitions et à présent sur des dépenses de personnel. Tout ceci créera peut-être de la valeur à long terme mais nous nous demandons si la direction ne cherche pas tout simplement des prétextes pour éviter de rétribuer le cash de la société aux actionnaires.

## **SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA**

La société a publié le 14 mars son rapport trimestriel clôturé au 31 janvier. Nous pouvons observer une stabilité de sa valeur d'actif net tangible qui ressort à 12.8313\$. Dans un même temps, sa valeur d'actif net net s'apprécie grâce à une réduction de son endettement de 12%, ce qui améliore également sa solvabilité, qui passe de 48% à 54%.

Sur les 9 premiers mois de l'année, ses ventes sont en augmentation de 3.20% par rapport à la même période de 2011. Toutefois, une augmentation du coût des produits de 6% vient grignoter les profits nets pour les fixer à 0.13\$ par action, alors qu'un an plutôt sur la même période il était de 0.44\$.

# News de nos sociétés

Cette augmentation des coûts est imputée, selon la direction, au coût croissant de la sous-traitance en Chine. De ce fait, la production au Mexique devient aussi, voire plus intéressante au niveau des coûts. Surtout pour l'Amérique du Nord. La direction, nous explique enfin dans ce soucis de réduction des coûts qu'elle va abandonner la sous-traitance en Chine et créer une nouvelle usine d'assemblage en Chine ce qui lui permettra principalement d'être plus compétitive sur le marché Chinois.

## **Taitron (USA) Ticker : TAIT**

Taitron a publié son rapport annuel le 26 mars et nous sommes déçus, car il n'y a rien de nouveau sous le soleil de Taitron, alors que nous attendions quelque chose après le rachat d'action, souvenez-vous, des deux fondateurs de la société que nous vous avons relaté dans ces news depuis novembre 2011. Ce rapport nous apprend une nouvelle fois que la valeur patrimoniale de la société s'effrite légèrement. La VANT s'établit à 3.3455\$. La valeur netnet est à 2.3173\$ et la valeur net estate à 3.2390\$. Le chiffre d'affaires, comme à son habitude, est en léger recul de 3%. Mais les pertes ont pratiquement augmenté de 68% par rapport à 2010. Ce qui est énervant c'est que les coûts d'administration de vente et autres sont en augmentation de 6%. Nous sommes à deux doigts de la crise de nerfs sur cette satanée daubasse (!!!), dont le cours est toujours inférieur de 15% à la valeur d'acquisition de son patrimoine immobilier. Ce qui représente un beau collatéral en attendant que la direction sorte de son hibernation chronique.

## **Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI**

Les comptes 2011 sont sans grandes surprises. Le bénéfice ressort à 0,7 M EUR. La décote sur le patrimoine reste importante : ratio net-estate de 0,58 et potentiel sur la VANT de +167%. Nous attendons le rapport annuel en anglais pour avoir plus de précisions sur les perspectives de 2012.

## **Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L**

Au 29 février, l'actif net par action est de 1,196 USD. Depuis notre achat, c'est la première fois qu'il est en hausse.

## **Winland Electronics (USA) Ticker : WEX**

Le 29 mars, le rapport annuel de la société était disponible et n'ayons pas peur des mots: les points négatifs sont nombreux. Tout d'abord, la société a vendu l'ensemble de son immobilier à la société Nortech. Comme ses bâtiments avaient été acquis voici plusieurs années, la Valeur Net-Estate était plus élevée que la VANT. La direction avance qu'une partie de l'usine n'était pas utilisée. Mais nous soupçonnons un autre problème. Comme vous nous l'expliquions dans les news précédentes, les pertes récurrentes de la société et un capital propre, sous les standards exigés par l'AMEX, avaient fait l'objet d'une menace de délisting. Sans la vente de ces usines, la société présentait une nouvelle perte de 0.22\$ par actions. Avec cette vente, elle présente un profit de 0.02\$, au lieu d'une perte de 0.41\$ un an plus tôt.

## News de nos sociétés

Nous pensons donc que cette direction s'est donnée un dernier « bol d'air », mais qui ne durera pas très longtemps.

Avec ce changement majeur de la valeur patrimoniale de la société, nous ne disposons plus du moindre collatéral et la Valeur d'Actif Net Tangible de 1.0468 \$ n'offre qu'un potentiel de 35% à notre prix d'achat de 0.84\$ frais compris. C'est donc avec ces nouvelles que nous avons pris la décision de vendre la société, où nous enregistrons une léger gain d'environ 3%, en euro.



# Analyses de société

## Universal Security Instruments Inc.

(AMEX, Ticker: UUU / ISIN : US9138213023)

### I. Introduction



La Chine n'en finit plus de nous étonner. Avec cette nouvelle daubasse, nous poussons le vice encore plus loin. Nous avons trouvé un peu de saveur orientale dans une

entreprise US bien chez l'Oncle Sam. Vous en saurez un peu plus si vous lisez toute l'analyse...

Et cette fois, nous pensons ne pas nous faire enfumer... et pour cause, puisque Universal Security Instruments conçoit et vend... des alarmes de détection de la fumée ! Et cela depuis maintenant plus de 40 ans. L'entreprise est active dans plus de 30 pays et son siège social se situe à Owing Mills, à proximité de Baltimore dans le Maryland. Elle distribue ses alarmes sous deux marques : USI Electric et UNIVERSAL.

Cette entreprise, c'est un peu le rêve américain. Car elle permet de faire du pognon tout en sauvant des vies ! Et oui. Sur une page du site web de la boîte (nous vous conseillons d'y jeter un coup d'œil ici : <http://universalsecurity.com/about.htm>), il est indiqué « *nous sauvons des vies !* » et il y a un petit baratin avec une photo d'une belle (!) famille texane (?) dont le père semble avoir écrit à l'entreprise pour expliquer que le système mis en place dans sa maison a sauvé la vie de toute sa famille, animaux de compagnie y compris. Versons donc une petite larme et voyons maintenant comment nous pouvons nous faire un peu de dollars.

Cette analyse est effectuée sur la base d'un cours de 5,31 USD et avec les comptes du 3e trimestre 2011-2012, arrêtés au 31/12/2011. L'entreprise clôture son exercice la 31 mars.

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

L'actif courant de 5,21 USD par action duquel nous déduisons l'ensemble du passif qui représente 0,59 USD par action. La VANN de la société est donc à 4,62 USD par action. Nous n'avons donc aucune marge de sécurité au cours actuel.

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

L'entreprise ne détient aucun immeuble, nous ne pouvons donc pas calculer de VANE.

# Analyses de société

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

Tout d'abord, regardons ce qu'il a dans l'**actif courant**. Pour commencer, attaquons-nous au plus gros poste : le **stock**. Nous ne savons pas si des alarmes à fumée peuvent devenir obsolètes. Peut-être une couleur qui peut être plus ou moins à la mode, ou bien un type de « bip »... Nous n'en savons strictement rien. Quoiqu'il en soit, la rotation du stock est lente, puisqu'il a fallu en moyenne 108 jours pour faire tourner le stock sur les trois dernières années et 190 jours pour le dernier exercice. C'est loin d'être excellent. Notre légendaire conservatisme nous incite à prendre de grandes précautions et à appliquer une marge de sécurité de 20%. Nous arrivons ainsi à une valeur de 1,67 USD par action.



Le deuxième poste est le **cash** pour 2,00 USD par action. Nous reprenons ce montant tel quel.

Nous avons ensuite des **créances clients** et des **créances du factor** (organisme financier qui récupère vos créances et vous paie cash; c'est un moyen de ne pas être obligé de faire de la relance client pour les petites boîtes et/ou pour des créances parfois douteuses). Par prudence, nous allons prendre une marge de sécurité de

10% sur ce montant, et nous retenons donc une valeur de 0,84 USD par action.

Enfin, l'entreprise a **payé des fournisseurs en avance** pour une valeur de 0,20 USD par action et nous reprenons ce montant tel quel.

Nous passons à présent aux **actifs fixes** et c'est là que les choses sérieuses commencent et que nous allons enfin savoir ce que cette entreprise a de chinois dans le ventre. En fait, le principal actif attrayant de notre daubasse réside dans une **participation** : une filiale créée en 1989 avec un partenaire local, codétenue à 50% (joint-venture ou JV). Cette filiale produit en Chine des alarmes et les vend en Europe et en Asie (principalement en Australie). Universal Security Instruments a importé de sa JV 86% de ses achats sur l'exercice 2011 et représente 29% des ventes de sa filiale chinoise de Hong Kong, qui vend également à Home Depot (un gros distributeur US). Cette coentreprise a été créée en 1989. Elle a généré sur les 5 derniers exercices en moyenne 23,0 M USD de bénéfice, soit 11,5 M USD qui sont revenus à Universal Security Instruments. Elle a rapporté à notre daubasse américaine en moyenne 2,3 M USD de profits par an. Si nous actualisons ces 2,3 M USD de profits à 12% (notre rendement annuel attendu), nous obtenons une valorisation de 19,2 M USD.

Or, cette JV est valorisée dans les comptes de Universal Security Instruments à la quote-part des capitaux propres détenus (50%), soit 13,3 M USD. De ce que nous avons pu lire dans le dernier rapport annuel, la coentreprise a une excellente solvabilité, car ses fonds propres représentent 88% de son bilan. Elle est

# Analyses de société

donc très peu endettée. Nous estimons donc que la valeur comptable de 13,3 M USD est relativement conservatrice au regard de la capacité bénéficiaire de l'entreprise de Hong Kong et nous retenons donc cette valeur. Ce qui représente 5,60 USD par action.

L'autre gros actif est composé de **créances d'impôts** pour 0,91 USD. Par prudence, nous ne reprenons pas ce montant dans notre calcul de la VMLV.

Nous reprenons, fidèles à nos habitudes, les **installations et outils de production** pour 5 % de leur valeur d'acquisition, soit 0,02 USD (données du rapport annuel du 31/03/2011).

Enfin, il y a des **actifs incorporels** et **autres actifs** pour 0,05 USD que nous ignorons.

En hors-bilan, nous notons des **engagements de paiement pour des locations** sur 2012, 2013 et 2014 pour un montant total de 492 768 USD, soit -0,21 USD par action.

Le **total du passif, hors fonds propres**, représente 0,59 USD par action.

Nous n'avons pas trouvé de **source de dilution** conséquente.

Nous obtenons donc une VMLV de :

+ stocks : +1,67
+ cash : +2,00
+ créances clients : +0,84
+ paiements en avance : +0,20
+ JV Hong Kong : +5,60
+ appareil de production : +0,05
- engagements : -0,21
- ensemble des dettes : -0,59

---

VMLV = 9,56 USD

Au cours actuel de 5,31 USD, nous avons donc une marge de sécurité de 44% sur la VMLV.



## V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices comptables, la société a généré un résultat d'exploitation (c'est-à-dire hors sa quote-part de bénéfice dans sa participation chinoise) moyen de 0,47 USD par action. Après déduction de 35 % à titre forfaitaire d'impôt sur le résultat et actualisation au taux de 12 %, nous obtenons une valorisation des bénéfices générés par l'activité seule de Universal Security

# Analyses de société

Intruments (hors JV) de 2,55 USD. A ce montant, nous ajoutons les liquidités détenues par la compagnie (pour rappel : 2 USD par action) ainsi que la valeur aux comptes de la joint-venture et obtenons une Valeur de la Capacité Bénéficiaire de 10,15 USD, ce qui nous procure une marge de sécurité de 48 % à un cours de 5,31 USD.

## **VI. La Valeur d'Actif Net Tangible (VANTRe)**

Le retour sur capitaux investis (ROCI) ressort à 11,16% en moyenne sur les 5 dernières années. C'est un niveau qualificatif (car supérieur à nos 7% minimums exigés) et nous permet donc de calculer une valeur de VANTRe de 9,40 USD par action.

Ce qui nous procure une marge de sécurité de 43% au cours actuel.

## **VII. Conclusions**

Au cours actuel de 5,31 USD, nous pouvons acquérir Universal Security Instruments avec une marge de sécurité de:

- 44 % sur sa VLMV
- 58 % sur sa VCB
- 43% sur sa VANTRe



Vous l'aurez compris, l'intérêt principal de cette entreprise repose dans sa participation dans la pépite chinoise de Hong Kong. L'ensemble dégage d'importants bénéfices. Le marché ne semble pas avoir déniché cette perle orientale cachée dans les comptes de Universal Security Instruments.

Nous pouvons ajouter plusieurs points positifs qui sont autant de cerises potentielles sur le gâteau :

- ⇒ Sur les 5 dernières années, l'entreprise a dépensé plus de 2,4 M USD en recherche et développement, pour une capitalisation boursière de 12,6 M USD, soit un montant qui représente 19% de la valeur de marché d'Universal Security Instruments. Ces dépenses sont croissantes d'années en années. Ce « know-how » est une cerise supplémentaire, et gage d'un certain niveau technique et qualitatif des produits vendus.
- ⇒ La solvabilité de Universal Security Instruments est excellente. Elle ressort à 114%.
- ⇒ Le management a par le passé racheté plus de 10% des titres sur le marché pour les annuler. Une pratique que nous jugeons excellente pour

# Analyses de société

créer de la valeur. Actuellement, il y a un programme de rachats de 100 000 actions en cours.

- ⇒ Avec Universal Security Instruments, nous ne nous attendons pas à multiplier notre investissement par x10. Nous pensons simplement que le risque de se faire enfumer est limité avec une perspective de gain importante, du fait de l'historique de création de valeur et de l'approche actionnaire du management. Nous pensons que c'est tout à fait le genre de société avec sa participation chinoise peu valorisée que notre maître à penser, Benjamin Graham, aurait pu acheter.



# Analyses de société

## Deswell Industries Inc.

(Nasdaq, Ticker: DSWL / ISIN : VG2506391011)

### I. Introduction



Deswell Industrie a été fondée en 1987. Son siège social est à Macao mais son siège administratif est situé à Hong Kong.

Eh oui, ami(e) lecteur(trice), encore une chinoiserie ... mais à nouveau, pas une « coco - chinoiserie » : si les anciennes possessions britanniques et portugaises d'Hong Kong et de Macao sont bel et bien retournées à « l'Empire du milieu », elles bénéficient toujours d'une grande autonomie tant pour leurs politiques économiques que monétaires et fiscales.

Elles ont, en réalité, le statut de « Région Administrative Spéciale » et ce statut leur est garanti jusqu'en 2047. C'est ainsi qu'Hong Kong est considéré comme l'état dans le monde où règne la plus grande liberté économique par la fondation Heritage, et Macao est classée 19e.

Nous n'avons donc, à priori, pas de craintes excessives quant au respect des droits des actionnaires dans ces deux états.

Deswell fabrique des moules pour l'injection de plastique ainsi que des pièces métalliques pour des clients actifs dans l'électronique et notamment les OEM. Ces produits sont utilisés dans la fabrication de calculatrices, d'agendas électroniques, de téléphones, de cartouches de toner, de lecteurs cd-rom ou encore de photocopieurs. Enfin, via sa filiale Kwanasia, l'entreprise fabrique des distributeurs automatiques.

Un seul client représente plus de 10 % des ventes : il s'agit d'un certain Vtech Telecommunication, une société immatriculée aux Bermudes et cotée à Hong Kong, et qui pesait 14 % des ventes en 2011.

Le chiffre d'affaires est réalisé essentiellement vers les USA et la Chine (pour 41 % chacun). Le solde se répartissant entre le Royaume-Unis, Hong Kong et le reste de l'Europe.

Nous travaillons sur base des comptes du 3e trimestre 2012, arrêtés au 31/12/2011.

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

Deswell Industrie détient un actif courant de 4,58 usd par action, duquel nous déduisons les dettes qui représentent 0,90 usd par action. La VANN de la société

# Analyses de société

té s'établit donc à 3,68 usd par action.

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

L'entreprise détient des immeubles qui ont été acquis pour 2,09 usd pas action. Après déduction de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajout à la VANN, nous obtenons une Valeur d'Actif Net Estate de 5,35 usd.

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



Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal qui est constitué, oh heureuse surprise, de **cash et de placements de trésorerie**. Ce poste s'élève à 2,55 usd par action et n'appelle guère de commentaire, si ce n'est que ce montant correspond plus ou moins au cours actuel de l'action.

Nous passons à présent aux **créances commerciales**. Elles sont généralement payées à 76 jours. Ce délai de paiement est en légère aug-

mentation par rapport à la moyenne des trois exercices précédents. Nous n'avons pas d'information sur le montant des provisions pour créances douteuses actées à la clôture de ce trimestre mais, au 31/03, elles correspondaient à 3,5 % du montant brut. Nous nous méfions aussi du poids du principal client (Vtech) dans les créances : 25 % alors qu'il n'achète que 14 % des produits. Malgré tout, après consultation de son dernier rapport financier, cette société nous paraît solide. Néanmoins, compte tenu de tout cela, par prudence, nous prenons une marge de sécurité de 25 % sur ce poste et amputons sa valeur aux livres de 0,23 usd.

Les articles en **stocks** « tournent » à un moyenne de 99 jours. C'est correct pour une société qui possède tout de même un cycle de production long mais en légère dégradation également par rapport aux exercices précédents. Les matières premières représentent environ la moitié du stock, les produits en cours de fabrication et les produits finis représentant l'autre moitié. Vu la spécificité de ces articles, nous prenons une marge de sécurité de 35 % sur ce poste, ce qui correspond à 0,35 usd.

Nous passons à présent aux **actifs fixes** dont les **immeubles** que nous avons abordés dans le calcul de la VANE. En réalité, une bonne partie de ceux-ci sont situés en « Chine-Coco ». En effet, les usines de production sont toutes localisées dans l'Empire du Milieu avec la particularité que vous connaissez à présent, cher(e) lecteur(trice) : les bâtiments construits sont bien propriété de l'entreprise mais le terrain reste propriété de l'état qui le met à disposition sous forme de l'équivalent d'un bail emphytéotique. C'est la raison pour laquelle

# Analyses de société

nous allons, comme nous le faisons chaque fois, prendre une marge de sécurité supplémentaire de 50 % sur les immeubles chinois, marge qui représente donc 0,73 usd par action.



Nous reprenons, fidèles à nos habitudes, les **installations et outils de production** pour 5 % de leur valeur d'acquisition, soit 0,23 usd.

Nous n'avons pas trouvé de **source de dilution** conséquente ni d'engagement **hors bilan**.

Compte tenu de ce qui précède, nous estimons qu'en cas de Mise en Liquidation Volontaire, les actionnaires de Deswell devraient recevoir 4,27 usd par action.

## V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Une daubasse qui génère des profits ! En voilà une nouvelle qu'elle est bonne ...

Au cours des 5 derniers exercices comptables, la société a généré un résultat d'exploitation moyen de 0,20 usd par action. Après déduction de 35 % à titre forfaitaire d'impôt sur le résultat et actualisation au taux de 12 %, nous obtenons une valorisation des bénéfices générés par Deswell de 1,10 usd. A ce montant, nous ajoutons les liquidités détenues par la compagnie (pour rappel, 2,55 usd par action) et obtenons une Valeur de la Capacité Bénéficiaire de 3,65 usd.

## VI. Conclusions

Au cours actuel de 2,33 usd, nous pouvons acquérir Deswell Industrie avec une marge de sécurité de :

- 37 % sur sa VANN
- 56 % sur sa VANE
- 45 % sur sa VLMV
- 36 % sur sa VCB

Cette société nous semble, par rapport à Asia Pacific & Wire Corporation, que nous vous avons présentée précédemment dans cette lettre, un peu moins bien positionnée pour profiter de la croissance de la zone pacifique (plus de la moitié de ses ventes sont réalisées dans des pays développés).

Au contraire, une augmentation du niveau de vie et donc des salaires en Chine pourrait peut-être bien lui être défavorable. L'évolution de ses activités au cours de ces dernières années n'est pas non plus des plus rassurantes : baisse du chiffre d'affaires de près de 40 % en 5 ans, division par 2 du taux de marge

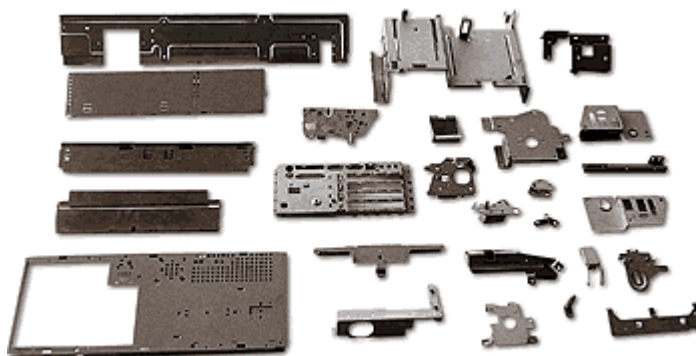
# Analyses de société

brute, ...

Néanmoins, nous avons tout de même le sentiment que l'investisseur qui achète Deswell procède bel et bien à un investissement « value » dans toutes les règles de l'art et cela, avec des dirigeants qui nous semblent respecter les actionnaires. Vous voulez des preuves, ami(e) lecteur(trice) ?

En voici :

- ⇒ Le cabinet chargé d'auditer les comptes est BDO, le n°5 de l'audit dans le monde. Pas une garantie de fiabilité des comptes à 100 % mais une certaine caution de sérieux tout de même.
- ⇒ La société paie un dividende depuis des années. Même s'il a été fortement diminué ces dernières années, c'est suffisamment rare pour une daubasse que pour être souligné.
- ⇒ La direction vient de décider d'utiliser une partie de sa trésorerie plantureuse pour effectuer des rachats d'actions propres. Racheter ses actions en payant moins que la moitié de la valeur d'actif net tangible ... En voilà une manière simple et intelligente de créer de la valeur pour les actionnaires !
- ⇒ Le plus gros actionnaire a été le CEO de la société de 1987 à 2007 et depuis, il est encore président du conseil d'administration et détient 10 % du capital. Le 2e actionnaire a été le CFO de la société de 1995 à 2006 et est toujours membre du conseil d'administration, il détient 9 % du capital. Le 3e actionnaire est ... la célèbre maison de gestion Fidelity. Ce sont les 3 seuls actionnaires connus de la société et, le moins qu'on puisse dire, c'est que ce ne sont pas des mercenaires qui sont arrivés pour réussir un « coup rapide » : ils ont bâti la société et continuent de surveiller de près ce que l'actuel CEO (en place depuis 2007, déjà 5 ans donc) fait avec leur « assurance-pension ».



# Analyses de société

## Asia Pacific Wire & Cable Corp. Ltd.

(Nasdaq, Ticker: APWC / ISIN : BMG0535E1066)

### I. Introduction



Asia Pacific Wire and Cable Corp est une société dont le siège social est situé dans le merveilleux paradis des Bermudes. Elle est active dans la fabrication de câbles pour les télécommunications, qu'ils soient en cuivre ou en fibre optique.

Ses activités opérationnelles sont situées à Taïwan et elle commercialise essentiellement en Asie du Sud-Est (Singapour, Thaïlande, Australie et Chine). Une partie de son chiffre d'affaires est généré par des articles qu'elle a fabriqués elle-même (90 % de ses ventes) mais elle commercialise aussi des productions de sa maison-mère taïwanaise (PEWC).

*Quoi ? Encore une chinoiserie ! Vous n'êtes pas encore échaudés par ces belles orientales qui exhibent des charmes affriolants pour séduire les investisseurs mais qui, après leur « avoir passé la bague au doigt » se révèlent être des épouses acariâtres offrant si peu de joie à leurs soupirants ?*

Sans préjuger de quoi que ce soit, ami(e) lecteur(trice), nous notons tout de même que cette société-ci n'est pas « chinoise de Chine » mais bien « chinoise de Taïwan ».

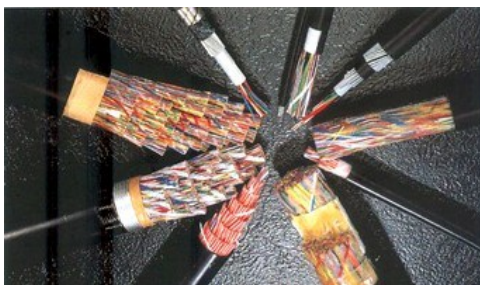
D'après ce que nous en savons, Taïwan n'a pas grand-chose à voir avec la Chine en ce qui concerne le libéralisme : c'est le 18e pays du classement de Heritage de la liberté économique, largement devant la Belgique (38e), la France (67e) et ... la Chine (138e). Elle n'a pas une bonne cote sur le plan lutte contre la corruption" et « souplesse du marché du travail » mais une très bonne sur le plan « respect de la propriété privée », « liberté d'entreprendre » et « liberté commerciale » et une cote correcte sur le plan de la « liberté d'investir ».

Évidemment, ces éléments ne nous donnent pas une certitude sur la fiabilité des comptes proposés par la société ni sur l'intégrité de ses dirigeants : même au Canada, pays très libéral s'il en est, nous sommes parfois tombés sur des trucs « foireux ». Néanmoins, nous pensons que l'univers d'investissement dans cette « Chine capitaliste » n'est en rien comparable à celui de la « Chine communiste ».

Deux autres éléments tendent à nous faire penser que nous ne sommes peut-être pas tombés sur une vulgaire « coco-chinoiserie » : le fait que la société soit cotée sur le Nasdaq (quoi que, notre « funeste » New Dragon Asia était elle aussi cotée sur ce marché lorsque nous l'avions acquise) mais surtout le cabinet

# Analyses de société

d'audit qui atteste les comptes : il s'agit d'Ernst and Young. Même si les grands cabinets internationaux se sont déjà « vautrés » de manière mémorable, on peut supposer qu'ils n'attesteraient pas des comptes par complaisance.



Mais revenons à notre société. Au cours du 3e trimestre, la chute des cours du cuivre a entraîné une baisse de la valeur du stock de l'entreprise et les réductions de valeur qui s'en sont suivies ont finalement entraîné une perte d'exploitation sur ce trimestre. Les inondations en Thaïlande ont également entraîné un ralentissement

des activités.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 30/09/2011.

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

Nous relevons un actif courant de 24,56 usd par action, duquel nous déduisons les dettes de 12,48 usd par action et les intérêts des actionnaires minoritaires dans les filiales de APWC pour 5,10 usd. La VANN s'établit donc à 6,98 usd.

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

Asia Pacific Wire And Cable détient des immeubles acquis pour 4,23 usd par action. Après application de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajout de la VANN, nous obtenons une VANE de 10,36 usd.

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal : les **créances commerciales**. Celles-ci sont payées en moyenne à 86 jours, en légère amélioration par rapport à la moyenne des trois dernières années qui est de 99 jours. Ce délai ne nous semble pas indécent mais pas nécessairement bon non plus. Nous remarquons que la direction a acté des provisions pour créances douteuses équivalentes à 3,7 % de leur montant brut, ce qui est un signe relatif de prudence. Néanmoins, vu l'importance de ce poste, le délai de paiement assez long et aussi une sécurité juridique que nous soupçonnons moindre avec les co-contractants de APWC, nous prenons une marge de sécurité supplémentaire de 25 % et déduisons donc 2,27 usd.

Le 2e poste en importance de l'actif courant, ce sont les **stocks**. Ils se décomposent grosso modo en deux parties plus ou moins égales : les produits finis et les marchandises à commercialiser d'une part, et les matières premières et fournitures d'autre part. Leur rotation est de 72 jours (à comparer avec une rotation moyenne de 75 jours ces trois dernières années), ce qui nous semble correct

# Analyses de société

pour une société de transformation. Néanmoins, pour tenir compte de la spécificité des produits finis et des cours erratiques du cuivre (qui compose une bonne partie du stock), nous prenons une marge de sécurité de 30 % et amputons la valeur aux livres des inventaires de la somme de 2,08 usd.

Les **liquidités** détenues par l'entreprise représentent 5,50 usd par action et n'appellent aucun commentaire.

Par contre, nous déduisons bel et bien les **impôts différés** de l'actif courant qui représentent 0,23 usd.



Au niveau de l'**actif fixe**, la principale « richesse » est évidemment constituée par les **immeubles** de la société. Traditionnellement, nous conservons la valeur « automatique » obtenue lors du calcul de la VANE. Dans ce cas précis, cependant, nous nous devons d'être un peu plus prudents. En effet, une partie des usines de production est localisée en Chine (la « vraie », pas la « capitaliste »). Or, comme nous l'avons abordé dans d'autres analyses, les terrains sur lesquelles ces usines sont construites restent toujours propriété de l'état et ne sont mis à disposition de la société que par l'intermédiaire de baux emphytéotiques. La société est donc un peu moins « propriétaire » de ses installations que dans un pays totalement libre et capitaliste. Même si APWC détient des unités de production dans d'autres pays comme l'Australie par exemple, nous pensons que nous devons exiger, dans l'optique d'une mise en liquidation volontaire, une plus grande décote sur ce poste. Dans nos autres analyses « chinoises », nous prenions une marge de sécurité complémentaire de 50 % après la première déduction traditionnelle de 20 %. Dans le cas présent, étant donné qu'une partie seulement des terrains ne sont pas détenus en propre par la compagnie, nous décidons de ne déduire qu'un supplément de 25 %, soit 0,85 usd par action.

Les **autres équipements de production** ont été acquis pour 9,88 usd par action. Nous les reprenons symboliquement pour 5 % de ce coût d'acquisition, soit 0,49 usd.

Nous tenons compte également de **participations dans d'autres sociétés** pour 50 % de leur valeur aux livres, soit 0,12 usd par action.

**Hors bilan**, nous relevons des engagements de loyers à payer que nous prenons en compte pour la ½ de leur valeur, soit 0,22 usd par action.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons la valeur d'APWC en cas de mise en liquidation volontaire à 5,32 usd.

# Analyses de société

## **V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)**

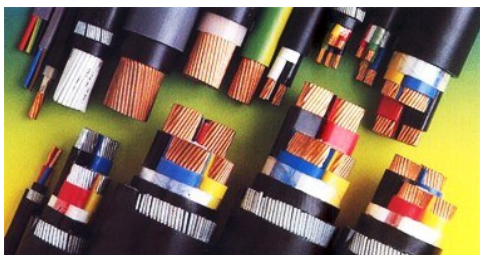
Asia Pacific Wire and Cable Corp génère des bénéfices, certes pas de manière régulière en raison de la forte cyclicité de ses activités mais, au cours des 5 dernières années, le bénéfice d'exploitation s'est élevé, en moyenne et après déduction de 35 % à titre forfaitaire d'impôt sur le résultat, à 0,76 usd par action.

Nous actualisons ce montant à notre taux exigé de 12 %, ajoutons les liquidités de l'actif, déduisons les dettes financières et les intérêts des minoritaires, et obtenons une VCB malheureusement négative de 0,73 usd par action.

## **VI. Conclusions**

Au cours actuel de 3,20 usd, nous pouvons acquérir Asia Pacific Wire and Cable Corp avec une marge de sécurité de :

- 54 % sur sa VANN
- 69 % sur sa VANE
- 40 % sur sa VMLV



Avec cette société, nous pensons que l'investisseur a clairement la possibilité d'investir sur une des zones géographiques probablement appelées à connaître parmi les croissances économiques les plus fortes tout en profitant de ses besoins toujours plus importants en infrastructure et cela, en disposant d'un actif bien tangible comme collatéral à cet investissement.

C'est cela notre « cerise sur le gâteau » mais nous n'en voyons pas d'autres : en effet, malgré sa présence sur un segment plutôt technologique, l'entreprise n'investit pas en frais de recherche et développement : elle bénéficie tout simplement du savoir-faire de sa maison-mère pour laquelle elle « sous-traite » la production. A notre avis, cela lui enlève une bonne partie d'éventuelles « richesses cachées ».

Néanmoins, « chat échaudé craint l'eau froide » et, après nos déboires chinois de 2010-2011, nous avons décidé de redoubler de prudence par rapport à cette société qui, nous vous le rappelons, n'est pas une « Chinoise de Chine » mais une « Chinoise de Taïwan ».

Ainsi nous nous sommes posés plusieurs questions et avons tenté d'y répondre en utilisant au maximum notre esprit logique et notre bon sens paysan.

1. *Quel est le lien avec la maison mère ? Quel est son intérêt de détenir une filiale cotée ? Remonte-t-elle du cash avec des avances de trésorerie (comme Vianini Industria) ?*

# Analyses de société

Apparemment, nous serions ici dans une situation inverse à celle de Viani : c'est la maison-mère qui avance de l'argent à des filiales de APWC. L'intérêt de détenir une filiale peut trouver sa source dans de nombreuses motivations : la maison-mère a peut-être introduit APWC en bourse pour obtenir des liquidités ou acter une plus-value. Il s'agit peut-être d'un montage juridique pour optimiser la fiscalité. Ils ont peut-être voulu introduire un coactionnaire qui peut être utile sur le plan stratégique.

## 2. *Est-ce qu'en tant que filiale, ses flux de trésorerie ne risquent-ils pas d'être « pompés » par la maison-mère en laissant les actionnaires avec le minimum syndical ?*

Sur les 5 dernières années, le ROE moyen a été de 4,4 %, ce qui ressemble effectivement à un « minimum syndical ». Néanmoins, parmi les missions des commissaires aux comptes, il y a le fait de vérifier que la maison mère ne bénéficie pas d'avantages dits "anormaux et bénévoles" au détriment de sa filiale. Or, les commissaires aux comptes chez Asia Pacific Wire & Cable, c'est, nous l'avons déjà souligné plus haut, Ernst & Young, un des plus réputés cabinets d'audit au monde. Certes cette caution n'est pas une certitude à 100 % que les comptes présentés sont fiables mais il nous semblerait étonnant qu'ils établissent un rapport de complaisance risquant de détruire leur réputation pour une minuscule société du sud-est asiatique.

## 3. *Pourquoi la maison-mère n'est-elle pas cotée ?*

PEWC, la maison-mère, a été radiée de la bourse de Taipei en 2003 en raison de fraude et détournement d'une partie de ses anciens dirigeants. PEWC a entamé des actions en justice vis-à-vis de ceux-ci et elles sont toujours en cours. D'après la direction de APWC, PEWC cherche toujours à se redresser financièrement suite à ces malversations et souffre toujours en terme de réputation des méfaits de ses anciens dirigeants. Voilà qui pourrait expliquer la mise en bourse d'APWC : le besoin de cash pour renflouer la maison mère et aussi la possibilité d'avoir au moins une entité cotée (puisque la maison mère ne le peut plus). Si cette nouvelle n'est pas pour nous plaire, nous remarquons tout de même que cette affaire date d'il y a 9 ans et que les dirigeants ont changé entre-temps.

## 4. *Y a-t-il d'autres actionnaires pour éventuellement faire contrepoids à PEWC ?*

APWC est donc détenue à 65 % par sa maison mère mais un autre co-actionnaire détient près de 10 % (les 25 % restant sont dans le public). Cet autre actionnaire s'appelle SOF. Et effectuant des recherches sur ce « SOF », nous nous rendons compte qu'il s'agit d'un véhicule d'investissement de Michael Dell. Nous osons imaginer que le fondateur de Dell n'a pas mis les pieds n'importe où. Néanmoins, il reste minoritaire et n'aura que ses yeux pour pleurer et dépenser en avocats et procès, si les chinois n'en font qu'à leur tête... En plus 10%, ce n'est pas suffisant pour faire le poids, si problème il y a.

## 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**