

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

| | |
|---|--------------------------------|
| Edito | <u>page 3</u> |
| Diversification dans la valeur: Esprit Viking (2 ^{ème} partie) | <u>page 15</u> |
| Portefeuille | <u>page 19</u> |
| Suivi des sociétés analysées | <u>page 21</u> |
| News de nos sociétés | <u>page 22</u> |
| Analyse de la société Avatar Holdings Inc. | <u>page 27</u> |
| Analyse de la société Network Engines Inc. | <u>page 33</u> |
| Pour mieux appréhender « les Daubasses » | <u>page 37</u> |

Edito



Rétrospective sur 2011: une année difficile !

L'Équipe des Daubasses vous souhaite ses meilleurs vœux pour 2012 ! Et un maximum de plus-values !

Il nous a semblé évident, pour commencer 2012 d'un bon pied, de revenir sur tous les mouvements du portefeuille effectués en 2011. Nous pratiquons cet exercice critique depuis le début de l'aventure, mais jusqu'ici, il était resté entre nous, puisque nous n'avions pas de support adéquat pour le partager, le blog ou les listes ne le permettant pas. Grâce à la lettre mensuelle, nous avons décidé de vous faire partager aussi bien nos réussites que nos échecs. Si nos réussites nécessitent rarement un commentaire, en revanche nos échecs nous permettent comme toujours de nous améliorer en tant qu'investisseur, tout en essayant de ne pas répéter nos erreurs.

Nous vous proposons donc un bilan complet de nos 52 achats et ventes effectués en 2011 et des différents événements qui ont émaillé l'année.

Janvier 2011

6 janvier - Vente : L'année semble commencer en trombe avec un premier bagger, **Nu Horizon Electronic** qui multiplie l'investissement de départ par 4.01 et nous offre donc un rendement de 301.28%. Et ceci en 771 jours. La société faisait partie des premiers achats du portefeuille le 26 novembre 2008.

14 janvier - AK : Nous effectuons notre première augmentation de capital de l'année. Comme vous pourrez le voir sur le graphique à la fin de cet éditto, nous augmentons, avec les nouveaux achats, le potentiel estimé du portefeuille de plus de 20% par rapport au potentiel estimé de décembre 2010.

Edito

Le 19 janvier - Achat : **China Crescent** qui nous semble, après analyse, une très belle affaire. Des profits, mais surtout une décote impressionnante qui offre un potentiel de plus de 2 000%, soit 20 fois la mise ! Nous comprenons parfaitement que la Chine ce n'est pas les USA, mais le fait que la société soit cotée aux USA nous semble malgré tout plus sécurisante et nous estimons également que risquer 3.33% du portefeuille sur cette position, pour un potentiel de 20 fois la mise est un couple potentiel/risque optimal. Dans le même esprit, nous renforçons également **New Dragon Asia** que nous avons acheté une première fois le 21 avril 2009. Ce marchand de nouilles et de produits alimentaires ne peut à notre sens que profiter du marché Chinois en plein développement.

Le dernier achat du 19 janvier, c'est **Natuzzi**, un marchand de « fauteuils », comprenez un fabricant de salons design italiens coté aux USA, qui présente une belle décote dans une activité facile à comprendre et qui présente un potentiel de près de 200%.

Le 21 janvier - Exécuté : Nous sommes un peu déçus car notre émission d'option put **Conn's** achetée en juin qui devait nous rapporter 12% en 6 mois est exercée. Nous recevons donc, prime déduite, 400 action Conn's à 4.4582\$. Déçus bien entendu dans le sens où nous pensions récupérer des liquidités majorées de 12%. Mais nous savons également qu'à ce prix, la société est intéressante avec une belle décote et donc un potentiel intéressant.

Le 24 janvier - Achat : **Pacific Webwork** qui fait débat au sein de l'équipe, par rapport à plusieurs litiges de clients mécontents portés devant les tribunaux. L'informaticien de l'Equipe émet des doutes sur la société, aussi bien au niveau litige que sur l'activité. Mais comme aucun jugement n'a été prononcé, nous ne prenons pas ces plaintes avec sérieux d'autant plus que la société a du cash en caisse et est proposée par le marché à un prix défiant toute concurrence, tout en correspondant complètement à nos critères « Daubasses ». A la majorité, nous décidons d'investir sur la société.

Le 25 janvier - Achat : deux sociétés canadiennes, **Jemtec** et **BFS Entertainment & Multimédia**, qui « inaugurent » notre nouvelle catégorie d'investissement, les **VANTre**. En gros, les sociétés cotant à 70% de leur Valeur d'actif net Tangible et avec une exigence de rentabilité des capitaux investis (ROCI) de minimum 7%, en moyenne sur les 5 dernières années. En plus de leur rentabilité correspondant à nos critères, les deux sociétés cotent même sous 50% de leur valeur d'actif Net-Net. Nous pensons donc après analyse que ces deux valeurs sont de très belles occasions.

Février 2011

Le 3 février - Achat : Au cours d'une chasse à la « Daubasse » sur le marché anglais, nous repérons une multitude de fonds fermés cotés en bourse. Deux facteurs attirent notre attention. Pas mal d'entre eux nous permettent d'avoir accès à des marchés émergents sur lesquels il est impossible que nous achetions

Edito

des sociétés directement. De plus, ils correspondent à notre philosophie d'investissement, puisque nous disposons de leur NAV (Net Asset Value ou Valeur de l'Actif Net) pour calculer la décote que nous fixons à minimum 30% du cours. Nous jugeons donc ces opportunités sur les fonds comme un nouveau moyen de diversifier le portefeuille. Nous avons également eu, à cette occasion, une discussion sur la taille de la position dans un de ces fonds. « L'émigré » de l'Equipe, ayant une certaine expérience sur un marché émergent, argumente que ces marchés ne bénéficieront des capitaux étrangers qu'au sortir de la crise. Et qu'il est donc possible de prendre position en plusieurs tranches. Mais à la majorité, la décision est prise d'investir 3.30% sur **Ukraine Opportunity** qui offre une décote de 50% sur sa valeur d'actif Net et est investi en partie sur du côté et du non côté. Les sociétés cotées ont des activités sur des produits alimentaires ou de consommation. Nous jugeons aussi l'Ukraine comme l'un des pays de l'Est les plus attractifs, avec un immense marché intérieur. Et également les big caps ukrainiennes rassemblées dans l'indice national, le premier touché par le rapatriement des capitaux en 2007 qui a perdu rapidement jusque 90% de sa valeur.

Le 23 février - Vente : **T-Bay Holding**, une de nos chinoises qui ne correspond plus à notre critère de solvabilité et dont il est clair que les rapports annuels sont « magouillés ». Et l'information circule de plus en plus sur le net, avec des faits cette fois et plus des rumeurs, que pas mal de sociétés chinoises ne joueraient pas le jeu de l'honnêteté dans leurs rapports et dans leurs comptes. C'est un nouveau débat qui s'engage dans l'équipe des Daubasses, ou dans un premier temps, une partie de l'équipe se laisse déborder par ses émotions, en voulant liquider toutes les chinoises du portefeuille au plus vite. Et oui, nous ne sommes pas faits de béton armé et les réflexes naturels reviennent parfois au galop. Dans un second temps, nous décidons de réanalyser l'ensemble des sociétés chinoises que nous détenons en portefeuille et de prendre des décisions sur des faits et sur nos critères. Cette semaine d'analyse et de discussions nous permet d'arriver à la conclusion qu'aucune des sociétés en portefeuille ne méritent d'être « larguée ». Pour revenir sur la vente de T-Bay Holding, notre perte s'élève à 88%.

Le 24 février - Vente : **Ditech**, une société qui a atteint sa VANT et que nous avons achetée lors de la composition du portefeuille le 24 novembre 2008. Notre plus value est de 90%.

Mars 2011

Le 1er mars - Emission : option put sur **Hutchinson Technology** qui expire le 19 août et doit nous rapporter 15%. Nous assurons avec cette option un prix de 2.50\$. C'est en fait la seconde fois que nous émettons une option sur Hutchinson, qui nous avait rapporté 13% du 30 août 2010 au 18 février 2011. Le 30 août 2010 nous avons également acheté un premier lot de Hutchinson au prix de 3.04 \$.

Edito

Le 15 mars - Vente : **Vet’Affaire**, qui devient notre deuxième bagger de l’année 2011, avec un multiplication par 3.70 de notre prix d’achat, soit 269.80% en 839 jours (la société avait été achetée le 24 novembre 2008 au démarrage du portefeuille). La société Vet’Affaire a également fait l’objet d’une analyse, que l’on peut qualifier de modèle, pour comprendre notre démarche d’investisseur, et qui est disponible sur notre blog.

Le 24 mars - Vente : **New Dragon Asia** qui « grâce » à une augmentation du nombre d’actions en circulation et à une détérioration de son bilan, ne correspond plus à nos critères de sélection. Cela occasionne un nouveau débat au sein de l’Equipe, alors que de plus en plus de cas de falsifications des comptes et de suspensions de cotation sont découvertes par la SEC (le gendarme de la bourse américaine). L’Equipe décide à l’unanimité de ne plus investir sur les sociétés chinoises, jusqu’à ce que la SEC ait fait le ménage. A ce stade, il nous reste encore en portefeuille 3 sociétés chinoises.

Avril 2011

Le 12 avril - Vente : **Frequencies Electronics**, notre troisième bagger de l’année 2011, qui est parvenu à multiplier par 3.70 notre prix d’achat, et à générer un rendement de 247.73% en 869 jours (la société avait été achetée le 24 novembre 2008 au démarrage du portefeuille également).

Le 13 avril - Achat et Vente : Nous achetons d’abord la société qui représentent le mieux l’Equipe des Daubasses, les **Malteries Franco-Belges**. C’est en fait une nouvelle VANTre au ROCI, ou rendement sur les capitaux investis, impressionnant de 26% en moyenne sur les 5 dernières années. Le potentiel n’est pas formidable, avec un peu moins de 60%, mais ce qui doit normalement se passer avec une VANTre, c’est qu’elle va augmenter sa valeur d’actif net tangible dans le temps puisqu’elle génère des profits. Ce que nous avons d’ailleurs observé en cours d’année dans les rapports financiers. Ce qui nous a plus énormément, c’est aussi le fait que l’activité de la société est facile à comprendre et assez solide, mais également que la société est diversifiée géographiquement. Nous vendons aussi ce 13 avril la société **Transnet** qui ne correspond plus à nos critères de solvabilité.

Le 18 avril - Achat : **Avalon**, c’est en fait la deuxième fois que nous renforçons notre éboueur préféré. Nous avons acheté une première fois la société le 2 septembre 2009. Un second renforcement a eu lieu le 16 novembre 2009. En fait l’activité diversifiée de ramassage et de recyclage de déchets dangereux et non dangereux, couplé à une activité d’aménagement d’espaces verts dans les villes et communes US et également les terrains de golf de la société, en collatéral, nous a toujours semblé intéressante sur le couple potentiel/risque, couplé à nos critères stricts de décote et de solvabilité.

Le 28 avril - Achat : **Eastern European Property**, un fond investi en Turquie sur de l’immobilier non côté, bien diversifié : bureaux, commerces, hôtels. La société-

Edito

té offre une décote de plus de 45% sur sa valeur d'Actif Net. Un nouveau débat a lieu au sein de l'Equipe sur la taille de la position de cette investissement très attractif. La Turquie étant un pays dynamique, jeune et en plein développement, avec un marché intérieur vaste, mais aussi une situation stratégique unique de part sa position charnière entre l'Europe et le Moyen-Orient et donc active sur tous ces marchés. Après un nouveau débat donc, l'Equipe décide de réduire la position initiale de tout fond émergent à 1% du montant total du portefeuille, avec l'option de recharger en deux temps par la suite.

Mai 2011

Le 8 mai, l'Equipe des Daubasse publie sa première lettre mensuelle: c'est pour nous tous un challenge important. Nous ne vous cachons pas que nous avons éprouvé des doutes sur l'ensemble du projet, même si nous étions persuadés que le « tournant » était nécessaire. Les listes restaient une excellente pioche, mais trop brut selon nous et surtout ne correspondaient plus à l'exigence de méticulosité imposé par les marchés. Les lettres étaient un moyen selon nous, de prendre de la profondeur, aussi bien en partageant nos analyses que par le suivi de toutes les sociétés de notre portefeuille. Et c'était aussi un moyen de se rapprocher de nos abonnés, en leur exposant avec ces analyses, tout le processus de décision du groupe, à la fois chiffré et non chiffré, pour leur permettre de disposer d'un outil complémentaire à leur propre analyse et à la prise de leur propre décision d'investissement. Car vous le savez depuis longtemps, nous exposons ce que nous faisons, pourquoi nous le faisons, mais en aucun cas ce que vous devez faire.

A partir de cette date vous connaissez donc bien mieux les détails de nos investissements, avec nos analyses disponible dans nos lettres.

Le 16 mai - Vente : **AH Bello** qui devient notre quatrième bagger de l'année, puisqu'il a multiplié son cours par 2.16 en 606 jours, soit un rendement de 116.43% depuis notre achat du 17 septembre 2009.

Le 20 mai, le portefeuille entre pour la première fois dans le rouge sur l'année 2011 avec une performance négative de -0.16% !

Juin 2011

Le 9 juin - Achat : **Exacompta-Clairefontaine** que nous renforçons pour la deuxième fois. Notre premier achat avait eu lieu le 1er décembre 2009 et nous avons renforcé une première fois le 8 juin 2010. La société est perçue par l'ensemble des membres de l'Equipe, comme représentant l'un des meilleurs couples potentiel/risque du portefeuille. Son collatéral immobilier n'est évidemment pas étranger à notre perception du risque plus que modéré.

Le 23 juin - Vente : **Cofigéo** « victime » d'une OPA et qui devient notre cinquième bagger de l'année, en multipliant notre investissement de départ par 2.95 en 554 jours, soit 194.48% depuis notre achat du 16 décembre 2009.

Edito

Le 28 juin - Achat : **Luxempart** dans l'idée de diversification qui a cheminé tout au long de l'aventure Daubasse, bornée par la contrainte stricte de la valeur énoncé par Ben Graham où l'on achète des sociétés où il est possible de calculer de manière plus ou moins précise la valeur de leurs Actifs et que l'on achète avec une décote d'au moins 30%. Les holdings en général, et ce holding luxembourgeois, s'encadrent parfaitement dans ces règles basiques.

Le même jour, nous achetons un autre fond, cette fois positionné sur l'Inde. Il s'agit de **Elephant Capital** diversifié sur pas mal de secteurs comme les médias, l'automobile, les matériaux de construction. 60% du fond est investi sur du côté. Nous prenons une première position pour 1.50% du portefeuille.

Juillet 2011

Le 5 juillet - Achat : **MBL Group** officiant dans le secteur en difficulté, des supports médias « has been ». La société entame une restructuration et possède un collatéral assez solide et nous l'avons acquise avec une décote très importante sur la valeur d'actif net tangible.

Le 11 juillet - Vente : **Pacific Webwork** dont un litige nous apprend qu'effectivement cette société était une coquille vide. Nous vendons avec une perte de - 56.60 %. Un nouveau débat dans l'Equipe débouche sur la décision d'être d'une extrême vigilance sur les litiges et d'abandonner la cible systématiquement, s'il n'est pas mentionné clairement la somme estimée de perte par rapport à ce litige.

Août 2011

Le 2 août - Achat : **Leeds Group PLC** qui deviendra donc notre marchand de tapis préféré. Une activité simple à comprendre dans un secteur ennuyeux. Du tout cuit donc pour figurer dans notre portefeuille, d'autant plus que nous achetons avec une décote convenable et que la société dispose d'un collatéral immobilier non négligeable.

Le 19 août - Exécuté : notre option **Hutchinson Technology** est exécutée à 2.50 \$. En additionnant notre premier achat du 30 août au prix de revient de 3.04\$, aux 800 actions que nous recevons lors de cette exécution, nous parvenons à abaisser notre prix de revient à 2.74\$ par action.

Octobre 2011

7 octobre - AK : La seconde vague de crise qui a débuté cette été a fait apparaître de nouvelles opportunités en nombre assez conséquent. Nous décidons d'effectuer la seconde augmentation de capital de l'année 2011. Après débat au sein de l'Equipe, nous décidons de nous concentrer en ce qui concerne les USA, sur des sociétés cotées sur des marchés réglementés, comme le NYSE, le Nasdaq, l'AMEX. Bien entendu, la chasse est globale, sur les marchés européens. Nous avons tous l'impression d'un retour à la fin 2008 et nous jugeons qu'il se-

Edito

rait triste de ne pas profiter des « vagues Pampers » offertes par monsieur le Marché. Vous connaissez tous le dicton « Buffettien » sur le fait qu'il faut être avide quand les autres ont peur et avoir peur quand les autres sont avides. Nous décidons donc de donner les moyens à notre avidité en procédant à autant d' « AK » qu'il le faudra, tant que nous trouverons des occasions sur le marché.

Le 11 octobre - Achat : les deux « Tronics »! **Giga Tronic** et **Key Tronics**. Giga Tronic est une net-net, tandis que Key Tronics est une Net Estate et une Vantre au ROCI de 8%.

Le 12 octobre - Achat : de **Peels Hotels**, belle chaîne d'hôtels anglaise conduite par la famille Peels. Et de notre papetier hollandais préféré **Crow van Gelder** où la direction annonce de bonnes surprises à l'avenir.

Le 13 octobre - Achat : **Hutchinsons Technology** que nous renforçons pour la deuxième fois. Et nous abaissons une nouvelle fois notre prix de revient à 2.20 \$. Et nous renforçons aussi la société **SigmaTron** que nous avons achetée une première fois le 13 novembre 2009. Après une nouvelle analyse, cette société nous apparaît présenter un des meilleurs couples potentiel/risque du portefeuille.

Le 14 octobre - AK et Achat : La troisième AK de l'année, injecte une nouvelle fois du cash dans le portefeuille. Nous renforçons pour la troisième fois notre papetier français préféré **Exacompta-Clairefontaine** que nous avons acheté une première fois le 12 janvier 2009, renforcé une première fois le 8 juin 2010 et une seconde fois, le 9 juin 2011. Tout comme Sigmatron, après analyse, l'Equipe juge la société comme présentant l'un des meilleurs couples potentiel/risque du portefeuille. Nous diversifions avec deux juniors canadiennes, à la fois sur les devises et sur le secteur minier or et métal. Il s'agit de **Oceana Gold** et de **Dundee Precious Metal**.

Le 24 octobre - Achat : la société que nous considérons comme la meilleur occasion 2011, à savoir **PV Crystalox Solar**, après un « branle bas de combat » incroyable au sein de l'Equipe, pour retourner la société sous toutes ses coutures... en un temps record.

Le 25 octobre - Vente : **Track Data** qui ne donne plus accès à son information financière depuis quelques trimestres. Nous enregistrons sur cette vente une perte de 2.42%.

Novembre 2011

Le 4 novembre - Achat : le fond fermé **Vietnam Holding**. Après un nouveau débat au sein de l'Equipe, après l'analyse d'un rapport d'Ukraine Opportunity, notre premier fond fermé, où le gérant semblait découvrir (nous exagérons à peine) que l'on n'est pas très respecté quand on est minoritaire d'une société

Edito

non cotée dans un pays émergent, nous ajustons nos critères de sélection des fonds en exigeant un maximum de 30% de non côté dans un fond. Vietnam Holding répond parfaitement à notre nouvelle exigence, puisque toutes les sociétés qu'il possède sont cotées. Nous décidons d'investir 1.50% du portefeuille sur ce quatrième fond.

Le 11 novembre - Achat : **Book-A-Million**, une chaîne de librairies que nous jugeons offertes par le marché à prix cassés.

Le 14 novembre - Vente : **Bluegreen** dont le rachat par sa maison mère, après calcul, ne nous convient pas du tout. Nous réalisons sur cette société une plus value de 37.82%. La société avait été achetée le 30 novembre 2009.

Le 17 novembre - Achat : **LNC**. Les Nouveaux Constructeurs sont pour l'équipe, un véritable « symbole ». Car c'est après avoir déniché cette société, début 2008, donc bien avant que l'Equipe dans sa forme actuelle n'existe, bien avant que nous recherchions des net-net et aussi donc bien avant l'idée du club d'investissement et du portefeuille, que nous avons commencé à creuser la question des sociétés décotées comme le relatait Ben Graham dans son bouquin *L'Investisseur Intelligent*, les Net-Net. LNC, depuis le début, est la première société de nos listes. Par contre, nous ne l'avons pas acheté en 2008, sa solvabilité était sous les 40% de solvabilité que nous exigeons. Ensuite, quand sa solvabilité est repassée au-dessus des 40%, son potentiel calculé à partir de la VANT était peu intéressant comparé à d'autres occasions. Au moment de notre achat la société cotait à 50% de sa valeur Net-Net et son potentiel est de 145%.

Le 23 novembre - Achat : **ADDvantage**, une VANTre au ROCI de 13%.

Le 24 novembre - Vente : **AC Moore & Kraft**, « l'aberration 2011 » crevant l'écran du bon sens. La direction de la société décide de vendre à un prix inférieur à la valeur Net-Net de la société. Après une discussion, nous décidons « avec une crampe au cœur » d'apporter nos actions. Nous réalisons une plus value de 61.16% sur cette société que nous avons acquise le 24 novembre 2008.

Le 25 novembre - AK : La quatrième AK de l'année.

Le 29 novembre - Achat : **PV Crystalox Solar** que nous renforçons après la chute de 50% depuis notre achat du 24 octobre, nous réduisons notre prix de revient de 7.83 £ à 5.92 £.

Le 30 novembre - Achat : **Renewable Energy Corp**, société norvégienne également dans le secteur du solaire. Contrairement à PV Crystalox qui ne fabrique qu'un seul élément, soit la « gaufre de silicium », REC est une société intégrée verticalement et vend donc des panneaux solaires où tous les éléments sortent de ses usines. Après un long débat dans l'Equipe, nous pensons que le massacre d'un secteur sur un ralentissement de conjoncture est du « véritable pain béni » pour tout chasseur de Daubasses... à condition de trouver les acteurs les plus

Edito

solides. PV Crystalox Solar a énormément de cash, lui permettant de voir venir et REC des éléments adjacents, lui permettant de générer du cash. En plus, les deux directions semblent ne pas appartenir aux directions de la classe « Daubasse », élément non quantifiable mais selon nous important.

Décembre 2011

Le 2 décembre - Achat : **Avatar**, que nous renforçons pour la deuxième fois. La société fait partie des premiers achats du portefeuille le 26 novembre 2008 et a été renforcée une première fois le 10 décembre 2009. C'est une immobilière US, dotée d'une nouvelle direction. Nous vous proposons l'analyse qui justifie notre achat dans cette lettre.

Le 8 décembre - Vente : **Conn's** qui devient notre sixième bagger de l'année, en multipliant notre investissement de départ (rappelez-vous de notre option exercée du 21 janvier) par 2.35, soit un rendement de 134.80% en 321 jours. Le 21 janvier, nous étions légèrement déçus d'avoir été exercé, bien que conscients d'avoir un prix attractif. Le 8 décembre, nous sommes évidemment satisfaits de savoir que le marché était dans l'erreur le 21 janvier.

Le 12 décembre - Achat : **Vianini Industria**, holding italien que nous renforçons pour la première fois. Nous avons acheté la société le 19 octobre 2010. Après analyse et une simulation du pire, comme une valeur de 0 euro sur les participations dans l'assureur Generali et le producteur de ciment Cementir. La valeur de la société est supérieure à notre prix de revient de 1.32 euro.

Le 16 décembre - AK : notre cinquième augmentation de capital de l'année.

Le 23 décembre - AK : notre sixième augmentation de capital de l'année.

Le 28 décembre - Vente : **Parlux Fragrance** qui devient notre septième bagger de l'année et qui a multiplié son cours par 3.20 depuis notre achat le 28 juillet 2009, soit 220.36% en 883 jours. En fait, la société Perfumia, un client de Parlux Fragrance, a décidé de racheter Parlux Fragrance. Nous pouvons donc dire que l'année se termine en beauté au chapitre des baggers.

Le 29 décembre Achat : le holding suédois **Investor AB**. Nous complétons notre ligne « diversification dans la valeur ». Et nous vous en détaillons les raisons plus loin dans cette lettre.

Le 30 décembre - AK : notre septième et dernière augmentation de capital de l'année.

Le bilan de l'année écoulée et son débat

La **première question** que nous nous sommes posés, c'est évidemment quelles

Edito

sont les erreurs que nous avons commises cette année et qu'en tirons-nous comme enseignement ?

La première erreur : Avoir augmenté le nombre de sociétés chinoises dans le portefeuille, en ne tenant pas compte de la rumeur de malversation de plus en plus véhiculée.

Enseignement : Il est évident que la malversation et les bidouillages de rapports financiers, ne peuvent pas être appréhendés par une analyse, aussi pointue qu'elle puisse l'être. La première mesure que nous avons prise, c'est de faire complètement l'impasse sur les sociétés chinoises cotées aussi bien en Europe qu'aux USA autant de temps qu'il le faudra aux autorités, pour donner aux investisseurs la garantie que les chiffres reflètent avec honnêteté la situation économique de la société.

La réflexion que nous avons menée sur le sujet, a également débordé, le simple fait de la malversation. Nous pensons également qu'il faut se limiter, sur un secteur massacré, par exemple en n'achetant pas forcément « tout ce qui passe » et correspond à nos critères. Deux voire trois sociétés par secteur, pour un maximum de 10% du portefeuille, nous semble prudent et nous oblige à faire une sélection dans la sélection en choisissant les acteurs les plus solides. Ceci afin de ne pas déséquilibrer un portefeuille au cas où le secteur serait finalement « englouti ».

Nous avons déjà mis en pratique cette réflexion, sur le secteur de l'énergie Solaire, où nous limitons nos investissements à PV Crystalox et REC, deux acteurs que nous jugeons les plus solides. Et également sur le secteur papier, avec Exacompta et Crow van Gelder, deux acteurs également solides.

La seconde erreur : les litiges. Avant le problème rencontré sur Pacific Webworks, notre ligne de conduite était de ne pas se soucier outre mesure des litiges en cours tant qu'il n'y avait eu condamnation. Il est évidemment difficile de savoir par avance la portée financière d'un litige.

Enseignement : Notre débat, nous a amené à formuler des règles qualitatives, sur le sujet. Soit la direction nous procure une estimation du coût d'un litige futur qui serait perdu, ce qui nous permet alors d'y ajouter une marge de sécurité. Soit le litige est clairement mineur. Par clairement mineur, nous entendons qu'il faut trouver les preuves dans le rapport que ce litige est mineur.

Sans une estimation de la direction ou la preuve que le litige est mineur, nous n'investissons plus dans la société.

Nous mettons déjà en pratique cette règle depuis l'été.

La **seconde question** que nous nous posons, par rapport à notre performance négative de -15% pour l'année 2011, c'est : quelle en est la cause exacte ?

Avons-nous commis plus d'erreurs qu'en 2009 ou en 2010 ?

Edito

Consultons nos archives de ces 3 dernières années :

| Année | Nombre de sociétés vendues avec une moins-value | Nombre de sociétés vendues avec une plus-value |
|-------|---|--|
| 2009 | 7 | 18 (dont 16 baggers) |
| 2010 | 6 | 7 (dont 5 baggers) |
| 2011 | 5 | 10 (dont 7 baggers) |

Si nous analysons d'un point de vue statistique, l'année 2011 est l'année où nous avons vendu le moins de sociétés en moins value depuis le début de l'aventure.

Au niveau plus value, l'année 2011 est supérieure à l'année 2010, avec 10 sociétés dont 7 baggers.

Nous pensons donc que si nous avons commis moins d'erreur qu'en 2009 et 2010, les moins values sont là pour le prouver et que nous avons un nombre de société en plus value, supérieur à 2010, la performance négative étant donc due à l'ensemble du portefeuille qui ne s'est pas autant apprécié dans son ensemble qu'en 2010.

Si nous jugeons 2011 comme une année où aura régné la peur à partir de l'été, voire en gros sur les 6 derniers mois de l'année, cette performance négative du portefeuille dans son ensemble est logique, une logique presque binaire. Côté pile, on trouve des occasions seulement quand le marché est envahi par la peur, côté face, ce n'est pas quand le marché est envahi par la peur qu'il reconnaît ses erreurs d'évaluations. Au contraire, le marché a même tendance à multiplier ses erreurs d'évaluations.

Si nous nous référons au passé assez proche, c'est finalement en 2009 et début 2010 que le marché a reconnu ses erreurs d'évaluation de 2008. Lorsque les perspectives macros ont semblé donner des signes d'amélioration. Mais à partir de là, le marché a proposé moins d'occasions.

Si nous nous référons donc à cette logique, notre performance négative de -15% est une chose absolument normale si l'on comprend que bon nombre de sociétés que nous détenons en portefeuille sont cycliques et dépendent très fortement de la conjoncture internationale.

Vous avez pu constater par vous-même que nous avons réagi tout au long de l'année et pendant les trois derniers mois, en lisant le compte rendu des 50 mouvements du portefeuille, avec bon sens, en poursuivant nos investissements, selon nos règles habituelles, bonifiées par certains critères qualitatifs.

Edito

En un mot, nous avons tenté d'élever nos exigences au delà de nos règles de base.

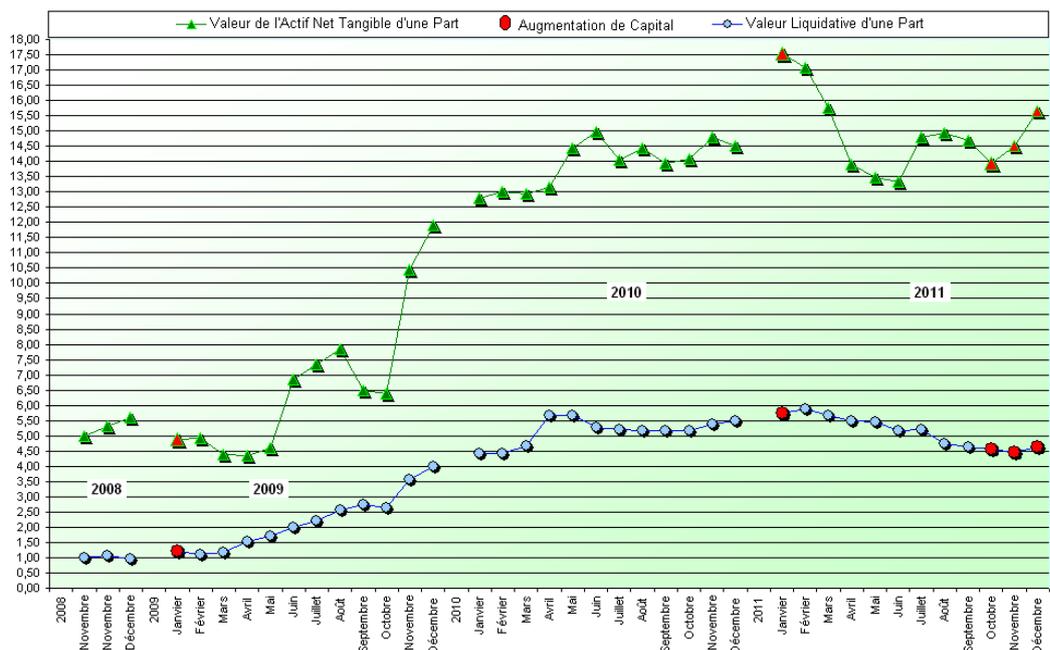
Nous avons également portés réflexions sur la diversification a l'intérieur de notre règle de plus en plus stricte.

Vous remarquerez également la constance dont nous avons fait preuve en 2011, par le renforcement d'un grand nombre de sociétés déjà présentes en portefeuille. Car il est aussi évident que ce n'est pas parce qu'aujourd'hui l'on achète avec une décote, que 30 ou 300 jours plus tard on a un beau bagger. Depuis 2008, et le début de l'aventure, nous avons compris que le marché peut mettre pas mal de temps à reconnaître ses erreurs et pas mal de temps cela peut-être 4-5 ans.

En conclusions, vous aurez compris que dans l'investissement, nul n'est parfait et que les erreurs font même partie intégrante du sujet. En fait, si vous ne voulez pas perdre ou ne savez pas perdre, la seule solution pour y parvenir c'est de renoncer à tout investissement.

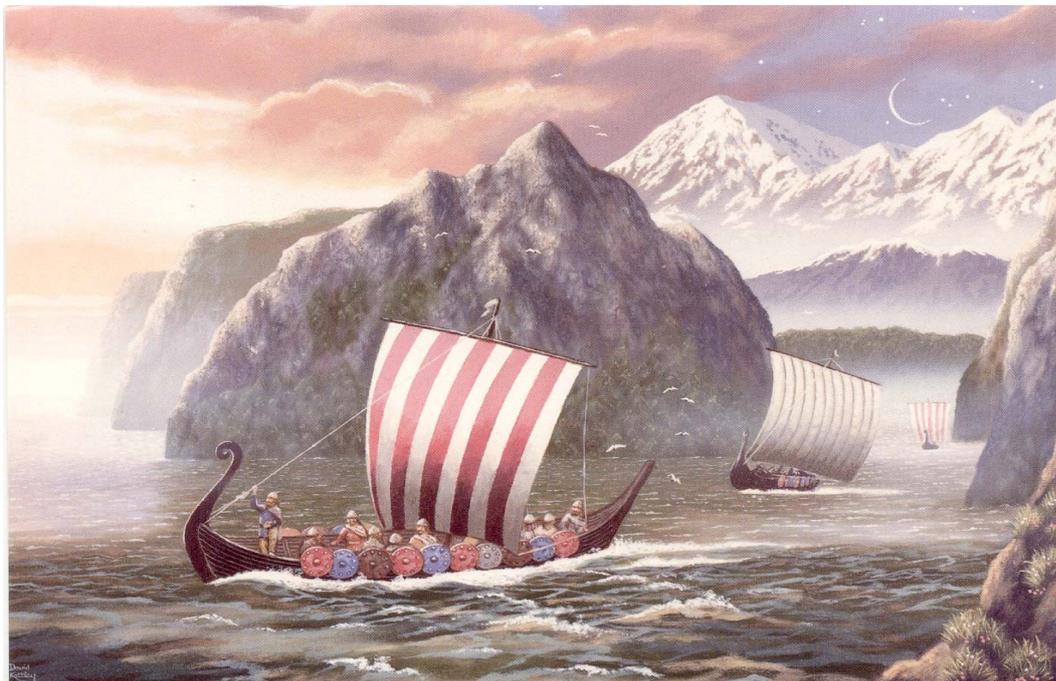
Par contre, tout investisseur doit avoir le courage de ses erreurs, car si l'on parvient à disséquer ses erreurs, c'est alors une accumulation d'expérience que vous gagnez. Ce qui revient à dire que les seules véritables erreurs, sont celles que l'investisseur ne parvient pas à comprendre et à transformer en expérience positive qui lui permettra de ne plus les commettre.

Ci-dessous, le graphique relatant la valeur d'une part du portefeuille et la valeur estimée de sa Valeur d'Actif Net Tangible (VANT).



Diversification dans la valeur

Esprit Viking (2^{ème} partie)



Nous abordons le deuxième volet de notre *saga* « Esprit Viking » dans laquelle nous vous proposons des idées d'investissement dans les pays scandinaves. Ces sociétés ne sont pas toutes, techniquement, des daubasses, mais la décote qu'elles présentent nous semble suffisante pour que nous nous y intéressions, notamment en raison de leur localisation dans des pays dits « vertueux » sur le plan budgétaire.

Dans cette lettre, nous vous présentons Investor AB qui est une holding industrielle dont la majeure partie des participations est constituée par des entreprises suédoises.

Nous pouvons classer cette société dans une catégorie semblable à celle de Luxempart : un holding diversifié, correctement géré, avec une décote historique dans sa fourchette haute.

Investor AB

(Stockholm Stock Exchange, ISIN : SE0000107401)



Cette société a été créée en 1916 pour répondre à une nouvelle législation qui rendait plus difficile aux banques le fait de détenir sur le long terme des actions d'entreprises industrielles.

La société existe donc depuis près d'un siècle et c'est toujours un membre de la famille fondatrice qui préside le conseil d'administration.

Le 29 décembre, nous avons acheté des actions Investor AB (parts A) pour un

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (2^{ème} partie)

coût de revient, frais de courtage inclus, de 125,16 SEK.

Nous vous proposons de vous présenter succinctement l'ensemble des participations d'Investor AB ainsi que leur valorisation. Nous calculerons la valeur intrinsèque de la holding en fonction des cours de bourse de ses participations.



La plus grosse participation d'Investor, c'est Atlas Copco, un leader mondial dans le domaine de l'outillage à air comprimé, des groupes électrogènes, de l'outillage pneumatique. L'entreprise a une présence de plus en plus importante dans les pays émergents. Au cours actuel de 135,10 SEK, cette participation qui représente 16,7 %, « pèse » 37,57 SEK par action Investor.

La deuxième participation en poids dans le portefeuille de la société est ABB, une compagnie industrielle suisse active qui propose une large palette de produits qui permettent la distribution et la transmission d'énergie (essentiellement électrique) ainsi que des produits permettant d'améliorer la productivité des entreprises par l'automatisation et l'optimisation des procédures industrielles. Ici aussi, une part importante du développement se fait dans les émergents. Au cours actuel de 18,51 USD, la participation de 7,3 % de Investor dans le capital de ABB représente 27,74 SEK par action.

Investor AB détient également une participation de 20,8 % dans une banque suédoise SEB. Elle est présente en Suède évidemment, mais aussi en Allemagne et dans les pays baltes. Au cours actuel de 38,93 SEK, elle représente 22,93 SEK dans le patrimoine de la holding.

Nous relevons aussi des actions dans la pharmaceutique britannique AstraZeneca (3,9 %) pour 20,71 SEK (suivant un cours de 29,52 GBP) ainsi que dans Ericsson (5 %), le fournisseur suédois de technologies et de services aux opérateurs télécoms pour 14,19 SEK (au cours de 68,80 SEK).

Le fabricant d'électro-ménagers Electrolux se retrouve également dans le portefeuille d'Investor pour 15,3 % de son capital et représente 6,21 SEK par action, au cours de 108,50 SEK.

Nous relevons encore des positions plus anecdotiques pour 30 % du capital de SAAB (le fabricant aéronautique et d'électronique pour la défense) valorisée à

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (2^{ème} partie)

5,48 SEK (cours de 137,10), pour 10,7 % du Nasdaq OMX (la bourse des valeurs scandinaves) valorisée à 4,05 SEK (cours de 24,29 USD), pour 16,3 % de Husqvarna (tondeuses, tronçonneuses et outils diamantés) valorisée à 4,28 SEK (cours de 31,54), pour 40,5 % du capital de Biovitrum (pharma suédoise) valorisée à 1,72 SEK (cours de 14,20).

Les participations cotées représentent donc 144,88 SEK par action Investor AB. Mais ce n'est pas tout ...

Notre conglomérat détient également tout une série de participations non cotées. Trois d'entre elles sont détenues à 100 % ou presque. Le plat de résistance est Mölnlycke Health Care, qui fabrique des pansements et des compresses. Il s'agit d'une belle société en croissance constante avec une présence de plus en plus forte en Asie. Le management la valorise à 18 SEK par action. Nous relevons également deux autres filiales opérationnelles : Aleris, qui fournit aux particuliers des services médicaux et assure les soins à domicile pour les personnes âgées. Cette filiale est uniquement active en Suède et représente 4 SEK par action. D'autre part, Investor exploite un hôtel à Stockholm valorisé à 2 SEK par action.

Ensuite, la société est présente dans deux fonds de private equity dont elle est souvent le principal actionnaire. Ces fonds sont essentiellement investis en scandinavie mais, petit-à-petit, leur horizon d'investissement s'élargit et des acquisitions sont opérées tant aux Etats-Unis, qu'en Europe de l'Est ou en Asie. Ils représentent à eux deux 30 SEK par action.

Enfin, Investor détient des participations non majoritaires dans plusieurs entreprises non-cotées. Nous relevons en vrac des pharmas, des sociétés de services financiers ou de ressources humaines. Toutes ces sociétés sont suédoises et représentent ensemble 17 SEK par action (suivant valorisation de la direction).

En déduisant les dettes, nous obtenons une valeur intrinsèque 196,38 SEK par action. A notre coût d'achat de 125,16 SEK, la décote s'élève donc à 36,3 %. Certes, nous ne parlons pas ici de décote « daubasses ». Mais, historiquement, elle se situe plutôt dans le haut de la fourchette : au cours de ces 20 dernières années, elle a fluctué entre 10 et 40 %.

Parmi les actionnaires, outre la famille fondatrice qui détient toujours 18 % du capital, nous avons eu l'heureuse surprise de découvrir le *Third Avenue Fund* du célèbre Martin Whitman.

Nous pensons qu'Investor AB peut se révéler une source de diversification intéressante pour un portefeuille tant par le fait de sa localisation dans un pays vertueux que par la variété de ses activités. Une bonne part de ses participations sont des leaders mondiaux dans leur domaine qui sont, cerise sur le gâteau, idéalement positionnés pour profiter de la croissance des émergents. Ajoutons que Investor est souvent le principal actionnaire de ses sociétés ou, à tout le

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (2^{ème} partie)

moins, un actionnaire de poids, ce qui lui permet d'imposer certaines décisions en matières de stratégies ou d'affectation des capitaux.

Et apparemment, ça marche : au cours des 20 dernières années, Investor AB a généré un rendement, dividendes inclus, de 12,1 % par an ...

Signalons pour nos amis français, qu'Investor étant située dans un pays membre de l'Union Européenne, elle est, en principe, **éligible au PEA**.



Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille 31 décembre

| | | % | Ticker | Société | Prix de Revient | | 31 décembre 2011 | | | | | RendTot | |
|-----------------------------|------|-------|----------------|-------------------------------|------------------|-------------|------------------|--------|----------|-----------|-------------------|---------|------|
| | | | | | Unitaire | Devises | Euro | Action | Cours | Devises | Euro | | Euro |
| | | | | | | | | | | | | | |
| Société Net-Net | | | | | 56.934,13 | Euro | 39,15% | | | | | | |
| 1 | USD | 0,48% | SPOR.PK | Sport Haley Inc | 0,41 | 617,94 | 480,71 | 1500 | 0,60 | 900,00 | 700,69 | 45,76% | |
| 2 | USD | 0,13% | TBAC | Tandy Brand Accesories | 2,44 | 610,93 | 475,25 | 250 | 0,98 | 245,00 | 190,74 | -59,87% | |
| 3 | USD | 0,66% | CRV | Coast Distribution System | 1,16 | 635,98 | 492,22 | 550 | 2,25 | 1.237,50 | 963,45 | 95,73% | |
| 4 | GBP | 0,70% | BDEV.L | Barrat Development PLC | 50,08 | 458,26 | 585,62 | 915 | 92,90 | 850,04 | 1.019,47 | 74,08% | |
| 5 | USD | 1,14% | TAIT | Taitron | 1,22 | 2.281,18 | 1.595,92 | 1865 | 1,14 | 2.126,10 | 1.655,26 | 3,72% | |
| 6 | USD | 3,47% | AVTR | Avatar Holding | 7,37 | 6.658,52 | 4.895,10 | 904 | 7,18 | 6.490,72 | 5.053,30 | 3,23% | |
| 7 | USD | 1,14% | CRC | Chromcraft Revington | 0,93 | 1.813,33 | 1.247,27 | 1950 | 1,09 | 2.125,50 | 1.654,79 | 32,67% | |
| 8 | USD | 1,83% | TWMC | Trans World Entertainment | 0,75 | 1.018,00 | 734,07 | 1350 | 2,53 | 3.415,37 | 2.659,01 | 262,23% | |
| 9 | USD | 0,21% | XING | Qiao Xing Universal Ressourc | 2,37 | 1.540,51 | 1.086,17 | 650 | 0,61 | 396,50 | 308,69 | -71,58% | |
| 10 | USD | 1,85% | MEAD | Meade Instrument | 3,49 | 3.829,89 | 2.780,35 | 1098 | 3,15 | 3.458,70 | 2.632,74 | -3,15% | |
| 11 | Euro | 1,91% | ADL.DE | Adler Real Estate | 0,63 | 2.979,37 | 2.979,37 | 4700 | 0,59 | 2.773,00 | 2.773,00 | -6,93% | |
| 12 | USD | 0,86% | WEX | Winland Electronics | 0,84 | 3.100,07 | 2.198,11 | 3670 | 0,44 | 1.614,80 | 1.257,19 | -42,81% | |
| 13 | USD | 2,60% | SGMA | SigmaTron International | 3,55 | 5.251,10 | 3.712,79 | 1470 | 3,30 | 4.851,00 | 3.776,71 | 1,72% | |
| 14 | USD | 2,29% | IFON | Infosonics | 0,65 | 4.475,86 | 3.590,05 | 6914 | 0,62 | 4.286,68 | 3.337,36 | -7,04% | |
| 15 | GBP | 2,47% | LDSGL | Leeds Group PLC | 18,61 | 3.286,38 | 3.941,50 | 17650 | 17,00 | 3.000,50 | 3.598,58 | -8,70% | |
| 16 | USD | 1,38% | ENTN.PK | Entorian Technologies | 2,93 | 3.777,32 | 2.730,46 | 1290 | 2,00 | 2.580,00 | 2.008,64 | -26,44% | |
| 17 | Euro | 2,80% | VIN.MI | Vianini Industria | 1,32 | 4.263,50 | 4.263,50 | 3230 | 1,26 | 4.069,80 | 4.069,80 | -4,54% | |
| 18 | USD | 0,63% | CCTR.PK | China Crescent | 0,00 | 5.102,06 | 3.787,16 | 4E-06 | 0,00 | 1.168,50 | 909,73 | -75,98% | |
| 19 | GBP | 1,09% | MUBLL | MBL Group | 8,68 | 2.169,19 | 2.419,74 | 25000 | 5,27 | 1.318,05 | 1.580,77 | -34,67% | |
| 20 | USD | 3,09% | GIGA | Giga-Tronics Inc | 1,33 | 5.398,26 | 3.931,52 | 4060 | 1,42 | 5.765,20 | 4.488,45 | 14,17% | |
| 21 | GBP | 3,05% | PVC.SL | PV Crystalex Solar | 5,93 | 5.128,80 | 5.935,27 | 86500 | 4,27 | 3.693,55 | 4.429,78 | -25,37% | |
| 22 | USD | 2,60% | BANM | Book-A-Million | 2,82 | 5.639,47 | 4.119,41 | 2000 | 2,43 | 4.860,00 | 3.783,72 | -8,15% | |
| 23 | Euro | 2,77% | LNC.PA | Les Nouveaux Constructeurs | 5,18 | 4.012,99 | 4.012,99 | 775 | 5,19 | 4.022,25 | 4.022,25 | 0,23% | |
| Société Net-Estate | | | | | 50.821,38 | Euro | 34,94% | | | | | | |
| 24 | USD | 2,99% | AWX | Avalon | 2,71 | 5.230,93 | 3.616,50 | 1930 | 2,90 | 5.593,14 | 4.354,50 | 20,41% | |
| 25 | USD | 1,88% | BBCZ.OB | Bodisen Biotech | 0,23 | 2.103,46 | 1.398,94 | 9000 | 0,39 | 3.510,00 | 2.732,68 | 95,34% | |
| 26 | USD | 1,79% | BDR | Blonder Tongue Laboratories | 1,00 | 2.757,07 | 1.844,94 | 2750 | 1,22 | 3.348,13 | 2.606,66 | 41,29% | |
| 27 | USD | 0,90% | ATC | Cycle Country Associores | 0,40 | 2.834,58 | 1.902,96 | 7000 | 0,24 | 1.680,00 | 1.307,95 | -31,27% | |
| 28 | Euro | 2,86% | EXAC.PA | Exacompta - Clairefontaine | 80,09 | 5.126,35 | 5.126,35 | 64 | 65,00 | 4.160,00 | 4.160,00 | -18,85% | |
| 29 | Euro | 2,75% | ALGEV.PA | Gevelot | 19,24 | 1.636,10 | 1.636,10 | 85 | 47,00 | 3.995,00 | 3.995,00 | 144,18% | |
| 30 | Euro | 2,81% | SAMP.PA | SAM | 21,99 | 2.089,47 | 2.089,47 | 95 | 43,00 | 4.085,00 | 4.085,00 | 95,50% | |
| 31 | Euro | 0,55% | SLGD.OB | Scott Liquid Gold | 0,31 | 1.896,22 | 1.394,60 | 6050 | 0,17 | 1.029,11 | 801,20 | -42,55% | |
| 32 | Euro | 2,78% | IRC.MI | Irce | 1,35 | 3.045,08 | 3.045,08 | 2250 | 1,80 | 4.047,75 | 4.047,75 | 32,93% | |
| 33 | USD | 2,17% | HTCH | Hutchinson Technology | 2,21 | 5.961,83 | 4.379,30 | 2700 | 1,50 | 4.050,00 | 3.153,10 | -28,00% | |
| 34 | USD | 1,90% | NTZ | Natuzzi | 3,24 | 5.110,08 | 3.793,11 | 1575 | 2,25 | 3.543,75 | 2.758,96 | -27,26% | |
| 35 | USD | 1,40% | DUCK | Duckwall-Alco Store | 11,23 | 3.527,58 | 2.472,89 | 314 | 8,33 | 2.616,52 | 2.036,37 | -17,65% | |
| 36 | USD | 3,69% | KTCC | Key Tronic Corp | 3,68 | 5.411,02 | 3.964,97 | 1471 | 4,69 | 6.898,99 | 5.371,16 | 35,47% | |
| 37 | Euro | 2,36% | CVG.AS | Crown van Gelder | 4,09 | 3.886,04 | 3.886,04 | 950 | 3,61 | 3.429,50 | 3.429,50 | -11,75% | |
| 38 | GBP | 2,76% | PHOL | Peels Hotel | 38,59 | 3.444,18 | 3.927,77 | 8925 | 37,52 | 3.348,66 | 4.016,14 | 2,25% | |
| 39 | USD | 1,35% | AEY | ADDvantage Technologies | 1,93 | 2.323,34 | 1.736,04 | 1205 | 2,10 | 2.524,48 | 1.965,41 | 13,21% | |
| Société VANTre | | | | | 9.408,54 | Euro | 6,47% | | | | | | |
| 40 | CAD | 1,28% | JTC.V | Jemtec | 0,86 | 3.211,59 | 2.354,19 | 3725 | 0,65 | 2.421,25 | 1.829,57 | -22,28% | |
| 41 | CAD | 1,63% | BFS.V | BFS Entertainment&Multiméd | 0,21 | 5.109,25 | 3.743,97 | 24100 | 0,13 | 3.133,00 | 2.367,39 | -36,77% | |
| 42 | Euro | 2,40% | MALT.PA | Malteries Franco-Belge | 148,88 | 3.424,28 | 3.424,28 | 23 | 151,70 | 3.489,10 | 3.489,10 | 1,89% | |
| 43 | NOK | 1,18% | REC.OL | Renewable Energy Corp ASA | 3,69 | 14.857,39 | 1.909,20 | 4030 | 3,31 | 13.339,30 | 1.722,49 | -9,78% | |
| Fond Décoté | | | | | 7.218,17 | Euro | 4,96% | | | | | | |
| 44 | USD | 1,98% | UKRO | Ukraine Opportunity Trust PLC | 2,95 | 4.792,41 | 3.518,14 | 1625 | 2,28 | 3.705,00 | 2.884,50 | -18,01% | |
| 45 | GBP | 0,82% | EEP.L | Eastern European Property | 61,76 | 870,83 | 978,74 | 1410 | 70,50 | 994,05 | 1.192,19 | 21,81% | |
| 46 | GBP | 0,66% | ACAP.L | Elephant Capital PLC | 38,22 | 936,36 | 1.039,82 | 2450 | 32,89 | 805,81 | 966,42 | -7,06% | |
| 47 | USD | 1,50% | VNHL | Vietnam Holding | 0,76 | 2.841,52 | 2.073,65 | 3750 | 0,75 | 2.793,75 | 2.175,05 | 4,89% | |
| Diversification ext. | | | | | 10.579,50 | Euro | 7,27% | | | | | | |
| 48 | Euro | 2,06% | | Luxempart | 24,75 | 3.465,29 | 3.465,29 | 140 | 21,35 | 2.989,00 | 2.989,00 | -13,74% | |
| 49 | CAD | 0,92% | OGC.T | Oceana Gold Corp | 2,80 | 2.211,97 | 1.585,07 | 789 | 2,25 | 1.775,25 | 1.341,43 | -15,37% | |
| 50 | CAD | 1,17% | DPM.TO | Dundee Precious Metal | 7,96 | 2.188,59 | 1.568,32 | 275 | 8,22 | 2.260,50 | 1.708,10 | 8,91% | |
| 51 | SEK | 3,12% | INVE-A.ST | Investor AB | 125,16 | 40.678,38 | 4.546,34 | 325 | 123,20 | 40.040,00 | 4.540,97 | -0,12% | |
| Emission d'Option | | | | | 0,00 | Euro | 0,00% | | | | | | |
| | | | | | Limite | | | Nbr | | | | | |
| 0 | 0 | 0,00% | | 0 0 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | #DIV/0! | |
| Liquidité | | | | | 10.479,61 | Euro | 7,21% | | | | | | |
| | | 4,46% | | Compte Courant | | Euro | | | | | 13.375,49 | | |
| | | | | | | USD | | | 8.330,63 | | 6.485,75 | | |
| | | | | | | GBP | | | 0,00 | | 0,00 | | |
| | | | | | | CAD | | | 0,00 | | 0,00 | | |
| | | | 0 janvier 1900 | Compte Epargne | | Euro | | | 0,00 | | 3.993,86 | | |
| | | 97% | | Total | | | 3,33% | Egal | 5,289 | Euro | 158.816,83 | | |

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 31 décembre 2011 - Ratios et Notations

| Notation | Potentiel (0 = faible, 3 = élevé) | Risque (0 = très risqué, 3 = peu risqué) | Globale | V Actif Net-Net | Ratio Solvabilité | Date Achat | VANT | | V Actif Net-Estate | Ratio VANTre | Ratio ROIC | | | | | | | | |
|----------|--------------------------------------|---|---------|-------------------------------|----------------------|---------------|--------------------|----------|-----------------------|-----------------|---------------|--------|--------|-----|--|--|--|--|--|
| | | | | | | | Potentiel Cours | Stop | | | | | | | | | | | |
| 2 | 0 | 2 | | Sport Haley Inc | 2,4037 | 0,25 | 87,88% | 24/11/08 | 310% | 2,4606 | | | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Tandy Brand Accessories | 1,3843 | 0,71 | 40,47% | 24/11/08 | 257% | 3,4993 | 1,7729 | 0,5528 | | | | | | | |
| 3 | 3 | 6 | | Coast Distribution System | 5,4976 | 0,41 | 61,48% | 25/11/08 | 194% | 6,6213 | | | | | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | Barrat Development PLC | 164,32 | 0,57 | 62,31% | 26/11/08 | 119% | 203,69 | 0,00 | 0,0000 | | | | | | | |
| 2 | 1 | 3 | | Taitron | 2,3477 | 0,49 | 94,82% | 26/11/08 | 196% | 3,3731 | 3,2751 | 0,3481 | | | | | | | |
| 3 | 3 | 6 | | Avatar Holding | 25,1072 | 0,29 | 97,70% | 26/11/08 | 343% | 31,8352 | 29,1857 | 0,2460 | | | | | | | |
| 2 | 2 | 4 | | Chromcraft Revington | 2,3584 | 0,46 | 74,91% | 04/06/09 | 340% | 3,5742 | 4,7993 | 0,2271 | | | | | | | |
| 1 | 1 | 2 | | Trans World Entertainment | 3,9495 | 0,64 | 63,20% | 08/06/09 | 91% | 4,8390 | | | | | | | | | |
| 2 | 0 | 2 | | Giao Xing Universal Ressource | 3,6876 | 0,17 | 100,41% | 28/07/09 | 947% | 6,3897 | 3,8094 | 0,1601 | | | | | | | |
| 2 | 2 | 4 | | Meade Instrument | 7,5546 | 0,42 | 105,15% | 29/07/09 | 185% | 8,9923 | | | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Adler Real Estate | | | 75,55% | 07/08/09 | 192% | 1,7219 | | | | | | | | | |
| 2 | 0 | 2 | | Winland Electronics | 0,4665 | 0,94 | 104,22% | 05/11/09 | 175% | 1,0722 | 1,2114 | 0,3632 | | | | | | | |
| 3 | 3 | 6 | | SigmaTron International | 5,9140 | 0,56 | 48,48% | 13/11/09 | 291% | 12,8928 | 8,4677 | 0,3897 | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | Infosonics | 0,7440 | 0,83 | 183,25% | 06/05/10 | 119% | 1,3591 | | | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | Leeds Group PLC | 31,7600 | 0,54 | 73,79% | 27/08/10 | 147% | 42,00 | 37,19 | 0,4571 | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | Entorian Technologies | 7,3326 | 0,27 | 112,77% | 11/10/10 | 307% | 6,1311 | 7,7642 | 0,2576 | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Yianini Industria | 2,0986 | 0,60 | 184,75% | 19/10/10 | 173% | 3,4388 | 2,6425 | 0,4768 | | | | | | | |
| 2 | 0 | 2 | | China Crescent | 0,0053 | 0,06 | 80,23% | 19/01/11 | 2300% | 0,0072 | | | | | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | MBL Group | 4,5200 | 1,17 | 61,41% | 05/07/11 | 484% | 30,7700 | | | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Giga-Tronics Inc | 2,2679 | 0,63 | 105,40% | 11/10/11 | 226% | 4,6247 | | | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | PV Crystalox Solar | 14,8500 | 0,29 | 85,67% | 05/11/11 | 1173% | 54,3721 | | | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Book-A-Million | 3,2886 | 0,74 | 42,80% | 11/11/11 | 195% | 7,1613 | | | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | Les Nouveaux Constructeurs | 9,9352 | 0,52 | 47,44% | 14/11/11 | 144% | 12,6481 | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | 3 | 6 | | Avalon | | | 93,28% | 02/09/09 | 252% | 10,20 | 8,2520 | 0,3512 | | | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | Bodisen Biotech | | | 93,30% | 10/11/09 | 277% | 1,4692 | 0,6718 | 0,5805 | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Blonder Tongue Laboratories | | | 88,54% | 16/11/09 | 179% | 3,3965 | 2,0188 | 0,6031 | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | Cycle Country Assecoires | | | 36,27% | 16/11/09 | 225% | 0,7804 | 0,2603 | 0,9220 | | | | | | | |
| 3 | 3 | 6 | | Exacompta - Clairefontaine | | | 68,02% | 30/11/09 | 359% | 298,61 | 199,83 | 0,3253 | | | | | | | |
| 2 | 2 | 4 | | Gevelot | | | 75,00% | 09/12/09 | 176% | 129,82 | 60,37 | 0,7786 | | | | | | | |
| 0 | 3 | 3 | | SAM | | | 89,09% | 11/01/10 | 32% | 56,67 | 55,19 | 0,7791 | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Scott Liquid Gold | | | 56,06% | 14/04/10 | 534% | 0,7524 | 1,0777 | 0,1578 | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Irce | | | 45,11% | 31/05/10 | 207% | 5,5299 | 3,5368 | 0,5087 | | | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | Hutchinson Technology | | | 61,46% | 31/08/10 | 471% | 8,5651 | 6,5388 | 0,2294 | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | Natuzzi | | | 72,99% | 19/01/11 | 236% | 7,5681 | 6,3894 | 0,3521 | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | Duckwall-Alco Store | | | 47,72% | 27/07/11 | 221% | 26,780 | 19,4040 | 0,4293 | | | | | | | |
| 1 | 3 | 4 | | Key Tronic Corp | | | 58,99% | 11/10/11 | 31% | 6,165 | 5,6534 | 0,8296 | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Crown van Gelder | | | 59,89% | 12/10/11 | 278% | 13,659 | 6,4944 | 0,5559 | | | | | | | |
| 3 | 3 | 6 | | Peels Hotel | | | 54,86% | 12/10/11 | 318% | 156,790 | 72,2700 | 0,5192 | | | | | | | |
| 2 | 3 | 5 | | ADDvantage Technologies | | | 86,02% | 23/11/11 | 57% | 3,299 | 3,1284 | 0,6697 | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | Jemtec | | | 577,10% | 25/01/11 | 125% | 1,4620 | | 1,4278 | 0,4552 | 76% | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | BFS Entertainment&Multimédia | | | 66,58% | 25/01/11 | 268% | 0,4786 | | 0,4786 | 0,2716 | 6% | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | | Malteries Franco-Belge | | | 82,13% | 14/04/11 | 62% | 246,23 | | 246,23 | 0,6161 | 26% | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | Renewable Energy Corp ASA | | | 55,78% | 30/11/11 | 318% | 13,85 | | 13,85 | 0,2390 | 10% | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | Ukraine Opportunity Trust PLC | | | | 03/02/11 | 132% | 5,2900 | | | | | | | | | |
| 2 | 0 | 2 | | Eastern European Property | | | | 28/04/11 | 68% | 118,43 | | | | | | | | | |
| 3 | 0 | 3 | | Elephant Capital PLC | | | | 28/06/11 | 92% | 63,00 | | | | | | | | | |
| 2 | 0 | 2 | | Vietnam Holding | | | | 04/11/11 | 55% | 1,16 | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 3 | 4 | | Luxempart | | | | 28/06/11 | 64% | 35,00 | | | | | | | | | |
| 3 | 1 | 4 | | Oceana Gold Corp | | | | 14/10/11 | 271% | 8,35 | | | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | | Dundee Precious Metal | | | | 14/10/11 | 165% | 21,81 | | | | | | | | | |
| 1 | 3 | 4 | | Investor AB | | | | 29/11/11 | 59% | 196,38 | | | | | | | | | |

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 | RendT | | |
| | | | | Devise | Euro | Devise | Euro | Euro | |
| 1 | GBP | MUBL.L | MBL Group | 10,50 | 09/05/11 | 5,27 | 0,06 | -53,85% | |
| 2 | GBP | EEP.L | Eastern European Property | 72,00 | 09/05/11 | 70,50 | 0,85 | 24,98% | |
| 3 | GBP | PHO.L | Peels Hotels | 70,00 | 09/06/11 | 37,52 | 0,45 | -42,85% | |
| 4 | USD | TGAL | Tegal | 2,08 | 09/06/11 | 3,35 | 2,61 | 81,13% | |
| 5 | GBP | ECAP.L | Elephant Capital | 34,50 | 05/07/11 | 32,89 | 0,39 | -0,94% | |
| 6 | USD | DUCK | Duckwall Alco | 10,30 | 09/08/11 | 8,33 | 6,49 | -11,64% | |
| 7 | USD | CRV | Coast Distribution System | 2,71 | 09/08/11 | 2,25 | 1,75 | -15,96% | |
| 8 | Euro | LNC.PA | LesNouveauConstructeurs | 5,94 | 08/09/11 | 5,19 | 5,19 | -6,65% | |
| 9 | Euro | CVG.AS | Crown Van Gelder | 3,96 | 08/09/11 | 3,61 | 3,61 | -10,86% | |
| 10 | USD | PARF.OB | Paradise Inc | 14,69 | 07/10/11 | 14,74 | 11,42 | 3,22% | |
| 11 | USD | KTCC | Key-Tronic | 4,43 | 07/10/11 | 4,69 | 3,65 | 42,85% | |
| 12 | USD | GIGA | GigaTronics | 1,30 | 09/11/11 | 1,42 | 1,11 | 17,65% | |
| 13 | GBP | PVCS.L | PV Crystalox Solar | 8,40 | 09/11/11 | 4,27 | 0,05 | -48,17% | |
| 14 | USD | AEY | ADDvantage | 2,04 | 07/12/11 | 2,10 | 1,63 | 7,16% | |
| 15 | USD | BAMM | Book-A-Million | 2,38 | 07/12/11 | 2,43 | 1,89 | 6,54% | |

| Sociétés Analysées - Ratios et Notations | | | | | | | | | | |
|--|--------|------------------------------------|---------------------------|-------------|-----------|---------|------------|---------|-------|-------|
| Notation | | Potentiel | V Actif | Ratio | Ratio | VANT | | V Actif | Ratio | Ratio |
| Potentiel | Risque | (0 = faible , 3 = élevé) | Net-Net | Solvabilité | Potentiel | Stop | Net-Estate | VANTre | ROIC | |
| | | Risque | | | Cours | | | | | |
| | | (0 = très risqué , 3 = peu risqué) | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | |
| 1 | 1 | 2 | Tegal | 3,844 | 0,8715 | 311,20% | 49% | 5,01 | | |
| | | | Elephant Capital | | | | | | | |
| | | | Duckwall Alco | | | | | | | |
| | | | Coast Distribution System | | | | | | | |
| | | | LesNouveauConstructeurs | | | | | | | |
| | | | Crown Van Gelder | | | | | | | |
| 3 | 2 | 5 | Paradise Inc | 24,554 | 0,6 | 91,41% | 134% | 34,55 | 36,42 | 0,403 |
| | | | Key-Tronic | | | | | | | |
| | | | GigaTronics | | | | | | | |
| | | | PV Crystalox Solar | | | | | | | |
| | | | ADDvantage | | | | | | | |
| | | | Book-A-Million | | | | | | | |

News de nos sociétés



ADDVantage (USA) Ticker : AEY

Notre distributeur d'électronique a publié ses comptes annuels et, comme prévu, les ventes ont souffert à la fois par la fin du contrat avec Cisco, par le ralentissement économique mais aussi le fait que l'industrie de la télévision limite pour l'instant ses investissements.

Ceci n'a toutefois pas empêché la société de publier un bénéfice de 0,25 USD par action (ce qui correspond à un per de 7 en fonction de notre coût d'achat). Quant à la VANT, elle a augmenté à 3,33 USD.

Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.DE

Notre foncière allemande a décidé de racheter 10 % de son capital à un cours maximum de 0,67 euros. Une double preuve : celle que la société n'est pas chère mais aussi qu'elle n'a pas vraiment un problème de solvabilité puisqu'elle va consacrer une part de sa force de frappe financière pour cette opération, opération qui, comme vous le savez, ne peut que nous mettre en joie.

Avalon (USA) Ticker : AWX

Cette société recèle réellement plus de valeurs que son bilan ne le laisse apparaître. Une preuve ? La société a conclu un contrat pour louer l'un de ses terrains (80 hectares) à une société qui va y pratiquer des forages pour la recherche de pétrole et de gaz. Outre la redevance annuelle de 400 000 USD, Avalon pourrait encaisser des redevances dans le cas, encore hypothétique, de mise en exploitation.

BFS Entertainment&Multimédia (Canada) Ticker : BFS.V

Ce distributeur canadien de home vidéo, dont l'action est totalement illiquide, nous a sorti un résultat trimestriel à l'équilibre et un EBITDA positif et intéressant. Les ventes sont en baisse de 18 % en raison, selon la direction, de l'environnement économique défavorable. La VANT reste appréciable à 0,46 CAD par action, soit 3,5 fois au-dessus du cours actuel.

Books-A-Million (USA) Ticker : BAMM

Le 20 décembre, la société a ouvert une nouvelle librairie à Valley Stream dans l'état de New York. Dans cette librairie, la société semble avoir mis la note sur les livres pour enfants et les jouets d'une part et de l'autre ce qu'ils appellent

News de nos sociétés

un espace « technophile », permettant au client d'acheter des supports électronique dédiés à la lecture de livres numérisés.

Nous notons également que le 23 décembre, Harsha Gowda de la société *Blue Shore Capital Management* a acheté plus d'un million d'actions de Book-A-Million, soit 6.38% du capital. Nous ne sommes donc pas les seuls sur le coup !

Brederode (Belgique) Ticker : BREB.BR

Rien de particulier au sujet de cette petite société si ce n'est qu'elle poursuit méthodiquement ses rachats d'actions propres.

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC

Deux nouvelles intéressantes pour ce fabricant de meubles. Tout d'abord, le CEO rachète des actions sur le marché. Mais surtout, nous apprenons la conclusion d'un contrat avec une société qui ressemble à un gigantesque groupement d'achat pour le secteur hospitalier et de soins : Premier Healthcare Alliance. Cette société fournit 2 500 hôpitaux et 80 000 centres de soins. Nous sommes curieux de voir ce que ce contrat apportera concrètement à Chromcraft.

Cycle Country Accessories (USA) Ticker : ATC

L'entreprise a annoncé à la SEC (gendarme de la bourse américaine) en date du 29/12/2011 qu'elle n'était pas en mesure de publier son rapport annuel pour son exercice clôturé le 30 septembre dans les temps. Elle précise néanmoins faire le nécessaire pour publier ses comptes annuels avant le 13 janvier 2012.

Duckwall-Alco Store (USA) Ticker : DUCK

Le rapport du troisième trimestre clôturé le 31 octobre est plutôt positif. La valeur d'actif net tangible est en légère amélioration à 27.0335\$. Une augmentation de la rotation des stocks nous oblige à redresser la valeur Net-Net de la société de 0.72\$. La durée moyenne de rotation sur les trois dernières années était de 182 jours, tandis qu'elle passe à 221 jours avec les nouveaux chiffres. Sur les 9 premiers mois de l'année, les revenus sont en hausse de 6% par rapport à la même période en 2010. Et les revenus opérationnel sont revenus en zone positive. La perte net est au final dix fois inférieure aux neuf mois de l'année précédente passant de -1.42\$ à -0.14\$.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK

Pas de nouvelles ce mois-ci. Nous notons simplement que la capitalisation boursière d'Entorian Technologies représente désormais un peu plus d'une année de dépenses de R&D. Nous ne présageons de rien, mais nous pensons que ce savoir-faire, cette énergie dépensée en connaissance doit bien valoir quelque chose ...

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Dans la lettre annuelle aux actionnaires, le président et le directeur financier annoncent que le projet de réduction de coûts annuels de 50 M USD est encore à l'ordre du jour malgré les inondations en Thaïlande qui ont stoppé la production de l'usine sur place. Si de telles économies se matérialisaient, ce serait un

News de nos sociétés

retour au profit pour Hutchinson Technologies. Le site de production thaïlandais sera de nouveau opérationnel après une année complète de fermeture et retrouvera son niveau de production d'avant la catastrophe.

Infosonics (USA) Ticker : IFON

La société a lancé un nouveau téléphone portable de sa ligne « VeryKool » le S815.

Les Nouveaux Constructeurs (France) Ticker : LNC.PA

Un programme de sa filiale allemande Concept Bau a obtenu un prix d'architecture « Jeune, belle et encore célibataire » (sic) pour le programme le plus élégant et qualitatif sur le plan architectural et urbanistique, achevé en 2011 à Munich.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Dans notre précédente lettre, nous vous annonçons la publication des comptes semestriels pour le 9 décembre. Chose promise, chose due, ils l'ont bien été (publiés). Comme prévu, la perte est très lourde et les ventes se sont effondrées. Grâce à la réduction des stocks, la solvabilité s'est même améliorée à 61 % et elle s'améliorera sans doute encore avec la vente, après clôture, des deux filiales (événement que nous avons mentionné dans une précédente lettre). Malgré tout, la VANT s'en trouve affectée : elle passe de 0,69 GBP à 0,31 GBP, toujours très largement au-dessus de notre cours d'achat. Reste à voir si le gros des pertes est terminé et si toutes les activités non rentables ont bien été cédées (ce que la direction semble sous-entendre dans son communiqué). Apparemment, celle-ci n'envisage plus une cession ou une mise en liquidation, mais plutôt une poursuite des activités restantes, voir même, l'une ou l'autre acquisition avec les liquidités disponibles.

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

REC va fournir pour 1 MW de modules photovoltaïques à la préfecture de Ehime au Japon. Un second gros contrat a été signé en décembre pour une livraison de 60 MW à l'allemand GP Joule pour des installations en Allemagne (20 MW) et en France, près de Bordeaux (40 MW).

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

Le 13 décembre, nous avons pu prendre connaissance du rapport trimestriel de la société SigmaTon Intl. Sur les 6 premiers mois de l'année, la situation patrimoniale de la société est inchangée. Nous notons toutefois une augmentation des revenus d'un peu plus de 3%, mais également du coût des produits de 6%. Ce qui produit un recul de 58% du résultat opérationnel comparé au résultat sur 6 mois de 2010. Les profits nets sont passés de 0.37\$ à 0.10\$.

Sofina (Belgique) Ticker : SOF.BR

La holding de la famille Boël poursuit elle aussi tranquillement ses rachats d'actions propres et détient à présent 3 % de son capital.

News de nos sociétés

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Quelques chose se passe, voire va peut-être se passer sur notre plus « détesté » vendeur de pièces pour ordinateurs. Un rachat d'actions de la part de la direction entamé de manière insignifiante le 22 novembre s'est amplifié au cours du mois de décembre. Après un rapide calcul, nous observons que Wang Stewart (co-fondateur de la société et CEO) a acheté un total de 9 000 actions, tandis que Ku Tzu Sheng (co fondateur et chairman) a quant'à lui acheté 12 605 actions. Nous avons pour la première fois depuis notre achat de Traitron en novembre 2008, la sensation que la direction a enfin grimpé dans la même barque que l'actionnaire de base. Vont-ils quand même finir par brancher le moteur à la barque? C'est la question que nous nous posons. Car à la rame, il est peu probable que nous arrivions a destination !

Tegal (USA) Ticker : TGAL

Cette société ne fait pas partie de notre portefeuille ... hélas ... Mais nous vous l'avions présentée dans notre [lettre du mois de juin 2011](#). Ce jeudi, nous apprenions qu'elle avait vendu une série de brevets pour une somme de 2,37 USD par action. Une somme presque 5 fois supérieure au cours de la société il y a 6 mois, au moment où nous vous l'avions présentée !!! Nous espérons que certains d'entre vous auront eu le nez plus creux que nous en ayant acquis quelques actions. Aujourd'hui, le cours de Tegal cote à 3,35 usd (contre 0,49 au mois de juin). Une fois de plus, la preuve que des actifs cachés peuvent régulièrement ressortir de ces petites sociétés techno.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Les résultats du troisième trimestre, disponibles le 9 décembre, nous montrent un léger tassement de la valeur d'actif tangible de la société, passant de 4.83\$ à 4.70\$. Par rapport au trois trimestres de l'année 2010, les ventes sont en recul de 18%. Mais chose plutôt positive, la direction est également parvenue à réduire drastiquement ses dépenses. Ce qui permet d'enregistrer une perte opérationnelle pratiquement 4 fois moins importantes que sur ces mêmes 3 premiers trimestres 2010. Et une perte net réduite dans les mêmes proportions.

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

La NAV de notre fond Ukrainien passe de 5.29\$ à 5.51\$, soit une petite augmentation de 4%.

Nous apprenons également que le 16 décembre le fond a racheté 408 000 de ces propres actions à 2.45\$. 100.000 actions ont été annulées.

Hormis cela, pas grand chose de nouveau.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

Au 30 novembre, l'actif net par action est de 1,105 USD.

Winland Electronics (USA) Ticker : WEX

Les nouvelles ne sont pas très bonnes sur Winland qui a reçu une menace de délistement de l'AMEX, due au fait des pertes répétées de la société sur les 3

News de nos sociétés

derniers trimestres et surtout d'un capital propre inférieur à 4 millions de dollars. La société est sommée de présenter un plan, afin d'éviter ce délistement. Nous apprenons que le 27 décembre, la société a conclu un accord de fabrication de ces produits avec la société Nortech Systems et l'a intégré dans le plan demandé par les autorités boursières.



Analyses de société

Avatar Holdings Inc.

(Nasdaq, Ticker: AVTR / ISIN : US0534941002)

I. Introduction



AVATAR

Nous allons vous présenter, dans cet analyse, une des plus anciennes lignes de notre portefeuille et qui, pourtant, a attiré particulièrement notre attention ces derniers temps.

Cette société, c'est Avatar Holdings. Il s'agit d'une société créée en 1933 et active dans le développement et la commercialisation de maisons d'habitation en axant une part importante de son activité sur le développement de parcs résidentiels à destination spécifiques des « baby-boomers ». Ces activités sont essentiellement localisées en Floride et dans l'Arizona. La société détient actuellement près de 6 000 hectares de terrains à bâtir ainsi que 6 000 autres hectares qui ne sont pas constructibles pour l'instant.

En dehors de son *core business*, Avatar s'occupe également de l'aménagement de terrains de golf, d'espaces verts privés ou de plaines de jeux pour enfants. Elle est aussi investie dans un projet, apparemment un peu « foireux » de construction d'autoroutes et exerce une petite activité de courtier en assurances.

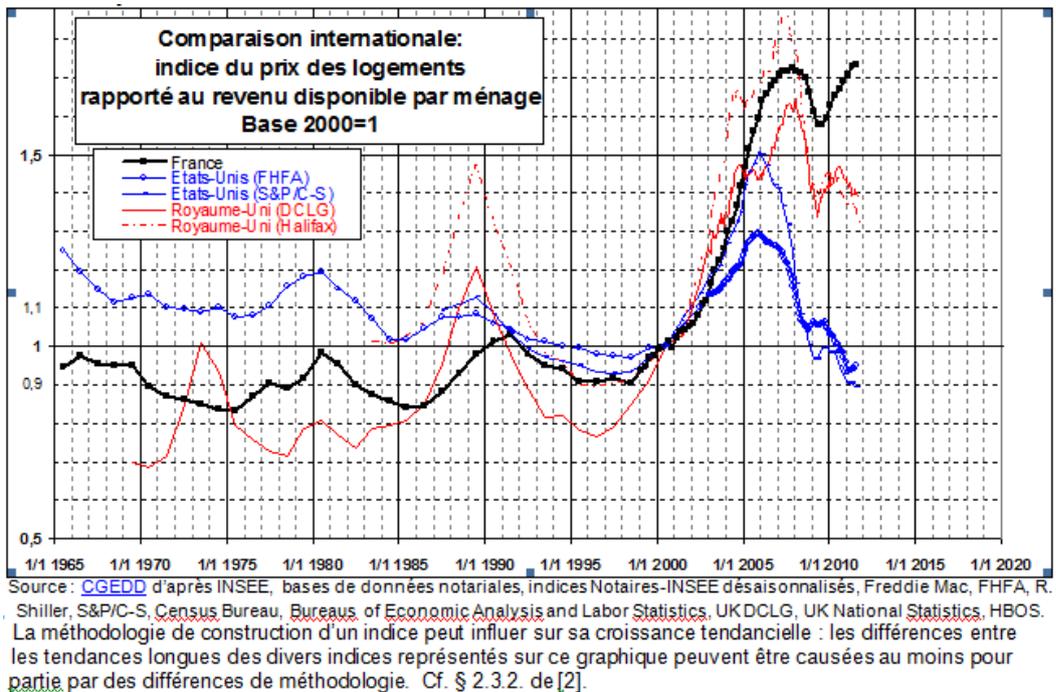
Cette société est une « vieille connaissance » de l'Equipe des Daubasses : nous avons acheté un premier lot de 24 actions lors de la constitution du portefeuille, le 26 novembre 2008, à un coût de revient, frais inclus, de 26,83 USD. Un an plus tard, nous remettons le couvert en donnant un peu d'embonpoint à notre ligne par l'acquisition de 70 actions supplémentaires avec un PRU de 16,78 USD. Enfin, il y a quelques semaines, nous sortions « la grosse artillerie » en nous rendant propriétaires de 810 actions payées 5,98 USD. Au total donc, notre PRU, frais de courtage inclus, s'élève à 7,37 USD.

Comme vous pouvez le constater par l'évolution de son cours, la société a été frappée de plein fouet par l'éclatement de la bulle sur l'immobilier américain. Ceci dit, plusieurs éléments tendent à nous faire penser que nous sommes arrivés à un point bas sur ce segment.

Mais d'autres indices nous semblent intéressants. Par exemple, le graphique à la page suivante nous montre le rapport entre les prix des logements et celui des revenus des ménages.

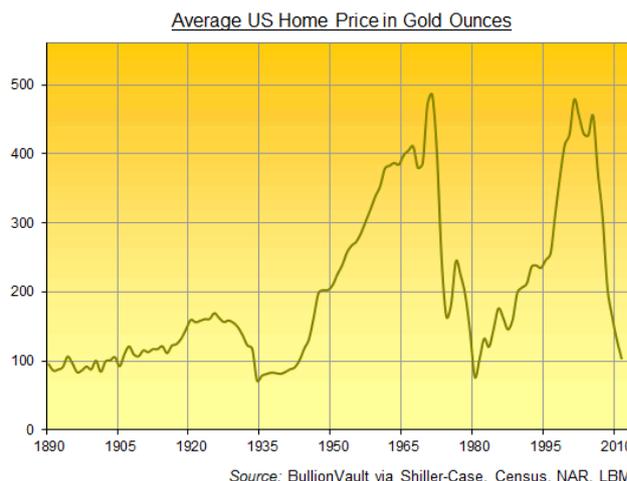


Analyses de société



Nous constatons que le prix des logements, comparé au revenu des ménages, n'a jamais été aussi bas aux Etats-Unis au cours des 45 dernières années et ce, après avoir atteint un plus haut à la mi-2006. Pour nous, c'est clair : la bulle immobilière américaine est dégonflée. Evidemment, comme vous le savez cher(e) lecteur(trice), une « bulle dégonflée » ne constitue pas une assurance absolue que ce marché n'ira pas plus bas. Au passage, vous noterez que l'immobilier français semble, quant à lui, ne pas encore avoir entamé un début de correction.

A présent, un autre graphique, sur une plus longue durée, qui présente le prix des maisons américaines exprimés dans la « vraie » monnaie (du moins, selon certains) qu'est l'once d'or. Ce graphique est néanmoins à prendre avec prudence : les maisons commercialisées en 1930 ne sont évidemment pas exactement comparables à celles commercialisées au 21e siècle.



Analyses de société

Méfiance tout de même : si en terme de prix, l'immobilier résidentiel américain semble bel et bien revenu à un niveau raisonnable, il n'est pas certain qu'il soit à un plus bas : selon la Fed, les saisies immobilières suivies de ventes bradées qui pèsent justement sur les prix, pourraient encore se poursuivre jusqu'en 2013. Ce n'est donc pas parce que la valorisation des immeubles tend à se rapprocher d'un prix « daubasses » que cette valorisation ne peut pas encore baisser davantage.

Néanmoins, le moment pour investir un peu plus dans ce segment ne nous semble pas mal choisi.

Ceci dit, vous savez que nous ne prenons jamais de décision pour des raisons purement macro-économiques et que nos achats d'actions Avatar sont essentiellement dictés par des motivations « value ». Nous allons d'ailleurs vous le montrer.



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

Nous avons acquis un actif courant de 29,30 USD par action duquel nous retirons les dettes qui représentent 12,62 USD par action. La VANN d'Avatar s'établit donc à 16,68 USD.

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

Nous ajoutons les immeubles fixes qui ont été acquis pour un coût de 4,99 USD par action et après déduction de notre traditionnelle marge de sécurité, obtenons une VANE de 21,67 USD.

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

Nous revenons d'abord sur le poste le plus important de l'**actif courant** : le **stock de terrains et de projets en développement** repris dans les postes d'**inventaires** et d'**actifs disponibles à la vente**. Il représente 17,49 USD par action. Comme nous venons de l'évoquer ci-dessous, nous sommes assez optimistes quant à la valorisation de ce poste, d'autant que la direction a d'ores et déjà acté des réductions de valeur pour un montant de 8,42 USD. Ces actifs bien tangibles sont donc déjà valorisés dans les comptes de la société à leur coût d'acquisition, amputé de 32 % ! Même si nous pensons que nous ne sommes pas loin d'un plus bas en matière d'immobilier US, notre prudence légendaire nous incite à prendre une marge de sécurité supplémentaire de 15 % sur ce poste et donc, à retrancher 2,62 USD de sa valeur aux livres.

Le deuxième grand poste de l'actif, c'est ... le **cash disponible**. Il représente 10,36 USD soit ... plus que notre cours moyen d'achat. La majeure partie de ces

Analyses de société

liquidités est placée dans des obligations d'état américaines à courte « duration ». En raison même des courtes échéances de ces titres, nous pouvons supposer que leur valeur d'acquisition est très proche de leur valeur de marché. Néanmoins, juste par sécurité, nous prenons une marge de sécurité de 5 % sur ce poste, soit 0,52 USD par action.



Il y a également des **sommes d'argent bloquées à titre de garanties diverses** sur des comptes à la Wells Fargo. Elles représentent 0,60 USD par action et n'appellent, selon nous, aucun commentaire.

Les **créances commerciales** ainsi que **quelques créances fiscales** ne représentent qu'une part minime de l'actif : 0,54 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 25 % sur ce poste, soit 0,13 USD.

Nous relevons également des **acomptes versés** pour une somme de 0,91 USD et qui n'appellent aucun commentaire.

Avatar détient également des **participations minoritaires dans d'autres projets immobiliers** valorisés à la quote part des fonds propres détenus. Nous repreneons ces participations avec une marge de sécurité de 30 %, soit 0,05 USD.

Parmi les actifs fixes, nous relevons, outre l'immobilier abordé dans la VANE, un **projet de construction d'autoroute** dénommé « Poincana Parkway » en collaboration avec les autorités locales. Ce projet représente 0,65 USD dans les comptes d'Avatar. Dans ce cadre, les partenaires ont l'obligation de débiter la construction de l'autoroute le 14 février 2012 au plus tard. Malheureusement, les partenaires de Poincana Parkway éprouvent quelques difficultés à rassembler des subsides gouvernementaux nécessaires. Si le projet devait être abandonné, il est vraisemblable qu'il ne vaudrait plus rien dans les comptes d'Avatar mais en plus, la société serait dans l'obligation de participer à des coûts d'aménagement de routes dans la région et ce, pour un montant de 0,15 USD par action. Ainsi, comme nous aimons les bonnes surprises, nous repreneons ce projet d'autoroute non pas pour 0 mais bien pour -0,15 USD.

Hors bilan, nous relevons un engagement de payer un **complément de prix sur l'acquisition d'une filiale** en fonction des résultats de cette filiale. Pour l'heure, la direction estime que cet « earn out » ne devra pas être déboursé. Néanmoins, par prudence, nous le considérons comme une dette cachée et déduisons donc sa valeur maximale de la VLMV, soit 0,62 USD. Avatar pourrait également être contrainte de payer des **pénalités sur ses différents projets**. Même si la direction pense que ces pénalités ne devront pas être payées, nous en tenons compte également comme d'une dette cachée pour la moitié de leur montant,

Analyses de société

soit 0,08 USD par action.

Compte tenu de tous ces éléments, nous établissons la valeur d'Avatar en cas de mise en liquidation volontaire à 17,60 USD.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Malgré les 3 dernières « anni horribiles », Avatar est parvenu à générer des résultats d'exploitation positif au cours des 5 derniers exercices comptables : 0,91 USD par action. Nous appliquons une décote de 35 % à titre forfaitaire d'impôt sur le résultat, actualisons à 12 %, ajoutons la trésorerie de l'actif, déduisons les dettes financières et nous pouvons valoriser la capacité bénéficiaire de l'entreprise à 6,38 USD.

VI. Conclusions

A notre coût moyen d'achat de 7,38 USD, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

- 55 % sur la VANN
- 66 % sur la VANE
- 58 % sur la VLMV

Avec cette société, nous espérons bénéficier d'un effet de ciseau positif : réduction de la décote et augmentation de la valeur des immeubles détenus. Si notre vision est la bonne, nous pensons que le potentiel est assez explosif avec un risque réduit tant en raison de l'importance du collatéral que nous obtenons que de la solidité bilantaire de l'entreprise, assez exceptionnelle pour un promoteur immobilier.



Enfin, quelque chose nous dit que « les choses bougent » dans cette entreprise. En effet, après la nomination d'un nouveau CEO en juin, des mesures drastiques ont été prises :

- Fermeture du siège social trop coûteux
- Externalisation des activités de golf
- Vente de certains actifs immobiliers non stratégiques

Nous avons aussi l'impression que la nouvelle direction veut « nettoyer le bilan » d'Avatar, afin de noircir le tableau pour l'année qui vient, histoire de pouvoir dire : « c'est pas d'ma faute, c'est mon prédécesseur » et repartir en 2012 avec des comptes « bien nets ». Nous faisons référence ici aux réductions de valeur sur les terrains abordées dans le calcul de la VLMV mais aussi au goodwill rame-

Analyses de société

né à 0 au cours de cette année.

Ceci dit, la direction n'exclut absolument pas de nouvelles réductions de valeur ainsi que des résultats 2012 toujours déficitaires : il n'est donc pas dit que « l'hémorragie comptable » soit terminée. Néanmoins, nous pensons que le cours actuel tient largement compte de ces hypothèses.



Analyses de société

Network Engines Inc.

(Nasdaq, Ticker: NEI / ISIN : US64121A1079)

I. Introduction



La société a été fondée en 1989. Son siège social est situé à Canton... Oh, non... encore une chinoiserie à la « noix de coco », a-t-on envie de s'exclamer à première vue ! Mais c'est un peu comme

Tripoli, qui fait penser aussitôt à la Lybie, alors qu'une ville du même nom existe également au Nord du Liban. Canton existe donc en Chine, mais aussi dans le Massachusetts aux USA où la société Network Engines a son siège social. La direction est évidemment américaine « pur jus ».

La société est ce que l'on appelle dans le jargon IT un intégrateur de systèmes qui fabrique des plates – formes fournissant des applications pour des logiciels. Ces produits sont employés, aussi bien par des sociétés technologiques que dans la téléphonie, et dans les réseaux informatiques. Bref, c'est une société de services IT (ou une SSII, comme on dit en France). Mais soyons clairs, si nous avons les moyens intellectuels de bien comprendre le produit d'un confiseur comme Paradise ou d'un business de libraire comme Book-A-Million, nous sommes dans le cas de Network Engines, bien largués.

Leurs principaux clients ont pour noms : AVST, Inc., Bomgar, Inc., Bradford Networks, EMC Corporation, Sepaton, Inc., Sophos, Plc., Symantec Corporation, Endace Measurement Systems, Ltd., Mavenir Systems, et Tektronix, Inc.

Nous notons également que seuls deux clients dépassent 10% des revenus, mais nous constatons avec une certaine surprise que EMC Corp génère 59% des revenus et Tektronix 11%, ce qui revient à constater que les deux clients les plus importants de la société génèrent 70% des revenus.

Si la majorité des revenus de 2011 sont générés aux USA (68%), la société est parvenue à générer des revenus hors USA, 16% en Irlande, 2% en UK, 2% aux Pays-Bas, 2% en Australie, 1% à Hong Kong, 1% au Canada et 0.5% en Chine (le solde dans le reste du monde). La société est donc présente sur 3 continents: Amérique, Europe, Asie.

Nous observons également, sur la période 2009-2011, que tous les revenus générés dans les différents pays sont en augmentation, hormis sur la Chine, où les revenus de 2009 étaient de 4 millions de \$ alors qu'ils s'élèvent en 2011 à 1.4 millions.

5% seulement des revenus sont générés par la maintenance et les services.

Analyses de société

La société emploie 237 personnes.

Cette analyse est basée sur le rapport annuel de la société, arrêté au 30 septembre 2011

Le dernier cours de la société au 21 décembre était de 1 \$.

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



Sur base des comptes arrêtés au 30 septembre 2011, l'actif courant s'élève à 2.45\$ par action. L'ensemble des dettes représente 0.89\$ par action. La valeur de l'actif net-net est donc de 1.5591\$ par action.

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

La société n'ayant pas de patrimoine immobilier, il n'y a donc pas de valeur Net-Estate.

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

Retour sur les **stocks** d'une valeur de 0.55\$ par action. Ces stocks sont gérés sur le mode First-In, First-Out, ce qui nous semble logique dans un secteur où un produit disruptif peut faire son apparition d'une heure à l'autre. Nous n'observons aucune provision sur ces stocks qui ont une période de rotation de 39 jours, ce qui est de prime abord relativement court, mais qui nous amène malgré tout à prendre comme d'habitude quelques précautions. Dans le détail de ce stock, nous observons que 41% sont du matériel de base, 4% des produits semi-finis et 54% de produits finis. Par prudence, nous allons prendre une marge de sécurité de 25% sur les produits finis et semi-finis. Nous retranchons donc 0.08\$. Les **créances** sont le principal post de l'actif circulant et représentent 1.04\$ par action. Comme nous vous l'expliquons dans l'introduction, le fait que EMC Corp génère 59% des revenus n'est pas vraiment pour nous plaire. Même si l'ensemble des factures sont payées à 60 jours et que nous observons une constance dans ce délai de paiement au cours des trois dernières années, et que le petit coup d'oeil sur EMC laisse penser que la société semble solide avec des profits 2010 de pratiquement 2 milliards de dollar et en moyenne sur les trois dernières années (2010-2009-2008) de 1.5 milliards. Nous pensons donc qu'en cas de mise en liquidation volontaire, la



Analyses de société

société n'aurait pas trop de mal à récupérer ses créances d'EMC en ce moment précis. Mais comme nous n'avons pas la moindre idée des changements futurs possible, nous allons appliquer une réduction de 25%, sur 60% des créances. Nous retranchons donc 0.16\$ par action. Nous reprenons intégralement les **liquidités** pour une valeur de 0.45\$ par action. Nous n'ajoutons rien des autres postes : **taxes différées** ou donnant droit à des réductions d'impôts, les **dépenses prépayées** et les **autres actifs**.



Voyons maintenant l'**actif immobilisé**. La rubrique *Plant & Equipement* apparaît au bilan amortie à 82%. Comme à notre habitude, nous estimons à pas plus de 5% de son prix d'acquisition de 0.24\$. Nous ajoutons donc 0.01\$ par action. Aucun autre poste de l'actif immobilisé n'a de valeur dans le cas d'une mise en liquidation volontaire.

Actif courant:

Stocks 0.47\$
Créances clients 0.88\$
Liquidités 0.45\$

Actif immobilisé:

Machines et équipements 0.01\$

Ce qui nous donne un actif total en cas de mise en liquidation volontaire de 1.80\$ par action.

Nous avons trouvé dans le bilan des *leases* d'une valeur de 0.16\$ par action. Et des stocks options que nous avons décidé de retrancher sous le prix d'exercice de 2.12\$. La VANT actuelle de la société et donc notre prix de vente éventuel étant de 1.8110\$ par action. Les stocks options que nous retranchons s'élèvent à 0.09\$ par action.

Nous allons déduire de la valeur liquidative de 1.80\$, 0.16\$ de lease, 0.09\$ de stocks options et 0.89\$ d'endettement total. La valeur de mise en liquidation volontaire de la société est donc de 0.66 \$

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 dernières années (2007 – 2011) la société a généré des profits en 2007-2010-2011, mais avec les deux pertes subies en 2008 et surtout en 2009, la moyenne reste négative, ce qui ne nous permet pas de calculer la VCB

Analyses de société

VI. Conclusions

Au cours de 1 euro au 21 décembre 2011, il est donc possible d'acquérir des actions de Network Engines avec une marge de :

36 % sur la VANN

Ce qui est « énervant » avec Network Engines, c'est que nous ne parvenons pas à comprendre pourquoi le marché nous offre cette société qui a fait des profits nets de 0.14\$ sur l'année 2011 et de 0.04\$ en 2010, à un prix aussi décoté. Hormis le fait assez vague et déduit par notre seul jugement, que la crise actuelle et sans doute les projections de 2012 du marché anticipent une stagnation des investissements IT des sociétés, voire un ralentissement, malgré le fait que la société, dans un environnement hostile, est parvenue à tirer et plutôt pas mal son épingle du jeu.

Le discours de la direction est tout sauf larmoyant, sur la crise comme nous pouvons le lire dans 95% des cas. Les objectifs de la direction à terme sont d'augmenter leurs revenus, avec des produits innovants et de nouveaux clients, de réduire leur dépendance au client principal qu'est EMC et aussi d'augmenter les revenus sur les services, comme la maintenance, qui nous le savons tous, sont des revenus récurrents demandant peu de capitaux.

Nous ne voyons donc pas le moindre problème de taille. Et nous pouvons penser, malgré une forte concurrence du secteur, que cette société générera des profits à l'avenir.

La cerise sur le gâteau de la société reste sa R&D où la société a dépensé 36.7 millions de \$ sur les 5 dernières années, soit en moyenne 0.17\$ par action. Ce qui prouve principalement que la société dispose de cash-flow. Cette R&D est assez régulière sur les 3 dernières années et représente, en 2011, 2.31% du chiffre d'affaire ou 20% des profits bruts.

Nous pensons donc, en conclusion, que le couple risque/potentiel est relativement intéressant. Et que la société est, à notre sens, une « Daubasse » de seulement quelques mois.



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