

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 11</u>
Analyse de la société Zoom Telephonics, Inc.	<u>page 21</u>
Analyse de la société The LGL Group, Inc.	<u>page 25</u>
Analyse de la société Hoftex Group AG	<u>page 29</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 34</u>

Edito



Malgré Chypre...

Malgré la « crisette » chypriote, la « grande correction » que beaucoup attendent depuis des mois n'a pas encore eu lieu.

Quel que soit le critère choisi, on se rend compte que les prix payés pour acquérir « le marché » restent à des niveaux raisonnables, même si on ne peut plus parler de « prix cassés ».

Prenons l'indicateur de Morningstar qui établit la *fair value* de la bourse américaine selon la méthode de « l'actualisation des flux de trésorerie futurs » de chaque société.



Comme vous pouvez le constater, le graphique nous montre une légère surévaluation, phénomène qui n'est arrivé qu'à de rares occasions sur les douze dernières années.

Edito

« Mais les taux d'intérêt sont très bas, ce qui suppose une augmentation de la valeur d'actualisation des cash-flows futurs des sociétés prises en compte par Morningstar. Rien n'indique qu'ils se maintiendront à ce niveau au cours des années qui viennent. »

Absolument cher(e) abonné(e)... Mais prenons d'autres critères qui ne tiennent pas compte de ce contexte de taux, nous obtenons des résultats encore plus intrigants.

Voici par exemple un tableau qui reprend le rapport entre la capitalisation boursière d'un pays et son PIB. Dans la première colonne, le ratio moyen historique et dans la 2e colonne, le ratio actuel.

	moyenne	actuel
USA	83%	105%
Royaume-Unis	136%	222%
France	91%	73%
Italie	23%	12%
Singapour	235%	157%
Espagne	107%	66%
Chine	132%	59%
Indonésie	41%	59%
Inde	82%	73%
Brésil	58%	54%
Russie	82%	46%
Japon	99%	144%
Allemagne	32%	49%
Canada	125%	123%

Que constatons-nous ? Finalement, que seuls 3 marchés posent vraiment problème : les Etats-Unis, le Royaume-Unis et l'Allemagne. Vous noterez au passage, qu'outre les « pays daubasses de la zone euro », un certain nombre de marchés asiatiques présentent des valorisations encore relativement attractives, du moins globalement.

Mais c'est ici que les choses se corsent : les 3 pays « chers » représentent à eux trois, près de 50 % de la capitalisation boursière mondiale. Mais c'est aussi parmi ceux qui constituent notre terrain de chasse privilégié pour la chasse à la daubasse. Ils offrent en effet souvent une information financière fiable, les droits de propriété et des actionnaires y sont respectés et, last but not least, ils sont accessibles aux particuliers au départ de la plupart des courtiers en bourse classique.

Ce constat, nous le tirons également par notre expérience personnelle de chasseurs émérites : les opportunités correspondant à nos critères se font de plus en plus rare et nous atteignons un niveau de liquidité jamais atteint depuis nos

Edito

débuts : 10,5 % du total, auquel il faut ajouter ce que nous recevrons probablement de notre apport à l'offre de rachat sur Elephant Capital, ainsi que ce que nous encaisserons vraisemblablement dans les semaines qui viennent sur plusieurs de nos participations qui arrivent à maturité et sur lesquelles nos plus-values sont déjà « actées » avec le placement de nos *stop-loss*. De quoi monter à un bon 13 % !

Nous continuons une traque acharnée pour découvrir les plus belles opportunités pour notre portefeuille et nous en trouvons !

Néanmoins, comme vous pouvez sans doute le constater, nous ne sommes pas passés récemment massivement à l'achat.

En effet, nous ne voulons pas reproduire nos erreurs de début 2011 (où vous remarquerez d'ailleurs que « l'indicateur de Morningstar » était plutôt en phase optimiste) : suite à une augmentation de capital et à la vente de l'une ou l'autre ligne, nous disposons de pas mal de liquidités et nous partions du principe qu'un investisseur *value* se devait d'être *full invested* : la hausse des marchés ne risquait-elle pas de se poursuivre, nous laissant sur le carreau et surtout sans opportunité(s) ?

Même si nous avions acheté en suivant à la lettre nos critères de décote et de solvabilité, nous nous sommes rendus compte que nous l'avions fait dans la précipitation et avec insuffisamment de réflexion, sans garder de cartouches. C'est effectivement à cette période que nous avons acheté d'obscures sociétés chinoises, renforcé d'autres chinoises déjà en portefeuille et acheté deux ou trois « Pink-Sheet » qui offraient une information financière très légère.

Aujourd'hui, nous sommes bien plus prudents : nous évitons évidemment les sociétés chinoises et n'achetons des sociétés cotées sur les marchés non-réglementés que si elles communiquent leurs données financières de manière régulière et claire.

Mais nous souhaitons aussi n'acquérir que des sociétés qui vont renforcer significativement le potentiel de notre portefeuille. Ainsi, comme vous pouvez le constater, le rapport cours/VANT pondéré de celui-ci est de 153 %. Ce qui signifie que, théoriquement, tout achat de sociétés présentant un potentiel inférieur fait baisser le potentiel du portefeuille.

C'est la raison pour laquelle nous n'avons, à ce jour, pas procédé à de nouvelles acquisitions. Nous continuons calmement à remplir notre *watching list*, nous analysons régulièrement l'une ou l'autre entreprise qui nous semble attrayante, mais nous ne passerons à l'achat que si nous trouvons des sociétés au rapport « rendement/risque » acceptable et avec un potentiel individuel qui ne pénaliserait pas le rendement global de notre portefeuille.

Ceci ne nous empêche pas de proposer à nos abonné(e)s nos meilleures oppor-

Edito

tunités du moment. Ainsi, dans cette lettre mensuelle, vous trouverez :

- Une techno qui répond parfaitement à nos critères d'investissement mais assez illiquide : nous aimerions une marge de sécurité supplémentaire pour compenser cette illiquidité
- Une autre techno assez décotée mais pas suffisamment pour répondre à nos critères et que nous plaçons sous surveillance
- Enfin une entreprise allemande qui répond parfaitement à nos critères et qui nous a réellement enthousiasmé. Nous avons rédigé l'analyse de celle-ci (nous n'écrivons pas seulement nos analyses dans le cadre des lettres mensuelles, en réalité, nous les écrivons avant tout pour nous-mêmes et nous obliger à traiter une société en profondeur avant de passer à l'achat) et, de manière unanime, comptons en acheter une belle portion... jusqu'à ce que nous nous rendions compte que l'action se négociait uniquement sur la bourse de Munich et non le Xetra. Notre courtier ne nous permet effectivement pas d'y opérer. Néanmoins, le travail étant réalisé, nous vous proposons cette analyse à titre de « bonus » pour les abonné(e)s qui, parmi vous, auraient la possibilité de l'acquérir.

L'Equipe des Daubasses



Portefeuille

Portefeuille au 29 mars 2013

Portefeuille du 29 mars 2013												
		%	Ticker	Société	Prix de Revient			29 mars 2013				RendTotal
					Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro	
					Unitaire							
Société Net-Net				95.820,11	Euro	35,47%						
1	USD	0,22%	SPOR	Sport Holey Inc	0,41	617,34	480,71	1500	0,51	765,00	596,68	24,12%
2	USD	2,37%	CRV	Coast Distribution System	2,11	7.384,07	5.745,75	3500	2,35	8.225,00	6.415,26	11,65%
3	GBP	1,10%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	274,10	2.508,02	2.972,29	407,54%
4	USD	0,54%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.535,92	1865	1,00	1.865,00	1.454,64	-8,85%
5	USD	3,48%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	13,33	12.050,32	9.398,89	32,01%
6	USD	1,64%	CRC	Chromcraft Revington	0,81	6.403,04	4.868,80	7900	0,72	5.688,00	4.436,47	-8,88%
7	USD	1,51%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,87	5.224,50	4.074,96	455,12%
8	USD	0,61%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	1,91	2.097,18	1.635,74	-41,17%
9	USD	2,82%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	4,24	9.752,00	7.606,27	23,07%
10	GBP	1,83%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.341,50	17650	23,60	4.165,40	4.936,48	25,24%
11	Euro	1,23%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,03	3.323,67	3.323,67	-22,04%
12	GBP	1,18%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.163,19	2.419,74	25000	10,75	2.687,50	3.185,00	31,63%
13	GBP	3,83%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	10,25	8.866,25	10.507,53	77,04%
14	USD	2,84%	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	2,97	7.283,68	5.624,78	2455	4,01	9.844,55	7.678,46	36,51%
15	USD	1,10%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,54	3.811,50	2.972,86	12,67%
16	Euro	1,18%	VET.PA	Vet Affaires	8,39	2.976,86	2.976,86	355	3,01	3.198,55	3.198,55	7,45%
17	Euro	0,62%	ALVEL.PA	Velcan Energy	8,95	1.520,87	1.520,87	170	9,88	1.679,60	1.679,60	10,44%
18	GBP	0,63%	PLAZ.L	Plaza Centers NV	38,01	2.106,42	2.635,20	5540	28,50	1.578,90	1.871,18	-28,39%
19	USD	2,00%	XRTX	Xyratec Ltd	7,30	5.110,62	3.972,50	700	9,90	6.930,00	5.405,19	36,07%
20	USD	1,00%	GAI	Global Tech Advanced Innovation	4,90	1.358,73	1.436,70	400	8,67	3.468,00	2.704,94	80,73%
21	USD	0,45%	PTIX	Performance Technologies	0,81	1.297,12	995,64	1600	0,97	1.552,00	1.210,51	21,58%
22	USD	0,85%	ASYS	Amtech	3,31	2.677,16	2.034,47	810	3,64	2.948,32	2.299,60	13,03%
23	USD	1,02%	ELST	Electronic Sytem Technology	0,26	2.611,89	1.984,87	10100	0,35	3.535,00	2.757,20	38,91%
24	USD	1,29%	LEDS	SemiLEDs	0,81	2.636,45	2.018,57	3250	1,38	4.485,00	3.498,17	73,30%
Société Net-Estate				89.885,37	Euro	33,27%						
25	USD	2,30%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	4,12	7.951,60	6.202,01	71,43%
26	USD	0,19%	BBCZ	Bodison Biotech	0,23	1.563,58	974,63	6848	0,10	657,41	512,76	-47,33%
27	USD	1,03%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,34	2750	1,30	3.575,00	2.788,39	51,14%
28	Euro	1,60%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	68,33	6.616,38	6.616,38	36	45,00	4.320,00	4.320,00	-34,71%
29	Euro	1,34%	ALGEV.PA	Gevelot	26,37	3.111,20	3.111,20	118	44,50	5.251,00	5.251,00	68,78%
30	Euro	1,05%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.083,47	2.083,47	95	29,99	2.849,05	2.849,05	36,35%
31	USD	0,68%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,27	2.349,03	1.832,17	-0,81%
32	Euro	1,15%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,39	3.118,50	3.118,50	2,41%
33	USD	3,33%	HTCH	Hutchinson Technology	1,98	8.336,92	6.267,44	4200	2,75	11.550,00	9.008,66	43,74%
34	USD	1,59%	NTZ	Natuzzi	2,87	7.036,76	5.356,34	2455	2,24	5.499,20	4.289,21	-19,92%
35	USD	1,99%	ALCS	Alco Store	9,01	8.290,44	6.113,10	920	7,50	6.902,21	5.383,52	-11,33%
36	Euro	1,65%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	4,70	4.465,00	4.465,00	14,90%
37	GBP	2,19%	PHOL	Peels Hotel	38,76	4.612,77	5.370,36	11900	42,00	4.998,00	5.923,20	10,23%
38	USD	2,08%	AEY	ADVantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,33	7.211,35	5.624,64	16,32%
39	Euro	1,48%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,16	3.486,01	3.486,01	21328	0,19	4.009,66	4.009,66	15,02%
40	Euro	2,42%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	1,26	6.536,40	6.536,40	25,85%
41	Euro	1,32%	PVL.PA	Plastivale	19,39	5.819,08	5.819,08	300	11,90	3.570,00	3.570,00	-38,65%
42	Euro	0,56%	COTT.PA	Cottin Frères	3,06	1.137,13	1.137,13	372	4,05	1.506,60	1.506,60	32,49%
43	Euro	3,18%	CSP.MI	CSP International Fashion	0,83	6.257,22	6.257,22	7504	1,15	8.599,58	8.599,58	37,43%
44	Euro	1,52%	ALCOIPA	Coil	2,78	3.610,32	3.610,32	1300	3,15	4.095,00	4.095,00	13,42%
Société VANTre				11.269,90	Euro	4,17%						
45	CAD	0,70%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,66	2.458,50	1.884,92	-19,93%
46	CAD	0,73%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.103,25	3.743,97	24100	0,12	2.771,50	2.124,89	-43,24%
47	Euro	1,62%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	183,98	4.369,54	4.369,54	27,60%
48	NOK	0,23%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	1,15	4.626,44	617,38	-67,66%
49	USD	0,84%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	4,35	2.914,43	2.273,17	-16,18%
Fond Décoté				10.200,85	Euro	3,78%						
50	USD	1,08%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,35	4.792,41	3.518,14	1625	2,30	3.737,50	2.915,14	-17,14%
51	GBP	1,04%	EEP.L	Eastern European Property	72,27	2.045,30	2.460,20	2830	84,00	2.377,20	2.817,26	14,51%
52	GBP	0,33%	ECAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	31,00	759,50	900,09	-13,44%
53	USD	1,32%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	1,22	4.575,00	3.568,36	72,08%
Diversification Value				35.091,02	Euro	12,99%						
54	Euro	1,32%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	25,55	3.577,00	3.577,00	3,22%
55	CAD	1,36%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	2,89	4.782,95	3.667,06	13,63%
56	CAD	2,13%	DPM.TO	Dundee Precious Metal	7,48	7.104,60	5.287,11	950	7,90	7.505,00	5.754,04	8,83%
57	SEK	2,65%	INVE-A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	184,40	59.330,00	7.164,63	57,59%
58	DKK	0,72%	FFARMS.C	First Farms	46,56	21.184,86	2.849,38	455	31,80	14.463,00	1.940,77	-31,83%
59	Euro	2,37%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	32,00	6.400,00	6.400,00	13,53%
60	Euro	0,85%	SOFR.PA	Sofragi	1,081	2.162,23	2.162,23	2	1,152	2.304,00	2.304,00	6,56%
61	USD	0,81%	FPAYF	(ADR) First Pacific LTD	6,46	2.680,11	2.004,87	415	6,80	2.822,00	2.201,08	9,79%
62	USD	0,77%	JSHLY	(ADR) Jardine Strategic LTD	19,60	2.655,49	1.980,23	135	19,78	2.669,90	2.082,44	5,16%
Emission d'Option				202,79	Euro	0,08%						
					Limite		Nbr					
63	USD	-0,08%	RSH130720	Option Put : Radioshack	2,00	-962,00	-722,22	2600	0,10	-260,00	-202,79	-71,92%
Liquidité				28.112,32	Euro	10,41%						

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 29 mars 2013 - Ratios et Notations

Notation	Potentiel	Risque	Globale	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	ROIC
								Potentiel	Stop				
					Net-Net	Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre	
								Cours					
3	0	3					24/11/08	246%	1,7623				
3	2	5	Sport Halsey Inc	1,6305	0,31	76,52%							
0	2	2	Coast Distribution System	5,0341	0,47	60,33%	25/11/08	151%	5,3051				
0	2	2	Barrat Development PLC	171,15	1,60	62,80%	26/11/08	-25%	204,88	0,00	0,0000		
3	1	4	Taitron	2,1183	0,47	35,68%	26/11/08	221%	3,2128	3,0406	0,3283		
0	2	2	AV Homes	3,1610	1,46	65,58%	26/11/08	-3%	12,3542	12,7116	1,0486		
3	1	4	Chromcraft Revington	1,3308	0,37	56,43%	04/06/09	580%	3,4788	4,8966	0,1470		
1	2	3	Trans World Entertainment	3,8920	0,39	68,63%	08/06/09	20%	4,6384				
3	0	3	Meads Instrument	4,3930	0,38	57,58%	23/07/09	266%	6,3812				
3	1	4	SigmaTron International	3,5102	1,21	48,00%	13/11/09	141%	10,2024	6,0162	0,7048		
3	1	4	Leeds Group PLC	32,2600	0,73	77,33%	27/08/10	78%	41,35	40,56	0,5819		
3	2	5	Vianini Industria	1,3295	0,77	196,53%	19/10/10	205%	3,1414	1,8735	0,5492		
3	1	4	MBL Group	17,4300	0,62	95,33%	05/07/11	168%	28,7600				
2	1	3	PV Crystalox Solar	12,2013	0,84	36,21%	05/11/11	87%	19,1627				
3	3	6	Asian Pacific Wire & Cable	7,4117	0,34	50,07%	15/03/12	172%	10,8873				
3	1	4	Deswell Industries Inc	3,6897	0,63	135,19%	15/03/12	150%	6,3451				
3	0	3	Vet Affaires	10,6337	0,85	58,33%	16/07/12	185%	25,6541				
2	1	3	Volcan Energy	13,3543	0,71	320,05%	22/08/12	77%	17,4784				
3	1	4	Plaza Centers NV	118,76	0,24	50,26%	27/03/12	347%	127,53				
0	3	3	Xyratex Ltd	8,86	1,12	80,81%	09/10/12	4%	10,34				
3	0	3	Global Tech Advanced Innovation	16,66	0,52	106,58%	17/10/12	173%	24,16				
2	0	2	Performance Technologies	1,33	0,73	130,48%	30/11/12	93%	1,88				
3	1	4	Amtech	2,53	1,44	110,63%	02/10/13	91%	6,36				
1	1	2	Electronic Sytem Technology	0,54	0,65	322,63%	02/10/13	58%	0,55				
3	1	4	SemileDS	2,35	0,59	147,03%	09/10/13	245%	4,76				
3	2	5	Avalon			34,30%	02/03/09	154%	10,48	8,6616	0,4757		
1	0	1	Bodisen Biotech			31,11%	10/11/09	1207%	1,2545	0,8091	0,1187		
1	1	2	Blonder Tongue Laboratories			63,14%	16/11/09	73%	2,2524	1,4383	0,3038		
3	1	4	Exacompta - Clisrefontaine			68,02%	30/11/09	569%	301,18	202,33	0,2224		
3	3	6	Gevelot			71,43%	09/12/09	233%	148,10	78,80	0,5647		
1	2	3	SAM			70,08%	11/01/10	66%	43,82	48,83	0,6142		
3	1	4	Scott Liquid Gold			43,47%	14/04/10	247%	0,5389	0,3413	0,2873		
3	2	5	Irc			48,32%	31/05/10	287%	5,3632	3,3144	0,4182		
3	0	3	Hutchinson Technology			56,61%	31/08/10	219%	8,7638	8,7698	0,3136		
3	2	5	Natussi			70,57%	19/10/11	193%	6,5718	6,4352	0,3481		
3	2	5	Alco Store			38,48%	27/07/11	285%	28,849	20,6335	0,3636		
3	3	6	Crown van Gelder			74,72%	12/10/11	233%	15,646	14,0468	0,3346		
3	3	6	Peels Hotel			54,86%	12/10/11	273%	156,790	72,2700	0,5812		
1	2	3	ADDvantage Technologies			108,86%	23/11/11	50%	3,431	3,4419	0,6770		
3	2	5	Ceramiche Ricchetti			42,75%	09/01/12	987%	1,781	2,0430	0,0320		
3	2	5	Panario Group			43,56%	12/01/12	135%	2,359	1,2164	1,0334		
3	0	3	Plastivaleire			35,47%	27/02/12	338%	52,077	34,3697	0,3462		
1	1	2	Cottin Frères			50,37%	14/06/12	63%	6,602	0,0000	0,0000		
0	3	3	CSP International Fashion			56,53%	20/06/12	9%	1,245	1,2450	0,3205		
3	2	5	Coil			56,31%	14/11/12	150%	7,871	4,9805	0,6325		
3	0	3	Jemtec			577,10%	25/01/11	122%	1,4620				
3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia			59,36%	25/01/11	278%	0,4345				
0	3	3	Maleries Franco-Belge			83,47%	14/04/11	24%	236,35		1,4620	0,4514	76%
2	0	2	Renewable Energy Corp ASA			201,36%	30/11/11	320%	4,82		0,0000	0,0000	0%
3	0	3	Universal Security Instruments			107,06%	26/03/12	143%	10,57		236,35	0,8038	27%
											4,82	0,2382	8%
											10,57	0,4114	11%
3	0	3	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	140%	5,5100				
1	1	2	Eastern European Property				28/04/11	41%	118,43				
1	1	2	Elephant Capital PLC				28/06/11	58%	43,00				
1	0	1	Vietnam Holding				04/11/11	18%	1,43				
1	2	3	Luxemport				28/06/11	53%	33,11				
3	1	4	Oceana Gold Corp				14/10/11	189%	8,35				
3	2	5	Dundee Precious Metal				14/10/11	176%	21,81				
0	3	3	Investor AB				23/12/11	35%	248,66				
3	1	4	First Farms				25/01/12	94%	61,60				
3	3	6	FFP				15/05/12	107%	66,39				
2	3	5	Sofragi				27/07/12	60%	1848,15				
2	3	5	(ADR) First Pacific LTD				11/02/13	70%	11,54				
1	3	4	(ADR) Jardine Strategic LTD				11/02/13	49%	23,42				

Suivi des sociétés analysées

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

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

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

Sociétés Analysées								
		Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel	Rendit
				Devise	Euro		Devise	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	10,75	0,13
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	84,00	1,00
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	42,00	0,50
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	31,00	0,37
5	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	7,50	5,85
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	2,35	1,83
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	4,70	4,70
8	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	21,00	16,38
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	10,25	0,12
10	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,33	1,82
11	USD	AVHI	AV Homes	7,24	5,67	09/01/12	13,33	10,40
12	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	1,26	1,26
13	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,19	0,19
14	Euro	PVL.PA	Plastivaleire	19,65	19,65	08/03/12	11,90	11,90
15	DKK	FFARMS.C	First Farms	47,00	6,32	08/03/12	31,80	4,27
16	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	4,01	3,13
17	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,54	1,98
18	USD	UUU	Universal Security Instrument	5,35	4,08	09/04/12	4,35	3,39
19	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	32,00	32,00
20	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,27	0,27
21	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	219,00	29,22
22	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	5,81	5,81
23	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0,84	0,84	06/07/12	1,15	1,15
24	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3,90	3,90	06/07/12	4,05	4,05
25	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	9,01	9,01
26	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1152	1152
27	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	9,88	9,88
28	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,03	1,03
29	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	3,35	3,35
30	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	75,75	0,90
31	USD	JSHLY	Jardine Strategic LTD	18,11	13,90	08/10/12	19,78	15,43
32	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	28,50	0,34
33	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8,42	6,57	07/11/12	9,90	7,72
34	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5,84	4,56	07/11/12	8,67	6,76
35	Euro	ALCOI.PA	Coil	3,10	3,10	07/12/12	3,15	3,15
36	USD	PTIX	Performance Technologies	0,84	0,65	07/12/12	0,97	0,76
37	USD	ASYS	Amtech	3,94	3,01	08/01/13	3,64	2,84
38	USD	ELST	Electronic System Tech	0,35	0,27	08/01/13	0,35	0,27
39	USD	LEDS	Semiled Corp	0,71	0,52	06/02/13	1,38	1,08
40	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37,00	0,43	06/02/13	38,28	0,45
41	USD	FPAFY	First Pacific LTD	7,14	5,45	08/03/13	6,80	5,30
42	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28,92	28,92	08/03/13	28,92	28,92
Opération clôturée								
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87
7	GBP	PDX.L	Pursuit Dynamic (Vendu)	2,90	0,04	07/12/12	1,70	0,02
				Total pondéré a part égal				14,37%

Suivi des sociétés analysées

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

Sociétés Analysées - Ratios et Notations											
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC	
			Risque			Cours					
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
			MBL Group								En Portefeuille
			Eastern European Property								En Portefeuille
			Peels Hotels								En Portefeuille
			Elephant Capital								En Portefeuille
			Alco Store								En Portefeuille
			Coast Distribution System								En Portefeuille
			Crown Van Gelder								En Portefeuille
2	1	3	Paradise Inc	28,434	0,7386	80,56%	84%	38,7	40,3033	0,92	
			PV Crystalox Solar								En Portefeuille
			ADDvantage								En Portefeuille
			AV Homes								En Portefeuille
			Panaria Group								En Portefeuille
			Ceramiche Ricchetti								En Portefeuille
			Plastivoire								En Portefeuille
			First Farms								En Portefeuille
			Asian Pacific Wire & Cable								En Portefeuille
			Deswell Industries Inc								En Portefeuille
			Universal Security Instrument								En Portefeuille
			FFP								En Portefeuille
2	0	2	Techniline	0,5689	0,4746	40,90%	157%	0,6952			
0	3	3	AKER -A-				46%	319,00			
1	2	3	HF Company	6,1727	0,9412	60,49%	45%	8,4228	7,9346	0,37	8,4228 0,4497 7%
			CSP International Fashion								En Portefeuille
			Cottin Frères								En Portefeuille
			Vet Affaires								En Portefeuille
			Sofragi								En Portefeuille
			Velcan Energy								En Portefeuille
			Vianini Industria								En Portefeuille
1	2	3	Vianaini Lavori				36%	4,54			
3	0	3	JKX Oil				197%	225,2	171,393	1,26	
			Jardine Strategic LTD				60%	31,57			
			Plaza Centers N.V								En Portefeuille
			Xyratex Ltd								En Portefeuille
			Global Tech Advanced Ino								En Portefeuille
			Coil								En Portefeuille
			Performance Technologies								En Portefeuille
			Amtech								En Portefeuille
			Electronic System Tech								En Portefeuille
			SemiLed Corp								En Portefeuille
0	3	3	Axa Property Trust				53%	58,55			
			First Pacific LTD								En Portefeuille
3	1	4	Signaux Girod			59,33%	97%	56,98	44,04	0,52	
Opération clôturée											
			GigaTronics (Vendu)								Vendu le 24 Janvier 2012
			KeyTronic (Vendu)								Vendu le 13 Mars 2012
			Book-A-Million (Vendu)								Vendu en 3 fois le 30 Avril , 7et 24 Mai 2012
			Networks Engine (Vendu)								Apporté a l'OPA le 18 Juillet 2012
			LNC (Vendu)								Vendu le 1 Octobre (solvabilité inférieur a 40%)
			CollabRx (Tegal) (Vendu)								Vendu le 30 Novembre 2012
			Pursuit Dynamic (Vendu)								Vendu le 28 Février 2013

News de nos sociétés



Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

La direction d'Alco annonce un bon mois de février 2013 avec une augmentation des ventes de +3.30%, comparée à la même période un an plutôt.

Asia Pacific Wire and Cable (Taïwan) Ticker : APWC

Très beau contrat obtenu auprès du gouvernement singapourien, de 62 millions de dollars en deux ans. Ce qui représentent plus de 10 % du chiffre d'affaires annuel du groupe.

Avalon (USA) Ticker : AWX

Chiffre d'affaires en baisse et bénéfice transformé en perte pour l'exercice 2012. Ces résultats mitigés sont dus, selon la direction, à des commandes exceptionnelles dans le segment « gestion des déchets » obtenus en 2011 et qui n'ont pas été reconduites en 2012. La VANT se maintient à 10,48 usd par action. Par contre, nous n'avons plus de nouvelles des possibles gisements de pétrole qui se trouveraient sous des terrains appartenant à la société.

AV Homes (USA) Ticker : AVHI

Résultats 2012 pour notre immobilière orientée « papy-boom » avec, comme attendu, une nouvelle perte de 7,19 usd par action, impressionnante mais malgré tout divisée par 2 par rapport à l'année précédente. Une nouvelle fois, ces résultats pour le moins médiocres ont été partiellement influencés par des réductions de valeur sur les actifs. Si nous avons mis ces opérations sur le compte d'un « window dressing » pour l'exercice 2011, la récurrence de ces réductions de valeur qui se poursuivent dans un environnement qui devient plus favorable à l'immobilier américain ne peut que nous interpeller. Néanmoins, la direction continue de faire preuve d'un optimisme prudent, comme en témoigne le carnet de commandes fin 2012, doublé par rapport à 2011, et qui représente un peu moins de 6 mois d'activité. Ceci dit, nous constatons que la VANT s'est « krachée » à 12,95 usd, ce qui nous a conduit à prendre la décision de vendre l'action.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Une énième récompense pour Barratt. Dans le cas présent, c'est à nouveau le maximum de 5 étoiles octroyés après une enquête de satisfaction auprès de la

News de nos sociétés

clientèle. Barratt est le seul constructeur à obtenir pareille récompense 4 années consécutives.

BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V

Notre VANTre canadienne illiquide vient de publier d'excellents résultats pour les 3 premiers trimestres 2013 (clôturés au 31/01).

Un bénéfice par action de 0,04 CAD. Nous n'avons pas le rapport financier nous permettant de déterminer l'impact du résultat sur le patrimoine de la société mais nous pouvons supposer qu'il sera favorable.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI & Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Nous avons la chance d'avoir en portefeuille deux entreprises italiennes actives dans le même secteur : la céramique. En fait, même si le métier et la nationalité sont identiques, les deux sociétés sont bien différentes. Panaria se développe en Amérique du Nord et profite à plein du boom de l'immobilier qui est réapparu aux Etats-Unis. Elle est exposée également à l'Asie, l'Afrique et l'Australie. Le tout avec des produits axés sur le haut de gamme. Et puis, nous avons Ceramiche Ricchetti dont l'activité est essentiellement basée en Italie et sur le reste de l'Europe avec des produits plus standards. Qu'en est-il au niveau financier ? Au niveau résultats, si l'on retire de l'impact du tremblement de terre en 2012 et des réductions de valeur, le résultat opérationnel ressort à l'équilibre pour Panaria. Pour son concurrent, le résultat opérationnel ressort fortement déficitaire à -9,3 M EUR.

Regardons maintenant les bilans et nos principaux ratios.

Tout d'abord, les solvabilités sont très proches et à la limite de notre seuil de 40%, à respectivement 43% et 42% pour Panaria et Ricchetti. Le marché ne se trompe pas trop sur les ratios de rentabilité, puisque Panaria cote désormais au-dessus de sa VANE et présente selon notre calcul de la VANT un potentiel de « seulement » 135% quand Ricchetti présente un potentiel de 862% sur sa VANE du fait de terrains et immeubles acquis depuis plusieurs dizaines d'années.

En ayant les deux entreprises en portefeuille, nous pouvons jouer sur les deux tableaux : la rentabilité et l'approche purement patrimoniale.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Le distributeur américain de pièces de rechange pour mobilhomes et navigation de plaisance a publié ses résultats 2012. Clairement, ils ne sont guère encourageants : la perte est doublée par rapport à l'année précédente malgré une légère augmentation du chiffre d'affaires, augmentation liée à la nouvelle politique commerciale qui consiste à écouler une partie des produits par l'intermédiaire de grandes surfaces. La direction maintient son objectif d'un retour à la rentabilité en 2013 mais n'est-ce pas là un vœu pieux plutôt qu'un objectif ?

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

Notre entreprise italienne spécialisée en lingerie et maillots de bain traverse la crise avec brio. Son bras armé dans cette lutte sur la croissance dans un marché européen morose repose dans la pépite française rachetée en 2010 : Well, spé-

News de nos sociétés

cialisée dans les collants. Ainsi, malgré une activité en baisse de -6%, la marge s'est améliorée, générant ainsi un résultat opérationnel qui double et des profits qui atteignent un record à 7,4 M EUR. Ils sont multipliés par 2,8 !

Notre objectif de cours est donc réhaussé avec l'augmentation de la VANT à 1,41 EUR par action. A noter que malgré ces résultats excellents, l'entreprise familiale ne brule pas son cash et va proposer un dividende constant à 0,05 EUR (soit plus de 4% de rendement). La trésorerie reste généreuse à 26,7 M EUR, soit 0,80 EUR par titre.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Que de bonnes nouvelles ce mois pour notre fonds fermé spécialisé sur l'immobilier turc.

Tout d'abord avec la vente d'un immeuble résidentiel à Istanbul pour une valeur supérieure de +22% à la valeur retenue pour les comptes du 30 juin 2012 : 1,40 GBP vs. 1,15 GBP.

Ensuite, le 25 mars, le fonds annonce le lancement d'un nouveau programme de rachat d'actions de 600 000 titres. Et dès le lendemain, ce sont 450 000 actions qui ont été rachetées à un prix d'acquisition de 84,5p. C'est une excellente nouvelle pour les actionnaires qui ne quittent pas le navire, car au dernier rapport, la valeur nette par action était de 118,2p. Les achats ont été effectués avec une décote de 28,5%.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Comme annoncé le mois dernier, l'offre de rachat s'est terminé le 28 mars, et nous aurons dans les prochains jours les résultats des actionnaires sur cette offre. Nous avons décidé d'apporter - avec regrets - nos titres à cette offre au rabais car nous doutons de la liquidité du titre après l'offre, dans un marché déjà étroit.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Sans grandes surprises, les résultats annuels de notre papetier national (pour les français...) ne sont pas brillants : un chiffre d'affaires en baisse de 3% à 526 M EUR, un résultat opérationnel divisé par 10 à 0,5 M EUR et une perte de 0,6 M EUR. Malgré tout, il sera versé aux actionnaires un dividende de 0,50 EUR par action. Les fonds propres restent conséquents à 365 M EUR pour une capitalisation de 51 M EUR. Nous attendons la publication du rapport annuel 2012 pour mettre à jours nos ratios « maisons ».

FFP (France) Ticker : FFP.PA

Suite à la publication des comptes annuels, nous établissons la valeur intrinsèque de la holding à 60,75 euros. Si nous excluons Peugeot, vu les incertitudes qui entourent encore la principale participation du groupe, la valeur intrinsèque du groupe s'établit à 45,60 euros.

First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO

Le bilan annuel de First Farms traduit parfaitement l'amateurisme de l'ancienne direction et de sa méconnaissance de la Roumanie. En effet, les employés de

News de nos sociétés

leurs fermes roumaines se sont rendus coupables de vol et ont été virés (et par dessus du marché, attaquent la société en justice pour leur verser des « primes » de départ, soit le monde à l'envers de l'envers). Ce qui aurait pu être évité si la direction, comme c'est le cas aujourd'hui, avait installé ses bureaux sur les sites de production, pour un contrôle plus stricte de l'activité, au lieu de les installer à 150KM de là à Bucarest. Cela fini par faire beaucoup, après la sécheresse de l'été dernier en Roumanie, ne permettant pas de très bonnes récoltes, ainsi que la maladie des vaches slovaques ! Ils n'en n'ont donc pas raté une, en 2012, ces sacrés Viking...

Les dégâts de tout ceci sur la valeur patrimoniale de la société reste heureusement limités, avec un recul de la VANT d'environ 10% à 61.59 DKK, et la valeur net-estate ressort 33.13\$.

Sur l'ensemble de l'année, les revenus sont en recul de 16% et les pertes s'élèvent à 5.82 DKK.

Voici en 12 points notre point de vue, plus détaillé sur la société:

1er point : la nouvelle direction est sévère avec les résultats et ne camoufle pas.

2e point : comme prévu, les résultats obtenus sont fonction :

- Du rendement sur les cultures en Slovaquie, conforme aux attentes
- Du rendement sur les cultures en Roumanie, inférieur aux attentes en raison de la sécheresse
- Du prix des céréales, supérieur aux attentes
- Du prix du lait plus faible que prévu
- De la production de lait inférieure aux attentes en raison de l'épidémie de mycoplasme qui a affecté le cheptel.

3e point : la direction espère un retour à un bénéfice d'exploitation en 2013.

4e point : la direction ne se lancera pas dans de nouvelles opérations de croissance externe tant que la rentabilité ne sera pas stabilisée sur les activités existantes. Elle vend des terrains qui ne font pas partie de la future stratégie de culture (que nous traduisons par : « nous vendons au besoin les terrains que nous ne comptons pas exploiter ou que nous laissons en jachère). Discutable, pour ne pas dire complètement idiot vu le prix actuel des terrains, même après l'augmentation.

5e point : l'achèvement de la nouvelle unité de production de lait fin 2011 aurait du booster la rentabilité de ce département. On sait ce qui en est advenu : nada. La direction annonce cependant que la production de lait est repartie à la hausse au 4T 2012 et se poursuit au 1T 2013.

6e point : la direction espère des récoltes 2013 satisfaisantes en raison d'un hiver assez favorable et notamment assez pluvieux, ce qui a permis de reconstituer la nappe phréatique. Et ceci en Roumanie.

7e point : en raison de l'épidémie, en Slovaquie, le cheptel de vaches laitières est passé de 2 968 bêtes à 2 454. A noter que la nouvelle installation laitière permet normalement de traiter 2 700 vaches (comment comptaient-ils traire les 268 vaches « en trop » fin 2011 ?) avec une possibilité d'extension à 3 300.

Un mystère...

8e point : on note toujours 8 000 ha de terrains cultivés en Slovaquie (dont seulement 429 ha sont propriété de First Farms) et 4 250 ha de terrains cultivés en

News de nos sociétés

Roumanie (avec objectif de 4 350 ha de culture en 2013) mais ici, First Farms est propriétaire de 7 111 ha.

9e point : La direction nous dit que les prix des terrains sont en hausse en Roumanie. Selon une évaluation interne de la direction, les terrains détenus par la société vaudraient plus que leur valeur aux livres. La direction estime qu'un ha vaut, en moyenne, 2 700 euros alors qu'ils sont repris dans les livres pour 2 066 euros. Si nous traduisons cela dans les comptes, cela représenterait une plus-value cachée de 6 DKK par action.

10e point : en 2012, une partie des récoltes a été vendue d'avance, ce qui n'a pas permis de profiter « à plein » des hausses de prix.

11e point : la société prévoit des investissements en Roumanie pour sécuriser ses capacités de stockage de céréales. C'est véritablement le nerf de la guerre, si l'on veut obtenir un prix international pour la revente de céréales et pas un prix roumain.

12e point : c'est dommage que la direction n'apporte plus aucune explication complémentaire à propos du litige avec son personnel roumain ou de la vente des terrains (qui a eu lieu après la clôture au 31/12).

Après ce constat, nous ne sommes plus disposés à accepter, en tant qu'actionnaire, le moindre signe d'amateurisme de la nouvelle direction. Et espérons qu'ils géreront au mieux les aléas liés à l'agriculture que sont le climat et les problèmes ou maladies sur leurs animaux.

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

Suite à la publication du rapport annuel de notre holding suédoise, nous actualisons sa valeur intrinsèque à 249,84 SEK. Par ailleurs, nous apprenons que notre « viking » a acquis Timra, une société « techno-médicale ». Le coût d'achat est de 6,71 SEK par action Investor, auquel il faut ajouter 4,60 SEK qui seront directement injectés par la holding dans sa nouvelle filiale. Au vu de ce que nous en savons, nous n'avons malheureusement pas l'impression qu'Investor a payé un prix « daubasse » pour cette société... même si nous apprécions les investissements en techno.

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Sur 2012, l'activité est en baisse de -9,1% par rapport à 2011, à 391,2 M EUR. Le résultat opérationnel est en chute de -66,7%. Les profits sont tout juste positifs à 1,1 M EUR, en baisse de -89,4%. Le dividende est divisé par 3 à 0,02 EUR par action.

Le management explique cette chute de la rentabilité du fait de la récession économique. Le groupe a tout de même investi 6,8 M EUR sur son site brésilien. Essayons de positiver avec la lecture du bilan : sa VANE représente encore 3,34 EUR par action pour un cours de 1,39 EUR. La décote sur les fonds propres reste importante puisque l'entreprise n'est valorisée que 25,8% de son actif net tangible, soit un potentiel de +276% au derniers cours de mars.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Ce que nous considérons comme la Rolls émergente, a publié des résultats annuels. Hors impact de la variation de la juste valeur des immeubles de place-

News de nos sociétés

ment, le résultat opérationnel se maintient à un haut niveau. Sur base des derniers rapports financiers et en fonction des cours des participations au 29/03, nous établissons la valeur intrinsèque du certificat ADR (après requalification des holdings en cascade et des participations croisées) à 30,36 USD.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Et bis repetita... C'est une « presque bonne nouvelle » ce mois-ci pour notre daubasse canadienne. Les pertes ont été divisées par 4 sur les 6 premiers mois de l'année à -20 k CAD. L'immuable ratio qui persiste à nous laisser croire que quelque chose de bon peut arriver : la trésorerie. Nette de toute dette, elle représente 1,24 CAD par action. Or le titre s'échange à 0,66 CAD. Une apparente bonne affaire qui ne doit pas faire oublier que les échanges de titres sont anémiques.

JKX (UK) Ticker : JKX.L

Le 18 mars, le Group Eclairs, premier actionnaire, qui détient 27,5% des droits de vote, a proposé de sortir de l'entreprise l'actuel CEO et le directeur commercial et de nommer 3 nouveaux membres au *board*. Bien entendu, le conseil est contre cette proposition.

Affaire à suivre...

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Enorme déception !!! Voilà en résumé notre sentiment au moment où nous avons pris connaissance de la news suivante. La dernière grosse participation acquise par notre holding luxembourgeoise, Pescanova, spécialiste de pêche et de pisciculture espagnol, a connu, nous citons, « un besoin soudain et inexpliqué en trésorerie mettant en cause la viabilité de la société ». En gros, la cotation de cette participation est suspendue, son conseil d'administration a refusé d'arrêter les comptes au 31/12 et un dépôt de bilan n'est pas à exclure. Le CEO de Pescanova a fait savoir à l'autorité espagnole de surveillance des marchés que « des écarts importants pouvaient exister entre la dette reprise dans les livres de la société et la dette réellement due » (sic). Même si le poids relatif de Pescanova dans la valeur d'actif net de Luxempart reste encore modéré, cette « tache » dans le parcours jusqu'ici sans faute des familles au commandement de notre (un peu moins) belle au bois dormant nous déçoit fortement. En attendant, en reprenant la ligne Pescanova pour 0 dans les comptes de Luxempart, nous estimons la valeur intrinsèque de la société à 39,94 euros.

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

Dans un contexte européen plutôt morose, le groupe maltier sort un premier semestre clos au 31 décembre 2012, de qualité malgré une activité en baisse. Ce sont des profits de 12,8 EUR par action. Nous estimons aujourd'hui le potentiel de hausse à +35% à 256,36 EUR (la valeur de la VANT) pour un cours de 189,98 EUR.

News de nos sociétés

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

En 2012, les ventes ont continué à s'éroder pour ce marchand de salons de luxe en dépit de la bonne tenue de son marché américain. Un autre point un peu inquiétant : la baisse des ventes se fait sur la marque-phare « Natuzzi » alors que les autres marques commercialisées sont, quant à elles, en croissance. Néanmoins, en 2012, l'Ebitda est presque à l'équilibre et la perte d'exploitation a été réduite presque de moitié. Cependant, en raison de l'absence cette année de plus-value sur la vente d'actifs (au contraire de l'année 2011), la perte nette a augmenté de presque 30 %. La VANT s'établit à 6,89 usd par action, ce qui nous laisse toujours, pour l'heure, un collatéral intéressant par rapport à notre coût d'achat.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Sur le mois, notre minière a repris des couleurs : +19%. Nous pouvons remercier les événements chypriotes qui ont permis à l'or de se maintenir à un bon niveau !

Plaza Centers NV (Pays-Bas) Ticker : PLAZ.L

Le bilan annuel de notre constructeur de « Mall » ou « Centres Commerciaux » préféré, nous apprend que sa valeur patrimoniale a reculé sur l'année 2012. Nous rappelons que leurs rapports sont libellés en euros et que la société est cotée à Londres en GBp, nous jonglons une nouvelle fois avec le change. La VANT de la société ressort à 1.51€ ou 127.92 GBp, principalement dû à une révision des actifs en baisses. La VANN est de 1.40 € ou 119.13 GBp et la VANE est de 1.42€ ou 120.64 GBp. Nous notons également que la société a réduit son endettement de 290 millions d'euros, renforçant sa solvabilité à 50.26%. Les revenus de la société, revenus principalement locatifs, sont en hausse de 78%. Sans les dépréciations actées sur les actifs, la société aurait été en très légère perte de 0.02€. Avec ces dépréciation la perte est de 0.29€. La direction nous explique que compte tenu de la situation économique en Europe et principalement en Europe de l'Est où ils sont bien implantés, leur stratégie de mettre en location, si le prix de vente de l'ensemble de l'édifice n'est pas suffisant est une bonne stratégie. Au niveau perspective, nous notons que leur Mall en Inde est terminé et que les différents espaces sont loués, en attendant un acheteur. En 2012, 7 centres commerciaux étaient donc actifs, 26 autres projets de centre commerciaux sont en développement, ainsi qu'un projet de bureaux en Roumanie. Nous savions en investissent sur Plaza Centers NV, qu'il y aurait peu de chance de plus value importante avant la sortie de crise de l'Europe dans son ensemble... La patience nous semble toujours de mise.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

La direction de la société communique un rapport annuel préliminaire chiffré qui nous semble suffisamment fiable pour que nous nous y attardions. Nous rappelons que les rapports sont libellé en euros, alors que la société est coté en GBp à Londres, ce qui nous oblige à jongler avec le change, pour plus de compréhension. Comme nous devons nous y attendre, la valeur patrimoniale de la

News de nos sociétés

société a été divisée par plus de 2, la VANT étant désormais à 0.22€ ou 19.36 pence, au cours de 10 GBp, le potentiel tourne autour de 95%. La valeur net-net de la société est de 0.14€ ou 12.32 GBp et sa valeur Net-estate est de 0.17€ ou 14.44 GBp.

Les revenus de la société ont diminué de 78%, à 46 millions d'euros et le résultat final se solde par une perte de 122 millions d'euros ou de 0.29€ par action, ou encore de 24.54 GBp par action. Disons-le rapidement, après ces premiers détails, le tableau est moins sombre qu'il n'y paraît car en fait la direction a passé des dépréciations et amortissements pour la somme totale de 173 millions d'euros. Or nous savons que les dépréciations et les amortissements sont des écritures et ne viennent pas affecter la liquidité d'une société. La direction a d'abord passé des dépréciations de 90 millions sur les unités de production et les machines, ce qui évidemment ampute la valeur patrimoniale de la société. Ensuite, elle a passé une provisions de 41.5 millions sur son stock, principalement pour l'ajuster au prix du marché, bien plus bas, bien évidemment. Enfin, elle a passé une charge sur le post client de 42 millions d'euros. Cette charge sur les clients n'est pas due au non-paiement des factures, mais principalement aux contrats où les prix étaient largement supérieurs aux prix de production, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui. Et la direction anticipe que ces contrats devront être ajustés par le bas.

Nous avons donc l'impression que la direction a fait, un gros nettoyage de bilan, pour s'adapter au mieux aux conditions difficiles de marché. Et fait assez remarquable, si nous faisons abstraction des ces diverses dépréciations, l'EBIT de sa société ressortirait en positif.

La direction nous explique également qu'elle a renégocié avec ses fournisseurs le prix de sa matière première, pour lui permettre de vendre ses produits à des prix supérieurs aux prix de production.

Autre bonne nouvelle, la société a signé 3 contrats à long terme d'approvisionnement de plaquettes.

Forte de son cash de 94 millions d'euros et persuadée qu'elle s'est adaptée au plus vite à la situation du marché, pour le futur, la direction a décidé de reverser une partie de ce cash aux actionnaires, sous forme de dividendes ou d'action et sera proposé à l'assemblée général du mois de juin.

Nous pouvons légitimement penser que si la direction a pris cette décision, elle l'a fait de manière réaliste et en toute connaissance de cause, ce qui signifie qu'elle sait précisément qu'elle n'aura pas besoin dans le futur de ce cash.

Depuis que nous avons acheté PV Crystalox Solar, nous avons remarqué très rapidement que cette direction était responsable et bien au-dessus des directions de « nanards » qui sont souvent à la tête des « Daubasses ». Nous n'avons donc pas le moindre argument pour douter du bien fondé de cette distribution et du fait qu'elle ne remettra pas en cause le bon fonctionnement de la société à l'avenir.

Dernier petit point, nous avons lu voici une dizaine de jours, que le leader Chinois du solaire, la société Suntech également cotée aux USA, était entrée en faillite. S'il est encore difficile d'analyser la répercussion de cette faillite sur PV Crystalox, nous pouvons sans doute penser qu'une partie de l'offre de panneaux solaires va se réduire à court terme. Par contre, il est plus difficile de dire

News de nos sociétés

si le prix des panneaux et de ses composantes pourraient être plus élevé à l'avenir. Nous n'avons lu nulle part que PV Crystalox était touchée par cette faillite de Suntech, ni sur leur site, ni autre part ailleurs. Nous pouvons donc penser que cette faillite n'aura aucun incidence directe sur PV Crystalox.

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

A la lecture du rapport du troisième trimestre clôturé le 31 janvier, nous constatons une certaine stabilité de la valeur patrimoniale de la société. La VANT, en très légère baisse, s'établit à 10.20\$, la valeur net-net à 3.51\$ et la valeur net-estate à 6.01\$.

Le point extrêmement positif de ce bilan et conformément à l'annonce de la direction, c'est que l'acquisition de « Spitfire Control » se traduit dans le bilan par une hausse des ventes de 21% sur le trimestre, ou encore de 27% sur les 9 premiers mois, comparé aux mêmes périodes un an plus tôt. Dans le même temps, nous observons également un coût des produits en augmentation de 24% sur les 9 premiers mois. Mais également des frais administratifs et liés à la vente en augmentation de 40%. Ce qui, sur le trimestre, se traduit par une perte de -0.06\$ par action, mais sur les 9 premiers mois parvient à maintenir un petit profit de +0.04\$ par action. La direction justifie cette augmentation du coût des produits par une pression sur les prix dû à la conjoncture. Par ailleurs, elle annonce également qu'elle a déménagé son unité de production située à Tijuana au Mexique, dans un autre endroit de Tijuana où les frais de location sont plus abordables, mais qui a occasionné certains frais sur le trimestre, des frais ponctuels, qui ne se répéteront pas à l'avenir. Ce qui explique l'augmentation de 40% des frais de fonctionnement de la société.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1834.46 euros.

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

La NAV du fond est de 5.56\$, en hausse de +0.90% par rapport au mois précédent.

Avec ce premier rapport trimestriel du fonds, Fabien Pictet, que l'on ne peut pas qualifier de champion de l'information, a le culot de souligner cette première... avec une auto-satisfaction qui frise de notre point de vue l'indécence. Nous n'allons pas nous étendre plus avant, sur cet amateurisme primaire dans le relationnel et la communication avec ses actionnaires, pour nous pencher sur le rapport qui, disons-le d'emblée, est décevant.

Par rapport à l'ensemble des marchés émergents, nous apprenons que le marché ukrainien est toujours à la traîne, avec un recul de -2.5%, alors que l'ensemble des marchés émergents s'est apprécié de +13.60%.

Sur le plan global, Fabien Pictet souligne que la dépendance au gaz russe reste un problème pour l'Ukraine.

Pour ce qui est du fond, nous apprenons qu'il est sous pression avec la dévaluation de la monnaie ukrainienne. Ce qui est souvent le cas de pas mal de marchés émergents à l'Est notamment.

News de nos sociétés

Ensuite, il fait un petit point sur les positions du fonds. Nous n'allons pas détailler car finalement peu d'intérêt, mais juste nous pencher sur ses deux premières positions non cotées qui représentent 56% des actifs du fonds. Il s'agit de Food Master, une chaîne de restaurants qui semble se porter pour le mieux avec des ventes en hausse de 42%, sans d'autres détails importants du bilan et en soulignant de manière légère les prévisions annoncées par la direction de la société. C'est donc léger, mais néanmoins positif.

La seconde position, Korsando, est une société immobilière qui n'est pas trop florissante en raison du contexte immobilier ukrainien. Dans ce cas de Korsando, nous n'avons carrément pas de chiffres !

Dernier point, le rachat de 735 619 actions propres au prix de 2.52\$, ce qui nous paraît relativement cher payé, puisque l'action cote autour de 2.30\$ et ce depuis des mois.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

La valeur boursière de cette société est une aberration. Au cours actuel de 1,03 EUR, il est possible d'acquérir une trésorerie et des titres Generali et Cementir nets de toutes dettes d'une valeur de 1,24 EUR. En sus, vous obtenez de l'immobilier acheté pour une valeur de 0,68 EUR et obtenez les créances clients, le stock et l'activité de l'entreprise. Ce désamour du marché est difficile à comprendre. Peut être la participation majoritaire de la société mère Vianini Lavori ? Ou encore une appréhension des investisseurs pour le marché italien ?

Nous n'en savons rien... Un outil intéressant pour l'investisseur qui souhaite orienter une partie de son portefeuille vers l'Italie.

Avec un potentiel supérieur à +200%, nous gardons notre ligne bien au chaud.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

Notre « hybride » mi-industrielle mi-holding italienne a, une nouvelle fois, présenté des résultats très intéressants. Dans l'activité de travaux publics, malgré la terrible crise qui s'abat sur la péninsule transalpine, le résultat opérationnel est resté positif à 0,09 euros par action.

Nous mettrons à jour la valeur de holding lorsque nous disposerons du rapport de gestion complet.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,548 USD au 22 mars 2013, en augmentation de +8% par rapport au mois dernier (1,437 USD au 25 février 2013).

Sur le mois de mars, ce sont encore 150 000 actions qui ont été rachetées sur le marché à un cours moyen de 1,22 USD. Plutôt un bon prix, car c'est une décote de 22% sur la dernière NAV. Ce qui crée automatiquement de la valeur pour l'actionnaire.

Analyses de société

Zoom Telephonics, Inc.

(OTC, Ticker: ZMTP / ISIN : US98978K1079)

I. Introduction



Zoom Telephonics est une spin-off de la société Zoom Technologies qui en 1999 est rachetée par une société chinoise. A cette époque, la société Zoom Telephonics, entité de la société Zoom Technologies, reprend sa liberté en devenant une société bien distincte qui fera son entrée en bourse cette année-là. Mais la société ne commence pas sa vie à cette date puisqu'elle existe depuis 1977 et son siège est situé à Boston, Massachusetts.

C'est une société technologique qui fabrique et commercialise des produits à haut débit pour la téléphonie fixe et mobile, des modems dial-up, des produits Wifi et Bluetooth compatibles sans fil et divers autres produits liés à la télécommunication.

Le segment modems dial-up représente 34% des ventes, tandis que l'ensemble des autres produits représentent 66% des ventes.

Si les produits de Zoom Telephonics sont fabriqués en Asie, son chiffre d'affaire est réalisé aux USA pour 91%, en Angleterre pour 5% et dans le reste du monde pour 4%.

Ses 3 principaux clients représentent 64% de son chiffre d'affaire.

Au niveau démêlé en justice, la direction informe les actionnaires qu'une plainte a été déposée par la société Telecom Innovation LLC, contre Zoom Telephonics ainsi que plus de 23 autres sociétés dont Dell, producteurs de modem dial-up et de télécopieurs. Un seul produit de Zoom Telephonics est visé par la plainte: c'est le modem modèle 3095 qui selon la direction est produit sous licence Conexant. La direction n'est pas en mesure d'évaluer les coûts d'un jugement négatif, mais vu que la société n'est pas la seule visée et qu'un seul de ces modèles est attaqué, elle n'a pas l'air de prendre cette plainte trop au sérieux. C'est en tout cas notre sentiment à la lecture du bref communiqué.

Zoom Telephonics est dirigée par Franck Manning, co-fondateur et CEO de la société, et son frère Terry Manning, directeur marketing. A eux deux, les frères Manning possèdent 24% des actions de la société et les 4 principaux directeurs en possèdent 26%. Ce qui nous fait penser que la société possède un poids familial non négligeable et que la direction est bien impliquée dans la société.

Nous vous présentons cette analyse à partir du rapport trimestriel clôturé au 30 septembre 2012 et avons pris comme cours de référence 0.19\$.

Analyses de société

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 0.78\$ et a des dettes de 0.33\$. Sa valeur d'actif net-net est donc de 0.45\$ par action.

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

La société n'étant pas propriétaire de ses bâtiments, il n'y a par conséquent pas de valeur Net-Estate.

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



Voyons maintenant de quoi est composé le bilan. Dans les **actifs courant**, les **liquidités** ou assimilables sont composées de 0.03\$ de cash et de 0.01\$, représentant 80 000 actions de Zoom Technologies,

qui peuvent être vendues à tout moment sur le marché. Vu la volatilité possible, nous amputons de 50% la valeur actuelle de ces actions et retenons 0.00\$ de cash possible. Les liquidités s'élèvent donc à 0.035\$. Le **compte client** vaut 0.27\$. Nous observons que la durée des paiements des factures est en augmentation de 7 jours par rapport à la moyenne des 3 derniers bilans, passant de 38 à 45 jours. Nous remarquons également que la direction, assez prudente, a provisionné 0.03\$ en cas de mauvais paiements. Si nous tenons compte de la relative concentration des 3 clients principaux de la société (qui pèsent 64% des ventes), nous allons par prudence prendre une marge de sécurité de 20% sur les comptes clients, ce qui représente en gros la perte d'un de leur trois meilleurs clients. Nous retenons donc pour ce compte client une valeur de 0.2160\$. Le **stock** vaut 0.45\$. Si nous tentons de décortiquer ce stock, le post le plus important de l'actif circulant, nous observons tout d'abord que le taux de rotations du dernier bilan s'est réduit de 4 jours, puisque la moyenne des 3 derniers bilans est de 105 jours et la moyenne de ce dernier bilans est de 101 jours, ce qui est un bon point. La direction nous explique ensuite que le stock est géré en FIFO (premier rentré - premier sorti), ce qui nous semble assez sensé pour du matériel technologique qui peut rapidement devenir obsolète, ce qui représente un second bon point. De plus, le prix du stock est comptabilisé aux coûts les plus bas, ce qui nous semble assez conservateur, et représente un troisième bon point. Enfin, la ventilation du stock est composé de 32% de produits de base, 4% de produits en cours d'assemblage et de 64% de produits finis. Malgré l'accumulation de trois bons points, et la rotation de 101 jours (en gros 3 mois), nous jugeons qu'il est nécessaire de rester très prudent avec le stock d'une société technologique. Nous prenons donc une marge de sécurité supplémentaire de 20% sur la valeur du stock en cas de mise en liquidation volontaire, ce qui nous donne une valeur du stock de 0.36\$.

Dans les **actifs à long terme**, nous ne trouvons que de l'équipement qui figure au bilan pour 0.004\$. Et nous observons que rapporté au coût d'acquisition,

Analyses de société

cette somme représente 6%. Nous décidons donc de la reprendre intégralement, soit 0.004\$.

Actif courant

Liquidités : 0.035 \$

Compte client : 0.2160 \$

Stocks : 0.36\$

Actif immobilisé

Equipements : 0.004\$



Nous avons donc un actif total de 0.6150\$

Hors bilan, nous avons trouvé des *leases* avec un contrat intéressant, où la société Zoom Téléphonie peut se désengager dans les trois mois suivant le renon. La société annonce donc le prix de sa location de 2012 à 2014, soit sur 3 ans: 0.09\$. Au niveau des stocks options, les prix d'exercice dépassant la VANT de 0.4555 \$, nous n'en tenons donc pas compte

Si nous soustrayons les dettes de 0.33\$ et les locations de 0.09\$ de l'actif total, nous trouvons une valeur de mise en liquidation volontaire de 0.1950\$.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société n'ayant pas enregistré de profits à ce jour, il est impossible de calculer la VCB.

VI. Conclusions

A un cours de 0.19\$, nous disposons d'une marge de sécurité de

57% sur la valeur net-net

2.56% sur la VLMV

Nous comprenons relativement bien pourquoi Zoom Telephonics a rejoint la grande équipe des Daubasses. En fait, son segment modems dial-up, qui pèse 34% de ses ventes, est en perte de vitesse, car ce type de modem est dépassé, et ceci dans le monde entier et bien entendu aux USA également. De nos jours, ce sont les modems à large bande (type ADSL) qui sont utilisés, ainsi que d'autres types de modem que la société fabrique aussi.

Dans le bilan cela se traduit par une baisse des ventes de -28% sur les modems dial-up, tandis que les autres produits, dont des modem à large bande ont des ventes en hausse de 15%.

Notre société est donc face à deux canaux de vente, un qui se tarit petit à petit

Analyses de société

et va finir par s'assécher, celui des modems dial-up, et l'autre qui s'élargit et dont le débit augmente, celui des autres produits dont les modems à large bande ADSL.

Nous sommes donc dans une situation d'équilibre que le marché n'apprécie pas, puisque ce marché ne semble pas trop convaincu de la capacité de la société à négocier ce changement, qui nous semble pour notre part relativement bien négocié pour le moment au niveau des ventes, en progression du second canal de vente.



Et ce qui nous conforte dans cette idée que la société veut proposer des produits innovants comme elle parvient déjà à en proposer aujourd'hui, c'est sa R&D. Car sur la période qui court de 2009 à 2012, soit sur 4 ans, la société a dépensé 0.68\$ en R&D, ce qui signifie par an un budget R&D moyen de 0.17\$ par action, soit en gros son cours actuel.

Si en général, nous considérons la R&D comme une cerise sur le gâteau (ce qu'elle est dans ce cas-ci aussi), nous pensons aussi de manière réaliste (traduite dans le bilan) que la R&D a déjà porté ses fruits.

Et pourquoi ne parvient-elle pas à dégager des profits nous direz-vous ? En fait sur les 4 dernières années, seul en 2010 la société a dégagé un petit profit. Sur les dernier 4 ans, la société a accumulé 0.55\$ de pertes par action. Si elle n'avait donc pas été obligée, pour sa survie, de dépenser 0.68\$ en R&D, elle aurait dégagé un profit de 0.14\$ par action sur 4 ans, ou 0.03\$ en moyenne.

Dernier point, les ventes sur les 9 premiers mois 2012 sont en augmentation de 24% par rapport aux 9 premiers mois de 2011. Et si l'on se reporte aux ventes comparées à 2009, en annualisant les ventes de 2012, ces ventes ont augmenté de 49%.

Si cet investissement n'est pas dénué de risque, nous pensons avoir décelé plusieurs points de dynamique, nous permettant de penser que la société est capable d'augmenter ses ventes dans le futur et ainsi de sortir de sa décote, pour atteindre au moins sa VANT de 0.45550 \$ et donc réaliser son potentiel de 139%, au cours actuel. Bien entendu, nous aurions aimé un collatéral un peu plus solide comme un immeuble de bureau, qui aurait pu nous assurer une assise plus stable.



Dernier élément: quand nous avons trouvé cette société et que nous l'avons rajoutée dans notre *watching list*, la liquidité était acceptable. Mais aujourd'hui cette liquidité s'est réduite, ce qui peut rendre la constitution d'une ligne plus difficile.

Analyses de société

The LGL Group, Inc.

(NYSE, Ticker: LGL / ISIN : US50186A1088)

I. Introduction



La société LGL a été fondée en 1917 dans l'Indiana et s'appelait à l'époque « Lynch Glass Machinery ». Son activité était tout autre qu'aujourd'hui, puisqu'elle commercialisait des produits industriels. En 2007, elle devient « The LGL Group » et est transférée dans le Delaware. Depuis 1966, la société fabrique des produits de haute technologie. Son bureau principal est situé à Orlando en Floride.

En fait, nous n'allons pas être en mesure de vous parler des produits, car cela nous semble complexe, trop complexe pour nous. En gros, la société fabrique de la technologie basée sur le contrôle des fréquences. Sa marque est MtronPTI.



Cette technologie trouve de multiples applications dans 4 secteurs principaux : les réseaux (et donc la télécommunication), le domaine militaire, l'aviation, et enfin le secteur des instruments et de l'équipement médical.

Le nom de leurs clients importants ne sont pas précisés dans les rapports, mais nous apprenons quand-même que le plus gros pèse 10,30% sur les ventes de la société, et que les dix clients les plus importants pèsent en tout pour 65%. C'est, de notre point de vue, une bonne répartition.

Nous trouvons également leur positionnement géographique intéressant.

La société réalise 43% de son chiffre d'affaire aux USA et 57% dans le reste du monde, plus particulièrement en Asie.

Les 57% de la poche hors-USA, sont répartis comme suit :

Chine 36%
Malaisie 30%
Thaïlande 10%
Mexique 4%
Autres 20%

La société emploie 199 personnes, qui ont généré sur les 9 premiers mois de 2012 un peu plus de 22 millions de \$.

Le CEO, Marc Gabelli, détient 14.30% des actions de LGL. L'ensemble de

Analyses de société

l'équipe dirigeante possède 16.80%. Gabelli semblent donc honorablement impliqué.



Petite cerise sur le gâteau, nous retrouvons dans les investisseurs institutionnels, le gérant de « Gamco » Mario Gabelli J, détenant 15.30% d'actions et qui pour tout investisseur dans la valeur est un nom connu. Car Bruce Greenwald, dans son livre « Investir dans la valeur », nous présente Mario Gabelli J comme un investisseur spécialiste de la valeur de marché privée, une méthode de valorisation qui selon les propos de Bruce Greenwald, serait le meilleur substitut jamais trouvé à la valeur net-net et qui, en deux mots, serait la valeur qu'un industriel paierait pour acquérir des actifs ayant les mêmes caractéristiques. Chapitre 10 page 229 du livre.

Si nous résumons, les frères Gabelli détiennent 30% de cette société. L'un la dirige et l'autre y a investi.

Dans cette analyse, nous vous présentons les différentes valeurs de la société avec le dernier rapport trimestriel clôturé au 30 septembre 2012.

Notre cours de référence est de 5.81\$.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 8.40\$ et a des dettes de 2.06\$. Sa valeur d'actif net-net est donc de 6.3453\$ par action.

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

La société possède des bâtiments à leurs coûts d'acquisition de 1.6486\$ par action. Si nous prenons une marge de sécurité de 20% et l'ajoutons à la valeur net-net, nous obtenons une valeur Net-Estate de 7.6642\$ par action.

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



Voyons maintenant de quoi est composé le bilan. Dans les **actifs courant**, les **liquidités** dont dispose la société sont de 3.67\$ par action et nous les reprenons intégralement. Nous ne comptons pas les liquidités soumises à restriction et qui vont servir à payer des effets bancaires. Le **compte client** vaut 1.57\$. Nous observons que la durée des paiements des factures est en augmentation de 4 jours par rapport à la moyenne des 3 derniers bilans, passant de 46 à 50 jours.

Si nous jugeons relativement équilibrée la répartition de 65% du chiffre d'affaire sur les 10 plus gros clients, nous allons malgré tout prendre une marge de

Analyses de société

sécurité supplémentaire de 10% et retenir ainsi pour ce post, une valeur de 1.4130\$. Le **stock** vaut 2.10\$. Si nous tentons de mieux comprendre ce stock, nous observons tout d'abord que le taux de rotations du derniers bilan a augmenté de 9 jours, puisque la moyenne des 3 derniers bilans est de 80 jours et la moyenne de ce derniers bilans est de 89 jours. La ventilation du stock est composée de 50% de produits de base, de 23% de produits en cours d'assemblage et de 27% de produits finis. Si nous pensons que la société LGL fabrique des produits sans doute un peu plus sophistiqués que la moyenne des technologies, nous pensons que le risque disruptif d'obsolescence d'un jour à l'autre n'est pas à exclure. Nous prendrons une marge supplémentaire de 15% et retiendrons une valeur de 1.7850\$. Nous ne tenons pas compte des taxes différées, ni des dépenses prépayées.

Dans les actifs à long terme, nous trouvons des **terrains** et des **bâtiments** pour une valeur de 1.6486\$, que nous amputons de notre marge habituelle de sécurité de 20%, soit 1.3188\$. Nous trouvons ensuite des **machines** et **divers équipements** qui valent 6.04\$ à leur coût d'acquisition. Nous les reprenons pour 5% de leurs valeurs d'acquisitions, soit 0.3020\$ par actions. Nous ne retenons pas le moindre cents pour les taxes différées. Et nous retenons enfin 50% des **autres actifs à long terme**, devant l'absence de détail sur ce post, soit 0.10\$ par action.

Actif courant

Liquidité : 3.67 \$

Compte client : 1.4130\$ \$

Stock : 1.7850\$



Actif immobilisé

Terrains - bâtiments : 1.3188\$

Equipement : 0.3020\$

Autres actifs : 0.10\$

Nous avons donc un actif total de 8.5888\$

Nous n'avons pas trouvé de *lease* hors bilan et au niveau des stocks options, les prix d'exercice dépassent la VANT de 8.7937 \$. Nous n'en tenons donc pas compte.

Si nous soustrayons les dettes de 2.06\$ et les locations de 0.09\$ de l'actif total, nous trouvons donc une valeur de mise en liquidation volontaire de 6.5288\$.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Les deux dernières années complètes de la société sont bénéficiaires (2011-2010), mais les trois années précédentes étant déficitaires, il nous est impos-

Analyses de société

sible de calculer la VCB de la société, d'autant plus que les 9 premiers mois de 2012 affichent une légère perte.

VI. Conclusions

A un cours de 5.81\$, nous disposons d'une marge de sécurité de

8.43% sur la valeur net-net
24.19% sur la valeur net-estate
11% sur la VLMV



En gros, cette société reste pour le moment à la limite de nos critères où nous exigeons un minimum de décote de 30% sur la VANN et la VANE. Sans compter que le potentiel de 51% sur la valeur d'actif net tangible est un peu « maigrichonne », et d'autant plus que nous avons détecté quelques zones d'ombres.

La direction déclare que les résultats négatifs de ces 9 premiers mois de 2012 sont principalement dus à la réduction du budget de la défense américaine. Cela nous semble un peu court, mais voilà!

Ensuite dans le bilan, nous ne trouvons pas de trace d'un budget R&D. Et pourtant il y en a un intitulé « Engineering », mais mélangé aux frais de fonctionnement administratif et de vente, ce qui nous empêche de « saliver » sur une éventuelle deuxième cerise sur le gâteau.



En gros, nous n'arrivons pas à comprendre pourquoi cette société qui cotait 48\$ en novembre 2000, se retrouve 12 ans plus tard avec un cours divisé par plus de 8. Même si avec ses très beaux résultats de 2010 la société a culminé à 26\$ en octobre de la même année.

Nous pensons toutefois qu'il est intéressant de suivre la société, en espérant un meilleurs prix, car elle doit posséder un savoir faire certain et est implantée en Asie.

A suivre aussi les réactions à venir Mario Gabelli J, investisseur Value. Ou un achat d'actions supplémentaire, sur décote, serait à notre sens un signe positif, car nous pouvons penser qu'il est informé de l'intérieur, avec son frère Marc, CEO de la société.



Analyses de société

Hoftex Group AG

(Munich, Ticker: NBH.MU / ISIN : DE0006760002)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction

HOFTEX GROUP TEXTILE TECHNOLOGIES Cher(e) abonné(e), vous connaissez certainement la célèbre société de Warren Buffet. Ce dernier a acquis cette entreprise textile moribonde car elle était valorisée par le marché bien en deçà de sa valeur nette comptable. Mais ce que le super investisseur a omis (et qui lui a coûté très cher par la suite) est que la société était active dans un secteur en plein déclin aux USA. Principalement du fait de la concurrence des pays où la main d'œuvre était plus compétitive, que le métier du textile est fortement capitalistique (car il nécessite en permanence des investissements en équipements seulement pour se mettre au niveau de la concurrence) et, enfin, que la valeur comptable des outils et machines était fortement surévaluée dans les comptes.

En fait, en achetant sous la valeur nette comptable, l'oracle d'Omaha, n'a pas du tout fait l'excellente affaire qu'il pensait réaliser, car les équipements de ses usines ne valaient pas grand-chose. Pour preuve, lorsqu'il se décide enfin à stopper les activités textiles de Berkshire Hathaway au début des années 80 (elle carbure déjà à coup de primes d'assurance avec toutes ses acquisitions de sociétés en cascade[1]), après des années de consommation de capitaux frais, la vente de son outil industriel aux enchères lui rapporte 163 122 USD, alors que l'investissement pour remplacer son outil de production par des machines de dernières générations lui aurait coûté 50 000 000 USD !

Loin de nous l'idée de dénigrer le plus célèbre et talentueux investisseur du 20ème siècle... Nous pensons cependant avoir déniché une daubasse qui répond à l'ensemble de nos critères en terme de décote, qui appartient au même secteur d'activité que Berkshire Hathaway, et avec des atouts bien supérieurs à l'entreprise textile d'origine que Warren a achetée. En effet, comme nous allons le voir ci-dessous, non seulement cette société décote sur des actifs bien plus tangibles que des machines : cash, stocks, créances clients et immobiliers, mais en plus, elle est rentable.

L'entreprise en question a pour dénomination sociale Hoftex Group AG et est basée dans le Land allemand de la Bavière. De ce que nous comprenons, cette société fondée en 1869 et qui emploie plus de 1 450 salariés à travers le monde, est active dans le secteur du textile technique à destinations d'entreprises dans des secteurs aussi divers que l'industrie automobile et la décoration d'intérieur. Enfin, une autre activité qui va prendre tout son sens pour la suite de l'analyse réside dans le fait que la société a une activité propre immobilière qui consiste à louer et/ou vendre son immobilier historique à des fins soit industrielles, soit tertiaires (bureaux). C'est un fait plutôt rare pour être signalé :

Analyses de société

cette daubasse chercher à valoriser son bilan et ses actifs plutôt que d'attendre que quelque chose se passe. Un point suffisamment important à nos yeux : s'il y a bien de l'immobilier « caché » dans le bilan, le management semble faire le maximum pour réaliser sa valeur « réelle ». Ce qui n'est pas toujours le cas pour toutes les daubasses...



La société est détenue à 85% par l'entreprise familiale ERWO Holding AG qui détient d'autres entreprises et participations dans les secteurs textiles et immobilier. Hoftex est la seule entité dont les actions sont négociables en bourse.

L'analyse actuelle est réalisée à partir des comptes annuels arrêtés au 30 juin 2012 et avec un capital composé de 5 444 800 actions. Nous n'avons pas trouvé de quelconque plan de dilution via des plans d'attribution d'options ou d'actions. Le vendredi 22 mars 2013, le titre a clôturé à un cours de 7,40 EUR.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 16,43 EUR par action et l'ensemble de ses dettes représente 15,56 EUR par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de 0,88 EUR par action.

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

Comme nous l'avons vu dans l'introduction, l'entreprise possède des immeubles et terrains. Et ce qui nous ravit, c'est que l'entreprise est plus que centenaire et qu'elle a opté pour l'amortissement de ses actifs immobiliers. Alors qu'elle a acquis historiquement pour plus de 113 M EUR d'immeubles et de terrains, la valeur nette comptable de ces derniers ressort à tout juste 30 M EUR. Inutile de vous dire qu'en prenant notre habituelle marge de sécurité de 20% sur la valeur d'acquisition historique, du fait de l'ancienneté de la société, notre VANE nous semble relativement prudente. Nous reprenons les valeurs brutes d'acquisitions et retranchons notre marge de sécurité de 20%. Nous y ajoutons la VANN et obtenons une VANE de 17,51 EUR par action.

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

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

Tout d'abord, commençons par l'**actif courant**, avec les **stocks** pour une valeur de 9,50 EUR par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 157 jours et de 149 jours sur les six premiers mois de l'exercice

Analyses de société

2012. C'est un délai assez long mais nous pensons que ce stock composé pour 40% de matières premières, et pour le solde de produits finis qui sont eux-mêmes des matières premières pour l'industrie, ne présente pas un caractère exagéré d'obsolescence. En prenant une marge de sécurité de 30%, nous pensons être suffisamment conservateurs. Ainsi, la valeur retenue pour ces stocks est de 6,65 EUR par action.



Le second poste est composé des **créances clients** inscrites au bilan pour une valeur de 5,54 EUR par action. La société a été payée en moyenne en 49 jours sur les six premiers mois de 2012, chiffre identique aux trois derniers exercices. Du fait de l'excellente *recouvrabilité* historique de ses clients, nous décidons de prendre une marge de sécurité

de « seulement » 20%, et nous reprenons donc pour notre valorisation un montant de 4,43 EUR par action.

La **trésorerie** représente 1,29 EUR par action et n'appelle aucun commentaire. Nous la reprenons telle quelle.

Enfin, nous trouvons également dans les comptes des **paiements en avance** pour une valeur de 0,10 EUR par action que nous reprenons tels quels.

En ce qui concerne les **actifs non courants**, comme nous l'avons vu dans le calcul de la VANE, l'entreprise possède de l'**immobilier**. Après notre marge de 20% sur la valeur d'acquisition historique, ces actifs représentent l'équivalent de 16,63 EUR par action.

Le groupe allemand possède d'autres actifs comme des **machines** et des **équipements** amortis à plus de 80%. Malgré le fait que l'entreprise génère des bénéfices, du fait de la faible attractivité du secteur textile, nous allons prendre cette valeur amortie avec de nouveau une marge de 90%. Nous reprenons donc ces actifs pour 10% de leur valeur comptable, soit 0,53 EUR par action.

Le dernier poste d'actif représenté au bilan est composé des **actifs financiers**, c'est-à-dire des participations dans des entreprises associées. Comme nous sommes incapables d'estimer si cette valeur comptable est proche de la valeur économique réelle, nous prenons de nouveau une marge de sécurité maximale pour se prémunir de toute mauvaise surprise et ne retenons que 10% de la valeur *bilantielle*, soit 0,12 EUR par action.

Enfin, fidèles à notre approche patrimoniale, nous écartons de notre calcul les **écarts d'acquisition**, **actifs d'impôts différés** et les **immobilisations incorporelles** qui représentent 0,29 EUR par action.

Analyses de société

Le **total du passif** représente 15,56 EUR par action.

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

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

Actif courant

- + Stock : 6,65
- + Poste client : 4,43
- + Trésorerie : 1,29
- + Paiement en avance : 0,10

Actif immobilisé

- + Immobilier : 16,63
- + Equipements et matériels : 0,53
- + Actifs financiers : 0,12

Passif

- Total passif : -15,56



Nous obtenons donc une VMLV de 14,19 EUR par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

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

Ainsi, après prise en compte d'une imposition forfaitaire de 35%, d'un taux d'actualisation de 12% et l'ajout de la trésorerie nette, nous obtenons une VCB de 6,21 EUR par action.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 7,40 EUR, il est possible d'acquérir des titres de Hoftex avec une décote de :

58% sur la VANE

48% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est de : +86%, mais comme la Valeur d'Actif Net Estate (VANE) est supérieure à la VANT, du fait des amortissements passés dans les comptes depuis de nombreuses années, nous prenons comme objectif cible la VANE qui est de 17,51 EUR par action, soit un potentiel de +137%.

Analyses de société

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 49%

Il y a tant de daubasse qui sont comme des chrysalides et qui ne se transformeront jamais en papillon car il n'y a aucun catalyseur. Avec Hoftex, nous avons l'impression que nous avons à faire à un management qui souhaite faire émerger une valeur pour l'actionnaire, car en fouillant un peu les comptes on se rend compte de la prudence de l'approche comptable qui amortit l'immobilier depuis plusieurs dizaines d'année alors que l'entreprise cherche à vendre / louer ses actifs. Cet immobilier n'est donc peut-être pas un « contes de fée ». Le management souhaite en faire quelque chose puisqu'il a créé une activité immobilière propre, dédiée. Quand et à quel prix quelque chose se passera ? Nous n'en savons rien, mais il y a des chances pour que cet immobilier soit quelque peu sous-valorisé dans les comptes et que quelque chose de bon arrive, ou pas...

Enfin, en attendant que l'immobilier soit réalisé, cerise sur le gâteau pour cette entreprise allemande dont l'action est éligible au PEA, nous constatons qu'elle fait des bénéfices. Pour l'instant, la société cote encore sous sa VCB de 6,21 EUR, mais il semblerait - et nous ne pouvons estimer si cela est durable - que l'entreprise commence à générer des profits conséquents.

Avec une Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) dans laquelle nous avons été extrêmement prudents sur la valeur des outils de production (merci Warren !) et qui représente près du double du dernier cours actuel, il est encore possible en cas de « plan B » d'éviter une déconfiture complète.

Nous attirons votre attention, cher(e) abonné(e), sur le fait que la liquidité de ce titre sur le marché est très faible. Nous vous rappelons enfin que cette analyse a été effectuée avec les derniers comptes disponibles, à savoir ceux du 30 juin 2012 et que les comptes annuels 2012 seront disponibles courant mai.



[1] Nous vous conseillons de lire notre résumé en 4 parties sur notre blog, de la biographie de Warren Buffet « L'effet boule de neige » en suivant ce lien : <http://blog.daubasses.com/category/warren-buffett-ou-leffet-boule-de-neige/>

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