

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	<u>page 3</u>
Portefeuille	<u>page 6</u>
Suivi des sociétés analysées	<u>page 8</u>
News de nos sociétés	<u>page 10</u>
Analyse de la société Coil	<u>page 21</u>
Analyse de la société Pursuit Dynamics PLC	<u>page 24</u>
Analyse de la société Performance Technologies Inc.	<u>page 30</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 34</u>

Edito

∞ The end ∞

Clap de fin...

C'est avec un pincement au cœur que nous prenons notre plume pour rédiger cet éditto qui est celui de notre dernière lettre mensuelle.

Pourtant, nous avons encore un tas de choses à vous raconter et un grand nombre réflexions à partager. Nous avons pris beaucoup de plaisir à échanger avec vous, que ce soit sur notre blog, par mail privé ou, tout simplement, au travers de nos lettres et articles.

Mais voilà, toutes les bonnes choses ont une fin et cette lettre ne fait pas exception.

Quoi ! Vous stoppez tout ?

Hélas, cher(e) lecteur(trice), trois fois hélas ...

Mais, mon abonnement ? J'ai payé pour un an, moi !

Vous pensez bien que, là où nous allons tous, le prix d'un abonnement à une lettre financière n'a plus grande importance.

Vous avez perdu la tête ? Vous avez trop chassé la daubasse et vous faites un « burn-out » ?

Edito

Si ce n'était que cela mais c'est bien pire, bien plus grave !

David Rosenberg avait raison !

Nouriel Roubini avait raison !

Olivier Delamarche avait raison !

Philippulus⁽¹⁾ avait raison !

Après plus de 4 ans d'existence, notre club d'investissement va disparaître, c'est la fin de 4 passionnantes années de chasse à la daubasses et d'un an et demi de lettres mensuelles. Nous n'aurons plus de débats acharnés, arrosés à la Chouffe, sur les vertus de telle ou telle action ... (c'est surtout la Chouffe qui va nous manquer pour tout vous dire).

L'Hindenburg Omen⁽²⁾ était là, bien visible depuis des siècles, nous allons tous mourir dans d'horrrrrribles souffrances, les Mayas l'ont annoncé : **ce 21 décembre, c'est LA FIN DU MONDE.**

Les amis, vous êtes bien raisonnables là ?

Vous n'allez quand même pas nous dire que vous y croyez à ce genre de prophétie. Dans votre dernière lettre mensuelle, vous disiez qu'il était impossible de prévoir la macro économie avec précision même à un horizon de quatre ou cinq ans et aujourd'hui, vous nous expliquez que vous accordez foi à des prédictions vieilles de plusieurs siècles ?

Heuuuu ... Hum, comment dire ...

En plus, vous savez combien il y en a eu des prévisions de fin du monde non avérées ?

Ben ... heu ... non

Des dizaines ...

Il y a eu Charles Russell au 19e siècle, il y a eu les témoins de Jéhovah qui l'annoncent avec la régularité d'un métronome depuis plus de 80 ans, il y a eu David Koresh dans les années 90 de même que Harold Camping qui l'a annoncé à plusieurs reprises et la dernière fois, c'était pour ... 2011.

Allons les gars des daubasses, ressaisissez-vous !

Vous pensez que nous avons été un peu ... disons ... excessifs ?

C'est le moins que l'on puisse dire ...

Hum ... effectivement, cher(e) lecteur(trice), il semble bien que nous ayons sombré dans le marasme ambiant.

Peter Diamandis, un éminent chercheur et entrepreneur américain l'explique dans son livre « *Abundance: The future is better than you think* ».

Les médias nous abreuvent « jusqu'à plus soif » d'informations négatives qui nous font sombrer dans la sinistrose. Pourquoi ? Parce que, naturellement,

Edito

c'est vers ces informations négatives que nos esprits portent leur attention. Chaque seconde, nous sommes soumis à trop de données pour que nos cerveaux puissent les analyser et comme rien n'est plus important pour nous que la survie, ce sont les informations avertissant d'un danger que nous retenons en priorité.

Selon Diamandis, ce serait dû à une zone du lobe temporal de notre cerveau qui trie toutes les informations que nous recevons en recherchant tout ce qui pourrait nous porter atteinte.

C'est la raison pour laquelle, parmi toutes les données que nous recevons, notre instinct de survie nous fera retenir en priorité les mauvaises et c'est aussi pourquoi nous sommes généralement conditionnés à être plus pessimistes qu'optimistes.

Nous-mêmes dans nos investissements en daubasses avons tendance à envisager le « pire » avant de prendre la décision d'acheter, parce que si le pire est dans les cours, l'affaire ne peut être que bonne ... mais peut-être aussi parce que notre lobe temporal nous y incite.

Ce n'est peut-être pas un hasard finalement si des prophètes de malheur rencontrent autant de succès parmi les médias et ce, même parmi des gestionnaires qui n'ont jamais rien prouvé en terme de capacité à créer de la valeur pour leurs clients.

En bref, si nous sommes heureusement conditionnés pour anticiper les dangers, nous ne devons pas laisser notre instinct animal prendre le dessus sur notre raison et nous vous remercions, ami(e) abonné(e) de nous avoir rappelé à l'ordre.

Alors, finalement, ce n'est pas votre dernière lettre ?

Bien sûr que non ! Les frères Böhm prétendent que les Mayas anticipent en réalité la fin du monde pour 2116 ... de quoi nous laisser le temps d'écrire encore quelques lettres mensuelles ...

Nous vous souhaitons d'excellentes fêtes de fin d'année!

L'Equipe des Daubasses

(1) Clin d'œil à l'attention des « tintinophiles »

(2) L'Hinderburg Omen est un indicateur technique annonciateur de crash, pas très fiable en réalité puisque s'il s'est bien configuré avant les grandes corrections boursières des dernières années, il a aussi donné un nombre deux fois supérieurs de « faux signaux ».

Portefeuille

Portefeuille au 30 novembre 2012

Portefeuille du 30 novembre 2012						Prix de Revient		30 novembre 2012				Rendit Total
	%	Ticker	Société		Unitaire	Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro
Société Net-Net				84.396,52	Euro	37,66%						
1	USD	0,34%	SPOR	Sport Holey Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,65	975,00	751,04	56,24%
2	USD	2,29%	CRV	Coast Distribution System	2,11	7.384,07	5.745,75	3500	1,90	6.650,00	5.122,48	-10,85%
3	GBP	0,98%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	195,10	1.785,17	2.202,28	276,06%
4	USD	0,64%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,00	1.865,00	1.436,60	-9,98%
5	USD	4,11%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	13,23	11.959,92	9.212,69	88,20%
6	USD	0,65%	CRC	Chromcraft Revington	1,05	3.719,39	2.809,50	3550	0,53	1.881,50	1.449,31	-48,41%
7	USD	1,80%	TwMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,89	5.251,50	4.045,22	451,07%
8	USD	0,02%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,09	58,50	45,06	-95,85%
9	USD	0,57%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	1,50	1.647,00	1.268,68	-54,37%
10	Euro	2,57%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	1,23	5.757,50	5.757,50	93,25%
11	USD	3,25%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	4,11	9.453,00	7.281,62	17,81%
12	GBP	2,40%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	24,67	4.353,37	5.370,56	36,26%
13	Euro	1,44%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,00	3.230,00	3.230,00	-24,24%
14	USD	0,27%	CCTR	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	779,00	600,06	-84,16%
15	GBP	1,31%	MUBL.L	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	9,56	2.388,75	2.946,89	21,79%
16	GBP	4,49%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	9,42	8.149,30	10.052,18	69,36%
17	USD	2,67%	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	2,97	7.283,68	5.624,78	2455	3,17	7.782,35	5.994,72	6,58%
18	USD	1,34%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,60	3.900,00	3.004,16	13,86%
19	Euro	1,27%	VET.PA	Vet Affaires	8,39	2.976,86	2.976,86	355	8,00	2.840,00	2.840,00	-4,60%
20	Euro	0,75%	ALVEL.PA	Velcan Energy	8,95	1.520,87	1.520,87	170	9,88	1.679,60	1.679,60	10,44%
21	GBP	0,46%	PLAZ.L	Plaza Centers NV	46,46	1.245,00	1.564,07	2680	31,00	830,80	1.024,92	-34,47%
22	USD	2,25%	XRTX	Xyratex Ltd	7,30	5.110,62	3.972,50	700	9,37	6.559,00	5.052,38	27,18%
23	USD	0,71%	GAI	Global Tech Advanced Innovatio	4,30	1.958,73	1.496,70	400	5,17	2.068,00	1.592,97	6,43%
24	GBP	0,62%	PDX.L	Pursuit Dynamics PLC	3,30	1.238,96	1.534,31	37500	3,00	1.125,00	1.387,86	-9,54%
25	USD	0,47%	PTIX	Performance Technologies	0,80	1.284,00	987,00	1600	0,85	1.360,16	1.047,73	6,15%
Société Net-Estate				83.031,55	Euro	37,05%						
26	USD	2,57%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,88	7.488,40	5.768,29	59,50%
27	USD	0,21%	BBCZ	Bodisen Biotech	0,23	1.569,58	974,63	6848	0,09	616,32	474,75	-51,29%
28	USD	1,09%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,15	3.162,50	2.436,07	32,04%
29	Euro	1,99%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	68,93	6.616,98	6.616,98	96	46,50	4.464,00	4.464,00	-32,54%
30	Euro	2,24%	ALGEV.PA	Gevelot	25,68	2.902,10	2.902,10	113	44,50	5.028,50	5.028,50	73,27%
31	Euro	1,12%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	26,50	2.517,50	2.517,50	20,49%
32	USD	1,14%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,38	3.302,51	2.543,91	37,73%
33	USD	1,40%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,40	3.143,25	3.143,25	3,22%
34	USD	2,31%	HTCH	Hutchinson Technology	1,98	8.336,92	6.267,44	4200	1,60	6.720,00	5.176,40	-17,41%
35	USD	1,65%	NTZ	Natuzzi	2,87	7.036,76	5.356,34	2455	1,96	4.811,80	3.706,52	-30,80%
36	USD	2,97%	ALCS	Alco Store	9,01	8.290,44	6.113,10	920	9,40	8.648,00	6.661,53	8,97%
37	Euro	2,37%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	5,60	5.320,00	5.320,00	36,90%
38	GBP	2,57%	PHOL	Peels Hotel	38,76	4.612,77	5.370,36	11900	39,25	4.670,75	5.762,09	7,29%
39	USD	2,13%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,00	6.189,69	4.767,90	-1,40%
40	Euro	1,69%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,16	3.486,01	3.486,01	21328	0,18	3.794,25	3.794,25	8,84%
41	Euro	2,28%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	0,98	5.101,20	5.101,20	-1,79%
42	Euro	1,78%	PVL.PA	Plastivale	19,39	5.819,08	5.819,08	300	13,30	3.990,00	3.990,00	-31,43%
43	Euro	0,68%	COTT.PA	Cottin Frères	3,06	1.137,13	1.137,13	372	4,10	1.525,20	1.525,20	34,13%
44	Euro	3,08%	CSP.MI	CSP International Fashion	0,83	6.257,22	6.257,22	7504	0,92	6.911,18	6.911,18	10,45%
45	Euro	1,76%	ALCOL.PA	Coil	2,78	3.610,32	3.610,32	1300	3,03	3.939,00	3.939,00	9,10%
Société VANTre				10.471,80	Euro	4,67%						
46	CAD	0,80%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,62	2.309,50	1.790,87	-23,93%
47	CAD	1,00%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédi	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,12	2.892,00	2.242,56	-40,10%
48	Euro	1,75%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	171,00	3.933,00	3.933,00	14,86%
49	NOK	0,20%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.957,39	1.909,20	4030	0,80	3.242,14	439,95	-76,96%
50	USD	0,92%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	4,00	2.681,34	2.065,43	-23,84%
Fond Décoté				9.225,62	Euro	4,12%						
51	USD	1,16%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,08	3.380,00	2.603,60	-25,99%
52	GBP	1,31%	EEP.L	Eastern European Property	72,27	2.045,30	2.460,20	2830	84,00	2.377,20	2.932,64	19,20%
53	GBP	0,43%	ECAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	31,75	777,88	959,63	-7,71%
54	USD	1,22%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	0,95	3.543,75	2.729,74	31,64%
Diversification Value				26.723,21	Euro	11,92%						
55	Euro	1,50%	LUXE.PA	Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	24,06	3.368,40	3.368,40	-2,80%
56	CAD	1,91%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	3,33	5.511,15	4.273,53	32,43%
57	CAD	1,70%	DPM.TO	Dundee Precious Metal	7,41	4.334,95	3.227,28	585	8,39	4.908,15	3.805,95	17,93%
58	SEK	2,49%	INVE.A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	148,70	48.327,50	5.591,39	22,99%
59	DKK	0,88%	FFARMS	First Farms	46,56	2.184,86	2.849,38	455	32,10	14.605,50	1.981,94	-30,44%
60	Euro	2,49%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	27,85	5.570,00	5.570,00	-1,19%
61	Euro	0,95%	SOFR.PA	Sofragi	1,081	2.162,23	2.162,23	2	1,066	2.132,00	2.132,00	-1,40%
Emission d'Option				401,32	Euro	0,18%						
62	USD	-0,01%	ECA130119	Option Put : Enceana	15,00	-355,05	-269,49	300	0,05	-15,00	-11,55	-95,71%
63	USD	-0,09%	RSH130119	Option Put : Radioshack 1	2,00	-390,00	-318,21	1200	0,23	-276,00	-212,60	-33,19%
64	USD	-0,08%	RSH130119	Option Put : Radioshack 2	2,00	-355,00	-284,84	1000	0,23	-230,00	-177,17	-37,80%
Liquidité				10.674,81	Euro	4,76%						

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 novembre 2012 - Ratios et Notations

Portefeuille au 30 novembre 2012 - ratios et notations															
Notation		Potentiel	Ratio		V Actif	Ratio	Date	VANr		V Actif	Ratio	Ratio		ROIC	
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Risque	Net-Net	Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANtre			
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)					Cours							
2	0	2	Sport Haley Inc		2,0140	0,32	77,47%	24/11/08	217%	2,0622					
3	3	6	Coast Distribution System		5,5467	0,34	66,25%	25/11/08	235%	6,3709					
0	3	3	Barrat Development PLC		171,00	1,14	64,61%	26/11/08	4%	203,65	0,00	0,0000			
2	1	3	Taltron		2,1189	0,47	95,68%	26/11/08	221%	3,2128	3,0406	0,3289			
0	3	3	AV Homes		13,5271	0,98	81,39%	26/11/08	30%	17,1613	16,9236	0,7817			
3	2	5	Chromcraft Revington		1,9308	0,27	56,49%	04/06/09	824%	3,4788	4,8966	0,1082			
0	3	3	Trans World Entertainment		4,4227	0,88	84,45%	08/06/09	33%	5,1783					
0	0	0	Qiao Xing Universal Resources		3,6876	0,02	100,41%	28/07/09	7000%	6,3897	3,8094	0,0236			
3	2	5	Meade Instrument		4,2178	0,36	67,59%	29/07/09	365%	6,9812					
0	3	3	Adler Real Estate				86,47%	07/08/09	35%	1,6561					
3	1	4	SigmaTron International		6,6538	0,62	54,00%	13/11/09	217%	13,0281	9,1731	0,4480			
1	1	2	Leeds Group PLC		32,0500	0,77	75,87%	27/08/10	68%	41,34	37,23	0,6625			
3	2	5	Vianini Industria		1,3295	0,75	196,59%	19/10/10	214%	3,1414	1,8735	0,5338			
0	0	0	China Crescent		0,0053	0,04	80,23%	19/01/11	3500%	0,0072					
3	0	3	MBL Group		33,6100	0,28	108,36%	05/07/11	295%	37,7800					
3	1	4	PV Crystalon Solar		13,1236	0,72	113,35%	05/11/11	295%	37,2228					
3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable		7,4117	0,43	50,07%	15/03/12	243%	10,8873					
3	1	4	Deswell Industries Inc		3,6780	0,71	122,43%	15/03/12	144%	6,3407					
3	1	4	Vet Affairs		10,6337	0,75	58,93%	16/07/12	221%	25,6541					
1	2	3	Velcan Energy		13,9543	0,71	320,05%	22/08/12	77%	17,4784					
3	0	3	Plaza Centers NY		135,52	0,23	55,41%	27/09/12	370%	145,76					
2	2	4	Xyrates Ltd		10,43	0,90	86,72%	09/10/12	37%	12,81					
3	0	3	Global Tech Advanced Innovati		16,66	0,31	106,58%	17/10/12	367%	24,16					
3	0	3	Pursuit Dynamics PLC		5,26	0,57	424,16%	22/11/12	106%	6,19					
3	0	3	Performance Technologies		1,71	0,50	143,62%	30/11/12	163%	2,23					
3	3	6	Avalon				92,71%	02/09/09	156%	9,93	8,1454	0,4763			
2	0	2	Bodisen Biotech				91,11%	10/11/09	1294%	1,2545	0,8091	0,1112			
3	0	3	Blonder Tongue Laboratories				63,14%	16/11/09	96%	2,2524	1,4383	0,7996			
3	2	5	Exacompta - Clairefontaine				68,02%	30/11/09	548%	301,18	202,33	0,2298			
3	3	6	Gevelot				71,43%	09/12/09	233%	148,10	78,80	0,5647			
1	3	4	SAM				70,08%	11/01/10	88%	49,92	48,83	0,5427			
3	1	4	Scott Liquid Gold				49,47%	14/04/10	147%	0,5989	0,9413	0,4048			
3	2	5	Irce				48,92%	31/05/10	284%	5,3632	3,3144	0,4215			
3	1	4	Hutchinson Technology				62,12%	31/08/10	350%	7,2071	5,7110	0,2802			
3	2	5	Natuzzi				72,20%	19/01/11	255%	6,9635	6,7435	0,2907			
3	2	5	Alco Store				47,27%	27/07/11	179%	26,191	19,3285	0,4863			
3	3	6	Crown van Gelder				74,72%	12/10/11	179%	15,646	14,0468	0,3987			
3	3	6	Peels Hotel				54,86%	12/10/11	299%	156,790	72,2700	0,5431			
2	2	4	ADDVantage Technologies				97,78%	23/11/11	73%	3,459	3,3886	0,5902			
3	1	4	Ceramiche Ricchetti				42,75%	09/01/12	1048%	1,781	2,0430	0,0871			
3	3	6	Panaria Group				43,56%	12/01/12	202%	2,959	1,2164	0,8065			
3	0	3	Plastivaleire				35,47%	27/02/12	292%	52,077	34,3697	0,3870			
1	1	2	Cottin Frères				50,37%	14/06/12	61%	6,602	0,0000	0,0000			
2	3	5	CSP International Fashion				56,59%	20/06/12	35%	1,245	1,2450	0,7398			
3	2	5	Coil				56,31%	14/11/12	160%	7,871	4,9805	0,6084			
3	0	3	Jemtec				577,10%	25/01/11	136%	1,4620		1,4620	0,4241	76%	
3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia				59,36%	25/01/11	262%	0,4345		0,0000	0,0000	0%	
0	3	3	Malteries Franco-Belge				83,47%	14/04/11	38%	236,35		236,35	0,7235	27%	
3	0	3	Renewable Energy Corp ASA				201,96%	30/11/11	499%	4,82		4,82	0,1669	8%	
3	1	4	Universal Security Instruments				101,29%	26/03/12	161%	10,46		10,46	0,3825	11%	
3	0	3	Ukraine Opportunity Trust PLC					03/02/11	162%	5,4400					
0	2	2	Eastern European Property					28/04/11	41%	118,43					
1	0	1	Elephant Capital PLC					28/06/11	54%	49,00					
1	0	1	Vietnam Holding					04/11/11	32%	1,25					
2	3	5	Luxempart					28/06/11	60%	38,38					
3	1	4	Oceana Gold Corp					14/10/11	151%	8,35					
3	2	5	Dundee Precious Metal					14/10/11	160%	21,81					
2	3	5	Investor AB					29/12/11	43%	212,14					
3	1	4	First Farms					25/01/12	103%	65,04					
3	3	6	FFP					15/05/12	86%	51,79					
1	3	4	Sofragi					27/07/12	62%	1731,59					

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	9,56	0,12 -13,97%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	84,00	1,04 53,18%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	39,25	0,48 -38,51%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	31,75	0,39 -1,64%
5	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	9,40	7,24 -1,35%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	1,90	1,46 -29,78%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	5,60	5,60 38,27%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	19,00	14,64 32,33%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	9,42	0,12 17,62%
10	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,00	1,54 1,21%
11	USD	AVHI	AV Homes	7,24	5,67	09/01/12	13,23	10,19 79,68%
12	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	0,98	0,98 -2,87%
13	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,18	0,18 -1,17%
14	Euro	PVL.PA	Plastivoloire	19,65	19,65	08/03/12	13,30	13,30 -32,32%
15	DKK	FFARMS.C	First Farms	47,00	6,32	08/03/12	32,10	4,36 -31,10%
16	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	3,17	2,44 -3,00%
17	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,60	2,00 4,60%
18	USD	UUU	Universal Security Instrument	5,35	4,08	09/04/12	4,00	3,08 -24,46%
19	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	27,85	27,85 8,41%
20	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,13	0,13 -43,48%
21	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	207,50	28,16 37,48%
22	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	5,70	5,70 10,68%
23	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0,84	0,84	06/07/12	0,92	0,92 9,64%
24	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3,90	3,90	06/07/12	4,10	4,10 5,13%
25	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	8,00	8,00 -12,95%
26	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1066,00	1066 0,95%
27	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	9,88	9,88 9,78%
28	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,00	1,00 -5,66%
29	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	2,92	3 -0,68%
30	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	78,50	0,97 -3,41%
31	USD	JSHLY	Jardine Stratégic LTD	18,11	13,90	08/10/12	16,93	13,04 -6,20%
32	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	31,00	0,38 -34,66%
33	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8,42	6,57	07/11/12	9,37	7,22 9,84%
34	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5,84	4,56	07/11/12	5,17	3,98 -12,62%
Opération clôturée								
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15 22,44%
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44 122,85%
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54 42,80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18 19,60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99 7,73%
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87 99,31%
Total pondéré a part égal								8,34%

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				
3	1	4	Paradise Inc	28,434	0,6682	80,56%	104%	38,7	40,303	0,4033		
			PV Crystalox Solar					En Portefeuille				
			ADDvantage					En Portefeuille				
			AV Homes					En Portefeuille				
			Panaria Group					En Portefeuille				
			Ceramiche Ricchetti					En Portefeuille				
			Plastivale					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				
3	0	3	Techniline	0,5689	0,2285	40,90%	435%	0,6952				
1	3	4	AKER -A-				54%	320,00				
2	2	4	HF Company	6,1727	0,9234	60,49%	48%	8,4228	7,9346	0,4033	8,4228	0,4777 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	1	2	Vianaini Lavori				55%	4,54				
3	0	3	JKX Oil				176%	216,34	164,65	0,4033		
1	3	4	Jardine Stratégic LTD				61%	27,18				
			Plaza Centers N.V					En Portefeuille				
			Xyratex Ltd					En Portefeuille				
			Global Tech Advanced Inc					En Portefeuille				
			0									
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				

News de nos sociétés



Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.F

Un projet américain qui était gelé depuis quelques temps par manque de financement vient d'être débloqué et va pouvoir être mené à bien. Le chiffre d'affaires sur les 9 premiers mois est en hausse de 36 % mais la société présente une perte nette. Cependant, la direction s'attend à atteindre le seuil de rentabilité pour l'année entière. Grâce aux rachats d'actions propres, les fonds propres par action ont légèrement augmenté à 1,77 euros par action.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

La société annonce que les ventes du mois de novembre ont diminué de 1.70% . D'après la direction, les ventes de fin d'année s'annoncent excellentes. Et cette même direction est assez enthousiaste après l'ouverture des deux derniers magasins Alco dans le Dakota et le Montana où un impact positif est attendu au dernier trimestre, par rapport aux segments réfrigérateur et congélateur récemment installés.

AV Homes (USA) Ticker : AVHI

Nouvelle perte trimestrielle pour le constructeur de lotissements pour aînés qui tarde à nous faire profiter du redressement du marché immobilier américain. Nous notons cependant que la perte se réduit par rapport à l'année précédente et que le carnet de commandes tend « à prendre du ventre ». Le projet d'auto-route *Poinciana* semble enfin se débloquer, ce qui pourrait permettre une revalorisation de cette participation « dormante ». Nous apprenons aussi un changement de CEO : apparemment, l'ancien, une fois son travail de « Terminator » effectué, laisse la place à un entrepreneur qui sera chargé du redéploiement de la société. En attendant, la VANT a légèrement baissé pour s'établir à 17,16 usd.

Avalon Corporation (USA) Ticker : AWW

Léger bénéfice sur le 3e trimestre et légère perte cumulée pour les 9 premiers mois de l'année pour notre société spécialisée dans le traitement des déchets et l'exploitation de clubs de golf.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Notre « daubasse de qualité » n'en finit plus de nous étonner. Lors de la publication des comptes annuels, la direction s'est montrée très optimiste pour l'an-

News de nos sociétés

née 2013, tant en raison des développements propres à la société qu'en raison des initiatives du gouvernement britannique pour soutenir le secteur immobilier.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Très léger bénéfice de 0,01 usd par action au 3e trimestre qui ne compense en rien les pertes cumulées des 1er et 2ème trimestres. La direction semble assez positive sur l'intégration de Drake, leur dernière acquisition et la vente de certains de ses actifs non stratégiques.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ

Léger sursaut pour notre chinoise agonisante au cours du 3e trimestre : le chiffre d'affaires a été doublé par rapport à la même période de l'exercice précédent et, cumulé à une réduction des dépenses, la perte a été réduite à portion congrue. Cette nouvelle ne semble pas avoir ému le marché plus que cela : il faut dire que les déceptions avec les chinoiseries se succèdent à un tel rythme que nous le comprenons parfaitement. Néanmoins, si l'on se fie aux comptes publiés, l'importance de la VANT (1,25 usd) par rapport au cours actuel (0,08 usd) nous laisse encore un espoir, certes très ténu, de peut-être voir cette aventure se terminer positivement.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Pour les 3 premiers trimestres 2012, la société publie un déficit de -9,4 M EUR vs. -3,9 M EUR sur la même période en 2011. A niveau d'activité constante, cette dégradation s'explique par plusieurs points : un renchérissement des matières premières, une hausse de la charge de la dette et enfin, un effet défavorable de comparaison sur l'impôt (positif sur la période en 2011).

Le titre n'est pas dénué de risque avec un bilan de plus en plus fragile. Mais en contrepartie, le potentiel théorique est en conséquence puisque nous l'estimons supérieur à x10, notamment grâce à la valeur des terrains et de l'immobilier.

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC

Le léger redressement des ventes s'est poursuivi au 3e trimestre et les marges brutes s'améliorent légèrement ... malheureusement toujours insuffisamment pour permettre à la société de présenter des bénéfices. La diversification des activités vers le mobilier pour le secteur de la santé devrait permettre à la société d'être moins tributaire des cycles économiques mais nous avons l'impression que c'est une vraie reprise de la consommation aux US qui pourrait permettre à la société d'enfin « sortir la tête hors de l'eau ». La dernière VANT disponible se situe à 3,48 usd, ce qui laisse une belle marge de sécurité par rapport au cours actuel.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Léger bénéfice au 3e trimestre pour notre spécialiste en pièce de rechange pour véhicules de camping et navigation de plaisance, mais il subsiste une perte cumulée sur les 9 premiers mois de l'année. Comme à chaque communiqué, la

News de nos sociétés

direction reste optimiste pour l'avenir, notamment en raison du développement encourageant des nouveaux canaux de distribution.

CollabRx (USA) Ticker: CLRX

L'ex-Tegal a annoncé une perte importante de 0,68 usd au cours du 2e trimestre 2013. Ceci dit, ces coûts semblent nécessaires à la société pour lui permettre d'opérer sa mue. Reste à voir si cette mue débouchera sur la naissance d'un magnifique papillon et non d'un horrible grillon ... La direction semble, en tous cas, débordante d'optimisme. Pour notre part, nous constatons surtout une augmentation du nombre d'actions en circulation et l'apparition de gros postes de goodwill. Deux éléments qui ont pour effet de faire tomber la VANT largement sous le cours actuel. Ce qui nous oblige à sortir l'action de notre sélection de « daubasses éligibles ».

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

Sur le mois, le titre a repris plus de 10% car l'entreprise a publié ses résultats pour le premier semestre 2012 avec un bénéfice de 1,8 M EUR et s'attend maintenant à réaliser un exercice rentable. Sans nul doute que le papetier hollandais prend des parts de marchés dans un secteur qui subit de plein fouet la baisse des commandes. Nous pensons que Crown Van Gelder a les moyens de sortir gagnante du marasme économique actuel.

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

Cette société est valorisée la moitié de ses fonds propres par le marché à 30 M EUR. Et pourtant, elle a une trésorerie de plus de 13 M EUR et réalise l'exploit d'augmenter sa rentabilité avec un résultat opérationnel de 7,3 M EUR (7,9% du CA) et un profit qui double sur la période à 4,0 M EUR.

L'entreprise familiale de textile semble être victime de la méfiance des marchés vis-à-vis de l'Italie, son pays d'origine, et de la France, son premier marché.

Deswell Industries (Chine) Ticker : DSWL

Depuis Macao, la société Deswell Industries nous livre le bilan de son second trimestre qui montre une situation patrimoniale plutôt stable. Avec une Valeur Net-Net de 3.6780\$ et une Valeur d'Actif Net Tangible de 6.3407\$, en très légère baisse par rapport au rapport précédent.

Sur les 6 premiers mois de l'année fiscale, le chiffre d'affaire s'est contracté de 15%. Par contre, le coût des produits et les coûts d'administration et de vente ont également et respectivement baissé de 15%. Au final, un revenu non opérationnel permet à la société de dégager un profit de 0.014\$, contre une perte de 0.052\$ voici un an sur la même période.

Dundee Precious (Canada) Ticker : DPM.TO

Sur les 9 premiers mois de l'année, le résultat net atteint seulement 20,5 M USD contre 55,0 M USD en 2011. Ce qui explique une part importante de cette chute, c'est la couverture du cuivre qui impacte fortement le résultat de la mine alors qu'il avait un impact fortement positif en 2011.

News de nos sociétés

L'entreprise a toujours une trésorerie importante de plus de 130 M USD de cash. Net des gains réalisés sur l'argent et le cuivre, le coût moyen d'une once d'or en moyenne pour le groupe est attendu entre 115 et 150 USD pour l'ensemble de l'exercice 2012. Avec un cours actuel à plus de 1 700 USD l'once, l'avenir semble plutôt serein pour Dundee Precious Metal.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP

Notre fonds fermé en cours de liquidation a vendu le 6ème étage du *The Misir Building* à Istanbul pour 3,50 M USD, générant une plus value de 2,19 M USD. Cette valorisation est en deçà de la valeur retenue dans le bilan au 30 juin 2012 de 0,26 M GBP.

Il faudra être vigilant sur les prochaines cessions qui devront être réalisées à un prix proche de la valorisation comptable, sinon nous prenons le risque d'être désagréablement surpris sur la valeur liquidative du fonds.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Le cours est toujours suspendu depuis le 27 juin 2012 et nous n'avons que très peu de nouvelles. L'idéal serait un rachat des titres sur le marché pour transformer le fonds coté en fonds « privé » s'il intéresse un acteur du marché ou bien une liquidation des actifs pour rembourser au mieux les actionnaires.

FFP (France) Ticker : FFP.PA

Pas de nouvelles conséquentes pour cette société dont le cours dépend en bonne partie des tribulations de sa principale participation (Peugeot) ballottée de droite à gauche au gré des intérêts politiques et économiques d'un grand nombre d'intervenants. Souvenez-vous cependant que la valeur de marché actuelle de FFP considère que Peugeot vaut 0. Nous notons néanmoins la souscription à un emprunt obligataire lancé par Faurecia et la mise en place d'une couverture partielle sur sa position en Zodiac.

First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO

Après 9 mois d'activité, notre « fermière » préférée affiche une valeur patrimoniale stable avec un biais négatif. Un redressement causé par une rotation des stock de 153 jours alors que la moyenne sur les 3 dernières années était de 112 jours, entraîne la baisse de la Valeur Net-Estate de la société à 36.11DKK, alors qu'elle était de 37.45 DKK le trimestre passé. La Valeur d'Actif Net Tangible est elle aussi en léger recul, à 65.0437DKK alors qu'elle était le trimestre passé de 66.2403 DKK.

Nous observons un chiffre d'affaire en recul de 45% sur le trimestre et de 20% sur les 9 premiers mois de l'année, comparé aux mêmes périodes un an plutôt. Au troisième trimestre, alors que les coûts de production ont baissé de 5.5%, les coût opérationnels ont explosé, augmentant de 34%. Nous pensons qu'ils sont liés au moins pour moitié à la maladie qui a sévit dans le troupeau de vaches. Résultat final, First Farms affiche une perte sur le trimestre de 6.3 millions de DKK au lieu d'un gain de 6.6 millions sur le même trimestre en 2011. Sur les neufs premiers mois, les pertes s'aggravent à 12 millions de DKK, alors qu'un an plutôt, la société affichait un profit de 7.9 millions de DKK.

News de nos sociétés

La direction nous explique que la sécheresse en Roumanie n'a pas eu un impact excessif pour la société, vu que le prix des céréales est plus élevé qu'attendu....ce qui compense donc la production plus réduite.

Le problème actuel de First Farms est donc situé en Slovaquie et plus précisément lié au prix du lait et à un problème de santé du cheptel. Tout d'abord, le prix du lait est plus bas qu'attendu et si la direction espère un petit redressement au quatrième trimestre, elle pense néanmoins que les prix resteront bas. Second problème, la maladie de ses « grosses vaches » slovaques. Nous devons avouer que nous avons été assez inquiets et nous avons mené des recherches rapides, pour comprendre la part de responsabilité de la direction et aussi quel type de maladie c'était. En fait nos (et vos) vaches souffrent de « mycoplasme » - Apparemment, c'est une sorte de pneumonie qui, heureusement, ne peut pas être transmise à l'homme (First Farms peut donc toujours commercialiser son lait) .

- Par contre, on indique que la maladie provoque des mammites, ce qui, en général se traduit par une diminution tant de la production de lait que de la qualité de celui-ci et augmente très fortement la mortalité chez les veaux (en élevage laitier, la vente des veaux représente, du moins en Belgique, +/- 30 % des recettes générées par une vache). Elle provoque aussi de l'arthrite et donc la boiterie du bétail, ou encore des otites.

- La maladie résiste aux antibiotiques classiques, il faut donc utiliser un antibiotique particulier pour combattre la maladie, d'où l'importance pour le responsable du cheptel d'être un bon « prophylacteur » afin de donner immédiatement le bon traitement.

- Justement, pour sauver les vaches, il faut l'antibiotique adéquat et que le traitement commence le plus tôt possible et soit maintenu sur une dizaine de jours au moins. Le problème est que, même après traitement, les vaches qui ont été atteintes de mammite restent porteuses de la bactérie à vie. Dans ce cas précis, on conseille l'abattage des vaches atteintes.

- Il est difficile de prévenir la survenance de la maladie : on peut faire une analyse sur tous les animaux entrants dans le troupeau mais le coût de ces analyses est très élevé. Il existe aussi un vaccin utilisé aux US mais lui aussi coûte cher. Après ces recherches, nous avons l'impression qu'il n'est pas possible d'incriminer le manque de compétence de la direction et des responsables élevage de la société.

Nous pensons aussi que les hasards liés à l'agriculture se sont négativement accumulés cette année pour First Farms: les prix du lait, la sécheresse en Roumanie et enfin la maladie des vaches... Le cours a évidemment dévié pas mal avec ces nouvelles ayant occasionné des pertes et tourne autour de 30 DKK aujourd'hui. Nous sommes bien décidés à renforcer cette société, mais nous exigeons désormais une décote de 30% sur sa Valeur Net Estate, ce qui signifie avec ce bilan que nous ne renforcerons pas avant 25 DKK.

Dernière information, le CEO et le président de la société ont récemment acheté pour 40.000 euros d'actions, soit 0.2% des actions en circulation.

News de nos sociétés

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Le second actionnaire (avec 5,5% du capital détenu) de l'entreprise considère que le titre est sous-valorisé et souhaite que l'entreprise vende une de ses divisions pour créer un peu de valeur pour l'actionnaire. Timothy Stabosz, nous sommes à 100% à tes côtés !

L'entreprise technologique a sorti ses résultats annuels avec un déficit de 48,6 M USD. C'est « mieux » que le précédent exercice, mais reste néanmoins exécrable. Nous sommes bien en présence d'un management daubasse... Espérons que l'actionnaire Stabosz réussisse à tirer quelque chose du management qui continue de dépenser plus de 15 M USD en R&D chaque année. La société est aujourd'hui valorisée 2,5 années de dépenses de R&D et le potentiel que nous calculons sur la VANE est encore exponentiel à +600%.

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

A cause du ralentissement économique et qui frappe particulièrement l'Italie, l'activité sur les 9 premiers mois de l'année est en baisse de 12% par rapport à la même période de 2011. Le résultat opérationnel est en baisse de 77% à 3,6 M EUR et le bénéfice ressort à 0,6 M EUR, soit une chute de 95%. Malgré une rentabilité en forte baisse, ce qui nous rassure quelque peu, c'est que la société réussit à limiter la casse en générant encore un peu de profits et en ayant allégé ses charges et son programme d'investissement en conséquence.

Nous notons que les fonds propres sont toujours supérieurs à 140 M EUR pour une valorisation boursière inférieure à 40 M EUR.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Les exercices se suivent et se ressemblent pour Jemtec. Sur l'exercice clos au 31 juillet 2012, l'activité a baissé de 17% à 777 k CAD par rapport à l'exercice 2011. Le petit point positif est que le déficit se réduit, passant de -219 k CAD en 2011 à -138 k CAD. La trésorerie reste toujours abondante à 3 M CAD (soit 2 fois la valorisation actuelle) mais se réduit au fil des ans... Le management prévoit d'ailleurs déjà une perte de 140 k CAD pour 2013... mais n'exclut pas un rapprochement avec un acteur du secteur. A suivre.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Belle performance pour le titre ce mois-ci à +26%. Certainement suite à l'annonce le mois précédent d'un bon exercice en cours. A moins que le management et/ou la société ne soit en train de racheter des titres sur le marché ?

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Notre fabricant de salons a présenté des résultats relativement satisfaisants au 3e trimestre : certes, le résultat d'exploitation reste négatif (cependant nettement moins que la même période de l'année précédente) mais la marge brute s'améliore sensiblement et les coûts semblent contrôlés. Ce sont surtout les performances commerciales en Europe qui continuent de pénaliser le groupe car en Amérique du Nord, devenu le premier marché de l'entreprise italienne, la croissance semble bel et bien de retour. Nous notons aussi que l'EBITDA est à l'équilibre sur les 9 premiers mois de l'année.

News de nos sociétés

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Bonne nouvelle ! La mine à ciel ouvert aux Philippines DIDIPIO a commencé à produire la dernière semaine de novembre. C'est une double bonne nouvelle car :

- 1) les fortes dépenses en CAPEX vont s'arrêter et donc notre minière va arrêter de brûler son cash, du moins pour ce projet-là.
- 2) si les prévisions sont maintenues, les coûts d'extraction de l'or étant très faibles, cette nouvelle mine devrait booster à moyen terme la rentabilité de OceanaGold avec une production attendue de 100.000 onces d'or et 14.000 tonnes de cuivre par an pour une durée d'exploitation prévue de 16 ans.

Mauvaise nouvelle !

La société vient de procéder à une augmentation de capital à un prix de 3,11 %, augmentant ainsi le nombre d'actions en circulation de 10 %. Une dilution qui reste légère mais dont nous nous serions bien passé.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Contrairement à son concurrent national (Ricchetti), malgré une baisse de son activité de 8,7 M EUR sur les 9 premiers mois de l'année, Panaria Group a réussi à maintenir un résultat opérationnel positif de 14,4 M EUR et grâce à un crédit d'impôt de générer un petit profit de 0,4 M EUR. Alors que son concurrent subit de plein fouet la réduction de la demande mondiale, Panaria profite de son exposition sur des marchés qui ne connaissent pas de ralentissements : USA (+25%) et les pays émergents d'Asie, Océanie et Pacific (+20%). Ces deux zones représentent près de 40% du CA du groupe. Une stratégie qui semble payante.

Paradise Inc (USA) Ticker : PARF

La société signe un nouveau trimestre excellent, clôturé en septembre. Même avec un très léger retraitement causé par l'allongement des délais de paiement de ses clients, dû comme chaque année, à la cyclicité de son activité, la société augmente sa Valeur Net-Net à 28.43\$, ainsi que sa Valeur Net Estate à 40.30\$. Sa VANT s'établit à 38.70\$.

Sur ce troisième trimestre, les ventes de notre confiseur préféré sont en augmentation de 11% par rapport au troisième trimestre 2011, et sur les 9 premiers mois de l'année les ventes ont augmenté de 6.6%. Les profits net ont quant'à eux bondit de 44% sur le trimestre et sur les 9 premiers mois de l'année de 70% !

Nous finirons sans doute par regretter d'avoir dans nos listes une Daubasse dont le risque est extrêmement limité et dont le potentiel est de 112% au cours de 19\$ et de ne pas la posséder en portefeuille. En fait, c'est en raison d'un manque chronique de liquidité des échanges que nous n'avons jamais franchi le pas.

SAM (France) Ticker : SAMP.PA

Au cours du 3e trimestre, les ventes à périmètre comparable (donc en dehors des dernières acquisitions) ont légèrement augmenté, ce qui est satisfaisant compte tenu du contexte économique et des secteurs dans lesquels sont actifs

News de nos sociétés

les clients de l'entreprise (bâtiment et automobile). Sur les 9 premiers, les ventes à périmètre constant restent toutefois en légère diminution.

Scott's Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD

Commençons par la plus ou moins bonne nouvelle que nous pourrions intituler « Quand les actionnaires décident de secouer le cocotier fourni d'une Daubasse, il est possible qu'il pleuve des noix de coco remplies de Dollars ». En effet, notre marchand de savon préféré a décidé de vendre son immobilier pour une valeur de 9.5 millions ou 0.87\$ par action, soit environ 3 X le cours actuel. Mais un actionnaire détenant 7% de la société, du nom de... Timothy Stabosz (encore lui!!!; voir la valeur **Hutchinson**) a déposé une lettre à la SEC pour demander officiellement une réunion des actionnaires et de la direction afin de discuter de ce qui sera fait avec les liquidités de cette vente. Monsieur Stabosz présenté comme un investisseur « deep value », inspiré de Graham and Dodd et donc un chasseur de Daubasse, argumente cette demande par le fait qu'une direction ayant détruit de la valeur pendant les 15 dernières années, n'est peut-être pas complètement en mesure de gérer autant de cash ! Et votre Equipe préférée est entièrement d'accord avec ce collègue chasseur. Ce qui aurait pu être une très bonne nouvelle et qui s'est donc transformé en plus ou moins bonne nouvelle, c'est le prix auquel va être vendu l'immobilier de notre savonnier, 0.87\$ par action, alors que le prix d'acquisition des immeubles est de 1.5988\$. En gros, ils larguent à moitié prix. Et en plus ils vont devoir relouer leur propre bâtiment, ce qui pourrait expliquer le prix de vente très faible, s'ils ont négocié au rabais, un contrat de *lease* à long terme avec le nouvel acquéreur. Ce qui n'est pas, vous en conviendrez, en faveur de l'actionnaire, puisque la direction, non satisfaite d'avoir détruit de la valeur, brade cette fois la valeur patrimoniale de la société... C'est à notre avis pour cette raison que Timothy Stabosz serait partisan de demander un dividende exceptionnel, pour être certain de rentrer dans ses frais, avant que la direction ne fasse une méga fiesta et ne dilapide les liquidités... Et nous l'espérons également, car sans cet immobilier, et une fois le dividende exceptionnel distribué ou le cash évaporé, Scott Liquid Gold ne sera plus une Net Estate... Voyons voir comment tout cela se terminera. Mais il semble de moins en moins probable que nous fassions gros profit sur cette société, qui sur le papier a encore un potentiel de 236% au cours actuel de 0.28\$, alors que nous l'avons achetée le 14 avril 2010 au prix de 0.2888\$ par action, frais inclus.

La seconde nouvelle, c'est que le rapport trimestriel de fin septembre traduit une nouvelle détérioration de la valeur patrimoniale de la société, avec une baisse de la valeur d'actif net tangible à 0.5989\$. Le délai de paiement des factures par les clients étant passé de 19 jours en moyenne sur les 3 dernières années à 27 jours dans ce dernier bilan, nous avons effectué un redressement de 0.018\$, sur la valeur Net Estate de la société, qui s'établit par conséquent à 0.9413\$.

La cause de cette détérioration se trouve dans le compte de résultats où les ventes sur les 9 premiers mois de l'année sont en recul de -3%, par rapport à la même période un an plutôt. Tandis que l'ensemble des coûts a grimpé de 5%, avec la médaille d'or aux frais d'administration qui ont grimpé de 10%. C'est là

News de nos sociétés

que l'on se rend compte que la direction ne parvient pas et n'a surtout pas trop la volonté de sortir du cercle vicieux dans le quel elle se trouve, si elle n'entreprend rien pour agir sur les coûts sur lesquels elle peut agir. Résultat final de ces neuf premier mois, une perte de -0.08\$ en place et lieu d'un profit de 0.02\$ l'année passée sur la même période.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1739.10 euros.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

C'est toujours et encore la même chanson, avec ce nouveau bilan de Taitron clôturé au 30 septembre, une valeur patrimoniale stable avec encore et toujours le même biais négatif, à savoir une très légère érosion de la valeur patrimoniale de la société. La Valeur Netnet s'établit à 2.1189\$, en recul de 2.40% et la Valeur d'Actif Net Tangible est de 3.2128\$, en recul de 1%.

Comme toujours, les ventes sont en léger recul de 3% sur les 9 premiers mois de l'année, le coûts des produits ayant augmenté de 12% ! Seul fait dénotant dans ce bilan et dans la routine habituelle des autres bilans, les frais de ventes et d'administrations qui sont en recul de 14.20%. Pourrions-nous à partir de ce fait finalement anodin, penser que la direction a commencé à travailler pour les actionnaires, en prenant le taureau par les cornes. Difficile à dire, sur ce seul bilan, bien que nous pouvons sans doute dire que c'est un premier pas, enfin ! Résultats des courses, la perte nette est de 0.14\$ par action, alors que sur la même période un an plutôt elle était de 0.09\$.

Nous notons aussi que le rachat d'action des deux fondateurs / directeurs se poursuit depuis que nous avons arrêté de les comptabiliser et que le cours de Taitron est aujourd'hui à 1\$. Il est extrêmement difficile de faire une analyse de ces rachats d'action qui ont lieu depuis un an maintenant. Mais si dans un premier temps on pouvait imaginer que ces rachats étaient destinés à soutenir le cours pour la maintenir au-dessus de 1\$ (afin d'éviter un délistement), plus les rachats se prolongent, plus on peut concrètement penser que les deux fondateurs le font sur base de la valeur de leur société qui nette de dette vaudrait 3X le prix actuel. L'affaire est donc toujours à suivre.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

La société annonce le paiement d'un dividende exceptionnel de 0.47\$ par action, payable au 26 décembre 2012. La société a vendu un immeuble pour une valeur de 30 millions de dollars, ce qui n'est pas inintéressant même si la double taxation nous fera perdre plus de 35%. Cela dit, à notre prix d'achat de 0.75\$, cela représente un dividende net d'un peu moins de 50% !

Universal Security Intruments (USA) Ticker : UUU

Dans le bilan du deuxième trimestre clôturé le 30 septembre, nous observons une certaine stabilité de la valeur patrimoniale de la société avec un léger biais négatif. Le retraitement que nous avons effectué sur la Valeur Net-net dû à l'allongement de la durée de rotation des stocks le trimestre précédent, se pour-

News de nos sociétés

suit, la VANN s'établissant à 3.84\$, en recul de 5%. La Valeur d'Actif Net Tangible s'établit à 10.46\$, en recul de 1%.

Nous notons toutefois que sur le trimestre, les ventes ont augmenté de 3.0%, alors que sur les six premiers mois de l'année les ventes ont augmenté de 14.8%, comparé aux mêmes périodes un an plutôt. Ce qui est moins plaisant, c'est que les coûts de ventes et d'administration, aussi bien sur ce trimestre que sur les six premiers mois de l'année, sont en augmentation de pratiquement 20%. Au final, sur ce trimestre, la perte nette a été réduite à -0.09\$ par action, au lieu de -0.13\$ un an plutôt. Mais sur les 6 premiers mois de l'année, la perte nette s'est plutôt aggravée à -0.25\$ au lieu de -0.13\$, un an plutôt.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

La valeur patrimoniale de la société au 30 juin nous montre une valeur patrimoniale assez stable avec une Valeur Netnet à 13.95 euros et une VANT de 17.47 euros.

Dans le compte de résultat, le chiffre d'affaire intégralement composé de la vente d'électricité au Brésil est en recul de 11%. La société affiche un profit net sur les 6 premiers mois de l'année de 0.35 euros par action, grâce à la vente de bons d'état brésilien.

Au chapitre des nouvelles sur les projets en cours, la direction nous délivre les informations suivantes:

- En Inde, le Groupe a poursuivi le développement des concessions hydro-électriques de l'Arunachal Pradesh obtenues en 2007. Les équipes travaillent à l'acquisition des terres, à l'obtention des diverses autorisations administratives locales et centrales et à la finalisation des études techno-économiques.
- Au Laos, le groupe a avancé sur les études techniques des projets Nam Ang Tabeng (35 MW) et Nam Phouan (25MW) et devrait bientôt pouvoir se prononcer sur la faisabilité technique et économique (rentabilité) du projet Nam Phouan.

Le groupe prospecte également, à un stade plus ou moins avancé selon les projets, dans d'autres pays émergents dont l'Indonésie.

Espérons que l'année 2013 verra le feu vert donné à la réalisation du projet Nam Phouan au Laos.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Le cimentier italien voit son activité réduire de 36% sur les 9 mois de 2012 par rapport à 2011. Mais les coûts sont en baisse de 38%, ce qui permet de générer une rentabilité opérationnelle positive de 0,2 M EUR. Seuls les amortissements (impact non cash) viennent impacter le résultat qui ressort à -0,6 M EUR.

La décote sur le patrimoine reste conséquente puisque les fonds propres ressortent à plus de 95 M EUR pour une valorisation boursière de 30 M EUR.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

En raison de la conjoncture économique, le résultat d'exploitation de notre groupe italien de BTP se tasse au cours des 9 premiers mois mais reste néanmoins largement bénéficiaire. Rappelons que ce résultat d'exploitation est uniquement constitué des résultats des sociétés opérationnelles et non des partici-

News de nos sociétés

pations financières en Cementir, Generali et Acea. Le carnet de commandes reste très impressionnant, représentant toujours 7 fois le chiffre d'affaires 2011.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net par titre ressort à 1,245 USD au 31 octobre 2012.

Lors d'une Assemblée Générale Extraordinaire, ont été votées des dates supplémentaires pour l'exercice des Warrants, en plus du 13 décembre 2012 : le 25 avril 2013 et le 25 septembre 2013, à un cours inchangé de 1,196 USD.

Le fonds a encore racheté une partie de ses actions sur le marché : 72.000 actions à un prix moyen de 0,95 USD et détient désormais plus de 1% de son capital.



Analyses de société

Coil

(Paris, Ticker: ALCOI.PA / ISIN : BE0160342011)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Coil est une société belge créée en 1972. Côtée depuis 1996, elle est active dans l'anodisation. Cela consiste en un procédé par électrolyse qui permet de couvrir l'aluminium de couches protectrices. Les débouchés de l'entreprise sont essentiellement les secteurs du

bâtiment et de l'automobile. Nous avons donc affaire à une activité très cyclique.

Coil est leader mondial dans son domaine. Les sites de production sont situés en Belgique et en Allemagne. L'essentiel des recettes provient d'Europe (en Allemagne pour plus de 50 % du chiffre d'affaires) mais des ventes sont réalisées en Chine. De plus, la société est en train de développer un réseau commercial en Indonésie, au Vietnam, au Brésil et en Inde.

L'année dernière, un de ses principaux concurrents en Europe, Italifinish, a fait faillite, ce qui lui permet, en récupérant une partie de ses clients, d'atténuer le choc dû au ralentissement économique. Néanmoins, depuis le mois d'août, une ancienne branche d'activité de Coil, Anodizer United, a décidé de reprendre les actifs d'Italifinish. La disparition du concurrent n'aura donc peut-être été qu'éphémère.

La faible rentabilité sur les capitaux investis et la cyclicité de l'activité liée aux perspectives économiques moroses dans le monde en général et la zone euro en particulier maintiennent le cours de l'action à un niveau très faible. La direction a d'ailleurs décidé de geler une partie des plans d'investissement en Allemagne.

Le 15/11/2012, nous avons acheté des actions Coil à un coût de revient, frais de courtage inclus, de 2,78 euros.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 30/06/2012.

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

Nous relevons un actif courant de 5,41 euros par action, duquel nous soustrayons les dettes pour 7,36 euros par action. Nous déduisons aussi 0,04 euros sur la valeur des créances en raison d'un allongement anormal du délai de paiement des clients de COIL. La VANN de Coil est donc négative pour -1,98 euros par action.

Analyses de société

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

La société détient des immeubles qu'elle a acquis pour 8,70 euros par action. Après application de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 %, nous pouvons établir la VANE de Coil à 4,98 euros.

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



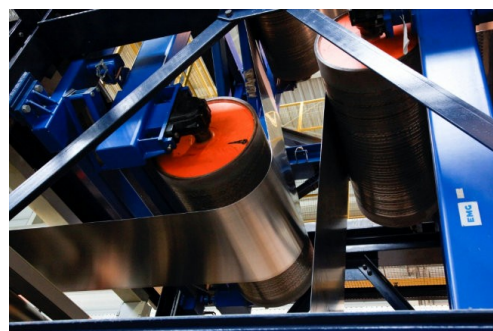
Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste le plus important : les **créances commerciales**. Elles sont en moyenne payées à 84 jours, en forte hausse par rapport aux exercices précédents. Pour cette raison, notre calcul automatique de la VANN a déjà réduit la valeur que nous retenons pour ce poste de 1 %. Cela nous semble insuffisant en fonction des secteurs très cy-

cliques dans lesquels sont actifs les clients de Coil. De plus, la direction n'a acté aucune provision pour créances douteuses. Dans cette optique, il nous semble important de prendre une marge de sécurité importante sur ce poste. Nous décidons de réduire sa valeur aux comptes de 30 % et l'amputons donc de 0,96 euros par action.

Les **stocks** nous semblent valorisés un peu plus prudemment : ils « tournent » en moyenne à 42 jours, en légère hausse par rapport à la moyenne des derniers exercices, rotation qui nous semble assez faible mais qui correspond bien à l'activité de Coil qui, si elle fabrique certaines pièces, est surtout un prestataire de service qui traite des matériaux pour le compte d'autres industries. La direction a acté 16,5 % de réduction de valeur sur la valeur brute de l'inventaire. Celui-ci est composé en grande partie de pièces de rechange. Compte tenu de ce qui précède, nous prenons une marge de sécurité de 30 %, soit 0,31 euros par action.

Remarquons aussi la **trésorerie** disponible qui représente 1,20 euros par action, soit plus de 40 % de notre coût d'acquisition.

Sur le plan des **actifs immobilisés**, outre les **immeubles** pris en compte dans le calcul de la VANE, nous reprenons quelques **immobilisations financières** à titre de cautionnement pour 0,11 euros. Nous prenons en compte également les **équipements de production** pour 5 % de leur valeur d'acquisition, soit 1,82 euros par action.



Analyses de société

Le **plan d'options** est tellement marginal que nous n'en tenons pas compte dans les **sources de dilution**. Nous n'avons pas relevé non plus d'**engagement hors bilan significatifs**.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de Coil en cas de mise en liquidation volontaire à 5,64 euros.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



Au cours des 5 derniers exercices, la société a généré un résultat d'exploitation moyen de 0,60 euros par action. Nous amputons ce montant de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, actualisons à 12 %, ajoutons la trésorerie de l'actif et déduisons les dettes financières. Nous obtenons ainsi une VCB de 0,87 euros par action.

VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 2,78 euros, nous obtenons nos actions COIL avec une marge de sécurité de :

- 44 % sur la VANE
- 51 % sur la VLMV

Le problème de la société, c'est qu'elle est forte consommatrice de capitaux comme d'ailleurs un grand nombre d'entreprises industrielles. La rentabilité sur les capitaux investis est donc, de ce fait, assez faible comme en témoigne le bas niveau de la VCB.

Néanmoins, nous pensons que la technologie de l'anodisation nécessite un savoir-faire particulier qui pourrait, pour Coil, constituer une jolie cerise sur le gâteau. Sa position de leader mondial dans son secteur et ses velléités de diversification vers les pays émergents sont autant d'autres catalyseurs possibles.

Nous notons que notre cours d'achat était très proche du plus bas depuis que la société a été introduite en bourse.



Analyses de société

Pursuit Dynamics PLC

(Londres, Ticker: PDX.L / ISIN : GB0030310964)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Pursuit Dynamics PLC est une société anglaise spécialisée dans la technologie industrielle. Ses produits et services s'adressent à de nombreux secteurs comme l'agro-alimentaire, la santé, le nucléaire, la défense et toutes les entreprises qui utilisent des lignes de production.

Pursuit Dynamics commercialise principalement deux produits. Le premier s'appelle le *Vapour Jet Technology* qui est principalement utilisé dans la désinfection, aussi bien dans l'industrie alimentaire que dans les hôpitaux. Sa spécificité est surtout de pouvoir atteindre des zones plus difficiles, des endroits que le matériel habituel de désinfection n'est pas en mesure d'atteindre. Cet appareil sert aussi à la décontamination radioactive.

Le second produit s'appelle le *Raptor Technology*. C'est en fait une mini-chaîne de production destinée principalement à l'agro-alimentaire et dont l'attractivité réside dans les *process* de production plus court demandant moins d'énergie.

Pursuit Dynamics propose aussi des services aux entreprises. Il s'agit cette fois de projets à la carte sur des chaînes de production afin d'en réduire les coûts et plus principalement ciblés sur des gains d'énergies.

Les revenus de ces services sont générés de trois manières. Pursuit Dynamics met au point dans une partie ou dans l'ensemble de la ligne de production, d'une société spécifique, une technologie voire plusieurs technologies qui permettent à la société des gains de rentabilité. Une fois cette technologie au point, Pursuit Dynamic dépose un brevet et atteste donc de cette manière que ce procédé technologique, ou cette technologie, est sa propriété intellectuelle. Le client peut ensuite acheter le brevet à Pursuit Dynamics et donc devenir propriétaire du brevet: c'est la première manière de générer des revenus. Pour la seconde possibilité, si le client ne désire pas acheter le brevet, il lui est proposé de payer une commission sur la marge de rentabilité supplémentaire générée grâce à sa technologie. Le client n'est alors pas propriétaire du brevet. La troisième source de revenu se situe dans la maintenance de ces produits.

Actuellement, Pursuit Dynamics possède 200 brevets qui trouvent leur application dans 40 secteurs d'activité différents.

Après cette brève description des produits et du business de Pursuit Dynamics, nous comprenons mieux la partie service qui exige un certain temps avant de générer des revenus. La direction explique le temps que prennent les diffé-

Analyses de société

rentes étapes : de 0 à 1 mois pour développer les idées, de 1 à 3 mois pour tester la faisabilité et les besoins en capitaux, de 3 à 15 mois pour valider la technologie (construction pilote et mise à l'essai) et de 15 à 18 mois pour la négociation commerciale. Dans le meilleur des cas, il faut 19 mois à tout nouveau projet pour générer des revenus et dans le « pire » des cas, 37 mois.

Actuellement Pursuit Dynamics déroule un projet technologique sur une ligne de production de Procter & Gamble, en Angleterre.

Voici les revenus de l'année 2011 par secteur:

- 64% : Bière et agro-alimentaire
- 23% : Licence industrielle
- 11% : Santé et sécurité
- 2% : Bioénergie

Au niveau de la répartition géographique, les revenus sont les suivants:

- 85% : UK
- 10% : Europe
- 4% : USA
- 1% : Reste du monde



Nous vous proposons donc cette analyse de la société avec le bilan semestriel clôturé au 31 mars 2012, mais tenant compte de l'augmentation de capital qui a eu lieu le 16/11.

Le 23/11/2012, nous avons acheté des actions Pursuit Dynamics à un coût de revient de 3,30 pence.

Pour plus de clarté, nous vous proposons les différents chiffres en pence et pas en livres sterling. Une livre sterling valant 100 pences.

Analyses de société

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



La société possède un actif courant d'une valeur de 5,95 pences et a des dettes de 0,69 pences. Après un petit retraitement de 0,01 pences dû à un ralentissement de la rotation des stock, sa valeur d'actif net-net est donc de 5,26 pences par action.

Nous pouvons également ajouter un fait de plus en plus rare depuis 2008 :

Pursuit Dynamics est une triple net. En effet, son seul cash amputé de l'ensemble du passif représente 4,78 GBp, soit 44 % de plus que notre coût d'achat.

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

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

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

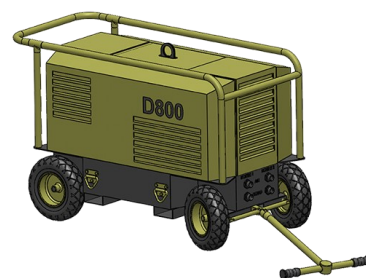
Voyons maintenant de quoi est composé le bilan. Dans les actifs courants, les **liquidités** d'abord que nous reprenons intégralement pour 5.45 pence.

Le **compte client** vaut 0.41 pences. Face au manque de détails sur le nom des clients qui font appel à la technologie de la société, nous amputons ce poste de 20% et le reprenons donc pour 0,33 pences.

Le **stock** vaut 0.09 pences. Dans le rapport annuel 2011, nous observons que la société a 90% de produits finis et 10% de produits en cours de fabrication. Comme nous observons également que la rotation des stock est extrêmement courte, soit de 4,9 jours en moyenne sur les 3 derniers exercices et que nous avons déjà redressé le stock de 0.01 pence (car le délai a augmenté à 6 jours dans le dernier bilan), nous prenons une nouvelle marge de sécurité de 20%. En cas de mise en liquidation volontaire, nous reprenons le stock pour 0.08 pence.

Dans les actifs à long terme, nous ne tenons pas compte des **intangibles**, fidèles à nos habitudes, bien qu'ils ne représentent que 0.03 pences.

Dans les **propriétés et équipement**, nous retrouvons des machines et des aménagements, et un actif fixe en construction (nous n'avons pas la moindre précision si c'est une ligne de production ou un bâtiment). Nous reprenons le tout pour 10% de la valeur inscrite au bilan, soit 0.09 pences.



Analyses de société

Actif courant

- Liquidités : 5.45 pences
- Comptes clients : 0.41 pences
- Stocks : 0.09 pences

Actif immobilisé

- Propriétés et équipements : 0.09 pences

Nous avons donc un actif total de 6.04 pences



Hors bilan nous avons trouvé des *leases*, pour une valeur de 0.58 pences par action, que nous déduiront intégralement. Les options ont des prix d'exercices trop élevés pour être retenues.

Si nous soustrayons les dettes de 0.69 pences et les locations de 0.58 pences de l'actif total, nous trouvons donc une valeur de mise en liquidation volontaire de 4.77 pences.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

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

VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 3.30 pences, nous disposons d'une marge de sécurité de :

- 37 % sur la valeur net-net
- 31 % sur la valeur triple net
- 31 % sur la VLMV

Sur le papier et dans l'état actuel du bilan, il est possible d'acheter 4.78 pences de cash, après remboursement de toutes les dettes, avec 3.30 pences de cash tiré de notre poche! Une situation bien entendu de « conte de Noël », nous n'en sommes d'ailleurs plus très loin !

Mais la réalité de Pursuit Dynamics, nous semble bien entendu plus difficile à appréhender. Si la société continue à enregistrer des pertes de 2.75 pences par action, comme ce fut le cas dans les 6 mois qui se sont précédemment écoulés et dont atteste le dernier bilan, il ne restera plus rien en caisse au bout d'une année !

Analyses de société

Peut-on croire la direction qui explique dans le bilan annuel de 2011, l'année où les différents secteurs d'activité connaîtront une certaine stabilité et de la profitabilité ?

La direction, dans un magnifique tableau coloré, nous explique que le secteur brasserie et agro-alimentaire, ainsi que le secteur des licences industrielles, seront stables et profitables en 2012. Tandis que le secteur de la santé et des bioénergies ne le seront pas avant 2013 et qu'une autre activité, de traitement des déchets cette fois, a démarré et est à l'étude.

Peut-on trouver, dans le dernier bilan, des faits pour corroborer ces affirmations ?



Tout d'abord, il est clair que le secteur brasserie et agro-alimentaire, ainsi que le secteur des licences industrielles, représente dans le dernier bilan 87% des revenus. Ce que l'on remarque également, c'est que les revenus des 6 premiers mois de l'année fiscale 2012 sont à peu près égaux aux revenus de 2011, mais sur l'année entière ! Ce qui pourrait signifier que ces revenus pour-

raient pratiquement doubler en 2012. D'autres part, les dépenses ont également augmenté de 48% par rapport aux six premiers mois de l'année 2011. Or, comme nous avons une petite idée sur le business et le temps de finalisation nécessaire à tout nouveau produit, et donc du décalage nécessaire entre la réalisation et les revenus, ces dépenses sont sans doute un signe que la société fabrique des produits qui seront probablement vendus dans les prochains mois et généreront donc des revenus.

Le véritable danger serait évidemment que les innovations ayant généré des dépenses, ne se transforment pas en revenu.

Nous observons aussi que la société émet des nouvelles actions « à tour de bras », ce qui a un effet dilutif certain pour les actionnaires en place.

Nous savons enfin, et comme toujours pour la partie noire de l'affaire, que la société pourrait aussi valoir 0 pence relativement rapidement puisque ses seuls actifs tangibles sont finalement du cash.

Pour le côté plus rose, il est vrai qu'il suffirait d'une innovation réussie et par exemple testée en Angleterre dans une usine de production, et d'une multinationale qui déciderait d'équiper toutes ses usines de production dans le monde pour déclencher un *bagger* des grands jours. Et avec ce type de société technologique cela reste tout à fait de l'ordre du possible puisqu'ils ont dépensé en 2011, 1.43 pences de R&D et un peu plus encore en 2010, soit en seulement deux ans quasiment l'équivalent de notre coût d'achat.

Analyses de société

Nous pensons enfin que l'activité, ou les deux activités que la société tente de développer, est à la fois intéressante, voire très intéressante et paradoxale dans la situation actuelle : quelle société n'est pas intéressée par une augmentation de sa rentabilité ? Évidemment, cela demande des investissements et, dans la conjoncture présente, les potentiels clients de Pursuit Dynamics seront-ils prêts à se lancer dans ce type d'aventure ?

La réponse du marché semble claire puisqu'il a rangé Pursuit Dynamics dans la catégorie « Daubasse ».

Nous pensons, contrairement au marché, qu'un risque limité à une « little touch » et quelques « poullièmes » du portefeuille est tout-à-fait compatible par rapport au potentiel très sérieux qui est en jeu.



Analyses de société

Performance Technologies Inc.

(Nasdaq, Ticker: PTIX / ISIN : US71376K1025)

I. Introduction



Performance Technologies est une société, fondée en 1981, qui fournit des solutions réseau aux fournisseurs d'accès, gouvernements et équipementiers (OEM).

En fait, l'entreprise fournit un portefeuille étonnant de services, d'équipements très techniques destinés à l'acheminement des données au sein de réseaux informatiques, ainsi que quelques logiciels basés sur la technologie Linux. Ce que nous retenons surtout, c'est que l'entreprise doit posséder un certain savoir-faire puisqu'elle a dépensé ces 5 dernières années 41,6 M USD en recherche et développement et qu'elle fournit les grandes entreprises de la place : Alcatel-Lucent, Verizon, Bakcell Ltd., Cable and Wireless Guernsey, Comfone, Elephant Talk, Ericsson, GENBAND, Geolink, Globacom, Hawaiian Telcom, Kapsch AG, Leap Wireless / Cricket, Communications de poche, Primus Telecommunications, Siemens, Starcomms, Syniverse, Telefonica Moviles Espana, Tata Communications, Motorola, Nokia, Siemens, Northrop Grumman, Raytheon, Rockwell Collins, Stratus Technologies, Oracle, VeriSign...

Une activité très (trop ?) diversifiée que le management semble vouloir alléger en réduisant ses effectifs et en espérant ainsi revoir son point mort de rentabilité opérationnelle à la baisse. Certainement pas une mauvaise chose mais qui engendre des coûts à court terme.

La présente analyse est établie sur la base des compte du T3 2012 sur un capital composé de 11 116 000 actions et nous ne tenons pas compte des plans d'options car le premier cours d'exercice est de 2,55 USD, soit plus de 3x notre cours d'achat à 0,81 USD frais de courtage inclus.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 2,04 USD par action et a des dettes pour 0,51 USD par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de 1,53 USD par action.

Nous remarquons que dans l'actif non courant figure au bilan une ligne « investissement ». En y regardant de plus près, il s'agit d'obligations d'Etat et de municipalité pour 0,18 USD par action.

Nous pouvons donc retraiter la VANN de ce montant et l'estimer ainsi à 1,71

Analyses de société

USD par titre.

Encore mieux. En ne considérant que les liquidités et leurs équivalents en placements obligataires, nous pouvons obtenir une triple net (le cash + équivalent - total dettes) qui est égal à 0,81 USD par action. Nous avons pu acquérir le titre à sa valeur triple net, ce qui veut dire que l'on a pu obtenir toute la société, son savoir-faire et tous ses actifs pour... rien. Ce qui est toujours agréable.

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



La société possède des terrains à proximité de son siège à Rochester (Etat de New York) qu'elle a acquis pour un montant de 0,4 M USD. Nous reprenons ce montant à 80%, soit 0,04 USD par action et l'ajoutons à la VANN. Nous obtenons dès lors une VANE de 1,56 USD par action ou une VANE retrai-tée avec les titres obligataires de 1,74 USD par action.

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

Jetons un coup d'œil à ce qu'elle a dans le ventre.

Dans l'actif courant, les **liquidités et leurs équivalents (obligations d'Etat)** d'abord que nous reprenons pour leur valeur comptable, soit 1,32 USD par action.

Le second poste est composé des **créances client** pour 0,71 USD dans les comptes. La société a été payée en moyenne à moins de 60 jours en 2011, ce qui est un délai très bon. Nous prenons une marge 20% - nous sommes très prudents - et nous considérons donc uniquement un montant de 0,57 USD par action.

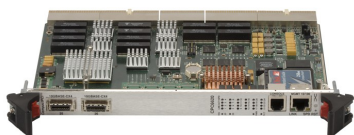
Le **stock** est valorisé 0,43 USD par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 135 jours et sur l'exercice 2011 de 106 jours. Au vu de la forte technologie des produits conçus par Performance Technologies et donc d'une obsolescence plus rapide des produits, et d'une durée de détention relativement « longue » pour du stock, nous préférons être conservateurs et prendre une marge de sécurité de 30%, soit une valeur de stock retenue pour 0,30 USD par action.

Enfin, les **paiements en avance** représentant 0,09 USD par action, sont repris pour leur montant au bilan. Les **impôts sur les bénéfices payés en avance** ne sont pas pris en compte dans notre calcul, car il n'est pas sûr que la société puisse les valoriser avec de futurs bénéfices.

Analyses de société

En ce qui concerne les actifs dits « durables », nous avons d'importantes valeurs d'**intangibles** (achats d'actifs intangibles - comme des brevets par exemple -, et des coûts de développement de logiciels) que nous reprenons prudemment pour 0.

Enfin, nous avons bien des **équipements et matériels** que nous considérons comme trop spécialisés et dont la valeur de marché pourrait valoir quelque chose mais que nous préférons, encore une fois, ignorer.



Nous reprendrons seulement la valeur d'acquisition des terrains de Rochester (NY) que nous valorisons avec une marge de sécurité de 20%, comme dans le calcul de la VANE plus haut, soit 0,04 USD par action.

En **hors bilan**, il est difficile d'établir une valeur sur les potentiels loyers à payer sur leurs différents bâtiments car les baux expirent soit en 2012, soit en 2013. Et nous n'avons pas d'informations supplémentaires dans les comptes au 30 septembre 2012 et ne savons donc pas s'ils seront renouvelés ou non, ni pour quelle durée.

Le **total du passif** représente 0,51 USD par action.

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

Actif courant

- Liquidités et équivalents : 1,32
- Poste client : 0,57
- Stock : 0,30
- Paiements en avance : 0,09

Actif immobilisé

- Terrains : 0,04

Nous avons donc un actif total équivalent à 2,32 USD par action, duquel nous soustrayons le passif de -0,51 USD et obtenons une VMLV de 1,81 USD.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société ayant généré seulement 2 années de profit sur les 5 derniers exercices, il nous est impossible de calculer de VCB.

Analyses de société

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 0,79 USD, nous avons pu acquérir des titres de Performance Technologies avec une décote de :

53% sur la VANN retraité
53% sur la VANE retraité
55% sur la VMLV

Même si l'entreprise est une formidable machine à brûler du cash (la position de cash a été divisée par 2 sur 5 ans passant de plus 30 M USD de cash en 2007 vs 15 M USD au 30 septembre 2011), nous pensons qu'elle a su le transformer en savoir-faire technologique puisque ce ne sont pas moins de 41,6 M USD qui ont été consacrées à la R&D sur la période.

En fait, nous pensons qu'en achetant autour de sa valeur triple nette, pour rappel à 0,81 USD (soit une valorisation d'entreprise de 9 M USD), nous obtenons un bout de terrain et surtout un savoir-faire de plusieurs dizaines d'années, dont 41,6 M USD sur les seules 5 derniers exercices, et ce gratuitement. Et Dieu sait que nous aimons le gratuit !

Enfin, depuis le 9 novembre 2012, le cours de la société est passé sous la barre des 1 USD. Le risque est que l'action se fasse *délistier* du Nasdaq au bout de 90 jours. Est-ce un vrai risque ? Oui et non. En fait, si l'action se trouve cotée sur l'OTC ou Pink Sheet (marchés non réglementés), l'entreprise n'est plus soumise à une obligation de diffusion de l'information aussi stricte que sur un marché réglementé tel que le Nasdaq ou le NYSE. Ceci ne veut pas forcément dire que l'entreprise va arrêter de publier et que les actionnaires seront floués car voyageant à vue. Prenons exemple avec Entorian Technologies, notre dernier *bagger* (x2,5), qui cote sur l'OTC depuis notre achat il y a 2 ans et qui diffusait régulièrement de l'information de qualité.

Tout n'est donc pas rose, et rien nous garantit que l'entreprise ne va pas continuer à « cramer » son cash jusqu'à la dernière goutte et laisser ses actionnaires avec leurs seuls yeux pour pleurer ou alors leur demander de remettre au pot via une augmentation de capital. Rien n'est certain, mais c'est le risque à assumer quand on achète une entreprise pour rien, donc gratis. On dirait que le Père Noël est passé en avance avec un joli cadeau, en tout cas avec un cadeau à l'emballage alléchant... Mais attention, souvent la boîte est plus belle que ce qu'elle contient.



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