

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	<u>page 3</u>
Portefeuille	<u>page 6</u>
Suivi des sociétés analysées	<u>page 8</u>
News de nos sociétés	<u>page 10</u>
Analyse de la société First Pacific Company Ltd	<u>page 17</u>
Analyse de la société Signaux Girod SA	<u>page 20</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 25</u>

Edito



Sortir des sentiers battus

L'équipe des Daubasses profite d'une petite excursion européenne pour vous rapporter ses bons plans. En plein hiver, c'est dans la région de la Hesse et plus précisément dans la région de Rheingau, que nous avons notre lieu de villégiature. Peu connue au niveau européen, cette région allemande est réputée dans le pays comme destination touristique. Tout d'abord pour sa douceur de vivre. A quelques encablures de la financière et internationale Francfort, Rheingau est réputée pour sa bonhomie. En effet, il s'agit d'une des plus grandes régions viticoles allemandes. Les Riesling et autres Pinots Noirs (Spätburgunder, en allemand) n'ont rien à envier aux crûs français d'Alsace et de Bourgogne. Sans oublier le fameux « Sekt », un mousseux local tout à fait honnête qui vaut bien des crémants que nous pouvons trouver outre-Rhin. Le tout à des rapports qualité/prix intéressants.

Pour ne rien gâcher à cet aspect gastronomique, Wiesbaden, la capitale du Land (l'équivalent français administratif de la Région, mais avec une autonomie de gestion et de décision politique largement plus développée) est un haut lieu de détente avec ses sources thermales centenaires. Les nantis ne sont pas trompés, l'ancienne ville du Kaiser détient la densité de millionnaires la plus importante d'Allemagne. L'architecture vaut également le détour avec ses splendides bâtiments et ses grands boulevards pour la plupart pétions qui, raconte-t-on, ont été érigés dans le but de ressembler à Paris. C'est une impression d'espace, de grandeurs et de quiétude qui imprègne le promeneur rêveur. Ok, vous devez vous demander où nous voulons en venir. Quels rapports donc avec l'investissement avec cette balade en Allemagne ?

Edito

Tout d'abord, cette petite excursion se veut salvatrice pour tous ceux qui pensent qu'il faut absolument parcourir 10 000 km en avion pour se dépayser et découvrir de nouveaux lieux exceptionnels. Qui irait en plein hiver passer une semaine aux bords du Rhin, à Eltville ou Wiesbaden ? Bon, ok... Venons-en aux faits.

Cette période de l'année est en fait un peu « magique » en Allemagne. Il y a les allemands qui détestent et ceux qui adorent. Personne ne reste indifférent à cette période de Carnaval (*Karneval*), principalement fêtée dans l'Ouest de l'Allemagne (Cologne, Francfort, Mayence, Constance, ...) et une partie de la Suisse. Pendant plusieurs jours, les allemands fêtent la fin de l'hiver et se déguisent, font la fête, boivent (un peu...), les « carnavéristes » prennent possession des hôtels de villes et de tous les lieux de décisions politiques pendant plusieurs jours. Et surtout, il y a les fameuses parades.

C'est un événement étonnant pour le touriste qui ne connaît pas cette tradition. Par exemple, à Wiesbaden, une parade avec de nombreux chars défile pendant plusieurs heures. Environ 4 heures. Sur ces chars, des gens déguisés, plus ou moins masqués, bombardent littéralement une foule en furie sur les abords des rues, de toutes sortes de confiseries, chocolats, ballons, bières, bouteilles de vins (!), ...

Les enfants sont les premiers concernés par cet événement. Equipés d'un énorme sac, c'est à celui qui récupérera le plus de bonbons, chocolats, ... En tant que chasseurs d'opportunités, pour nous, ce concept ne nous a pas laissé indifférent : récupérer toutes ces bonnes choses caloriques... gratuitement ! Quel Bonheur. Bien entendu, les enfants ne sont pas les seuls à s'adonner aux joies de la collecte de tous ces cadeaux. Lors des « largages » en plein air des présents, la foule se jette systématiquement vers les chars les bras en l'air pour tenter de capter en plein vol le maximum de choses. A ce moment critique, pour vous assurer de récupérer le maximum de confiseries, vous devez alors jouer des coudes, être plus grand que les autres, chasser ces « saloperies » de gosses qui traînent dans vos pattes, ... Bref, vous êtes en concurrence directe avec une multitude de personnes, elles aussi, comme vous, avides de ces précieux présents **gratuits**.

Et là, au milieu de cette marée humaine, nous voyons un petit garçon qui n'est pas avec les autres. Mais que fait-il ? Pourquoi ne se rue-t-il pas vers les chars comme les autres enfants lors des envois de marchandises ? En fait, ce gamin, bien plus malin que les autres, ne se bat pas avec difficulté avec les enfants plus grands que lui, plus vifs et plus forts qui attrapent en plein vols les bonbons. Simplement, il récupère par terre tout ce que les gens n'ont pas réussi à attraper directement dans les airs. Son sac est plein de bonbons, son sourire grand jusqu'aux oreilles. En quelques minutes, il abat le travail équivalent à celui de plusieurs heures des autres enfants ! En fait, ce gamin a mis en place une stratégie qui lui permet de récupérer bien plus de confiseries que les autres enfants, avec beaucoup moins d'efforts. C'est peut-être une méthode moins « fes-

Edito

tive », mais pour le moins efficace et le résultat est là.

Ce comportement nous a rappelé celui de Warren Buffet comme expliqué dans sa biographie « L'effet boule de neige ». Alors qu'il n'était encore qu'un enfant, Warren adorait aller aux champs de course avec son copain Russ dans les années 40 à Ohama :

« Warren et Russ étaient trop jeunes pour parier, mais ils comprirent rapidement comment gagner de l'argent. Parmi les mégots de cigarette, les trainées de bière, les vieux programmes, et les restes de hot-dog, dans la crasse et la sciure des gradins d'Ak-Sar-Ben, des milliers de tickets abandonnés s'épalaient. Les garçons se transformaient en véritables chiens truffiers à la recherche de ces tickets.

« On appelle cela « faire les poubelles ». Au début de la saison des courses, beaucoup de gens viennent qui n'ont jamais vu une course sauf au cinéma. Et ils pensent que si leur cheval arrive en deuxième ou troisième position, ils n'ont rien gagné, parce qu'on accorde toute l'importance au gagnant. Ils jettent alors leurs billets d'entrée et leurs tickets de pari. Autre occasion où on peut se faire beaucoup d'argent : lorsque a lieu une course contestée. Une petite lumière s'allume pour dire ?contesté? ou ?protestations?. Alors, certaines personnes jettent leurs tickets. Entre temps, il suffisait pour nous de les récupérer. Nous ne les regardions même pas, nous ramassions tout ce qu'on trouvait. Le soir venu, on les examinait. C'était horrible, les gens crachaient par terre. Mais nous nous amusons beaucoup. Si je trouvais des tickets gagnants, ma tante Alice, qui ne s'intéressait pas du tout aux courses, les empochaient pour nous parce qu'ils ne donnaient pas d'argents aux enfants. »

Penser différemment, sortir des sentiers battus, paraître parfois étrange aux yeux des autres, ... Autant de points dans lesquels l'équipe des Daubasse se reconnaît. Nous jouons sur notre différence, notre *process* original pour aller là où peu d'investisseurs vont. Notre but étant d'obtenir ainsi des rendements (bien) supérieurs à ce que la moyenne obtiendra.

Nous aurions peut-être dû prendre les coordonnées de ce bambin...

L'Equipe des Daubasses



Notre butin

Portefeuille

Portefeuille au 1er mars 2013

Portefeuille au 1er mars 2013												
		%	Ticker	Société		Prix de Revient		1 mars 2013				Rend.Tota
						Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro
						Unitaire						
Société Net-Net					103.282,21	Euro	38,77%					
1	USD	0,21%	SPOR	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,49	735,15	564,33	17,39%
2	USD	2,42%	CRV	Coast Distribution System	2,11	7.384,07	5.745,75	3500	2,40	8.400,00	6.448,15	12,22%
3	GBP	0,96%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	240,80	2.203,32	2.544,54	334,50%
4	USD	0,56%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,04	1.939,60	1.488,91	-6,71%
5	USD	3,83%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	14,71	13.297,84	10.207,91	108,53%
6	USD	1,48%	CRC	Chromcraft Revington	0,81	6.409,04	4.868,80	7900	0,65	5.147,64	3.951,52	-18,84%
7	USD	1,40%	TwMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,59	4.846,50	3.720,35	406,81%
8	USD	0,53%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	1,68	1.842,44	1.414,33	-49,13%
9	Euro	2,78%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	1,58	7.416,60	7.416,60	148,93%
10	USD	3,90%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	5,88	13.524,00	10.381,52	67,97%
11	GBP	1,81%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	23,63	4.169,81	4.815,58	22,18%
12	Euro	1,18%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	0,97	3.147,64	3.147,64	-26,17%
13	GBP	1,14%	MUBL.L	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	10,50	2.625,00	3.031,53	25,28%
14	GBP	4,03%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	10,75	9.298,75	10.738,83	80,93%
15	USD	2,76%	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	2,97	7.283,68	5.624,78	2455	3,90	9.574,50	7.349,74	30,67%
16	USD	1,10%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,55	3.825,00	2.936,21	11,28%
17	Euro	1,24%	VET.PA	Vet Affaires	8,39	2.976,86	2.976,86	355	9,28	3.294,40	3.294,40	10,67%
18	Euro	0,65%	ALVEL.PA	Velcan Energy	8,95	1.520,87	1.520,87	170	10,20	1.734,00	1.734,00	14,01%
19	GBP	0,79%	PLAZ.L	Plaza Centers NV	38,01	2.106,42	2.635,20	5540	33,00	1.828,20	2.111,33	-19,88%
20	USD	1,87%	XRTX	Xyratex Ltd	7,30	5.110,62	3.972,50	700	9,27	6.489,00	4.981,19	25,39%
21	USD	1,06%	GAI	Global Tech Advanced Inovati	4,90	1.958,73	1.496,70	400	9,21	3.684,00	2.827,97	88,95%
22	USD	0,46%	PTIX	Performance Technologies	0,81	1.297,12	995,64	1600	1,00	1.600,00	1.228,22	23,36%
23	USD	0,92%	ASYS	Amtech	3,31	2.677,16	2.034,47	810	3,96	3.207,60	2.462,27	21,03%
24	USD	1,02%	ELST	Electronic Sytem Technology	0,26	2.611,89	1.984,87	10100	0,35	3.535,00	2.713,59	36,71%
25	USD	0,67%	LEDS	SemiLEDs	0,81	2.636,45	2.018,57	3250	0,71	2.307,83	1.771,57	-12,24%
Société Net-Estate					88.823,37	Euro	33,34%					
26	USD	2,29%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	4,11	7.932,30	6.089,12	68,37%
27	USD	0,08%	BBC2	Bodisen Biotech	0,23	1.569,58	974,63	6848	0,04	273,92	210,27	-78,43%
28	USD	1,03%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,30	3.575,00	2.744,30	48,75%
29	Euro	1,71%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	68,93	6.616,98	6.616,98	96	47,52	4.561,92	4.561,92	-31,06%
30	Euro	1,96%	ALGEV.PA	Gevelot	25,67	2.900,07	2.900,17	113	46,11	5.210,43	5.210,43	79,66%
31	Euro	1,04%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	29,20	2.774,00	2.774,00	32,76%
32	USD	0,82%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,33	2.860,44	2.195,78	18,88%
33	Euro	1,21%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,43	3.210,75	3.210,75	5,44%
34	USD	3,26%	HTCH	Hutchinson Technology	1,98	8.336,92	6.267,44	4200	2,69	11.298,00	8.672,76	38,38%
35	USD	1,54%	NTZ	Natuzzi	2,87	7.036,76	5.356,34	2455	2,18	5.351,90	4.108,31	-23,30%
36	USD	2,09%	ALCS	Alco Store	9,01	8.290,44	6.113,10	920	7,90	7.268,09	5.579,25	-8,73%
37	Euro	1,71%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	4,80	4.557,15	4.557,15	17,27%
38	GBP	2,42%	PHOL	Peels Hotel	38,76	4.612,77	5.370,36	11900	47,00	5.593,00	6.459,18	20,27%
39	USD	1,94%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,17	6.716,15	5.155,56	6,62%
40	Euro	1,57%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,16	3.486,01	3.486,01	21328	0,20	4.195,22	4.195,22	20,34%
41	Euro	2,28%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	1,17	6.084,00	6.084,00	17,14%
42	Euro	1,35%	PVL.PA	Plastivaleire	19,39	5.819,08	5.819,08	300	12,00	3.600,00	3.600,00	-38,13%
43	Euro	0,57%	COTT.PA	Cottin Frères	3,06	1.137,13	1.137,13	372	4,05	1.506,60	1.506,60	32,49%
44	Euro	3,01%	CSP.MI	CSP International Fashion	0,83	6.257,22	6.257,22	7504	1,07	8.021,78	8.021,78	28,20%
45	Euro	1,46%	ALCOI.PA	Coil	2,78	3.610,32	3.610,32	1300	2,99	3.887,00	3.887,00	7,66%
Société VANTre					10.595,48	Euro	3,98%					
46	CAD	0,68%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,65	2.421,25	1.811,09	-23,07%
47	CAD	0,78%	BFS.V	BFS Entertainment&Multiméd	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,12	2.771,50	2.073,08	-44,63%
48	Euro	1,48%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	171,80	3.951,40	3.951,40	15,39%
49	NOK	0,19%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	0,94	3.798,28	507,20	-73,43%
50	USD	0,85%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	4,38	2.934,60	2.252,71	-16,94%
Fond Décoté					9.733,66	Euro	3,65%					
51	USD	1,03%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,20	3.575,00	2.744,30	-22,00%
52	GBP	1,06%	EEP.L	Eastern European Property	72,27	2.045,30	2.460,20	2830	86,49	2.447,67	2.826,73	14,90%
53	GBP	0,31%	ECAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	29,00	710,50	820,53	-21,09%
54	USD	1,25%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	1,16	4.353,75	3.342,10	61,17%
Diversification v.t.t.t.					33.553,36	Euro	12,60%					
55	Euro	1,31%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	25,00	3.500,00	3.500,00	1,00%
56	CAD	1,12%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	2,42	4.005,10	2.995,81	-7,17%
57	CAD	2,00%	DPM.TO	Dundee Precious Metal	7,48	7.104,60	5.287,11	950	7,50	7.125,00	5.329,49	0,80%
58	SEK	2,69%	INVE-A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	185,00	60.125,00	7.174,31	57,80%
59	DKK	0,79%	FFARMS.L	First Farms	46,56	21.184,86	2.849,38	455	34,40	15.652,00	2.098,52	-26,35%
60	Euro	2,27%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	30,30	6.060,00	6.060,00	7,50%
61	Euro	0,86%	SOFR.PA	Sofragi	1,081	2.162,23	2.162,23	2	1,141	2.282,00	2.282,00	5,54%
62	USD	0,79%	FPAPY	(ADR) First Pacific LTD	6,46	2.680,11	2.004,87	415	6,63	2.751,45	2.112,11	5,35%
63	USD	0,75%	JSHLY	(ADR) Jardine Strategic LTD	19,60	2.655,49	1.980,23	135	19,31	2.606,85	2.001,11	1,05%
Emission d'Option					419,13	Euro	0,16%					
64	USD	-0,16%	RSHT30720	Option Put : Radioshack	2,00	-962,00	-722,22	2600	0,21	-546,00	-419,13	-41,97%
Liquidité					20.818,00	Euro	7,81%					

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.

Page 7

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.

Page 8

Suivi des sociétés analysées

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

Sociétés Analysées - Ratios et Notations											
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC	
			Risque			Cours					
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
			MBL Group								En Portefeuille
			Eastern European Property								En Portefeuille
			Peels Hotels								En Portefeuille
			Elephant Capital								En Portefeuille
			Alco Store								En Portefeuille
			Coast Distribution System								En Portefeuille
			Crown Van Gelder								En Portefeuille
0	2	2	Paradise Inc	28,434	0,8061	80,56%	69%	38,7	40,303	0,403	
			PV Crystalox Solar								En Portefeuille
			ADDvantage								En Portefeuille
			AV Homes								En Portefeuille
			Panaria Group								En Portefeuille
			Ceramiche Ricchetti								En Portefeuille
			Plastivale								En Portefeuille
			First Farms								En Portefeuille
			Asian Pacific Wire & Cable								En Portefeuille
			Deswell Industries Inc								En Portefeuille
			Universal Security Instrument								En Portefeuille
			FFP								En Portefeuille
3	0	3	Techniline	0,5689	0,4043	40,90%	202%	0,695			
1	3	4	AKER -A-				54%	338,00			
1	2	3	HF Company	6,1727	0,9558	60,49%	43%	8,4228	7,9346	0,403	8,4228 0,4276 7%
			CSP International Fashion								En Portefeuille
			Cottin Frères								En Portefeuille
			Vet Affaires								En Portefeuille
			Sofragi								En Portefeuille
			Velcan Energy								En Portefeuille
			Vianini Industria								En Portefeuille
1	2	3	Vianini Lavori				34%	4,54			
3	0	3	JKX Oil				242%	231,1	175,88	0,403	
			Jardine Strategic LTD								En Portefeuille
			Plaza Centers N.V								En Portefeuille
			Xyratex Ltd								En Portefeuille
			Global Tech Advanced Ino								En Portefeuille
			Coil								En Portefeuille
			Performance Technologies								En Portefeuille
			Amtech								En Portefeuille
			Electronic System Tech								En Portefeuille
			SemiLed Corp								En Portefeuille
1	3	4	Axa Property Trust				52%	58,55			
Opération clôturée											
			GigaTronics (Vendu)								Vendu le 24 Janvier 2012
			KeyTronic (Vendu)								Vendu le 13 Mars 2012
			Book-A-Million (Vendu)								Vendu en 3 fois le 30 Avril , 7et 24 Mai 2012
			Networks Engine (Vendu)								Apporté a l'OPA le 18 Juillet 2012
			LNC (Vendu)								Vendu le 1 Octobre (solvabilité inférieur a 40%)
			CollabRx (Tegal) (Vendu)								Vendu le 30 Novembre 2012
			Pursuit Dynamic (Vendu)								Vendu le 28 Février 2013

News de nos sociétés



ADD Vantage (USA) Ticker : AEY

Nous prenons connaissance des résultats satisfaisants pour le 1er trimestre 2013 (clôturé le 31/12). Les ventes sont en hausse de 7 % et le bénéfice net par action a doublé. La direction explique ces bons résultats par les mauvaises conditions climatiques qui ont empêché les fabricants de livrer leurs clients. La position de « grossiste-stockeur » d'ADD lui a permis de dépanner cette clientèle. La trésorerie de l'entreprise est assez confortable et permet à la direction de racheter des petits lots d'actions propres (170 000 au cours du mois de décembre) : voilà pour des collectionneurs de daubasses un excellent moyen de ristourner de la valeur aux actionnaires.

Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Notre holding énergétique annonce un dividende en hausse, à 12 NOK par action. Ce qui laisse un rendement coquet brut d'environ 5,5 % par rapport au cours actuel. Avec une valeur intrinsèque de 333 NOK, la décote, si elle s'est réduite durant l'exercice écoulé, reste relativement intéressante.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

La direction d'Alco annonce un bon mois de janvier 2013, avec une augmentation des ventes de +26% comparée à la même période un an plutôt. Sur l'année, le chiffre d'affaire est à l'équilibre avec +0.3% et à magasins comparables à -1%. Nous attendons le rapport annuel.

Amtech (USA) Ticker : ASYS

Notre producteur de fourniture pour l'industrie solaire et des semi-conducteur a publié les résultats du premier trimestre 2013 (clôturé le 31/12). Disons-le d'emblée : ils sont catastrophiques. Le chiffre d'affaires a été divisé par 3, le carnet de commandes a diminué de 20 % par rapport au trimestre précédent et la perte nette est cinq fois supérieure à celle du 1er trimestre 2012. La direction s'attend à une année 2013 difficile mais reste confiante à long terme sur l'évolution des affaires. Acceptons-en l'augure ...

AV Homes (USA) Ticker : AVHI

L'entreprise a obtenu une série de prix octroyés par l'association des constructeurs d'habitations pour « baby boomers » (nous n'inventons rien).

News de nos sociétés

Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L

Au 31 décembre 2012, l'actif net par titre (NAV) ressort à 58,56 GBp par titre, stable depuis le 30 septembre 2012. Ce qui est déjà pas mal : le management n'a pas davantage détruit de valeur.

Le titre cote à fin février sous les 40 GBp. A noter que la décision sur la dissolution de la société sera proposée début mars, ce qui suit la logique actuelle de cession des immeubles. Une opération d'arbitrage que nous suivons de près : vote des actionnaires, conditions de cession des immeuble, durée de réalisation, impositions et taxes diverses, ...

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Les résultats du 1er semestre clôturé le 31/12 se situent dans la continuité des précédents : chiffre d'affaires stable, résultat opérationnel en hausse de 32 % et résultat net doublé. La direction annonce qu'elle va reprendre la distribution d'un dividende au titre de l'exercice 2013 et un objectif de réduction de dette à 0 pour l'exercice 2015. La VANT s'établit à 204,9 GBp.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ

Une nouvelle curiosité sur le site de la société. La direction annonce que, compte tenu de la déprime persistante sur le marché des engrais (sic), elle va réorienter les activités de l'entreprise dans le secteur de la distribution d'alcool. Inutile de vous dire que cette annonce ne fait rien pour nous rassurer quant au professionnalisme des sociétés de la Chine continentale !

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

Comme prévu et comme vous nous l'annoncions le mois dernier, le groupe a publié ses résultats annuels avec une perte annuelle de -24,2 M EUR alors que l'activité est en hausse. Nous pensons que le management a bien chargé la barque, avec 25,4 M EUR, d'éléments comptables, telles que dépréciation d'actifs pour 20,4 M EUR et dépréciation de crédit d'impôts reportables pour -5 M EUR (qui, nous vous le rappelons, ne sont pas pris en compte dans notre calcul de la Valeur de l'Actif Net Tangible = VANT). Ce qui signifie qu'il n'y a aucun impact sur la solvabilité de l'entreprise, ni sur ses capacités financières. Les outils de production qui ont été dépréciés continuent même d'exister et certainement de produire, mais de façon trop peu rentable selon la direction. De même, les reports fiscaux pourront être utilisés à l'avenir si la société générerait à nouveau des profits.

Bref, nous pensons désormais que la direction a préparé le pire et qu'avec la non distribution de dividende au titre de l'exercice 2012 et une année 2013 annoncée comme incertaine, le marché doit anticiper le pire.

Au cours actuel, le potentiel reste supérieur à 100% et la solvabilité ressort à 67%. Nous attendons le rapport annuel pour savoir ce qu'il en est de la valeur de l'immobilier.

Deswell Industries (Macao) Ticker : DSWL

Notre chinoise de Macao enregistre un troisième trimestre intéressant, clôturé au 31 décembre 2012. La valeur patrimoniale de la société est stable avec un

News de nos sociétés

biais positif sur toutes ces valeurs. La VANT ressort à 6.3451\$, sa valeur net net à 3.6897\$ et sa valeur net estate à 5.3413\$.

Sur les 9 premiers mois de l'année, et ce malgré des ventes en recul de 15%, la société parvient à dégager un minuscule profit de 0.0005\$ par action, alors que voici un an elle enregistrait une perte de -0.05\$. Pour arriver à ce résultat encourageant, nous observons que le coût des matériaux a baissé de 20%, tandis que les frais administratifs et de vente ont baissé de 15%. Nous ne pouvons pas nous empêcher de penser que la direction de Deswell fait un bon travail, quand nous observons ce type de réduction des coûts. A confirmer à l'avenir, bien entendu.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Malgré un chiffre d'affaires en hausse de +14% sur l'exercice 2012 par rapport à l'exercice 2011 à 385 M USD, les profits chutent de 72 M USD en 2011 à 30 M USD en 2012. Cette dégradation importante s'explique essentiellement par des coûts de couvertures majoritairement sur le cuivre pour -8 M USD alors que l'entreprise avait réalisé un gain de +36 M USD en 2011.

Les coûts d'extraction sont ressortis à 117 USD l'once en moyenne en 2012, contre -63 USD (!) l'once en 2011. Ces niveaux très faibles, voir négatifs, s'expliquent par le fait que ces coûts sont *nettés* des bénéfices engendrés par la production et la vente du cuivre, de l'argent et du zinc. En 2013, le management s'attend à des coûts d'extraction compris entre 210 et 240 USD l'once. Nous sommes donc confortables avec un cours actuel de l'once d'or d'environ 1 600 USD.

La position de trésorerie reste excellente à 123 M USD. Avec un programme d'investissements prévu entre 35 et 45 M USD, la société devrait pouvoir financer ses projets avec ses seuls cash flows sans avoir à puiser dans la caisse.

FFP (France) Ticker : FFP.PA

Les résultats catastrophiques de Peugeot auront bien logiquement un impact sur les comptes de la holding qui présentera une perte conséquente en raison de la dépréciation de sa participation dans le constructeur automobile. Ceci dit, comme notre prix d'achat tient compte d'une valeur de 0 pour la « marque au lion », cette information nous laisse impassibles et sereins comme un moine bouddhiste en pleine méditation. Au 27/02, nous évaluons la VL de FFP à 61,57 euros et, sans tenir compte de Peugeot, à 46,09 euros.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Depuis le début de l'année, le titre de notre minière chute de -15%. Son cours suit plus ou moins la baisse de l'once d'or qui est aujourd'hui valorisé environ 1 600 USD l'once, alors qu'elle avoisinait les 1 700 USD l'once fin 2012. Nous sommes particulièrement vigilants sur notre producteur d'or, qui, historiquement, a des coûts d'extraction relativement élevés. Ils furent de 940 USD l'once en 2012 en moyenne. Mais avec la mise en production de la mine aux Philippines, les coûts sont appelés à se réduire (le coût d'extraction a baissé à 638 USD l'once sur le dernier trimestre)... même si actuellement les exonérations de

News de nos sociétés

taxe sont en pourparlers avec le gouvernement philippin... et bloquent les exportations.

Le coût moyen d'extraction sur 2013 est attendu entre 650 et 800 USD l'once. Les bénéfices 2012 sont en baisse à 38 M USD du fait du double effet volume et prix : moins d'or extrait et vendu à un moindre prix. Nous remarquons également que l'augmentation de capital a permis à la société de réduire la dette et d'augmenter sa solvabilité avec 96 M USD de cash dans ses caisses. Nous restons méfiants tout de même sur cette situation de cash, car elle a toujours été excellente ces deux dernières années, et cela n'a pas empêché l'augmentation de capital en décembre dernier. Mais il est vrai qu'il y a eu de lourds investissements avec la mine Philippine qui vient d'entrer en production. Investissements qui ne devraient donc pas être récurrents.

Pour conclure, toute baisse excessive du cours pourrait selon nos critères être une belle opportunité.

Performance Technologies (USA) Ticker : PTIX

Sur le dernier trimestre 2012, la société (comme attendu) a engendré des pertes de -4 M USD. Le potentiel actuel sur la VANT n'est « plus que » de +88%. Mais nous restons confiants sur cette daubasse. Pourquoi ?

1) le management semble prendre le taureau par les cornes en réduisant ses secteurs d'activité pour se recentrer sur les plus rentables et à plus forts potentiels. Des coûts aujourd'hui pour des profits demain ? Nous ne présageons de rien, nous constatons seulement que la direction se bouge, ce qui n'est pas si ordinaire pour une daubasse.

2) toujours un important programme de R&D : 5,6 M USD dépensés en 2012, l'équivalent de la moitié de la valorisation boursière actuelle.

L'entreprise accumule donc du savoir-faire.

3) une trésorerie de 1,11 USD par titre (rappel, le cours est de 1 USD fin février) et une solvabilité qui ressort, selon notre ratio maison, à 136%.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

Cet industriel du plastique continue de souffrir du mauvais climat dans le secteur automobile. Pour le 1er trimestre 2013 (clôturé le 31/12), le chiffre d'affaires est en baisse de 13 %. La direction compte sur ses activités dans les nouveaux marchés comme celui du photovoltaïque ou des piles à combustible comme relais de croissance dans les mois qui viennent. Sur le segment automobile, il semble que la Slovaquie et le Royaume-Unis permettent à l'entreprise d'atténuer le choc de son marché domestique.

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

L'assemblée générale extraordinaire, qui devait avoir lieu le 18 février et qui avait comme objet principale la distribution de 30 millions de liquidités excédentaires aux actionnaires, a été reportée à la demande de la société Luxembourgeoise « Ultrasound », actionnaire important de Plaza Centers NV. Une autre date sera fixée ultérieurement.

Tout cela fait un peu « brouillon », d'autant plus qu'il n'est pas communiqué aux autres actionnaires les raisons de la demande de la société « Ultrasound ».

News de nos sociétés

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

Sur 2012, sans surprise, l'activité est en baisse de 25% à 7,1 Mds NOK et le résultat opérationnel est divisé par 5 à 360 M NOK. Après prise en compte des 5,4 Mds NOK de dépréciation d'actifs, les pertes ressortent à -5,9 Mds NOK. La qualité des fondamentaux de l'entreprise, avec 7,8 Mds NOK de fonds propres et 1,9 Mds NOK en banque, devraient être les atouts majeurs de REC pour survivre dans ce marché du solaire qui n'en finit plus de déprimer.

Une bonne nouvelle : l'entreprise a touché 27 M USD d'indemnité pour une rupture de contrat d'un client. Ce montant qui représente plus de 5% de la capitalisation actuelle de REC n'a eu aucun impact sur le cours qui végète sous les 1 NOK.

SAM (France) Ticker : SAMP.PA

Notre fabricant d'outillage à main a annoncé des ventes encourageantes pour le 4e trimestre, en hausse de 17 % (et 8,7 % à périmètre comparable) essentiellement grâce aux exportations. Sur l'ensemble de l'année, les ventes ont augmenté de 19,4 % (mais sont en baisse de 2,3 % à périmètre comparable). Le début de la relance ?

Scott's Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD

La société a finalisé la vente de son patrimoine immobilier et a loué à l'acheteur un entrepôt, un espace de fabrication et des bureaux, le tout pour la somme de 177 060\$ par an. Le prix de la location sera augmenté de 3% par an. Et si les charges dépassent 5%, Scott Liquid Gold devra à nouveau déboursier ! Le bail est de 3 ans et pourra être renouvelé.

Pour nous faire une idée sur ce deal, nous avons aussi consulté le « Bizzjournal » qui relate des propos de l'acheteur, la société Havana Gold. En fait, l'ensemble des bâtiments étaient en vente depuis juin 2011 pour 11 millions USD. Mais comme les autres parties du bâtiment n'étaient pas louées (environ 80%), aucun acheteur n'avait voulu déboursier le prix. Au prix de 9 millions déboursés par Havana Gold, la direction de la société explique qu'elle considère avoir fait une bonne affaire, le bâtiment étant en bon état et pense aussi pouvoir développer un projet sur la partie du terrain qui n'est pas construite.

Ceci confirme évidemment que les membres de la direction de Scott Liquid ne sont vraiment pas des « foudres de guerre », puisqu'ils ne sont pas parvenus à louer la partie du bâtiment qu'ils n'occupaient pas. Pour le deal, en soit, si l'acheteur a fait une bonne affaire, on peut légitimement penser que le vendeur en a fait une mauvaise. Pour en être vraiment certain, il faudrait voir si le prix locatif est dans la moyenne du marché, ce qui signifierait que la direction de Scott Liquid Gold, n'a pas été en position de négocier un loyer à bon prix. Mais évidemment, nous n'avons pas les moyens de vérifier.

Timothy Stabosz, l'actionnaire rebelle, a été prié de ne pas interférer dans la transaction en cours (entretemps finalisée). En dehors de cela, pas de nouvelle de son action, où il essayait d'obliger la direction à distribuer un dividende extraordinaire avec le fruit de cette vente.

News de nos sociétés

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

La direction annonce un plan de prime pour les employés de la société afin de les motiver et de les mettre dans la même barque que les actionnaires et la direction.

Nous pensons que c'est une décision de bon sens, en attendant les effets, sur les résultats de la société et par ricochet sur son cours.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1801.02 Euro.

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

La NAV du fond est de 5.51\$. en baisse de -0.54% par rapport au mois précédent.

Universal Security Instruments (USA) Ticker : UUU

Le rapport du troisième trimestre, clôturé le 31 décembre, nous montre une situation patrimoniale stable avec un biais positif, dû à des profits dégagés sur le trimestre. Le retraitement appliqué le trimestre précédent sur la rotation des stocks qui avaient dépassé de plus de 20% la moyenne des 3 dernières années a disparu. La VANT s'établit à 10.4756\$, la solvabilité de la société progresse de quelques points à 107.06%. Sur le seul trimestre, les ventes sont en progression de 51%, mais les coûts liés aux produits progressent également de 56%, tandis que les frais d'administration et de vente progressent également de 25%. Au final, les profits par actions sont de 0.01\$, comparés aux profits de 0.03\$ un an plus tôt sur la même période.

Sur les 9 premiers mois de l'année, nous observons le même problème de « vases communicants », des ventes en hausse de 16%, mais un coût des produits en hausse de 15% et des frais d'administration et de vente en hausse de 18%. Au final, nous débouchons sur une perte de -0.24\$ par action au lieu d'une perte de -0.10\$ sur les 9 premiers mois de l'année précédente.

Nous notons également, sur les 9 premiers mois de l'année, des frais de R&D de 0.16\$.

La direction justifie ses pertes à 9 mois en expliquant qu'elle a dû provisionner pour des crédits d'impôt étranger de sa joint-venture de Hong Kong et également qu'elle a fait des dépenses importantes en marketing pour lancer sa nouvelle ligne de produits. Nous voulons bien les croire, mais pas avant le rapport suivant, afin que nous nous rendions compte par nous même que ce cercle « relativement » vicieux de « vases communicants » s'estompe, voire disparaît.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,437 USD au 25 février 2013, en augmentation de +2% par rapport au mois dernier (1,408 USD au 25 janvier 2013).

En 2012, le fonds a racheté 841 000 de ses propres actions. Depuis 2011, c'est 4,5% des actions qui ont été rachetées avec une décote sur l'actif net.

News de nos sociétés

Xyratex Ltd (USA) Ticker : XRTX

Dans le rapport annuel de Xyratex, clôturé au 30 novembre 2012 et disponible le 21 février 2013, nous observons les points suivants après avoir retraité les différentes valeurs en fonction du dividende exceptionnel de 2.075\$ distribué en toute fin d'année, qui n'est pas inclus dans ce bilan. La VANT est de 10.3447 \$, la VANN de 8.8554\$ et la VANE est de 9.3805\$. En gros, au cours de 9.25\$, la société cote presque à sa valeur net estate et son potentiel n'est plus que de 12%.

Le chiffre d'affaire de la société est en baisse de 22% par rapport à 2011 et le coût des produits également, en baisse de 22%. La R&D est également en baisse de 11% et les coûts administratifs et de vente, en hausse de 3%. La société parvient néanmoins à tirer son épingle du jeu en affichant des profits de 0.63 \$ par action, en baisse de 30% comparé à 2011.



Analyses de société

First Pacific Company Ltd

(OTC, Ticker: FPAFY / ISIN : US3358892004)

I. Introduction



Comme vous le savez, à côté de nos traditionnels investissements en « daubasses » européennes ou américaines, nous tentons de trouver des diversifications décotées dans les pays émergents avec une certaine prédilection pour la « Chine Capitaliste » et l'Asie du sud est en général. La raison principale de cet intérêt est que, parmi les pays en croissance, cette zone nous semble présenter le plus de respect pour les règles comptables, les actionnaires et le capitalisme en général.

Ainsi, à côté des « daubasses » Global Tech, Asia Pacific ou Deswell, nous sommes également investis dans un fonds fermé vietnamien et un fonds fermé indien. Avec Jardine Strategic, nous vous avons également présenté une holding investie dans des blues chips sud asiatiques dont la décote nous semblait, à l'époque, insuffisante pour entrer dans un portefeuille de « pures daubasses ». Néanmoins, comme nous vous l'avions annoncé, celle-ci vient de légèrement augmenter, suffisamment pour nous inciter à prendre une première position pour le portefeuille du club.

La société que nous vous proposons à présent est une autre holding moins diversifiée que Jardine mais plus décotée.

Il s'agit de First Pacific, une holding dont le siège social est situé à Hong Kong.

Elle articule ses activités autour de 4 sociétés cotées : trois Philippines et une Indonésienne.

Parmi ses actionnaires, outre First Pacific Investment qui est l'actionnaire de référence (et détient 36 % du capital), on retrouve de vieilles connaissances comme Lazard, AGF, Skagen ou Templeton.

Soulevons encore que le commissariat aux comptes est assuré par Ernst and Young.

Passons donc en revue ces différentes participations et tentons de mettre une valeur sur cette société. Nous travaillons avec les cours au 01/03/2013.

Analyses de société

1. Philippine Long Distance Telephone Company



Il s'agit du principal opérateur téléphonique des Philippines et aussi de la plus grosse capitalisation boursière du pays.

First Pacific détient 25 % du capital.

Cette participation représente le « plat de résistance » puisque nous estimons qu'elle pèse, au cours actuel de 71,41 pas moins de 1,03 USD par action.

2. Metro Investissements Pacific Corporation



MIPC est une autre société philippine, une sorte de conglomérat spécialisé dans les infrastructures. First Pacific en est l'actionnaire majoritaire en détenant 59 % des actions.

L'entreprise est active exclusivement aux Philippines dans des secteurs aussi variés que la production et la distribution d'électricité, le traitement et la distribution d'eau, la gestion de péages routiers et l'exploitation de toute une série d'hôpitaux.

Au cours actuel de 5,27, nous estimons sa valeur dans les comptes de First Pacific à 0,46 usd par action.

3. Indofood



Nous nous déplaçons en Indonésie pour cette 3e participation. Comme son nom l'indique, Indofood est active dans l'agro-alimentaire.

L'entreprise fabrique et distribue des nouilles (elle est le leader mondial des nouilles instantanées), des produits laitiers, de la farine (c'est le plus grand minotier indonésien), des pâtes, la margarine ,...

Mais ce n'est pas tout car Indofood est une société à intégration verticale car elle commercialise de l'huile de palme en ayant assuré toute la chaîne de production depuis la culture jusqu'à la transformation et la commercialisation. Elle exerce aussi des activités pointues de R&D dans ce domaine. L'entreprise est aussi active dans la culture du cacao, la canne à sucre, le thé et le caoutchouc.

Nous établissons la valeur d'Indofood dans les comptes de First Pacific à 0,93 usd, en nous basant sur un cours de 7400 roupies indonésiennes.

4. Philex



Retour aux Philippines pour cette 4e participation avec une société active dans l'exploitation et l'exploration minière et énergétique.

Philex est active dans l'extraction de d'or, de cuivre et d'argent. Elle a aussi des projets d'exploration pour ces métaux mais aussi, au travers de sa participation de 65 % dans Philex Petroleum, dans l'exploration gazière et pétrolière ainsi

Analyses de société

que dans l'exploitation de charbon.

Nous valorisons la participation de First Pacific à 0,26 usd en tenant compte d'un cours de 18,98 usd.

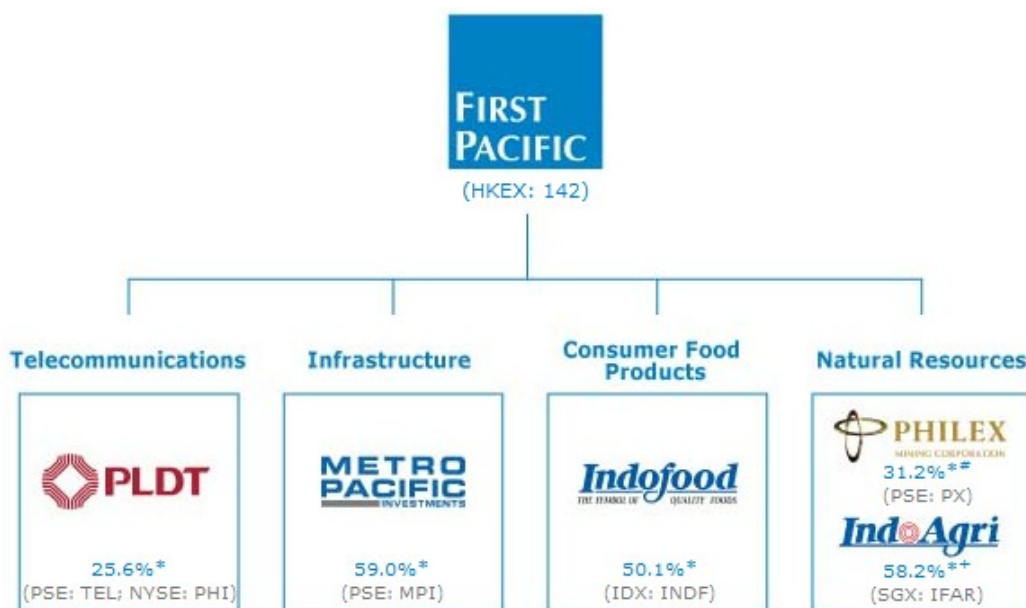
II. Conclusions

En déduisant les dettes de 0,30 usd par action, nous obtenons une valeur de holding de 2,38 usd.

Nous remarquons que la direction de la holding s'investit fortement dans la gestion des filiales et, comme pour Jardine, en est systématiquement le principal actionnaire, ce qui lui permet de décider elle-même de l'affectation des capitaux. Nous voyons aussi peu de rotation dans ses actifs : en 2002, la société détenait déjà les 3 premières sociétés citées.

Enfin, nous notons un historique de création de valeur intéressant : sur les 14 dernières années, la valeur de la holding a augmenté de 7,8 % par an en monnaie locale alors que dans le même temps, la bourse philippine procurait un rendement annuel de 5,5 %.

Il est possible d'acquérir des certificats ADR de First Pacific sur le marché américain. Ces certificats représentent 5 actions ordinaires. Le 12 février, nous vous avons annoncé notre achat de 415 certificats au coût de revient, frais de courtage inclus, de 6,46 usd, ce qui fait que Mr Market nous a offert les actions First Pacific à un prix unitaire de 1,29 usd, avec une **marge de sécurité de 44 %** donc.



Analyses de société

Signaux Girod SA

(Paris, Ticker: GIRO.PA / ISIN : FR0000060790)

* Eligible au PEA *

I. Introduction



Signaux Girod est une entreprise spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de produits et solutions de signalisation et d'aménagement des espaces routiers et urbain. Elle a été fondée en 1905 par la famille Girod qui reste aujourd'hui le premier actionnaire et dirige la société. Bien que présente à l'international, la majorité de l'activité est localisée en France.

Cette société a attiré notre attention car son cours de bourse n'a cessé de chuter ces dernières années. Pis, durant la phase de reprise depuis 2009, le cours a continué de baisser. Ce qui peut a priori sembler étonnant pour une entreprise dont l'historique de génération de profits est flatteur. Mais en fouillant un peu plus, nous apprenons que la société a été sanctionnée et a dû s'acquitter d'une amende de 6,9 M EUR pour une entente anti-concurrentielle avec quelques entreprises du secteur sur le marché de la signalisation. Nous y reviendrons dans le calcul de la VCB.

L'analyse actuelle est réalisée à partir des comptes annuels arrêtés au 30 septembre 2012 et avec un capital composé de 1 139 162 actions. Nous n'avons pas trouvé de quelconque plan de dilution via des plans d'attribution d'options ou d'action. Le vendredi 1er mars 2013, le titre a clôturé à un cours de 26,95 EUR.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 64,0 EUR par action et l'ensemble de ses dettes représente 51,2 EUR par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de 12,3 EUR par action.

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

L'entreprise possède des immeubles et terrains. Tout d'abord dans son actif immobilisé pour des coûts d'acquisition de 44,9 M EUR. Une partie apparaît au bilan en tant que « Immeubles de placement » pour 336 000 EUR et la direction indique que ces immeubles sont valorisés en valeur de marché. Nous reprenons ces valeurs et y ajoutons notre marge de sécurité de 20% et obtenons une VANE de 44,0 EUR par action.

Analyses de société

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

Nous allons essayer d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble de ses actifs.



Tout d'abord, commençons par l'**actif courant**, avec les **créances client** inscrites au bilan pour une valeur de 35,1 EUR par action. La société a été payée en moyenne en 110 jours en 2012, et en 117 jours en moyenne sur les trois derniers exercices. 10% du poste client est composé de créances échues depuis plus de 90 jours.

Une fois tous ces éléments pris en compte, nous décidons de prendre une marge de sécurité de 30%, et nous reprenons donc pour notre valorisation un montant de 24,6 EUR par action.

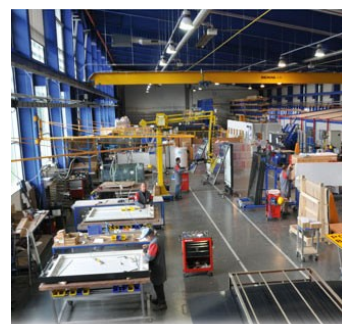
Le second poste est composé des stocks pour une valeur de 18,7 EUR par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 186 jours et de 193 jours sur l'exercice 2012. C'est un délai très long et nous devons nous alerter. Néanmoins, nous pensons que des panneaux de signalisation ont peu d'obsolescence. Et comme la moitié des stocks est composée de matières premières, nous pensons qu'avec une marge de sécurité de 20%, nous sommes suffisamment conservateurs. Ainsi, la valeur retenue pour ces stocks est de 15,0 EUR par action.

La **trésorerie** représente 3,7 EUR par action et n'appelle aucun commentaire. Nous la reprenons telle quelle.

Enfin, nous trouvons dans le bilan également les postes **actifs d'impôts exigibles**, **autres actifs courants** et **actifs destinés à être cédés** pour un montant équivalent à 3,8 EUR par action. Pour accroître notre marge de sécurité sur notre calcul, nous allons par prudence considérer ces actifs sans valeur.

En ce qui concerne les **actifs non courants**, comme nous l'avons vu dans le calcul de la VANE, l'entreprise possède de l'**immobilier**. Après notre marge de 20%, ces actifs représentent l'équivalent de 31,8 EUR par action.

Signaux Girod a d'autres actifs tangibles : des **équipements et matériels** qui, une fois amorties, représentent 16,5 EUR par action. Comme la société est capable de générer des bénéfices, nous estimons que ces biens ont une réelle valeur marchande et les reprenons pour 30% de leur valeur comptable, soit 5,5 EUR par action.



Analyses de société

Fidèles à notre approche patrimoniale, nous écartons de notre calcul les **écarts d'acquisition** et les **immobilisations incorporelles** qui représentent 13,3 EUR par action.



Puis, à la marge, le reste des actifs non courants est composé d'**actifs destinés à la vente**, autres **actifs financiers** et des **participations dans des entreprises associées**. Ce sont autant d'éléments que nous sommes incapables de valoriser et qui représentent 1,3 EUR par action. Nous ne les reprenons pas, même si nous savons que ces actifs doivent valoir quelque chose.

Le **total du passif** représente 51,2 EUR par action.

En **hors bilan**, il y a des **engagements** liés à des **contrats de location** sur certains véhicules à moteur, machines et locaux pour un montant total de 5,2 EUR par action. Nous estimons que le groupe arrivera à céder la moitié de ses contrats en cas de mise en liquidation volontaire et nous retrancherons donc de notre VMLV 2,6 EUR

Signaux Girod a également contracté des **locations financières** pour 1,4 EUR par action. Nous reprenons ces coûts futurs tels quels.

Enfin, les **avals, cautions et garanties** données représentent 5,3 EUR par action. Nous reprenons 80% de cette somme, soit 4,2 EUR.

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

Actif courant

- + Poste client : 24,6
- + Stock : 15,0
- + Trésorerie : 3,7

Actif immobilisé

- + Immobilier : 31,8
- + Equipements et matériels : 5,5

Passif

- Total passif : -51,2
- Contrats de locations : -2,6
- Contrats de locations financières: -1,4
- Cautions et garanties : -4,2

Nous obtenons donc une VMLV de 21,2 EUR par action.

Analyses de société

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a généré des profits, beaucoup de profits... en fait, « trop » de profits. Comment ça « trop de profits » ? Et bien, avec ses petits concurrents sur l'activité Signalisation, l'entreprise s'est entendue sur les prix, ce qui a permis à un groupe d'acteurs de ce marché de monter leurs prix et donc de gonfler leurs bénéfices. Cette entente anticoncurrentielle a abouti à une amende pour le groupe de 6,94 M EUR dont le solde a été payé lors de l'exercice 2010 pour 4,94 M EUR les 2 autres millions ayant été déjà provisionnés en 2006.



Pour tenir compte de ces éléments et ne pas fausser notre calcul de la VCB de Signaux Girod, nous avons retraité les éléments des comptes de résultat passés. Ainsi, pour 2010, nous avons ajouté le montant du solde de l'amende payée, soit 4,94 M EUR, au résultat opérationnel, car selon nous il s'agit d'un événement non récurrent (du moins, nous l'espérons) et qui vient « polluer » la bonne lecture de la rentabilité de la société. Par contre, pour les deux exercices 2008 et 2009 où des profits « records » ont été réalisés, nous avons arbitrairement

divisé par 2 les résultats opérationnels ce qui est censé représenter davantage une rentabilité « classique » dans un environnement concurrentiel standard.

Ainsi, après prise en compte d'une imposition forfaitaire de 35%, d'un taux d'actualisation de 12% et l'ajout de la trésorerie nette, nous obtenons une VCB de 28,6 EUR par action (la VCB aurait été de 43,1 EUR sans la révision à la baisse des résultats opérationnels de 2008 et 2009).

VI. Conclusions

Au cours actuel de 26,95 EUR il est possible d'acquérir des titres de Signaux Girod avec une décote de :

39% sur la VANE
6% sur la VCB

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est de : +111%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 59%.

Pour l'instant, nous n'achetons pas ce titre car nous estimons son potentiel trop faible par rapport au potentiel moyen de notre portefeuille et les décotes insuffisantes. Néanmoins, nous gardons cette daubasse dans le viseur et nous pourrions dégainer quelques cartouches si le cours était chahuté.

Analyses de société

Vous le savez, cher(e) abonné(e), nous ne cherchons pas à acheter de potentiels profits futurs, mais des actifs bien tangibles. Force est de constater qu'avec ce titre, il est possible d'acquérir confortablement de la décote sur des actifs courants et immobilier et obtenir en bonus des actifs productifs et rentables. C'est une cerise de plus en plus rare. Ces collatéraux solides assurent à l'investisseur, qui privilégie une approche patrimoniale de l'investissement, de pouvoir se porter acquéreur, une fois n'est pas coutume, d'une entreprise qui semble capable de générer des cash flows positifs.

Sachez que si nous n'en avons pas acheté pour le portefeuille du club, certains d'entre nous possèdent néanmoins des titres Signaux Girod dans leur portefeuille personnel.



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