

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Diversification dans la valeur: Nokia	page 5
Portefeuille	page 12
News de nos sociétés	page 15
Emission d'options PUT	page 22
Analyse de la société Peel Hotels PLC	page 25
Analyse de la société Tegal Corporation	page 28
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 32

Edito



Quel cinéma!

Tous les ingrédients sont réunis pour une super production western fantastico-financier.

Jugez plutôt :

- le big boss de la plus grande organisation financière mondiale emprisonné pour cause de frasques sexuelles avérées ou supposées
- un superbe « mort-vivant » incarné au choix par l'Euro, le marché immobilier américain ou la Grèce (le choix du casting est assez vaste)
- une mystérieuse bactérie tueuse crée des tensions entre l'Europe et la Russie

Il ne manque plus que le retour du grand prophète Nouriel « Apocalypse » Rou-bini pour nous annoncer que la fin du monde est proche.

Heureusement qu'il y a eu « l'exubérance irrationnelle » du cours de Linked In pour nous remonter le moral... en attendant l'IPO de Groupon.

Évidemment, cher lecteur, vous savez que, pour l'investissement en Daubasses, nous ne nous soucions que peu de l'environnement macro économique... parce que si c'était le cas, nous n'investirions jamais tant les raisons de ne pas acheter sont souvent plus nombreuses que celles d'acheter.

Ainsi, ces derniers jours, nous avons tenté de mettre à profit les explications bredouillantes du CEO de Nokia. Nous vous expliquons cela un peu plus loin.

Mais ce que nous retenons, c'est que le concept « action de qualité » sur une longue période n'est décidément pas pour nous. Au milieu des années 90, No-kia était « the place to be », l'investissement du bon père de famille par excel-

Edito

lence et aussi l'action à la croissance absolue. Combien d'investisseurs n'ont-ils pas, de manière très simple et en apparence rationnelle, projeté dans le futur le taux de croissance passé des bénéfices de Nokia ? La force de la marque, les gains de productivités dus à la taille et à son leadership semblaient de tels avantages concurrentiels.

Pourtant, nous sommes convaincus que les entreprises qui réussissent à maintenir dans le futur un taux de croissance supérieur à la moyenne sont tellement rares qu'il est très difficile de les dénicher. Nos « amis » Fama et French, auteurs de nombreuses études universitaires auxquelles nous faisons souvent référence, ont présenté en 2000 une étude sur les possibilités de prédire la rentabilité à venir des entreprises (en 2000, notez cette date, cher lecteur, en plein sommet de la célèbre bulle techno). Selon eux, une société qui réalise un rendement sur fonds propres supérieurs à celui de ses concurrents verra ce rendement revenir dans la moyenne à raison de 38 % chaque année.

Par exemple, imaginez que les entreprises d'un secteur déterminé réalisent en moyenne un ROI de 8 % par an et que le leader de ce secteur réalise un ROI de 18 % par an. Et bien, statistiquement, le ROI du leader devrait, l'année qui suit, baisser de 38 % de la surperformance, soit de 3,8 %, pour s'établir à 14,2 % et ainsi de suite chaque année pour tendre vers la moyenne. C'est du moins ce qu'ont démontré nos deux compères.

Et, malheureusement pour eux, peu d'investisseurs ou d'analystes tiennent compte de cette tendance lourde de retour à la moyenne.

En ce qui concerne nos Daubasses, la plupart réalisent un ROI inférieur à leurs concurrents et c'est la raison pour laquelle, quant à nous, nous tablons sur ce fameux retour à la moyenne. Et nous n'espérons certainement pas faire de nos histoires de Daubasses un grand western fantastico-financier, ni même un conte de fées, mais juste une petite histoire sans prétention pleine de bon sens paysan.

L'Equipe des Daubasses



Diversification dans la valeur : NOKIA

NOKIA
Connecting People



Dans les années 90, Nokia était l'action « buy and hold » parfaite, celle qu'on pouvait acheter à n'importe quel prix, la laisser dormir 10 ans en portefeuille et ensuite venir constater que son cours avait multiplié par 4 ou 5.

Et pourtant, aujourd'hui, l'action cote... au même cours qu'il y a 13 ans. 13 années de perdues (mis à part les dividendes)...



Evolution de l'action Nokia, cotée sur le Nyse, depuis ses débuts

Et la semaine dernière, particulièrement, ce fut l'hécatombe...

Certes, ses parts de marchés sont en forte baisse et Nokia semble avoir loupé le passage au Smartphone. Son alliance avec Microsoft semble plutôt une association de canards boiteux que de « winners ». Quant à son nouveau big boss, il semble plutôt faire un constat de ce qui ne va pas au lieu de présenter des solutions. Et les explications bredouillées n'ont vraiment rien fait pour rassurer les investisseurs bons pères de famille.

Néanmoins, lors du 1er trimestre 2011, Nokia reste le fabricant ayant vendu le plus de téléphones (un téléphone sur 4 vendu dans le monde est un Nokia) et son nom représente toujours, selon Interbrand, la 8e marque mondiale la plus forte (devant, par exemple, HP, Gillette ou même Apple).

Pour notre part, nous reconnaissons humblement ne pas pouvoir déterminer si Nokia dispose encore d'un quelconque avantage technologique. Néanmoins, quand une société est massacrée, nous aimons bien, dans l'Equipe des Daubasses, déterminer si un investissement dans son action pourrait ou non être intéressant. Et pour ce faire, il n'y a qu'une solution selon nous : déterminer sa valeur. Dans ce but, nous utiliserons deux approches : le calcul de sa VCB telle que nous l'avons déjà présentée sur le blog, mais nous tenterons aussi de déterminer sa Valeur de Création d'une Entreprise Équivalente.

Diversification dans la valeur : NOKIA

I. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

1. Nous relevons les résultats d'exploitation des 8 derniers exercices comptables (données en million d'euros).

2003 : 4 960
 2004 : 4 326
 2005 : 4 639
 2006 : 5 488
 2007 : 7 985
 2008 : 4 966
 2009 : 1 197
 2010 : 2 070

2. Nous ajoutons, à ces résultats d'exploitation, les charges qui ne donnent pas lieu à des sorties de cash, c'est-à-dire en gros, les amortissements et les provisions (ne pas oublier de déduire les reprises d'amortissements ou de provisions le cas échéant).

2003 : + 2 992 = 7 952
 2004 : + 2 059 = 6 385
 2005 : + 1 774 = 6 413
 2006 : + 1 857 = 7 345
 2007 : + 1 269 = 9 254
 2008 : + 3 024 = 7 990
 2009 : + 3 390 = 4 587
 2010 : +2 112 = 4 182

3. Nous calculons l'impôt théorique que devrait payer l'entreprise sur son résultat d'exploitation. Pour ce faire, on peut, par exemple, calculer le taux d'impôt moyen réellement appliqué à la société au cours des 8 exercices comptables étudiés.

- calcul du taux moyen :

2003 : $1\,697 / 5\,294 = 32,1\%$
 2004 : $1\,446 / 4\,705 = 30,7\%$
 2005 : $1\,281 / 4\,971 = 25,8\%$
 2006 : $1\,357 / 5\,723 = 23,7\%$
 2007 : $1\,522 / 8\,268 = 18,4\%$
 2008 : $1\,081 / 4\,970 = 21,8\%$
 2009 : $702 / 962 = 73,0\%$
 2010 : $443 / 1\,786 = 24,8\%$

Soit un taux moyen de 31,3 %.

Diversification dans la valeur : NOKIA

Nous appliquons ce taux d'impôt au REX de chaque exercice afin d'obtenir le flux de trésorerie opérationnel :

2003 : $7\,952 - (4\,960 \times 31,3\%) = 6\,400$
 2004 : 5 031
 2005 : 4 961
 2006 : 5 627
 2007 : 6 755
 2008 : 6 436
 2009 : 4 212
 2010 : 3 534

4. et 5. L'intégralité de ce flux ne revient pas à l'actionnaire : l'entreprise doit assurer des investissements de maintien de son outil de production. Nous allons tenter de distinguer parmi les investissements effectués par la société, ceux qui consistent en investissements de croissance et ceux qui consistent en investissements de maintien ?

a) reprendre le montant des investissements bruts (non amortis) repris au bilan de la société lors des 8 exercices sous revue

2003 : 8 318
 2004 : 7 626
 2005 : 6 910
 2006 : 7 569
 2007 : 11 532
 2008 : 19 113
 2009 : 18 598
 2010 : 18 634

b) reprendre les chiffres d'affaires de ces mêmes exercices comptables

2003 : 29 455
 2004 : 29 371
 2005 : 34 191
 2006 : 41 121
 2007 : 51 058
 2008 : 50 710
 2009 : 40 984
 2010 : 42 446

c) Nous divisons le chiffre d'affaires de chaque année par le montant des investissements bruts de chaque année. On obtient ainsi 8 ratios « CA/ Investissements »

2003 : 3,54
 2004 : 3,85

Diversification dans la valeur : NOKIA

2005 : 4,95

2006 : 5,43

2007 : 4,43

2008 : 2,65

2009 : 2,20

2010 : 2,28

d) Nous moyennons ces 8 ratios et obtenons : 3,67

e) Nous calculons l'augmentation du chiffre d'affaires d'une année à l'autre.

2003 : - 561

2004 : - 84

2005 : 4 820

2006 : 6 930

2007 : 9 937

2008 : - 348

2009 : - 9 726

2010 : 1 462

f) Nous calculons la part des investissements qui a été affectée à la croissance. Pour ce faire, nous divisons l'augmentation du chiffre d'affaires de chaque année par le ratio moyen obtenu en d)

2003 : - 153

2004 : - 64

2005 : 1 313

2006 : 1 888

2007 : 2 708

2008 : - 95

2009 : - 2 650

2010 : 398

g) pour chaque année, nous déduisons les montants obtenus du montant total des investissements réalisés au cours de l'exercice. Le solde correspond, en théorie, à la part des investissements dits « de maintien » et servant à préserver l'outil de travail

2003 : $3\,215 - (-153) = 3\,368$

2004 : $329 - (-64) = 393$

2005 : $-1\,844 - (1\,313) = -3\,157$

2006 : $-1\,006 - (1\,888) = -2\,894$

2007 : $710 - (2\,708) = -1\,998$

2008 : $2\,905 - (-95) = 3\,000$

2009 : $2\,148 - (-2\,650) = 4\,798$

2010 : $2\,421 - (398) = 2\,023$

Diversification dans la valeur : NOKIA

6. En déduisant des flux de trésorerie opérationnels, la portion qui est affectée aux investissements de maintien (telle qu'obtenue en g)), nous obtenons enfin la capacité bénéficiaire qui nous intéresse : les excédents de cash qui peuvent soit revenir à l'actionnaire, soit être investis dans la croissance. Nous déduisons donc des flux de trésorerie opérationnels, l'entièreté des investissements réalisés et obtenons :

2003 : $6\,400 - 3\,368 = 3\,032$
 2004 : 4 638
 2005 : 8 118
 2006 : 8 521
 2007 : 8 753
 2008 : 3 436
 2009 : - 586
 2010 : 1 511

7. Reste une question : nous avons bien calculé la capacité bénéficiaire des 8 exercices différents, mais laquelle devons-nous reprendre ? Nous proposons de prendre une moyenne pondérée de ces capacités bénéficiaires en accordant plus de poids aux résultats récents par rapport aux résultats plus anciens.

2003 : $3\,032 \times 1 = 3\,032$
 2004 : $4\,638 \times 2 = 9\,276$
 2005 : $8\,118 \times 3 = 24\,354$
 2006 : $8\,521 \times 4 = 34\,084$
 2007 : $8\,753 \times 5 = 43\,765$
 2008 : $3\,436 \times 6 = 20\,616$
 2009 : $-586 \times 7 = -4\,102$
 2010 : $1\,511 \times 8 = 12\,088$

Et la moyenne pondérée que nous considérons comme la capacité bénéficiaire historique de Nokia s'élève donc à : $(3\,032 + 9\,276 + 24\,354 + 34\,084 + 43\,765 + 20\,616 - 4\,102 + 12\,088) / 36 = 3\,975$

Nous actualisons cette capacité bénéficiaire en utilisant le taux suivant :

7,50 % (notre taux de base)

+ 1 % pour la direction peu compétente (les explications de Monsieur Elop nous ont, tout comme le marché, plus effrayés que rassurés mais peut-être était-ce le but recherché ?)

+ 5 % pour le risque d'obsolescence technologique

Nous prenons donc un taux d'actualisation de 13,5 % et établissons la valeur de la capacité bénéficiaire de NOKIA à $3\,975 / 13,5 \% = 29\,444$.

Diversification dans la valeur : NOKIA

A cette valeur, nous ajoutons la trésorerie que nous estimons non nécessaire à Nokia pour exercer ses activités. Celle-ci s'élève à 11 056 au 31/03/2011. De ce montant, nous déduisons l'intérêt des minoritaires et les dettes financières, soit 6 594 ainsi qu'un forfait équivalent à 2 % du chiffre d'affaires à titre de « fond de caisse » (848) et le dividende qui vient d'être payé (1 484). La trésorerie excédentaire de NOKIA s'élève donc à $11\,056 - 6\,594 - 848 - 1\,484$ soit 2 130.

Pour obtenir la valeur de capacité bénéficiaire, nous ajoutons ce montant à la capacité bénéficiaire actualisée et obtenons 31 574 ou 8,50 euros par action.

Évidemment, ceci suppose qu'à l'avenir, Nokia présentera une rentabilité équivalente à celle du passé récent et rien n'est moins sûr. Néanmoins, au cours actuel, il existe une marge de sécurité qui ne nous semble vraiment pas négligeable.

II. La Valeur de Création d'une Entreprise Equivalente

Nous utilisons rarement cette approche de la valeur pour nos Daubasses, mais pour une société qui génère encore pour l'instant de confortables cash-flows, elle nous semble avoir tout son sens.

Contrairement au calcul de la VCB que nous venons de vous détailler en long et en large, nous n'utiliserons pas de formule alambiquée pour cette valorisation. En réalité, nous allons prendre la Valeur d'Actif Net Tangible de Nokia au 31/03/11 qui est de 7 129, et déduisons le dividende distribué, soit 1 484. La VANT actuelle est donc de 5 645.

Nous recherchons à présent la valeur de la « marque ». Comme vous vous en doutez, nous sommes incapables de calculer cette valeur... mais les « experts » d'Interbrand l'ont fait pour nous. Selon eux, fin 2010, la marque « Nokia » valait 29 495 M usd ou 20 202 M euros. Nous ajoutons cet actif « caché » à la valeur de l'actif net tangible et obtenons une VCEE de 25 847 M euros ou 6,97 euros par action.

Nous pensons donc que Nokia vaut bel et bien plus que le cours que l'action affiche pour l'instant. Évidemment, il existe des incertitudes quant à la capacité de la direction à ramener la rentabilité de l'entreprise à un niveau raisonnable. Mais d'un autre côté, peut-on penser qu'une société disposant d'un tel savoir-faire et d'une telle renommée puisse sombrer avec pertes et fracas sans qu'aucun concurrent ne se montre intéressé ? (Certains prétendent d'ailleurs que Microsoft serait à l'affût).

Pour notre part, nous pensons que non et, pour nos portefeuilles personnels, nous avons décidé de tenter de profiter de l'occasion qui se présente. Cependant, nous nous sentons moins « à l'aise » avec un investissement dans Nokia

Diversification dans la valeur : NOKIA

qu'avec un investissement dans une quelconque Daubasse pour la bonne raison que nous disposons, pour l'heure, insuffisamment d'actifs tangibles comme collatéraux à notre investissement.

Nous allons donc exiger une marge de sécurité maximale. Pour se faire nous avons décidé de revenir à nos émissions d'options qui nous permettent de prendre position sur certaines actions à des cours intéressants. Pour Nokia, il est possible d'émettre des options put sur les bourses américaines. Pour ce faire, nous recalculons les deux valeurs obtenues en dollars et obtenons :

Une VCB de 12,4 usd

Une VCEE de 10,2 usd

Nous prenons la plus petite des valorisations et exigeons une marge de sécurité d'au moins 40 %, soit 6,11 usd. Pour nos portefeuilles personnels, nous avons donc émis des options put sur Nokia à un prix d'exercice de 6 usd, échéance octobre 2011. Pour cette émission, nous avons encaissé 0,40 usd.

A l'échéance, deux scénarios :

Soit le cours de Nokia est inférieur à 6 usd. Nous sommes obligés d'acheter les actions à un prix convenu de 6 usd et nous acquérons donc des actions Nokia à un coût de revient, hors frais, de 5,40 usd ($6 - 0,40$). Notre marge de sécurité est donc de 56 % par rapport à la VCB ou 47 % par rapport à la VCEE.

Soit le cours de Nokia est supérieur à 6 usd. Dans ce cas, nous n'obtenons pas les actions mais avons encaissé la prime de 0,40 usd pour immobiliser 6 usd de capital pendant 5 mois. Le rendement obtenu sur cet argent immobilisé est donc de 6,7 % (hors frais). Pas si mal dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas.

Pour en savoir davantage sur ces options Nokia, nous vous invitons à lire l'article en page 22 de la présente lettre.

Portefeuille

Portefeuille 3 juin 2011

Portefeuille 3 juin 2011												
	%	Ticker	Société	Prix de Revient		3 juin 2011		RendTotal				
				Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro			
				Unitaire								
Société Net-Net			37.973,84	Euro	35,34%							
1	USD	1,10%	ACMR	Moore Art & Craft	0,94	621,65	483,60	660	2,59	1.709,40	1.184,40	144,91%
2	USD	0,98%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	1,01	1.515,00	1.049,71	118,37%
3	USD	0,31%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,91	477,53	330,87	-30,38%
4	USD	1,04%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	2,92	1.606,00	1.112,76	126,07%
5	GBP	1,07%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	111,50	1.020,23	1.145,16	95,55%
6	USD	1,47%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,22	2.275,30	1.576,50	-1,22%
7	USD	0,97%	AVTR	Avatar Holding	19,34	1.818,23	1.293,40	94	15,94	1.498,36	1.038,18	-19,73%
8	USD	1,99%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,58	3.081,00	2.134,75	71,15%
9	USD	1,76%	Tw/MC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,02	2.726,87	1.889,38	157,38%
10	USD	0,72%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	1,72	1.118,00	774,64	-28,68%
11	USD	1,74%	PARL	Parlux Fragrance	1,87	1.525,08	1.075,29	815	3,31	2.697,73	1.869,19	73,83%
12	USD	3,71%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	5,24	5.751,32	3.984,95	43,33%
13	Euro	2,45%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,56	2.632,00	2.632,00	-11,66%
14	USD	1,70%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,72	2.642,40	1.830,86	-16,71%
15	USD	1,20%	SGMA	SigmaTron International	3,33	1.332,17	890,77	400	4,67	1.868,00	1.294,29	45,30%
16	USD	3,34%	IFON	Infononics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,75	5.185,50	3.592,91	0,08%
17	GBP	2,57%	LDSGL	Leeds Group PLC	17,84	2.320,20	2.834,00	13000	18,92	2.459,60	2.760,80	-2,58%
18	USD	3,20%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	3,85	4.966,50	3.441,17	26,03%
19	Euro	2,52%	VIN.MI	Vianini Industria	1,35	2.742,00	2.742,00	2030	1,34	2.712,08	2.712,08	-1,09%
20	USD	1,51%	CCTR.PK	China Crescoent	0,00	5.102,06	3.787,16	3895000	0,00	2.337,00	1.619,25	-57,24%
Société Net-Estate			51.797,43	Euro	48,21%							
21	USD	2,47%	BXG	BlueGreen	2,31	2.884,80	1.914,52	1250	3,07	3.837,50	2.658,91	38,88%
22	USD	3,55%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	2,85	5.500,50	3.811,16	5,38%
23	USD	3,19%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,55	4.950,00	3.429,74	145,17%
24	USD	3,00%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,69	4.647,50	3.220,14	74,54%
25	USD	1,81%	ATC	Cycle Country Associores	0,40	2.834,58	1.902,96	7000	0,40	2.800,00	1.940,05	1,95%
26	Euro	2,38%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	91,44	2.926,21	2.926,21	32	79,90	2.556,80	2.556,80	-12,62%
27	Euro	4,83%	GVL.T.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	61,00	5.185,00	5.185,00	216,91%
28	Euro	5,38%	GEOF.PA	Cofigéo	180,66	1.987,30	1.987,30	11	525,11	5.776,21	5.776,21	190,66%
29	Euro	3,32%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	37,52	3.564,40	3.564,40	70,59%
30	USD	2,06%	TRAC.PK	Track Data	82,29	3.126,95	2.271,99	38	84,00	3.192,00	2.211,66	-2,66%
31	USD	1,95%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,31	1.896,22	1.394,60	6050	0,50	3.025,00	2.095,95	50,29%
32	Euro	5,54%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	2,64	5.949,00	5.949,00	95,36%
33	USD	0,90%	HTCH	Hutchinson Technology	3,04	1.825,50	1.435,03	600	2,33	1.398,00	968,64	-32,50%
34	USD	3,63%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1675	3,57	5.622,75	3.895,87	2,71%
35	USD	1,51%	CONN	Conn's	4,46	1.783,31	1.296,64	400	5,84	2.336,00	1.618,56	24,83%
36	USD	2,71%	PWEBE.OB	Pacific Webworks	0,08	5.130,59	3.760,33	67000	0,06	4.207,60	2.915,34	-22,47%
Société VANTre			9.029,61	Euro	8,40%							
37	CAD	1,70%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,70	2.607,50	1.821,52	-22,63%
38	CAD	3,13%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,20	4.820,00	3.367,10	-10,07%
39	Euro	3,58%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	167,00	3.841,00	3.841,00	12,17%
Fond Décoté			4.592,12	Euro	4,27%							
40	USD	3,35%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	3,20	5.200,00	3.602,95	2,41%
41	GBP	0,92%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	62,50	881,25	989,17	1,07%
Emission d'Option			277,15	Euro	0,26%							
42	USD	-0,26%	HT9448434	Put : Hutchinson	2,50	-320,00	-231,97	800	0,50	-400,00	-277,15	19,48%
Liquidité			4.323,56	Euro	4,02%							
		2,73%		Compte Courant		Euro					670,59	
						USD				3.272,18	2.267,21	
						GBP				0,00	0,00	
						CAD				0,00	0,00	
		20 août 2011		Garantie Option : Hutchinson		USD				2.000,00	1.385,75	
	99%		Total			3,33%	Egal	3.578	Euro		107.439,42	

Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio		Ratio	
Potentiel	Risque	Globe	(0 = faible , 3 = élevé	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate			VANTre	ROI
			Risque				Cours							
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)											
1	3	4	Moore Art & Craft	2,2271	1,16	66,54%	24/11/08	100%	5,1847	3,5160	0,7366			
3	0	3	Sport Haley Inc	2,2108	0,46	82,19%	24/11/08	150%	2,5263					
2	1	3	Tandy Brand Accesories	4,1446	0,46	51,93%	24/11/08	176%	5,2810	4,5645	0,4185			
1	2	3	Coast Distribution System	5,7175	0,51	72,28%	25/11/08	128%	6,6804					
2	3	5	Barrat Development PLC	144,90	0,77	61,03%	26/11/08	87%	208,04	145,73	0,7651			
3	3	6	Taitron	2,4322	0,50	100,06%	26/11/08	179%	3,4021	3,3596	0,3631			
2	1	3	Avatar Holding	26,1545	0,61	100,13%	26/11/08	109%	33,3696	30,1695	0,5283			
2	3	5	Chromcraft Revington	2,7275	0,58	82,03%	04/06/09	227%	4,0376	5,1683	0,3057			
3	2	5	Trans World Entertainment	4,1635	0,49	59,16%	08/06/09	155%	5,1488					
2	0	2	Giao Xing Universal Ressource	3,6876	0,47	100,41%	28/07/09	271%	6,3897	3,8094	0,4515			
0	3	3	Parlux Fragrance	4,4531	0,74	110,77%	28/07/09	43%	4,7241					
2	3	5	Meade Instrument	8,7949	0,60	111,63%	29/07/09	72%	8,9979					
3	2	5	Adler Real Estate			72,57%	07/08/09	210%	1,7382					
0	2	2	Winland Electronics	0,4769	1,51	86,18%	05/11/09	70%	1,1829	1,2223	0,5891			
1	3	4	SigmaTron International	5,6719	0,82	49,49%	13/11/09	175%	12,8520	8,1876	0,5704			
3	1	4	Infosonics	1,4658	0,51	130,78%	06/05/10	100%	1,4972					
3	3	6	Leeds Group PLC	28,8100	0,66	66,65%	27/08/10	110%	39,72	34,21	0,5531			
3	1	4	Entorian Technologies	7,5350	0,51	128,62%	11/10/10	110%	8,0943	7,9652	0,4834			
3	3	6	Vianini Industria	2,0832	0,64	181,83%	19/10/10	157%	3,4301	2,6247	0,5090			
2	0	2	China Crescent	0,0058	0,10	80,45%	19/01/11	1083%	0,0071					
3	2	5	BlueGreen			39,64%	30/11/09	340%	13,51	7,9984	0,3838			
3	3	6	Avalon			93,31%	02/09/09	260%	10,25	8,3125	0,3429			
2	0	2	Bodisen Biotech			96,56%	10/11/09	221%	1,7677	0,7613	0,7224			
2	1	3	Blonder Tongue Laboratories			88,54%	16/11/09	103%	3,4343	2,0645	0,8186			
2	2	4	Cycle Country Assecoires			43,39%	16/11/09	164%	1,0559	0,2603	1,5367			
3	3	6	Exacompta - Clairefontaine			70,61%	30/11/09	276%	300,05	19				

Portefeuille

Nous vous proposons ci-dessous un suivi des sociétés analysées, 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.

Société Analysée								
	Ticker	Société	Cours Ouverture	Date	Cours Actuel	RendTotal		
			Devise	Euro	Devise	Euro	Euro	
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	12,00	13,70	09/05/11	10,50	11,79
								-13,98%

Société Analysée Ratio et Notation											
Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT	V Actif	Ratio	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)								
3	0	3	MBL Group	65,95	0,1820	63,40%	723%	98,76	68,15	0,1761	96,73
										0,1241	15,87%

News de nos sociétés

A.H. Bello (USA) Ticker : AHC

Pour rappel, suite au fait que le cours avait rejoint sa VANT, nous avons vendu cet éditeur de journaux.

Avalon (USA) Ticker : AWX

La société a publié ses résultats pour le 1er trimestre. Elle subit encore des pertes, quoique réduites. Néanmoins, le cash flow reste positif à tel point que la direction pense saisir l'une ou l'autre opportunité en acquérant d'autres clubs de golf connaissant des difficultés financières.

Avatar Holding (USA) Ticker : AVTR

Dans un marché immobilier américain proche du comas, Avatar a publié des résultats trimestriels tout aussi comateux. Une perte de 0,81 usd par action. La direction prévoit un exercice 2011 globalement déficitaire. En l'état actuel des choses, la VANT s'établit à 31,3 usd par action, en baisse de 2,4 % d'un trimestre à l'autre. La marge de sécurité reste, selon nous, intacte tout autant que sa solvabilité. Nous pensons que l'entreprise dispose toujours de suffisamment de moyens pour "tenir" plusieurs années dans l'attente de la reprise.

Barrat Development PLC (UK) Ticker : BDEV.L

La direction annonce une forte amélioration des conditions de marché et estime que le résultat opérationnel connaîtra une forte hausse au cours du 2e semestre.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Perte également au premier trimestre pour ce fabricant de produits de traitement de signaux vidéo. Néanmoins, nous constatons que les frais de recherche et développement représentent le double de la perte trimestrielle. Comme vous le savez, cher lecteur, nous aimons les frais de R&D que nous estimons représenter, souvent mais pas toujours, de la création de valeur cachée. De là à penser que les actionnaires de Blonder Tongue s'enrichissent à la hauteur des pertes subies par leur société, il n'y a qu'un pas que l'Equipe des Daubasses, pourtant audacieuse, n'osera pas franchir.

BlueGreen (USA) Ticker : BXG

Notre promoteur immobilier, adepte du "time sharing", nous annonce un premier trimestre bénéficiaire avec, notamment, une forte diminution du taux de défaut de ses créances et une jolie hausse du chiffre d'affaires.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ.OB

Résultats en demi teinte pour cette petite chinoiserie productrice d'engrais. Deux aspects "sexy" à priori (Chine + liée à l'agriculture) qui n'empêchent pas le cours de se traîner largement sous la valeur d'actif net de la société. Ce ne sont pas les résultats du 1er trimestre qui vont arranger les choses : la perte est conséquente (0,03 usd par action) et les raisons avancées par la direction sont, comme pour beaucoup de chinoises, assez énigmatiques. Ainsi, on nous explique que le chiffre d'affaires a baissé de près de 30 % en raison de la forte in-

News de nos sociétés

flation qui oblige les agriculteurs à réduire leurs achats d'engrais !!! Bizarrement, nous ne voyons pas exactement le lien entre les deux événements. Concrètement, nous constatons une baisse de la VANT de 13,5 % qui s'établit à présent à 1,53 usd.

Conn's (USA) Ticker : CONN

Véritable baromètre de l'état d'esprit du consommateur américain, notre distributeur d'électro-ménagers à crédit texan, fait état d'une légère baisse de son chiffre d'affaires au premier trimestre ainsi que d'un bénéfice par action coupé en deux. Néanmoins, l'action cote actuellement à un PER 2011 prévu de 14 et une jolie décote par rapport à son actif net.

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC

Dans notre lettre précédente, nous disions souhaiter que "quelque chose se passe" avant que l'entière de la valeur patrimoniale de la société n'ait été détruite. Manifestement, ce n'est pas encore pour ce premier trimestre qui est dans la lignée des précédents : nouvelles pertes et mêmes arguments avancés par la direction, à savoir la perte de confiance des consommateurs.

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK

La direction vient de réussir un exploit hors du commun : doubler le nombre d'actions en circulation en un seul trimestre ! Et évidemment, comme précédemment, ces augmentations de capital se font à des prix défiant toute concurrence. Ces AK successives ne cessent de nous interpellier, d'autant que la société n'en a pas vraiment besoin. Ceci dit, l'entreprise cote toujours à un PER de... 1, mais surtout, nous pensons qu'il ne faudra plus longtemps pour savoir si la direction éprouve un respect, au moins minime, pour les actionnaires. En effet, les modalités de la cession de sa filiale à sa maison-mère seront connues en juin. Si le prix est correct et que le paiement se fait en cash (et non sous forme d'un compte courant remboursable à discrétion), nous pourrions penser que nous détenons réellement une société au potentiel explosif. Dans la négative...

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Ce fabricant de composant pour la navigation de plaisance est lui aussi tributaire du moral du consommateur américain... et il nous annonce un premier trimestre en perte et cette perte est assez conséquente : 0,23 usd par action. La direction joue cependant ici la transparence nous détaillant les causes de cette perte (alors que le 1er trimestre de l'année précédente était bénéficiaire). Les raisons en sont : une plus grande part des ventes réalisée dans des produits à faible marge, des frais d'expédition plus élevés en raison des coûts du carburant, des ristournes accordées aux clients en raison d'une pression concurrentielle plus forte et... une augmentation du coût salarial de la direction.

Cycle Country Accessories (USA) Ticker : ATC

Que de nouvelles ce mois-ci pour notre fabricant d'ustensiles en tout genre pour quad. Nous apprenons que le CEO et le Directeur Financier détiennent à

News de nos sociétés

eux deux 52% du capital de la compagnie. Bien entendu, ils ont communiqué à la presse qu'ils n'avaient aucun projet de retrait de la cote...

Du côté des chiffres, au 31 mars 2011, le rapport trimestriel annonce des pertes de 1,4 M \$. Ce qui, pour un chiffre d'affaires de 2,7 M \$ n'est pas loin d'établir un record avec un très belle marge nette de -52%. De la Daubasse dans toute sa splendeur. Cette perte importante s'explique encore une fois par des remises importantes et des charges exceptionnelles "one-shot" pour un total de 1M \$. La VANE fond comme neige au soleil à 0,09 \$ par action. Seule subsiste une marge de sécurité sur la VANT qui ressort à 0,85 \$ par action.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK

Alors que son unique client, DELL, continue de sortir des bénéfices records, l'entreprise spécialisée dans la fabrication de composants robustes pour ordinateurs continue, elle, de publier des pertes. Sur le premier trimestre 2011, Entorian est en perte de 259 k \$. Ce qui nous inquiète peu, sa technologie se développant sur la période grâce à des dépenses de R&D de 1,8 M \$. Au niveau patrimonial, sa seule trésorerie et ses créances clients (DELL) représentent 30 M \$ pour un passif total de 12 M\$.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP

Le fonds fermé coté spécialisé sur l'immobilier d'Europe de l'Est a publié son rapport annuel. Ses immeubles détenus principalement en Turquie ont été réévalués à la hausse, ce qui a automatiquement impacté positivement la valeur d'actif net par action, en hausse de 5,9% sur un an et qui ressort à 116,97 p. La politique d'investissement a changé. Les gérants estiment que le potentiel est aujourd'hui en Turquie et va à court terme liquider les propriétés actuellement détenues en Bulgarie et Roumanie. Le fonds souhaite par ailleurs profiter de la décote actuelle de l'action pour effectuer des rachats de titres sur le marché et ce afin de réduire le capital, comme cela a été fait les mois précédents. Nous nous réjouissons d'une telle initiative, fortement relative pour l'actionnaire du fait de la décote actuelle.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Le papetier vosgien a publié pour 2010 des comptes solides. Les profits de 3,2 M € sont faibles mais continuent de faire croître un bilan de qualité. L'actif net tangible, c'est-à-dire hors incorporel, ressort à 300 € par action. Sur le premier trimestre 2011, l'activité est en hausse de 4,1% à 110 M €. La direction reste prudente sur les perspectives car les matières premières restent chères et impactent fortement les marges. L'entreprise continue d'investir dans le but de réduire au maximum ses coûts de fabrication, logistiques et énergétiques (développement de la biomasse).

Infosonics (USA) Ticker : IFON

Durant le mois de mai, Infosonics a lancé sur le marché sud-américain deux nouveaux smartphones : le *Ultra Compact i3152G Phone* et le *i272 2G Touch Screen Phone*. L'entreprise poursuit sa stratégie de développement, fabrication et commercialisation de ses propres produits.

News de nos sociétés

Au niveau des comptes, sur le premier trimestre de l'année, les ventes de la marque propre *Verycool* sont en hausse de 61%. Le chiffre d'affaires de distribution des accessoires de téléphonie Samsung est appelé à diminuer fortement. Ce qui va impacter négativement le niveau d'activité, mais le niveau de marge brute devrait augmenter avec la montée en puissance des ventes de la marque maison. Impact qui a déjà commencé sur la période avec une marge 8,6% vs. 5,2% l'année dernière. L'entreprise a encore généré des pertes (0,9 M \$), mais sa structure financière solide (13,8 M \$ de cash sans aucune dette financière) lui donne les moyens de changer de business modèle, qui, nous l'espérons, sera créateur de valeur pour l'actionnaire. Il est important de rappeler que le CEO est le premier actionnaire de l'entreprise.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Leeds Group a récemment acheté 100 000 de ses propres actions à un cours moyen de 19 p et en a profité pour annuler 500 000 actions. Après cette opération, l'entreprise détient encore 2 940 658 de ses propres actions sur un total de 28 659 342 titres en circulation. Une opération immédiatement relative pour l'actionnaire et qui sent bon le retrait de la cote ou, en tout cas, démontre que le management est conscient de la sous-valorisation actuelle du titre.

Meade Instrument (USA) Ticker : MEAD

L'entreprise spécialisée dans la conception de télescopes semble retrouver petit à petit le chemin de la rentabilité. Sur l'exercice 2010, clos le 28 février dernier, Meade Instrument a généré un très léger cash flow positif sur la période. Le niveau d'activité est en hausse de 13% par rapport à 2009. L'amélioration des résultats s'explique en partie par une production que l'entreprise a délocalisée au Mexique. A noter également que l'investisseur dans la valeur Paul Sonkin détient 15% de la société et siège au « board » depuis 2006. Autre point rassurant, le CEO possède 10 % de la société. Il est donc dans le même bateau que nous. A 9,02 \$, l'actif net tangible nous procure encore une belle marge de sécurité.

Moore Art & Craft (USA) Ticker : ACMR

Le distributeur est-américain a publié ses comptes trimestriels. Les ventes sont en baisse de 3% mais la marge brute se maintient à un bon niveau, à 43% du chiffre d'affaires. La direction prévoit des pertes pour l'exercice 2011 et met en place un plan d'attaque pour renouer à moyen terme avec la rentabilité. L'objectif d'ouvertures de magasins a été fixé à 2, sur un total actuel de 135. L'actif net par titre ressort encore à 5\$ par action, ce qui permet d'attendre sereinement le retour à meilleure fortune.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Le fondateur de l'entreprise italienne en 1959, Pasquale Natuzzi, a été nommé CEO et Chairman de la société.

Sur le 1er trimestre de l'année, l'entreprise a publié une activité en très légère baisse, une marge en baisse et un EBIT (résultat opérationnel) négatif. Dans le même temps, la société a généré un flux de trésorerie de 34 M € suite à l'encaissement d'une indemnité des autorités chinoises de Shanghai pour plus de 40

News de nos sociétés

M €. Ce dédommagement fait suite à la relocalisation de l'industrie du groupe dans une nouvelle zone industrielle. Ainsi, la trésorerie nette du groupe ressort à 75 M €. Ces finances saines vont lui permettre d'accroître sa présence dans les marchés à forte croissance : Inde, Chine et Brésil.

Pacific Webworks (USA) Ticker : PWEB.OB

Après les auditeurs le mois dernier, c'est le CEO qui démissionne ce mois-ci. Etonnant, car son salaire avoisinait les 400 000 \$ (sic) ! Il garde cependant sa place au sein du « board ». C'est le CFO Kenneth Lance Bell qui assurera les fonctions par intérim.

Les comptes 2010 n'ont toujours pas été publiés. Bref, une Daubasse à surveiller comme le lait sur le feu, même si les comptes (audités ?) laissent croire à une incroyable sous-valorisation : PE < 2 et potentiel sur l'actif net tangible x10 !

Parlux Fragrance (USA) Ticker : PARL

Nous apprenons que Parlux Fragrance a conclu un accord de sous-licence avec la société Brandt Development, connue autrefois sous le nom de *Iconic Fragrance*. Cet accord de sous-licence datant du 7 avril 2009 a complètement été retraité et reformulé. Parlux a désormais le droit exclusif et le permis de fabriquer, promouvoir, distribuer et vendre des parfums de prestige et des produits connexes sous le nom de *Kanye West*. La durée initiale de la sous-licence expire le 31 Mars 2017 et est renouvelable pour une période supplémentaire de trois ans si certains niveaux de vente sont remplis.

Nous pensons donc, avec cette nouvelle, qu'à terme, la direction de Parlux Fragrance parviendra à « combler le trou » provoqué par Guess. S'il est vrai que le potentiel d'appréciation pour atteindre la VANT est limité à une quarantaine de pourcents, le risque nous semble de plus en plus réduit d'atteindre cet objectif.

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD.OB

Le 10 mai 2011, nous pouvons prendre connaissance du rapport trimestriel de Scott Liquid clôturé au 31 Mars 2011. Les ventes réalisées sur les trois premiers mois de l'année ont augmenté de 7.5%. Ce qui laisse sans doute augurer que la décision de ne plus vendre au détail et de se concentrer sur les grossistes pourrait porter ses fruits à l'avenir. La société enregistre même un petit profit de 1 cent \$ par action au cours de ce trimestre.

Au niveau de la valeur patrimoniale de la société, nous notons une légère amélioration de la VANT. Nous notons toutefois que le délai moyen de paiement des créances est en augmentation à 26 jours, contre 18 jours en moyenne sur les trois derniers exercices. Mais bon, rien de très surprenant avec ces ventes réorientées sur les grossistes qui exigent des délais de paiement plus long qu'au détail.

Sport Haley Inc (USA) Ticker : SPOR.PK

Nous avons un problème avec l'information financière de Sport Halley depuis son passage, à la demande de la direction, du Nasdaq vers les Pink Sheet (marché libre US). C'est donc sur MSN Money que nous suivons désormais les

News de nos sociétés

résultats financiers de la société, à défaut de rapport trimestriel ou annuel. Si la situation n'est pas vraiment pour nous plaire, nous l'acceptons, faute d'alternative.

Au 31 décembre, le compte rendu de MSN Money nous apprend que le chiffre d'affaires a augmenté de 12%. Ce qui a permis de réduire les pertes. Au niveau de la situation patrimoniale, l'actif courant est passé de 3.48\$ par action à 3.11\$ par action, tandis que l'endettement est passé de 0.85\$ par action à 0.65\$ par action. Ce qui permet à la société d'afficher une valeur d'actif Net-Net de 2.4650\$. Valeur redressée de 0.2540\$, en raison d'une augmentation de la durée de rotation des stocks.

La VANT ressort à 2.5263\$ par action, ce qui au cours de 0.96\$ laisse un potentiel de 166%.

Tandy Brand Accessories (USA) Ticker : TBAC

Nous avons appris le 16 Mai que la société Tandy Brands Accessories, via son conseil d'administration, a remercié « Ernst & Young », sa société d'audit, pour la remplacer par « Grant Thornton ». L'objet du désaccord n'a pas été divulgué bien qu'il ne porte pas sur les pratiques comptables ni sur la présentation des états financiers.

Nous suivons bien entendu l'affaire de près, en espérant que le pourquoi de ce changement sera communiqué.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Nous avons pris connaissance des résultats du premier trimestre de la société, clôturé au 31 mars 2011. Les ventes, comparées à la même période en 2010, ont décliné de 5.6%. A noter également que les marges brutes sont passées de 28% à 30% sur ce trimestre, comparées à l'année passée. Au niveau de la situation patrimoniale, nous observons un très léger tassement des paramètres, avec par exemple une valeur Net-Net passant de 2.51\$ par action à 2.43\$ par action. Ou encore des fonds propres passant de 3.45\$ à 3.40\$.

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

La dernière lettre disponible de notre fond ukrainien préféré relate le premier trimestre de l'année 2011, clôturé au 31 mars.

Nous ne notons pas de grands changements dans la répartition par support financier, avec 58% en sociétés non cotées, 23% en sociétés cotées, 7% en obligations libellées en Dollar US, 2% de Cash, 1% en obligations libellée en Hryvnia et pour terminer, 9% d'actions propres.

Au niveau sectoriel, le commerce de détail se taille la part du lion avec 30%, suivi de l'immobilier avec 29% et des financières avec 16%. Vient ensuite l'alimentation et les boissons avec 12%, l'agriculture avec 6%, le pétrole et le gaz avec 3%, tout comme le secteur industriel, et pour clôturer, les utilities avec 1%.

Au premier trimestre 2011, les 10 premières positions du fonds représentaient 84.6%.

Au cours du trimestre, la Valeur d'Actif Net est passée de 5.52\$ à 5.63\$, soit une augmentation de 2%.

News de nos sociétés

Winland Electronics (USA) Ticker : WEX

Nous avons aussi pu prendre connaissance du bilan trimestriel, clôturé au 31 mars, de la société Winland Electronics, notre fabriquant « préféré » d'électronique de surveillance. Les ventes sur le trimestre ont augmenté de 8% par rapport au premier trimestre 2010. Les pertes opérationnelles ont été réduites de plus de moitié, toujours par rapport au premier trimestre 2010.

Au niveau patrimonial, nous noterons principalement une réduction importante de l'endettement de la société, qui est passé de 1.30 \$ par action à 0.48\$ par action. Nous pouvons donc conclure que la vente de la division EMS, cédée en début d'année à Nortech, a été utilisée avec bon sens. La solvabilité de la société passe de 50% à 80%. Les fonds propres ont légèrement baissé, passant de 1.25\$ par action à 1.18 \$. Nous observons enfin que la vente de la division EMS, qui comprenait aussi une unité de production, n'a pas affecté la valeur Net-Estate de Winland. La valeur d'acquisition des immeubles est resté inchangée à 0.93\$ par action. La valeur Net Estate a donc augmenté passant de 1.06\$ par action à 1.22\$ par action. Puisque la Valeur Net Estate de la société est plus importante que les fonds propres, notre juste valeur et donc notre seuil de vente, sera désormais borné par cette valeur Net Estate de 1.22\$ par action.

Emission d'options PUT

Ce qu'il faut savoir sur les émissions d'option

Comme vous l'avez constaté, cher abonné, nous utilisons une approche dans la valeur atypique : l'émission d'options, quand l'occasion se présente (Nokia en est un bon exemple). C'est-à-dire, quand le couple rendement / risque nous semble optimal. Vous vous rappelez certainement que nous avons émis des options lors de la marée noire du Golfe du Mexique en 2010 sur le titre BP. [Ce qui nous avait procuré un joli rendement de 11 % en 4 mois](#). N'hésitez pas à [re-lire notre article de l'époque](#).

L'approche MIX

Pour le titre Hutchinson que nous détenons en portefeuille, nous avons à la fois acquis des titres et émis des options PUT. En fait, nous avons même émis des options à deux reprises sur ce titre. La première fois, nous avons opéré le 31 août 2010. Ces options n'ont pas été exercées et nous ont procuré un rendement net en euros de 11,8% sur la période, ou encore un rendement annualisé de 25%.

Et plus récemment, le 1er mars 2011, nous avons remis le couvert avec Hutchinson. Nous avons encaissé 320 dollars US de prime et nous avons « bloqué » 2 000 dollars US sur notre compte au cas où les options sont exercées. Si les options ne sont pas exercées, nous obtiendrons un rendement de 16% en 5 mois, ou encore 38% en rendement annualisé. Pourquoi détenir le titre et en même temps émettre des options ?

Le logique sous-jacente est simple : avec l'action, nous considérons que le potentiel est très important, la Valeur d'Actif net Tangible (notre seuil de vente) de l'action Hutchinson représente un objectif de rendement de +300% (soit une multiplication du cours x4). Or cette rentabilité n'est qu'une hypothèse : nous ne savons pas dans combien de temps, ce qui réduit notre rendement annuel ou TRI, et nous savons qu'une probable défaillance de l'entreprise technologique n'est pas à exclure. Ce titre est une Daubasse après tout !

Avec l'option (vente d'option PUT pour être précis), nous savons que le rendement espéré est plus faible, mais nous connaissons exactement le rendement à l'avance et la date à laquelle l'option sera exercée ou non. Et si l'option sera exercée (c'est-à-dire que le cours à la date d'échéance de Hutchinson est plus faible que le prix d'exercice de l'option), nous acquerrons alors des titres de Hutchinson à un prix très intéressant, d'un point de vue de l'approche patrimoniale.

Emission d'options PUT

Les objectifs d'une émission d'options PUT

Les ventes d'options (ou émissions d'options) peuvent avoir deux objectifs :

1. Etre utilisées comme moyen de booster le rendement de sa trésorerie
2. Le cas échéant, si le cours du titre sous-jacent est inférieur au prix d'exercice et que l'option est exercée, d'acquérir des actions à bon prix (prix d'acquisition = prix d'exercice - prime)

Malgré tous les avantages de ce type de produit, nous voulons attirer votre attention sur les risques les plus importants.

Les risques à garder à l'esprit

Le potentiel de gain est limité mais le potentiel de perte est élevé, égal au prix d'exercice moins la prime. Pour résumer, gain potentiel connu et limité, perte potentielle maximale totale (hors prime). C'est pourquoi, il est essentiel d'estimer le couple rendement / risque sur une telle opération. Si vous estimez que l'action sous-jacente a un potentiel de 200% / 300% ou plus, il serait dommage de limiter son gain à quelques % en émettant des options. Il est dans certains cas préférable d'acheter l'action. Ou alors, comme nous l'avons fait avec le titre de la société Hutchinson au sein de notre portefeuille, vous pouvez mixer votre opération en achetant un peu d'actions pour capter tout le potentiel de hausse et émettre quelques options pour obtenir un rendement connu à l'avance grâce au gain lié à l'encaissement de la prime si l'option n'est pas exercée à l'échéance ou pour éventuellement acheter à un prix encore plus faible dans le pire des cas, si l'option est exercée.

Un autre risque important : une option ne donne pas de droit de vote. Ce qui signifie que dans le cas de rapprochement avec une autre entreprise (OPA), l'émetteur d'option ne profite nullement d'une hausse du cours de l'action. Pire si lors de la période, le titre sous-jacent explose à la hausse suite à des rumeurs et que le cours retombe comme un soufflet, vous avez perdu l'opportunité de vendre lors de la hausse. Dans le meilleur des cas, l'émetteur d'options a un rendement lié uniquement au gain de la prime.

Imaginons maintenant que vous avez bien fait votre travail : l'option que vous avez émis peut vous permettre d'acheter ce titre qui vous intéresse sous le cours actuel, que vous estimez déjà bon marché eu égard de la valeur intrinsèque de l'action, et en plus vous touchez une prime pour acheter moins cher ! Attention, car tout est possible. Si, entre le moment où vous avez émis vos options et la date d'échéance, il est soudainement voté et distribué un dividende exceptionnel, vous ne touchez rien. Pire. Les actionnaires vont toucher le dividende et le cours de l'action va probablement chuter. Dans ce cas, vous perdez non seulement la valeur du dividende mais vous vous retrouvez dans l'obliga-

Emission d'options PUT

tion d'acheter l'action à un prix d'exercice qui n'est maintenant certainement plus aussi bon marché que lors de votre calcul. Pour éviter cette déconvenue, il est préférable d'opter pour des échéances courtes (quelques mois au maximum).

Également, dans le cas d'augmentation de capital, le risque de dilution peut entraîner une chute des cours, et malgré votre bienveillance et vos calculs initiaux, toute chose égale par ailleurs, vous êtes maintenant engagé à acquérir un titre dont la valeur a changé, en fait une valeur qui a plus ou moins fortement baissé. Là encore, rien ne protège l'émetteur d'options de ce genre de risque. Nous avons d'ailleurs vécu ce cas au sein de notre portefeuille. Nous avons émis des options put sur l'action Conn's en nous basant, entre autre, sur la VANT au moment de l'émission de l'option qui était de 14,02 usd. Entre temps, la direction a décidé de procéder à une augmentation de capital à un prix d'émission « raplapla » de 2,70 usd. Les actionnaires de Conn's pouvaient participer à cette AK très avantageuse (ce qui compensait la dilution qu'ils allaient subir sur leur participation déjà existante) mais pas les émetteurs d'options. Ainsi, après cette opération, la VANT de Conn's s'est retrouvée à 10,69 usd sans que nous n'ayons reçu une quelconque compensation. Et une chute des cours à suivi l'augmentation de capital, nous obligeant à acheter des actions Conn's avec une marge de sécurité inférieure à celle que nous avons envisagé au départ... mais heureusement, encore suffisante pour nous empêcher de sombrer dans les angoisses les plus sombres.

Pour terminer sur ce chapitre des options, pour notre part, nous utilisons l'émission d'option sans aucun effet de levier : nous bloquons systématiquement le montant correspondant au montant égal aux prix d'exercice, fois le nombre d'options si les options sont exercées, afin de ne pas spéculer. C'est ce qui nous permet de dormir sur nos deux oreilles. L'investisseur qui émet plus d'options qu'il ne peut réellement acheter d'actions prend un fort risque de contrepartie : il se verra soit dans l'obligation de racheter son option à un prix élevé avant son échéance si le cours du sous-jacent baisse et que son courtier fait un appel de marge ou pire, il devra vendre d'autres actifs pour faire face à ses engagements d'achats!

Analyses de société

Peel Hotels PLC

(London Stock Exchange, Ticker: PHO.L / ISIN : GB0002583606)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Peel Hotels est une entreprise anglaise qui gère des hôtels sur l'ensemble du Royaume-Uni. Il y a 9 hôtels quatre étoiles sous gestion, pour un total de 732 chambres.

La famille Peel est présente au sein du management, avec Robert Peel en qualité de CEO et de membre du « board ». Le plus important actionnaire est Charles Peel avec 23 % du capital entre

ses mains.

Le cours retenu pour cette analyse est celui du vendredi 3 juin 2011 à la clôture, soit 0,68 GBP.

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

L'actif courant de la société s'élève à 0,102 gbp, duquel nous retirons les dettes pour 1,278 gbp par action. La VANN de Peel Hotels s'élève donc à -1,176 gbp par action. Il n'y a donc aucune marge de sécurité sur la VANN.

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

La valeur d'acquisition des immeubles représente 2,359 gbp par action. Nous appliquons notre marge de sécurité de 20% sur ce montant, nous ajoutons le montant de la VANN et nous obtenons une VANE de 0,712 gbp par action. La marge de sécurité sur la VANE est donc de 4,5%.

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

Nous revenons d'abord sur l'actif courant dont le poste principal est constitué des créances clients. Elles sont payées en moyenne à 30 jours et représentent 0,087 gbp par action. Ce délai est excellent et nous reprenons ce montant tel quel.

Le cash disponible en banque représente 0,008 gbp par action et n'appelle aucun commentaire.

Les stocks représentent 0,007 gbp par action. Du fait de leur faible montant et

Analyses de société

de leur rotation rapide (3 jours de chiffre d'affaire en moyenne sur les trois dernières années), nous reprenons l'intégralité de ce montant.

Dans l'actif fixe, nous prenons tout d'abord l'immobilier. La valeur d'acquisition avec une marge de sécurité de 20% ressort à 1,888 gbp par action.

Les autres actifs corporels : équipements et installations diverses sont amortis à hauteur de 47%. Comme nous avons vu que l'entreprise génère depuis des années des résultats opérationnels positifs, nous allons prendre une marge de sécurité de 30% sur la valeur amortie, soit 0,272 gbp par action.

Par prudence, nous ne tenons pas compte des crédits d'impôts différés inscrits à l'actif pour 0,018 gbp par action.

Enfin, le total des dettes est de -1,278 gbp par action.

En hors bilan, nous relevons quelques leasings opérationnels pour 1,798 gbp par action. Ce sont principalement des obligations liées à l'immobilier et il semble peu probable que l'entreprise, en cas de cessation d'activité **volontaire**, ne puisse relouer les actifs en question. Nous reprenons donc ce montant pour 20% de sa valeur, soit -0,356 gbp par action.

Sur le plan des dilutions potentielles, nous avons pris en compte dans nos calculs de la dilution potentielle des 266 000 options attribuées à un prix d'exercice moyen de 0,967 gbp. Nous ne prenons en revanche pas en compte les 28 000 options exerçables à 1,635 gbp, cours supérieur à la valeur d'actif net tangible de 1,568 gpb.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la VMLV de Peel Hotels à 0,628 gbp par action. Au cours actuel, nous n'avons donc aucune marge de sécurité sur le VMLV

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices comptables, Peel Hotels a généré des résultats opérationnels positifs. Nous avons retraité les résultats de l'exercice 2008 car ils faisaient ressortir une importante plus-values suite à une cession d'immobilisations (le *Avon Gorge Hotel*). La VCB ressort ainsi à 0,50 gbp. Nous n'avons donc au cours actuel aucune marge de sécurité sur la VCB.

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

Même si l'entreprise a toujours généré des résultats opérationnels sur les derniers exercices, le rendement des capitaux investis est en moyenne de 2,9%, inférieur à notre minimum de 7%. Nous ne pouvons donc pas calculer de VANTRe.

Analyses de société

VII. Conclusions

Ce qui a attiré notre attention sur cette entreprise réside dans la gestion en bon père de famille (l'implication capitalistique de la famille Peel ne doit y être étrangère) couplée à des actifs fongibles. L'immobilier, sous formes d'hôtels, est facilement cessible, et peut aussi attirer l'appétit de gros groupes hôteliers internationaux.

Au cours actuel, la marge sur la VANE paraît faible, mais notre marge de sécurité de 20% sur les immeubles à valeur d'acquisition nous semble conservatrice et nous avons vu que le management est capable de vendre ses actifs au bon moment et à une bonne valeur, comme ce fut le cas avec l'hôtel vendu sur l'exercice 2008. En fait, c'est essentiellement dans l'actif net tangible (actif net hors actifs incorporels), soit 1,568 gbp par action, que ressort le potentiel théorique de plus de 130%. C'est à notre avis le prix minimum auquel l'entreprise serait cédée à un concurrent.

Enfin, chose rare mais néanmoins intéressante, chaque actionnaire se voit offrir une réduction de 30% sur toutes ses réservations.



Analyses de société

Tegal Corporation

(Nasdaq, Ticker: TGAL / ISIN : US8790082098)

I. Introduction

tegal

Tegal Corporation est une société « techno » américaine qui fabrique des « systèmes de gravure au plasma » utilisés principalement dans la production de « micro systèmes mécaniques ». Honnêtement, cher abonné, nos compétences très limitées en la matière nous obligent à vous avouer, honteux et confus, que nous

ne comprenons pas vraiment ce que fabrique Tegal. Tout ce que nous pouvons vous dire, c'est que ces processus de fabrication sont essentiellement utilisés en micro-électronique. Mais comme vous le savez aussi, nous sommes convaincus que notre approche, basée sur le patrimoine de l'entreprise et non sur sa rentabilité, ne nécessite pas une connaissance approfondie de ses activités.

Tegal est en réalité une ancienne division de Motorola qui est devenue indépendante en 1989. Au cours des années 2002 à 2008, la société a acquis toute une série de branches d'activités ou de sociétés qui lui ont permis de compléter son offre.

La crise de 2008-2009 a entraîné une forte diminution des revenus de la société et elle a dû se séparer de certaines activités. Pour faire face à ce phénomène, la société a en outre réduit drastiquement ses effectifs et imposé une baisse des salaires de 5 % au personnel restant. La direction a même envisagé de vendre l'ensemble de ses activités mais aucune offre sérieuse n'a encore été présentée à ce jour. Cependant, la situation reste difficile et, bien qu'elle poursuive l'exploitation pour l'instant, la direction continue à chercher une sortie de secours qui serait soit une modification du plan d'affaires, soit une fusion avec un autre acteur, la vente des actifs ou de la société ou encore une mise en liquidation, voire, cas extrême envisagé par la direction, une faillite pure et simple.

Les activités de la société, fortement liées au secteur des semi-conducteurs, sont donc extrêmement cycliques.

Voici donc, dans les pages suivantes, le tableau dressé de ce qui est vraiment une belle Daubasse.



Analyses de société

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

L'actif courant de la société s'élève à 1,40 usd, duquel nous retirons les dettes pour 0,38 usd par action. La VANN de Tegal s'élève donc à 1,02 usd par action.

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

La société ne détient pas d'immeuble et nous ne pouvons donc pas calculer cette valeur.

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

Nous revenons d'abord sur l'actif courant dont le poste principal est constitué du cash disponible en banque. Ce cash représente 0,93 usd par action (plus du double du cours actuel) et, surtout, presque une année complète de dépenses opérationnelles.

Les créances commerciales sont payées en moyenne à 88 jours et représentent 0,19 usd par action. La direction a déjà acté des provisions pour créances douteuses qui représentent 10 % de leur montant brut. Même si le délai moyen de paiement des clients est dans la moyenne des derniers exercices, il n'est pas exceptionnellement court et nous prenons une marge de sécurité complémentaire de 10 % sur ce poste, soit 0,02 usd.

La société détient également des traites pour le règlement de la vente des branches d'activité cédées pour 0,12 usd. Nous n'avons pas trouvé beaucoup de détails quant à la bonne fin de ces règlements. Dans ce cas, nous imitons l'attitude du chat (une patte en avant et l'autre sur le recul) et amputons ce poste de 50 % de sa valeur, soit 0,06 usd par action.

Au niveau des stocks, qui représentent 0,14 usd par action, une énorme réduction de valeur avait été actée en 2009 pour plus de 80 % de leur valeur brute. Ceci témoigne, selon nous, de toute la prudence de la direction. Néanmoins, au vu du type de produits assez obscures pour nous et probablement rapidement obsolète, nous amputons la valeur restante également de 50 %, soit 0,07 usd par action.

Dans l'actif fixe, nous ne voyons rien de bien relevant à valoriser si ce n'est les installations que nous reprenons pour 60 % de leur valeur amortie, soit un symbolique 0,01 usd.

Hors bilan, nous relevons quelques leasings opérationnels tout aussi symboliques pour 0,02 usd par action.

Sur le plan des dilutions potentielles, nous ne tenons pas compte des stock options : leur prix d'exercice est trop significativement supérieur au cours actuel pour que nous craignons une quelconque perte de valeur pour les actionnaires

Analyses de société

ordinaires. Notons cependant que la direction n'exclut, si la liquidité de la société devenait insuffisante, à procéder à des émissions d'actions privilégiées. La solvabilité actuelle de Tegal nous semble cependant suffisante pour ne pas envisager cette hypothèse sur le court terme.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la VMLV de Tegal à 0,85 usd par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices comptables, Tegal n'a réussi à présenter un résultat opérationnel positif qu'à une seule reprise. Il ne nous est donc pas possible de calculer une quelconque VCB.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 0,49 usd, il est donc possible d'acquérir des actions TEGAL avec une marge de sécurité de :

52 % sur la VANN

42 % sur la VMLV

A priori, investir en Tegal peut ressembler à un exercice aussi périlleux que celui qui consisterait à se baigner au milieu de piranhas avec une plaie ouverte et à peine moins spéculatif que l'achat d'actions *Linked In* à 120 usd, d'autant que la direction en « rajoute une couche » en mentionnant les termes « faillites » et « risques de pertes totales de capital » à de multiples reprises dans les rapports de gestion.

Et pourtant, bizarrement (ben oui, nous sommes des êtres « bizarres » dans l'Equipe des Daubasses), nous avons l'impression que le rapport « rendement/risque » d'un investissement dans cette société est très satisfaisant.

Ce qui réduit le risque, au moins à court terme mais aussi à moyen terme selon nous, c'est l'imposante tirelire de l'entreprise. Tout d'abord, la société est une « triple net » dans toute sa splendeur (sa valeur boursière actuelle est inférieure au cash détenu sur ses comptes en banque **amputé de l'ensemble de ses dettes**).

Mais cette tirelire représente aussi une année et demi de pertes opérationnelles courantes. De plus, comme nous vous le signalions, l'entreprise a cédé quelques branches d'activité et il lui reste encore de l'argent à encaisser sur ces cessions : 0,12 usd par action exactement. Nous apprenons également que la société vient de céder sa filiale française et cette opération devrait lui fournir à nouveau 0,25 usd d'argent frais. Tous ces apports de trésorerie doivent permettre à la société de fonctionner encore au moins 28 mois.

Analyses de société

Mais il y a mieux : la plus grosse partie des pertes opérationnelles est due au coût de la recherche et développement. Si la société décidait brutalement d'arrêter purement et simplement ces développements, c'est à 6 ans et demi qu'est portée l'espérance de vie de Tegal. Et c'est là que nous quittons l'aspect « risque » pour aborder l'aspect « rendement potentiel »...

En effet, outre une sous évaluation conséquente sur son actif net tangible (le rendement théorique entre le cours et cette dernière valeur est d'environ 150 %), il existe certainement une richesse cachée chez Tegal, une cerise sur le gâteau.

Comme nous l'avons signalé ci-dessus, les frais de recherche et développement représentent un poste non négligeable pour l'entreprise : au cours des 12 derniers mois, elle a dépensé dans ce poste l'équivalent de sa capitalisation boursière (pas mal pour une société considérée comme exsangue). Il est probable qu'une partie de ces frais aient été engagés dans les branches d'activités cédées. Mais nous pensons (espérons ?) qu'il reste bien un certain know-how chez Tegal et que ce know-how, s'il n'offre effectivement pas un avantage concurrentiel conséquent à la société, devrait certainement intéresser d'autres acteurs qui seraient capables, eux, de le rentabiliser.



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 « long-temps », 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 Excédent 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 : 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.

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Goodwill : écart 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 %

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.

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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