

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Diversification dans la valeur: Une Forêt?	page 5
Portefeuille	page 9
Suivi des sociétés analysées	page 11
Focus sur la performance des sociétés analysées	page 12
News de nos sociétés	page 15
Analyse de la société Paradise Inc.	page 21
Analyse de la société KeyTronic Corporation	page 28
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 32

Edito



Après la tornade du mois d'août, nous avons eu droit à l'ouragan de septembre. Au cours du mois écoulé, les indices des pays développés ont perdu entre 6 et 9 %. Même la bourse du pays à la croissance perpétuelle, l'indestructible Chine, perdait 8 % ! Le pétrole perdait plus de 10 %. Quant à l'ultime monnaie, la valeur refuge par excellence, celle à qui ont fait appel quand il n'y a plus d'espoir, quand les bons pères de famille se baignent nu ou portent de langes, nous avons nommé l'or, elle perdait 10,4 % !

Bref, tout baissait au milieu de cette crise des dettes souveraines... sauf les dettes souveraines. Comprenne qui pourra ! A moins que la démonstration de twist endiablé de ce boute-en-train de Bencopter...

Et vos serviteurs des daubasses, comment réagissent-ils ?

Et bien, cher(e) lecteur(trice), comme vous le savez, l'équipe est composée de 4 personnalités avec des tempéraments, des objectifs ou des approches différentes. Mais un point commun nous réunit et vous le connaissez : c'est l'investissement « value ».

Si, à court terme, les valeurs de marché des actions peuvent être fortement différentes de leurs valeurs économiques, à long terme, nous avons la conviction que ces deux valeurs finissent par se croiser. Evidemment, encore faut-il être certain d'avoir calculé correctement cette fameuse valeur économique... mais ça, c'est une autre histoire.

Ainsi, pour nos portefeuilles personnels, nous profitons de la correction pour acheter ou renforcer des lignes qui nous semblent attrayantes : entre autres, Crown Van Gelder, Luxempart, des mines d'or, LNC, Exacompta, Avalon ou Coast Distribution Systems sont récemment venus renforcer les portefeuilles de certains d'entre nous.

Ceci nous permet de mettre en exergue un autre point de notre philosophie que nous n'avons encore que peu abordé : le fait de disposer de liquidités afin

Edito

de pouvoir profiter à tout moment des opportunités que propose le marché. Dans notre équipe, deux approches différentes sont pratiquées :

- ceux qui disposent d'une capacité d'épargne très élevée par rapport à leur patrimoine sont pratiquement investis à 100 % en permanence. Leur capacité d'épargne leur apporte, de manière régulière, de nouveaux « flux de trésorerie » qu'ils peuvent réinvestir régulièrement.

- ceux qui disposent d'une faible capacité d'épargne par rapport à leur patrimoine sont, quant à eux, contraints de dégager des liquidités lorsque la valeur de marché des actions qu'ils détiennent rejoint leur valeur économique. Et le fait de ne pouvoir générer d'importants flux de trésorerie à réinvestir les contraints, dans ces cas, à garder des poches de liquidités importantes pour n'acheter « qu'à coup sûr ».

Un autre point nous semble important pour aborder de telle période. Pour notre part, nous partons du postulat qu'il nous est impossible de prédire l'impact macro-économique de la crise et, quand bien même nous y arriverions, nous ne sommes pas certains d'en tirer les bonnes conclusions.

Pour cette raison, nous sommes partisans d'une diversification optimale, non seulement sur le nombre de lignes afin de diluer une éventuelle erreur de jugement de notre part, mais aussi sur les plans sectoriel ou géographique.

Nous vous avons, dans les lettres précédentes, proposé comme alternatives et diversifications aux Daubasses, des holdings décotés investis en « blue chips », des mines d'or, des émissions d'options sur big cap ou des fonds fermés axés « émergents ». Dans cette lettre, c'est d'investissements forestiers dont nous allons vous parler mais nous vous réserverons aussi une surprise sous forme de « sucrerie » pour votre portefeuille.

Bonne lecture !

L'Equipe des Daubasses



Diversification dans la valeur Une Forêt?



L'un des membres de notre équipe réside dans ce que l'on appelait sous l'occupation napoléonienne le « département des forêts », constitué grosso modo à la fois du Grand-Duché de Luxembourg et de l'actuelle province belge du Luxembourg.

Son attachement à sa région lui a fait s'intéresser aux possibilités d'investissements forestiers.

Les débouchés pour les productions de ce type de support peuvent être assez variés : production de charbon de bois, de bois de chauffage, de pâte à papier, de bois de sciage ou de bois de charpente.

Mais d'autres possibilités d'améliorer le rendement existent par la vente de crédit carbone, la fourniture ou l'exploitation d'unités d'exploitation énergétique de la biomasse ou la location de superficies à des fermes d'éoliennes, ainsi que l'octroi de droits de chasse.

La rentabilité d'un tel investissement dépend essentiellement de trois facteurs : la rapidité de croissance des arbres qu'il détient, les variations des cours du bois et, comme pour des sociétés foncières, la variation de la juste valeur des terrains détenus.

Nous n'aborderons pas avec vous, cher(e) lecteur(trice), l'investissement en direct ou par l'intermédiaire de groupements forestiers. Ce type d'investissement nécessite un savoir-faire et des connaissances assez spécifiques.

En réalité, dans l'Equipe des Daubasses, nous avons trouvé une autre opportunité d'investir dans ce qui constitue pour nous, après les options sur blue chips, les holdings décotés ou les mines d'or, une autre diversification d'investissement... toujours avec une approche value évidemment.

Diversification dans la valeur Une Forêt?

Cette opportunité est la société **Cambium Timberland**, un fonds fermé investi dans des forêts. La société investit et exploite des forêts situées en Amérique du Nord, au Brésil et en Australie. Le fonds est enregistré à Jersey et est géré par Cogent CP, un gestionnaire d'actifs situé à Dallas.



Ces dernières années, la rentabilité de la société a été affectée par la crise du secteur américain de la construction, gros consommateur de bois. Récemment, la direction a allégé le poids actuel des Etats-Unis parmi les actifs du fonds. Ceux-ci sont effectivement passés d'un poids de 50 % à 38 % du portefeuille (contre 42 % pour l'Amérique du sud, 10 % pour l'Australie et 10 % pour l'Asie-Pacifique, essentiellement Hawaï).

La direction de la société nous semble gérer les risques de manière raisonnable grâce à une diversification de bon aloi (vous savez, cher(e) lecteur (trice) tout le bien que nous pensons de la diversification).

Ainsi, les investissements sont répartis sur 4 zones géographiques, ce qui permet de lisser les risques tant politiques que climatiques. Les forêts sont composées de différentes essences de bois, ce qui permet de compter sur des débouchés différents.

Enfin, la direction veille à une bonne répartition des arbres sur différentes classes d'âge : les forêts matures qui sont génératrices de cash flow importants et les forêts plus jeunes qui ne génèrent pas de flux de trésorerie mais présentent une forte croissance de valeur.

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

Cet investissement étant un peu « spécial », nous ne passerons pas en revue les différentes valorisations que nous avons l'habitude de vous présenter. Néanmoins, en raison de l'irrégularité des flux de trésorerie qui sont dépendants de l'arrivée à maturité des plantations, il nous paraît important de vérifier que nous disposons bien, « au cas où les choses tourneraient mal », d'un collatéral tangible en garantie de notre investissement.

Nous passons donc en revue les différents postes du bilan arrêté au 30/04/2011 et nous commençons par les **terrains** détenus sans tenir compte de la valeur

Diversification dans la valeur Une Forêt?

marchande des forêts qu'ils contiennent. Ceux-ci sont évalués à leur juste valeur et non à leur valeur d'acquisition. Ils représentent 0,42 GBP par action. Les plantations sont considérées comme des **actifs biologiques** et sont évalués à leur juste valeur, c'est-à-dire suivant une estimation de leur valeur de vente au moment de l'évaluation, diminuée d'une estimation des coûts de commercialisation. La direction distingue les arbres commercialisables qui représentent 0,19 GBP par action et les arbres « pré-commercialisables », c'est-à-dire qui ne sont pas encore arrivés à maturité et qui représentent 0,16 GBP par action.

Il est évidemment difficile de dire si les « fair value » reprises dans les comptes correspondent à la réalité mais nous constatons malgré tout que la majorité des cessions d'actifs américains et néo-zélandais réalisés en 2010-2011 ont généré une moins-value représentant 3 % de la juste valeur représentées dans les comptes. Les évaluateurs semblent « taper plus ou moins juste ». Néanmoins, vous nous connaissez : lorsqu'il s'agit de « plus ou moins », notre prudence légendaire nous incite à opter principalement pour le « moins ». Dans cette optique, nous décidons de ne reprendre ces différents actifs forestiers pour la valeur reprise aux comptes amputées de 15 %, soit une marge de sécurité de 0,11 GBP.



Parmi les autres actifs fixes, nous relevons des **constructions** ainsi que quelques **installations et aménagements** qui ne présentent qu'une valeur symbolique.

Bonne nouvelle au niveau des **actifs courants** : en raison de la vente d'une partie des forêts américaines, son poste principal est constitué par du **cash** qui représente 0,14 GBP par action. Nous reprenons ce poste tel quel. Ajoutons quelques **contrats de dérivés destinés à couvrir les risques de change**, que nous ne mentionnons que pour mémoire malgré leur valorisation dans les livres de Cambium, pour 0,03 GBP.

Hors bilan, nous relevons des **loyers futurs à payer** pour une somme dérisoire.

Signalons enfin qu'une partie des propriétés vendues a été touchée par de graves incendies qui vont affecter le prix final de la transaction. Cependant, la direction estime que l'impact restera malgré tout assez marginal.

En fonction de ce qui précède et après déduction des **dettes** qui représentent 0,16 GBP par action, nous établissons donc la valeur de Cambium en cas de liquidation volontaire à 0,61 GBP. Ce qui nous laisse, en fonction du cours actuel de 0,54 GBP, une marge de sécurité de 10 %.

Diversification dans la valeur Une Forêt?

Conclusions

Nous pensons que Cambium Timberland ne présente probablement pas une opportunité de « jack pot ». Malgré tout, ce fonds fermé nous semble constituer une bonne diversification au sein d'un portefeuille et permet d'investir dans une entreprise qui tirera certainement profit de la croissance des pays émergents, tant par les forêts qu'elles détiennent en Amérique du Sud que celles qui, grâce à leur localisation en Australie et à Hawaï, nous semblent idéalement situées pour profiter de l'essor de l'Asie.

Quant aux forêts nord-américaines, fortement liées à la santé du secteur de la construction, et bien... il suffit d'appliquer la maxime de Warren Buffett : attendons que les surstocks d'immeubles soient vendus et que la démographie ait fait son œuvre pour voir les chantiers reflourir au pays de l'oncle Sam.



Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille 30 septembre 2011

		%	Ticker	Société	Prix de Revient		30 septembre 2011				Rendt Total	
					Unitaire	Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro
Société Net-Net					35.177,07	Euro	38,30%					
1	USD	0,57%	ACMR	Moore Art & Craft	0,94	621,65	483,60	660	2,5	699,60	523,28	8,21%
2	USD	1,10%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,91	1.350,00	1.009,76	110,06%
3	USD	0,24%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,96	290,00	216,91	-54,36%
4	USD	1,19%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	2,9	1.457,56	1.090,21	121,49%
5	GBP	0,91%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	114,5	717,82	835,25	42,63%
6	USD	1,38%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,24	1.697,15	1.269,42	-20,46%
7	USD	0,63%	AVTR	Avatar Holding	19,34	1.818,23	1.293,40	94	15,21	768,92	575,13	-55,53%
8	USD	1,76%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,51	2.164,50	1.618,99	29,80%
9	USD	2,09%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,04	2.565,00	1.918,55	161,36%
10	USD	0,39%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	1,06	480,94	359,73	-66,88%
11	USD	2,13%	PARL	Parlux Fragrance	1,87	1.525,08	1.075,29	815	3,21	2.616,15	1.956,81	81,98%
12	USD	2,95%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	4,87	3.623,40	2.710,20	-2,52%
13	Euro	2,56%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,539	2.350,00	2.350,00	-21,12%
14	USD	1,73%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,6	2.128,60	1.592,13	-27,57%
15	USD	1,11%	SGMA	SigmaTron International	3,33	1.332,17	890,77	400	4,59	1.360,00	1.017,24	14,20%
16	USD	3,20%	IFON	Infonsonics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,75	3.930,61	2.939,99	-18,11%
17	GBP	4,17%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	20	3.291,73	3.830,26	-2,82%
18	USD	3,31%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	3,66	4.063,50	3.039,39	11,31%
19	Euro	2,78%	VIN.MI	Vianini Industria	1,35	2.742,00	2.742,00	2030	1,257	2.555,77	2.555,77	-6,79%
20	USD	0,63%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	3895000	0,0005	779,00	582,67	-84,61%
21	GBP	3,47%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.163,19	2.419,74	25000	0,0005	2.737,50	3.185,36	31,64%
Société Net-Estate					40.706,01	Euro	44,31%					
22	USD	2,14%	BXG	BlueGreen	2,31	2.884,80	1.914,52	1250	2,93	2.625,00	1.963,43	2,55%
23	USD	3,52%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	2,7499	4.323,20	3.233,64	-10,59%
24	USD	2,93%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,47	3.600,00	2.692,70	92,48%
25	USD	2,91%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,64	3.574,73	2.673,80	44,93%
26	USD	1,60%	ATC	Cycle Country Asscoires	0,40	2.834,58	1.902,96	7000	0,36	1.960,00	1.466,03	-22,96%
27	Euro	2,92%	EXAC.PA	Etacompta - Clairefontaine	88,39	3.889,33	3.889,33	44	79	2.684,00	2.684,00	-30,99%
28	Euro	4,90%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	58	4.505,00	4.505,00	175,35%
29	Euro	3,52%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	38,79	3.230,95	3.230,95	54,63%
30	USD	2,48%	TRAC.PK	Track Data	82,29	3.126,95	2.271,99	38	85	3.040,00	2.273,84	0,08%
31	USD	1,53%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,31	1.896,22	1.394,60	6050	0,35	1.875,50	1.402,82	0,59%
32	Euro	5,27%	IRC.MI	Iree	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	2,2	4.837,50	4.837,50	58,86%
33	USD	2,23%	HTCH	Hutchninson Technology	2,75	3.548,85	2.624,91	1400	2,27	2.744,00	2.052,44	-21,81%
34	USD	3,66%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	3,52	4.488,75	3.357,46	-11,49%
35	USD	2,34%	CONN	Conn's	4,46	1.783,31	1.296,64	400	8,65	2.872,00	2.148,18	65,67%
36	USD	2,38%	DUCK	Duckwall-Alco Store	11,23	3.527,58	2.472,89	314	8,65	2.920,20	2.184,23	-11,67%
Société VANTre					7.880,52	Euro	8,58%					
37	CAD	1,88%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,7	2.421,25	1.722,33	-26,84%
38	CAD	2,99%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,2	3.856,00	2.742,92	-26,74%
39	Euro	3,72%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	158	3.415,27	3.415,27	-0,26%
Fond Décoté					5.292,20	Euro	5,76%					
40	USD	3,44%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	3,15	4.225,00	3.160,19	-10,17%
41	GBP	1,25%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	70,00	987,00	1.148,48	17,34%
42	GBP	1,07%	ACAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	36,75	845,25	983,54	-5,41%
Holding Décoté					2.800,00	Euro	3,05%					
43	Euro	3,05%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	20,00	2.800,00	2.800,00	-19,20%
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					0,48	Euro	0,00%					
		0,00%		Compte Courant		Euro					0,00	
						USD			0,64	0,48		
						GBP			0,00	0,00		
						CAD			0,00	0,00		
			0	janvier 1900	0		0		0,00	0,00		
		100%		Total		3,33%	Equal	3.059	Euro		91.856,27	

Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille - Ratios et Notations

Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	Ratio	
Potentiel	Risque	(0 = faible , 1 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre	ROIC	
	Grécale	Risque					Cours						
		(0 = très risqué , 1 = peu risqué)											
3	3	6	Moore Art & Craft	1,8015	0,59	59,25%	24/11/08	333%	4,5932	3,0834	0,3438		
3	0	3	Sport Haley Inc	2,4037	0,37	87,68%	24/11/08	173%	2,4606				
3	2	5	Tandy Brand Accesories	2,6790	0,43	47,58%	24/11/08	221%	3,7282	3,0726	0,3775		
3	2	5	Coast Distribution System	5,4976	0,48	61,48%	25/11/08	150%	6,6213				
3	1	4	Barrat Development PLC	164,32	0,48	62,31%	26/11/08	160%	203,69	0,00	0,0000		
3	3	6	Taitron	2,3890	0,38	97,49%	26/11/08	274%	3,4014	3,3164	0,2744		
3	2	5	Avatar Holding	25,1072	0,33	97,70%	26/11/08	289%	31,8352	29,1857	0,2803		
2	2	4	Chromcraft Revington	2,3584	0,47	74,91%	04/06/09	332%	3,5742	4,7993	0,2313		
3	0	3	Trans World Entertainment	3,9495	0,48	63,20%	08/06/09	155%	4,8390				
2	0	2	Qiao Xing Universal Ressource	3,6876	0,20	100,41%	28/07/09	764%	6,3897	3,8094	0,1942		
0	2	2	Parlux Fragrance	4,0759	0,79	106,74%	28/07/09	43%	4,5756				
3	2	5	Meade Instrument	7,5546	0,44	105,15%	29/07/09	172%	8,9923				
3	2	5	Adler Real Estate			75,55%	07/08/09	244%	1,7219				
3	2	5	Winland Electronics	0,5441	1,07	104,22%	05/11/09	122%	1,1530	1,2891	0,4499		
3	3	6	SigmaTron International	5,9140	0,57	48,48%	13/11/09	279%	12,8928	8,4677	0,4015		
3	1	4	Infosonics	1,2132	0,47	204,75%	06/05/10	144%	1,3880				
3	1	4	Leeds Group PLC	31,7600	0,59	73,79%	27/08/10	125%	42,00	37,19	0,5015		
3	0	3	Entorian Technologies	7,3326	0,43	112,77%	11/10/10	158%	8,1311	7,7642	0,4057		
3	1	4	Vianini Industria	2,0986	0,60	184,75%	19/10/10	173%	3,4388	2,6425	0,4764		
2	0	2	China Crescent	0,0053	0,04	80,23%	19/01/11	3500%	0,0072				
3	1	4	MBL Group	59,6600	0,18	41,30%	05/07/11	546%	70,7600				
3	2	5	BlueGreen			27,59%	30/11/09	350%	9,45	6,8108	0,3083		
3	3	6	Avalon			93,28%	02/09/09	356%	10,20	8,2520	0,2714		
3	0	3	Bodisen Biotech			93,30%	10/11/09	267%	1,4692	0,6718	0,5954		
3	2	5	Blonder Tongue Laboratories			88,54%	16/11/09	161%	3,3965	2,0188	0,6439		
3	1	4	Cycle Country Assecoires			36,27%	16/11/09	179%	0,7804	0,2603	1,0757		
3	3	6	Exacompta - Clairefontaine			68,02%	30/11/09	390%	298,61	199,83	0,3053		
1	3	4	Gevelot			75,00%	09/12/09	145%	129,82	60,37	0,8779		
0	3	3	SAM			89,09%	11/01/10	67%	56,67	55,19	0,6162		
3	0	3	Track Data			59,56%	08/02/10	313%	330,76	183,47	0,4360		
3	0	3	Scott Liquid Gold			56,91%	14/04/10	233%	0,7518	1,0322	0,3003		
3	1	4	Irce			45,11%	31/05/10	157%	5,5299	3,5368	0,6079		
3	1	4	Hutchinson Technology			61,46%	31/08/10	337%	8,5651	6,5388	0,2997		
3	2	5	Natuzzi			72,99%	19/01/11	176%	7,8641	6,6505	0,4285		
0	2	2	Conn's			47,19%	21/01/11	67%	11,955	1,7921	4,0065		
3	1	4	Duckwall-Alco Store			47,72%	27/07/11	188%	26,780	19,4040	0,4793		
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	199%	0,4786		0,4786	0,3343	6%
1	3	4	Maiteries Franco-Belge			77,52%	14/04/11	55%	230,12		230,12	0,6453	18%
2	1	3	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	117%	5,6372				
2	0	2	Eastern European Property				28/04/11	67%	116,97				
3	0	3	Elephant Capital PLC				28/06/11	143%	84,00				
1	3	4	Luxempart				28/06/11	75%	35,00				

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 (30 septembre 2011)									
		Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel		RendTotal
				Devise	Euro		Devise	Euro	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	12,00	0,14	09/05/11	10,95	0,13	-7,01%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	73,00	0,68	09/05/11	70,00	0,81	20,40%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	57,00	0,79	09/06/11	31,40	0,37	-53,60%
4	USD	TGAL	Tegal	2,25	1,44	09/06/11	1,85	1,38	-3,90%
5	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	35,00	0,40	05/07/11	34,50	0,40	0,81%
6	USD	DUCK	Duckwall Alco	10,57	7,34	09/08/11	9,30	6,96	-5,23%
7	USD	CRV	Coast Distribution System	3,00	2,08	09/08/11	2,65	1,98	-4,90%
8	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,50	5,50	-1,08%
9	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	3,85	3,85	-4,94%

Sociétés Analysées - Ratios et Notations												
Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio		
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 1 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC		
			Risque	(0 = très risqué , 1 = peu risqué)			Cours					
			MBL Group								En Portefeuille	
			Eastern European Property								En Portefeuille	
3	3	6	Peels Hotels			399%	156,80	71,20	0,8006			
3	1	4	Tegal	3,844	0,4613	311,20%	171%	5,01				
			Elephant Capital								En Portefeuille	
			Duckwall Alco								En Portefeuille	
			Coast Distribution System								En Portefeuille	
3	1	4	LesNouveauConstructeurs	9,9352	0,5536	47,44%	130%	12,65	11,97	0,4646		
3	2	5	Crown Van Gelder			59,89%	255%	13,66	6,49	0,6236		

Focus sur la performance

des sociétés analysées



Voici déjà notre sixième lettre, que le temps passe vite ! Une fois n'est pas coutume, nous allons vous parler de performance et plus précisément de la performance de nos sociétés analysées, que nous reprenons chaque mois dans un tableau dont la mise en page est identique à celle de notre portefeuille.

Le but que nous avons défini pour ces deux analyses mensuelles était principalement de permettre à nos abonnés de se constituer progressivement, même avec de petites sommes, un portefeuille diversifié d'action décotées et ceci par tout temps de marché.

Les règles étaient très simples, nous avons envoyé à nos abonnés notre première lettre le 8 mai 2011. Le 9 mai, soit le lendemain, nous avons noté le cours d'ouverture des deux sociétés analysées. Et chaque fin de mois, nous notons leur cours. Et nous avons procédé de la même manière, les mois suivants.

Ces sociétés analysées sont surveillées et suivies de la même manière que le portefeuille réel des Daubasses. Vous remarquerez même que 5 sociétés parmi les 9 sociétés reprises dans les sociétés analysées ont été achetées pour le compte du portefeuille Daubasse.

Bien entendu, après 5 mois, vous nous direz que la diversification n'est pas suffisante et vous avez entièrement raison, car nous pensons dans l'équipe des Daubasses qu'une diversification de 15 sociétés est un minimum, mais 20 nous semble déjà excellent et plus bien entendu.

En fait, si nous vous parlons de la performance des sociétés analysées, aujourd'hui, après seulement 5 mois et seulement 9 sociétés, c'est simplement parce que nous avons voulu nous mettre dans la peau d'un investisseur occupé à progressivement se constituer un portefeuille, et de voir s'il n'était pas trop difficile psychologiquement de résister, en plein « krach », avec des sociétés estampillées « Daubasse »,... qui sont toujours à première vue ce qu'une grande majorité d'investisseurs veut éviter à tout prix.

Focus sur la performance

des sociétés analysées

Bien entendu, nous partons aussi du fait que cet investisseur occupé à construire un portefeuille a fait ses devoirs d'analyses, a repassé en revue les chiffres, a soupesé les pour et les contre et a finalement pris sa décision seul.

Dans notre exercice, nous achetons pour des sommes équivalentes chaque société analysée... Ou encore, nous additionnons la performance de toutes les sociétés et nous la divisons par 9.

Le résultat est malheureusement négatif, avec une performance moyenne de -6.60% en euro, du 9 mai 2011 au 30 septembre 2011.

Vous nous direz sans doute que nous ne sommes pas très « fortiches » en marketing, car nous aurions pu attendre des résultats positifs et un donc un moment plus favorable, ou encore des comparaisons qui pencheraient plus en notre faveur, avant de vous en parler.

Mais franchement, nous pensons que vérifier nos idées en pleine tempête est bien plus important que n'importe quelle stratégie marketing. Et c'est ce que nous faisons avec ce petit compte-rendu sur la performance.

Seulement 2 sociétés sur les 9 ont un résultat positif. Nous devrions plutôt dire les deux seuls fonds côtés de la liste. En effet, la palme revient au fond « Eastern European Property » avec une performance de +20%, bien que vous remarquerez que la performance est principalement due au change. Le second fond en positif est « Elephant Capital » avec +0.81%, également dû au change.

Vous le constatez comme nous, ce qui plombe cette liste de sociétés analysées est la société Peel Hotel avec un recul de 53.60%... Et pourtant, pas de *bad news* pour Peel Hotel (voir les news à la page 18).

Petit retour sur image, pour comprendre que la volatilité d'un portefeuille encore mal diversifié est importante. Le 28 septembre, la société américaine Tegal cotait à 3.50 \$, ce qui permettait d'afficher une performance de plus de 80% depuis sa présence dans la liste. Et malgré le recul important de Peel Hotel, ça permettait à la liste d'afficher une performance moyenne positive. Mais du mercredi 28 septembre au vendredi 30 septembre, le cours a fondu de 53%, pour clôturer à 1.85\$. A 3.50\$, la société Tegal était à 43% de sa valeur d'actif Net Tangible. Donc il y avait encore un peu de chemin avant ce que nous considérons comme son juste prix. Nous remarquons également que sur les 4 derniers jours, on a largué 100 000 actions sur le marché, alors qu'habituellement il s'écoule au moins 30 jours boursiers pour accumuler de tels volumes, soit 1 mois et demi. Ce qui signifie sans doute qu'un investisseur a largué dans la panique...

Bien entendu, si vous jugez uniquement sur la valeur, cela n'a pas de sens. Sans la moindre news désastreuse, passer de 3.50\$ mercredi à 1.85 \$ vendredi !

Focus sur la performance

des sociétés analysées

Revenons, pour conclure, à la question principale qui était: est-ce difficile psychologiquement, pour un investisseur occupé à composer un portefeuille diversifié, de résister en cette période boursière difficile? Avec une liste de 9 sociétés qui affichent au 30 septembre, et donc au bout de 5 mois, une performance négative de -6.60%.

Nous pensons que non. Tout simplement, parce c'est 4 fois moins catastrophique que le CAC40 qui le 9 mai 2011 à l'ouverture affichait 4037 points et le 30 septembre à la clôture, affichait 2981 points. Soit un recul de 26.15% sur la période, ou encore 2,5 fois moins que le SP500 qui sur la même période est en recul de 15.57%. Ou encore 2 fois moins que le Tracker MSCI World, auquel nous sommes habitué à comparer notre portefeuille.

Nous pensons évidemment et principalement que non, en rapport avec la valeur des actifs que vous détenez en portefeuille.

Nous pensons également que non, car le marché n'arrive jamais à garder raison dans les turbulences, pas plus en cette période 2011 qu'en 2008.

Bien entendu, si vous éprouvez quelques difficultés à encaisser quelque perte que ce soit, n'en ayez pas honte, nous sommes tous passés par là. Contactez-nous, car nous pouvons vous aider à recadrer la société sur laquelle vous avez investi, sans concession et de la manière la plus objective qu'il soit.



News de nos sociétés



Barrat Development PLC (UK) Ticker : BDEV.L

La société a publié ses résultats annuels, arrêtés au 30 juin... et ils sont bons, comme nous nous y attendions. Certes, le compte de résultat présente encore une perte mais elle est assez symbolique et surtout, cette perte aurait été profit sans des coûts exceptionnels liés à la renégociation de certaines dettes financières. Les fonds propres sont en légère augmentation et la structure bilantaire nous laisse penser que la société reste très bien armée pour traverser une éventuelle nouvelle crise immobilière.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Rien de particulier à signaler si ce n'est la nomination d'un nouvel administrateur, Monsieur Dietez, un ingénieur de formation, consultant indépendant pour l'industrie de la télécommunication par câble.

BlueGreen (USA) Ticker : BXG

L'entreprise a conclu un nouvel accord avec Capitalsource dans le but de lui céder une partie de ses créances clients. On voit ici que la direction tente de diversifier ses sources d'approvisionnement en crédit.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ.OB

Les auditeurs indépendants de la société ont démissionné assez brutalement. La direction précise qu'il n'y a eu, pour les deux derniers exercices comptables, aucun désaccord avec les commissaires aux comptes quant'à la présentation des comptes annuels. Elle demande d'ailleurs à la société d'audit de confirmer ces propos à la SEC.

Brederode (Belgique) Ticker : BREB.BR

Au cours du mois de septembre, la holding a poursuivi ses rachats d'actions propres, pour 14 722 unités.

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK

On ne peut pas dire que le meeting organisé par Philippe Verges ait enthousiasmé le marché. Le boss de cette explosive chinoise ne nous a finalement débité que quelques banalités que nous connaissions déjà. Aucune nouvelle non plus

News de nos sociétés

sur la vente de la filiale de China Crescent à sa maison-mère. Et le cours de poursuivre sa chute... logiquement.

Conn's (USA) Ticker : CONN

Les comptes trimestriels de ce distributeur d'électroménagers sont enfin disponibles. Ils laissent apparaître une perte de 0,11 usd par action (mais ils sont à l'équilibre sur l'ensemble du trimestre). Il faut toutefois nuancer cette perte : elle est due essentiellement au remboursement anticipé d'un prêt à long terme (pour 0,34 usd par action) et au coût de fermeture de certains magasins (pour 0,12 usd par action). Nonobstant ces deux événements, les profits auraient été supérieurs à ceux du premier semestre 2010.

Duckwall-ALCO Stores (USA) Ticker : DUCK

L'entreprise a annoncé ses résultats opérationnels du 1er semestre, arrêtés au 31.07.2011. Les ventes sont en hausse de 6,8% en comparaison au S1 2010, et de 5,2% à périmètre constant (pour rappel, l'entreprise a fermé les enseignes Duckwall qui détruisaient de la valeur). Le 2ème trimestre a généré un résultat positif de 1,2 M USD, comparé à une perte de 1,1 M USD sur la même période en 2010. Cependant, à cause des pertes au T1 2011, le premier semestre ressort en perte à 0,6 M USD contre 3,3 M USD en 2010. Le recentrage de l'entreprise semble porter ses fruits.

Le management a annoncé une nouvelle stratégie de croissance : au delà des petites villes, ALCO souhaite aujourd'hui s'implanter dans des villes de taille supérieure : Grand Prairie, Texas dans la banlieue de Dallas et Houston.

Au cours actuel, le potentiel de hausse est de plus de 200% par rapport à la valeur de ses actifs net tangibles.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Le fond fermé londonien spécialiste de l'immobilier turc a publié ses comptes du 1er semestre. Le fonds a sorti de jolis bénéfices du fait d'un effet de change et d'une revalorisation de ses actifs. Le profit atteint ainsi 1,3 M GBP. L'actif net par titre ressort à 118,43p, pour un cours actuellement de 70p.

Et pour ne rien gâcher de la fête, ce fonds est éligible au PEA.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Le titre n'en finit pas de plonger. Pourtant aucune nouvelle ce mois-ci. La valeur d'actif net ressort toujours à 8,57 USD par titre, pour un cours actuel sous les 2 USD. Ce qui signifie que soit le marché en sait plus que nous et qu'un désastre s'annonce bientôt... ou alors, le marché est totalement déprimé et offre une aubaine en or. Nous sommes incapables de savoir s'il faut voir le verre à moitié plein ou à moitié vide. Quoi qu'il en soit, notre diversification sur ce genre de titres nous permet de dormir sur nos deux oreilles.

Infosonics (USA) Ticker : IFON

Pas un mois sans que notre producteur de téléphones portables pour le marché sud-américain ne sorte un nouveau modèle ! Le nouveau téléphone est le plus fin et léger de la gamme QWERTY : 106g avec batterie. Il s'agit du i725.

News de nos sociétés

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Au terme du 1er semestre 2011, notre producteur de câbles italien a généré des profits de 9,3 M EUR, en hausse de 26% par rapport à 2010. Cette hausse du résultat s'explique essentiellement par une activité en croissance de 38%. Le management s'attend à une fin d'année avec une rentabilité du même ordre. Au niveau du bilan, l'endettement est en hausse pour financer les stocks (essentiellement du cuivre) mais les fonds propres représentent encore près de 3x la capitalisation actuelle de l'entreprise.

Le marché ne semble pas valoriser la société à sa juste valeur. Certainement une aversion au risque non seulement du marché action mais plus spécifiquement du marché italien. Un cocktail détonnant qui permet de pêcher de la hausse qui génère des cash flows positifs à bon prix.

Les Nouveaux Constructeurs (France) Ticker : LNC.PA

Dégradation attendue de la solvabilité pour notre promoteur immobilier en raison de la hausse des stocks d'immeubles, conséquence logique de la hausse du portefeuille foncier. Le résultat est juste à l'équilibre (ça, c'est plus décevant) mais nous retenons qu'Olivier Mitterand annonce un exercice 2011 en progrès sensible. Quand on connaît sa prudence légendaire, cette petite phrase nous incite à l'optimisme... d'autant que le carnet de commandes est en hausse.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Le fabricant italien de meubles a publié des profits de 6,6 M EUR en amélioration de plus de 10 M EUR par rapport au 30.06.2010. Il ne faut pas s'arrêter à la première lecture des chiffres. En fait, en comparaison avec le 1er semestre 2010, le CA est en baisse de 11%, la marge brute en baisse de plus de 15% et l'EBIT est négatif à hauteur de -8,1 M EUR. Par contre, la trésorerie nette est positive et atteint 62 M EUR. En fait, ce résultat positif et cette forte trésorerie s'explique essentiellement par les indemnités payées par les autorités chinoises liées au déménagement vers une nouvelle usine.

La famille Natuzzi, aux commandes de l'entreprise, est consciente des difficultés du marché et s'attend à un exercice difficile. Néanmoins, l'entreprise espère continuer à percer des marchés en pleine croissance, que sont les l'Inde, la Chine et le Brésil.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Le projet sur la mine DIDIPLO aux Philippines progresse rapidement. Désormais, la route d'accès a été construite et les premiers bureaux pour le management sont sortis de terre. Le management projette toujours une mise en production sur la fin de l'exercice 2011. L'objectif 2016 est de produire 600 000 onces d'or par an.

Parlux Fragrance (USA) Ticker : PARL

Le 8 septembre, nous apprenons les débuts de négociation en vue d'un rapprochement de notre parfumeur, avec l'un de ses clients les plus importants, la société « Perfumania ». Nous n'avons malheureusement pas plus d'information à l'heure où nous vous relatons ces news. Mais nous croisons évidemment les

News de nos sociétés

doigts pour que cette fusion ou ce rachat se fasse en faveur des actionnaires de Parlux.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

Le cours de bourse de cet hôtelier britannique a été divisé par 2 depuis notre analyse. Et pourtant rien n'est arrivé depuis. La famille Peel gère pourtant depuis des années son entreprise d'une main de maître : aucun exercice déficitaire ces 5 dernières années. Selon nous, ce titre est un bon moyen d'acheter de l'immobilier from UK à bon prix.

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

Le 13 septembre, nous pouvions prendre connaissance du rapport semestriel de la société clôturé au 31 juillet. C'est vraiment le calme plat par rapport au trimestre précédent. La valeur d'actif Net-Net est de 5.91\$, la valeur d'actif Net-Estate de 8.46\$ et la valeur d'actif Net Tangible de 12.89\$. Du côté des résultats, les ventes augmentent de 2% par rapport au trimestre précédent, mais les coûts de production augmentent également de 5%, ce qui a pour effet de réduire le résultat brut de 24%. La société parviens in extremis à générer 6 cents de profit net sur le trimestre, alors qu'elle générait 22 cents le trimestre précédent.

Le changement de direction dont nous vous parlions le mois précédent, et dans lesquels nous mettions un peu d'espoir, ne semble pas encore être visible, c'est le moins que l'on puisse dire.

Sofina (Belgique) Ticker : SOF.BR

La holding a pris une participation de 27 % dans la société LT qui contrôle elle-même le groupe de sondage IPSOS.

Tandy Brand Accessories (USA) Ticker : TBAC

C'est la « fête aux nouveaux accords de licence » pour notre vendeur préféré d'accessoires. Pas moins de deux nouveaux accords ont vu le jour en ce mois de septembre.

Le premier a eu lieu le 13 septembre avec la société Elie Tahari, LTD. « Elie Tahari est une marque qui représente le luxe, la sophistication et l'innovation. Elle renforce donc sérieusement, par son image, notre catégorie accessoires » a déclaré Rod McGeachy, Chairman, President et Chief Executive Officer. Selon les termes du contrat de licence, Tandy Brand Accesories commercialisera toute la gamme de ceintures pour femme créée et produite par Elie Tahari. Le second accord a eu lieu le 28 septembre, avec la société Sweet Poepple Apparel qui a décidé de confier le design, la production et la distribution de l'ensemble de ses produits sous les Brands The All-American et Miss me, à Tandy Brand Accesories. « Les marques The All-American et Miss Me sont bien implantées et respectées dans le marché. Et vont nous fournir une plateforme de croissance exceptionnelle. C'est un vent de fraîcheur très excitant pour notre catégorie accessoires », a déclaré Rod McGeachy, Chairman, President et Chief Executive Officer.

News de nos sociétés

Vous l'aurez donc compris, tout baigne pour Tandy Brand d'après « Rody » McGeachy ! Nous sommes évidemment prêts à le croire dès que cela « baignera » également dans le bilan de la société.

Tegal (USA) Ticker : TGAL

La société a mis en vente ses droits de propriétés intellectuelles sur les « nanocouches ». Ne nous demandez pas de quoi il s'agit, cher(e) lecteur(trice) : tout ce que nous en concluons, c'est qu'il y a bien de la richesse cachée au sein de cette société. Nous apprenons également la conclusion d'un partenariat dans le domaine photovoltaïque. L'entreprise va également participer, avec d'autres acteurs industriels, à l'élaboration et à la mise en œuvre d'un vaste plan visant à doter l'Arabie Saoudite d'énergies renouvelables. Le budget de ce plan est de l'ordre des 100 milliards de dollars.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Le 9 septembre, nous prenons connaissance du rapport trimestriel de la société Trans World arrêté au 30 juillet 2011. Par rapport à décembre 2010, nous notons une très légère régression de la situation patrimoniale. La valeur Net-Net de la société est passée de 4.11\$ à 3.95\$ par action. Tandis que la valeur d'Actif Net Tangible est quant'à lui passée de 5.07\$ à 4.84\$. Comme depuis bientôt trois ans, l'hémorragie des ventes se poursuit à un rythme « allert ». Seul point réellement positif à périmètre comparable, les frais administratifs et liés à la vente, ont été drastiquement réduits, ce qui diminue de plus de 36% la perte opérationnelle, par rapport à décembre 2010, tendance déjà amorcée le trimestre précédent. Comme toujours, nous serons particulièrement attentifs à la confirmation de ce petit mieux dans les prochains trimestres.

Winland Electronics (USA) Ticker : WEX

Winland semble toujours focalisé par son nouveau produit, dont nous vous parlions le mois passé (l'« EnviroAlert EA800-ip ») en participant au salon international de l'ASIS, à Orlando en Floride. L'« EnviroAlert EA800-ip » est doté de deux fonctionnalités simultanées, à la fois surveiller et collecter. Les huit capteurs par appareil permettent de détecter les changements de température, de mesurer l'humidité, de détecter les fuites d'eau, de gaz, de pression, et de multiples applications où ont lieu des contacts secs. Lorsque la limite programmée est dépassée, l'« EnviroAlert EA800-ip » va envoyer un message d'alerte via e-mail, ainsi qu'un signal sur un panneau d'alarme.

Comme toujours, soucieuse du moindre détail, votre équipe préférée qui ne surévalue jamais ses compétences, a passé un petit coup de fil à la direction de Winland, pour demander si les applications sur les contacts à « sec » pouvaient éventuellement être d'ordre sexuel. Dans notre esprit, Winland, sur le segment de l'industrie du « vice », aurait été un plus de taille capable de booster les ventes et peut-être même de déboucher sur une croissance durable, et nous aurions été fiers de vous l'annoncer en avant première dans cette lettre de septembre... Mais la réponse de Paul Machacek, directeur des affaires développement pour Winland Electronics, Inc a été un catégorique « non » (il nous a très

News de nos sociétés

brèvement expliqué qu'il s'agissait de moteurs équipés de carter dit « sec » avant de nous raccrocher « sèchement » au nez)...

Espérons, au-delà de cette dernière anecdote, non dénuée d'humour grivois, que l'« EnviroAlert EA800-ip » sera bénéfique pour le bilan de Winland.



Analyses de société

Paradise Inc.

(Nasdaq OTC, Ticker: PARF.OB / ISIN : US6990581034)

I. Introduction



Paradise Inc. a été fondée en 1961. Elle s'appellait à l'époque *Canaveral Utilities and Development Corporation*. Après l'acquisition et la fusion de plusieurs autres actifs, la Société a été rebaptisée *Paradise Fruit Company Inc.* en février 1964. Enfin, la dénomination sociale a été changée de nouveau pour *Paradis, Inc* en juillet 1993.

Il n'y a pas eu de faillites, ni de mises sous séquestre, ou de procédures similaires lors de l'histoire de la société. Il n'y a pas eu de reclassements matériels, de fusions, de consolidations importantes au cours des trois dernières années.

Le dernier cours de la société au 30 septembre était de 14.80 \$.

Nous connaissons cette société depuis quelques années. En fait, à chaque fois que nous recherchons des sociétés décotées, nous croisons Paradise Inc, le confiseur de Floride. Si elle n'est jamais entrée dans nos listes, c'est tout simplement que la société était illiquide à souhait. Mais lors de notre dernière recherche, nous remarquons plus de densité dans les échanges. Nous décidons alors non seulement de l'insérer dans nos listes, mais aussi d'en faire une analyse, car la société nous semble plus qu'intéressante. C'est en fait une Net-Net, possédant un collatéral immobilier important qui en fait aussi une Net-Estate et « double cerise confite » sur le gâteau, cette société fait des profits et son activité est simple à comprendre.

Le « plus qu'intéressante » au-delà de nos critères habituels, réside dans le fait que Paradise Inc est le leader de marché du fruit confit sur le territoire des Etats-Unis, avec une part de marché estimée par la direction à 80% ! C'est donc une véritable première à notre sens, qu'une société estampillée « Daubasse » soit leader sur son marché. Et pour couronner le tout, la société est en concurrence avec seulement deux sociétés. Nous n'allons donc pas faire la fine bouche et nous nous contenterons parfaitement d'un « triopole confit » à défaut de mono ou duopole !

Venons-en à l'activité de la société qui a plusieurs cordes à son arc.

Sa principale activité c'est de confire des fruits, destinés à la pâtisserie. Qu'est-ce que confire un fruit ? C'est en fait remplacer progressivement le jus du fruit par du sucre, dans le but de le conserver plus longtemps tout en sauvegardant une très grande partie de ses arômes et de sa saveur. Cette technique existe depuis l'antiquité à Rome, chez les Grecs, les Egyptiens ou encore les Chinois...

Analyses de société

A partir de 1993, la société se lance également dans la culture de fraises, qu'elle commercialise fraîches ou congelées. C'est en Floride que l'on produit 90% des fraises américaines, grâce à des conditions climatiques optimales pour ce type de culture.

Ces activités liées à l'alimentation représentent 66% des revenus de la société.



Les 33% restants sont générés par la production d'emballage plastique moulé destiné à l'alimentaire (boulangerie – pâtisserie) et à l'horticulture. La société a commencé par produire des produits « génériques » dans de gros volume, avant de bifurquer vers des produits plus personnalisés à plus forte valeur ajoutée.

Pour bien comprendre la société, il nous semble important de nous pencher quelques instants sur la cyclicité de ses activités.

Pour la partie fruits confits, la société est liée à deux facteurs. Premièrement, le facteur saisonnier des fruits qui sont achetés à maturité selon leur cycle de mûrissement. Deuxièmement, la demande de fruits confits qui est concentrée à 90% sur 3 mois de l'année, soit septembre, octobre, novembre. Dans le bilan, cela se traduit par une accumulation de stock : l'achat de fruit qui se déroule sur 10 mois de l'année, et la vente comme nous venons de le préciser, qui se déroule principalement sur le dernier trimestre de l'année.

Pour la partie culture de fraises, la société propose ses fraises de printemps qui sont commercialisées en avril et ses fraises d'hiver qui sont commercialisées en décembre.

Pour la partie plastique moulé, la cyclicité est un peu moindre que pour les activités précédentes, même si les produits destinés à l'horticulture ont aussi des mois précis de production et également le fait que plus de pâtisseries sont consommées durant les mois de fin d'année.

Ses deux principaux clients, qui comptent pour 18% de ses revenus, sont Wall Mart et Aqua Cal Inc.



Le compte client, soit les sommes dues par les clients (situé dans l'actif courant) de la société, est composé à 80% des sommes dues par Wall Mart. Rien d'étonnant quand on connaît la politique commerciale de Wall Mart avec ses fournisseurs, qui demande des délais de trois mois voir plus, selon les contrats, pour payer ses factures. D'un autre côté, en sachant que Wall Mart compose à 80% ce poste client, les risques de non paiement sont presque nuls. Et accessoirement, quand on connaît les exigences de Wall Mart en terme de livraison, à la

Analyses de société

minute près, car Wall Mart ne veut pas s'embarrasser de stock superflu, nous pouvons en déduire un certain sérieux de la société Paradise au niveau logistique.



Bien entendu, la société est dépendante du prix des fruits, pour sa partie confiserie, mais également du prix de la fraise pour sa partie production et enfin des prix du pétrole pour sa partie moulage de plastique.

Paradise Inc emploie de 140 à 275 personnes, selon les saisons.

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

Sur base des comptes arrêtés au 30 juin 2011, l'actif courant s'élève à 29.67\$ par action. L'ensemble des dettes représente 5.12\$ par action. La valeur de l'actif net-net est donc de 24.55\$ par action.

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

En 1961, la société acquiert un terrain de 325 000 m² dans un lotissement industriel situé à 32 km à l'est de Tampa, sur lequel sont construits ses premiers halls de production.

En 1985, la société acquiert un autre terrain à proximité du premier. Celui-ci possède une surface de 21 000 m² et sur lequel existent déjà des bâtiments qu'elle rénove et aménage. En 2006, sur ce même terrain, la société construit un bâtiment de 9 300 m² destiné à abriter sa production de plastique moulé.

A leur coût d'acquisition, les terrains et les bâtiments sont repris pour une valeur de 14.83\$ par action.

Malgré le fait que l'acquisition des premiers terrains et des constructions date de plus d'un demi-siècle, nous ne dérogeons pas à nos règles de prudence qui exigent que l'on ampute cette valeur d'acquisition de 20% pour le calcul de la valeur Net-Estate.

Cette valeur Net-Estate ressort donc à 36.42\$ par action.



Analyses de société

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

Retour sur les **stocks** qui comptent pour 80% de l'actif courant, soit 23.49\$ par action. Ils sont ventilés comme suis : 27% de matières premières, 4% en phase de transformation et 69% en produits finis. Vu l'activité et ces différentes spécificités, mais aussi la diversité de ses clients, nous pensons qu'en cas de mise en liquidation volontaire, la société n'aurait aucun problème pour valoriser son stock au prix indiqué dans le bilan. Toutefois, notre prudence « chronique », nous pousse à amputer la valeur de ce stock de 10%, soit de 2.34\$.



Par ordre d'importance dans ses actifs courants, viennent ensuite les **créances** clients d'une valeur de 2.30\$. Comme le rapport explicite clairement que Wall Mart compte pour 80% dans ces créances, nous allons imaginer que dans les 20% de clients restants, 1 client sur 4 ne serait pas en mesure d'acquitter ses factures. Nous amputons donc ces créances clients de 5%, soit de 0.11\$.

Viennent ensuite les **liquidités** de la société, pour 1.80\$ par action, que nous reprenons intégralement.

Nous reprendrons enfin pour zéro les **taxes différées**, les **dépenses prépayées** et les **autres actifs**, d'une valeur de 2.08\$.

Penchons-nous maintenant sur l'**actif immobilisé**. Le post **propriétés, plant et équipement** apparaît au bilan pour une valeur de 4 338 millions, soit 8.35\$ par action. Par rapport à la valeur d'acquisition, cela représente 19%. Nous pensons que notre marge de 20% est amplement suffisante sur les terrains et bâtiments de la société. Dès lors, nous ne soustrayons donc rien et les reprenons pour 11.86\$. Nous trouvons ensuite pour 14 628 millions \$ de machines et d'équipements au prix d'acquisition, soit 28.15\$ par action. Si les machines ne valent jamais grand chose en cas de liquidation même volontaire, nous pensons que certaines composantes de ces machines, voire de cuves composées de métaux comme l'inox, voire encore le cuivre pour certaines, auraient un prix à la casse qui serait proche de la cotation de ces métaux. Nous décidons donc de reprendre ce post machine et équipement pour une valeur de 20%, soit 2 926 millions ou 5.63\$ par action. Le **goodwill** d'une valeur de 0.79\$ est systématiquement oublié. Nous ne pensons pas non plus que la **base de client**, ainsi que l'accord de non concurrence d'une valeur de 2\$, vaudraient quelque chose en cas de mise en liquidation volontaire. Tous comme les **frais** causés par l'endettement long terme amorti d'une valeur de 0.46\$ par action.

Hors bilan, nous avons découvert des leases d'une valeur de 0.26\$ par action que nous soustrayons.

Analyses de société

Reprenons donc les valeurs de chaque post et calculons la valeur liquidative du « Paradis ».

Actif courant

- Stock 21.15\$
- Créance clients 2.19\$
- Liquidités 1.80\$

Actif immobilisé

- Terrains et immeubles 11.86\$
- Machines et équipements 5.63\$

Ce qui nous donne un actif total, en cas de mise en liquidation volontaire, de 42.63\$ par action.

Duquel nous allons déduire 0.26\$ de lease et 5.12\$ d'endettement total. La valeur de mise en liquidation volontaire de la société est donc de 37.25\$.

Ce qui est étrange dans cette valeur de mise en liquidation volontaire, c'est qu'elle est supérieure à toute les autres valeurs (Net-Net, Net-Estate et même Valeur d'Actif Net Tangible de 34.55\$), ce qui nous a poussé à refaire un tour supplémentaire, pour débusquer un manque de prudence de notre part. Et pourtant, nous ne voyons rien à modifier, nous avons réduit la valeur des immeubles de 20%, qui pour certains on été acquis il y a plus de 50 ans. Nous avons réduit les créances client de 5%, en imaginant qu'en dehors de Wall Mart, 1 client sur 4 ne serait pas en mesure d'acquitter ses factures. Nous avons enfin évalué l'équipement à 20% de sa valeur d'acquisition, ce qui nous semble conservateur, vu le matériel métallique nécessaire à la production.



Analyses de société

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Fait donc peu courant pour une Daubasse, Paradise Inc fait des profits!

Pour calculer la VCB de la société, nous allons prendre les résultats moyens d'exploitation des 5 dernières années (2006-2010), soit 1.92\$ par action, et amputer ce résultat d'un impôt de 34%, soit 0.65\$ par action. Ce qui nous donne 1.26\$ par action.



Nous allons actualiser un taux de 12%, ce qui nous donne une VCB de 10.50\$ par action.

A laquelle nous allons ajouter 1.80\$ de liquidités. La société n'ayant pas de dette financière que nous retranchons normalement, il n'y a rien d'autre à ajouter.

La VCB de Paradise Inc ressort donc à 12.30\$.

VI. Conclusions

Au cours de 14.80 \$ (au 30 septembre 2011), il est donc possible d'acquérir des actions de Paradise Inc avec une marge de :

39.71 % sur la VANN
59.36 % sur la VANE
60.26 % sur la VLMV

Nous nous sommes finalement demandés tout au long de cette analyse et à la lueur de tous les points que nous venons de vous évoquer, pourquoi une société qui fait des profits et qui a même un retour sur le capital investi moyen sur 5 ans de 4.18%, qui verse un dividende, sans parler de la véritable valeur cachée que représentent ses terrains et son immobilier, était valorisée aussi mal par le marché.

Nous n'avons malheureusement pas pu apporter une réponse réellement tangible, mais seulement relever plusieurs points qui additionnés pourraient justifier la faible valorisation actuelle.

1° Nous avons affaire à une société familiale, plutôt bien gérée, mais surtout à une micro-capitalisation actuellement de 7.7 millions \$, ayant un float de 263 250 actions, soit 3 917 millions \$. Il est tout bonnement impossible à un fond d'investissement quelconque de prendre une position sérieuse. Nous pensons donc que ce manque de liquidité est un premier élément.

Analyses de société

2° Nous pensons en second que les perspectives de croissance de la société ne sont pas extraordinaires. Le fruit confit est certainement un marché mature. Les fraises étant une activité certes intéressante, mais quand même aléatoire. Et les plastiques moulés qui doivent être extrêmement concurrentiels.

3° La société n'est en aucun cas maître de ses coûts de matières premières, hormis pour la partie fraises. Au niveau confiserie et emballage, elle est complètement dépendante des marchés liés aux fruits et au prix du pétrole. Ce qui ne l'a pas empêché d'augmenter très légèrement ses marges sur 5 ans: la marge brute de la société était de 25.19% en 2005 et de 26.12% en 2010.

3° Nous ne pouvons certes pas juger la direction nullissime comme c'est souvent le cas pour une Daubasse. Nous n'avons pas non plus relevé d'erreur grossière de management. Par contre, ce qui nous a quand même sauté aux yeux, c'est que le CEO Melvin Gordon et le vice président Eugene Weiner (un cousin par alliance), sont respectivement âgés de 77 et 79 ans. Nous trouvons ensuite dans la hiérarchie, au poste de président, le fils de Melvin Gordon, Randy Gordon, âgé de 55 ans.

Nous n'avons absolument rien contre les CEO presque octogénaires, mais il faut bien avouer que l'on n'a pas la même verve et le même désir d'entreprendre à 35-45-55 ans, qu'à 80 ans...

Pour conclure, nous pensons que le cours de cette société ne sera probablement pas multiplié par 10 dans les prochains 6 mois. Néanmoins, avec un potentiel de 145% calculé sur la Valeur Net-Estate, couplé à un risque extrêmement réduit, nous pensons qu'en ces temps de turbulences, la société Paradise Inc offre à tout investisseur dans la valeur, un couple potentiel/risque qui nous semble être optimal.



Analyses de société

KeyTronic Corporation

(Nasdaq, Ticker: KTCC / ISIN : US4931441095)

I. Introduction



KeyTronicEMS
Trust. Commitment. Results.

KeyTronic est une société américaine créée en 1969 et qui, à l'origine, fabriquait des claviers d'ordinateurs mais qui, au fil du temps, a élargi sa gamme de production à toute une série de services au marché de la fabrication élec-

tronique : de l'ingénierie électronique, du moulage de précision de plastiques, des essais de nouveaux produits,... Bref, l'entreprise tente de répondre aux besoins d'externalisation des sociétés actives dans l'électronique.

Les unités de production sont situées aux Etats-Unis, au Mexique et en Chine.

La direction est assez dithyrambique sur le potentiel de croissance et d'expansion de la société. Vous savez cependant, cher(e) lecteur(trice) ce que nous pensons du rêve et des fantasmes... du moins en matière d'investissements financiers. Néanmoins, nous notons que KeyTronic ne détient, pour l'heure, que 1 % du marché mondial. Pas un mastodonte donc... mais une possibilité réelle de croissance... si la compagnie reste compétitive tant en matière de coûts que de *know how*.

Les cinq plus gros clients de KeyTronic représentent 62 % du chiffre d'affaires mais la direction est consciente de l'importance d'élargir ses débouchés et, entre 2010 et 2011, le nombre de clients est passé de 20 à 30.

La concurrence est assez féroce dans le secteur, non seulement au travers des compétiteurs directs de la société mais aussi... de ses propres clients qui sont chaque fois confrontés au choix de développer eux-mêmes leurs produits ou de sous-traiter chez KeyTronic. Ce phénomène met réellement en exergue l'importance de la maîtrise des coûts comme avantage compétitif prépondérant.

Même si, de l'aveu même de la direction, le carnet de commandes n'est pas réellement indicatif des ventes futures, il est annoncé à 54,9 millions de dollars fin juin 2011, en baisse de 3,5 % par rapport à l'année dernière. Il représente environ 20 % du chiffre d'affaires annuel.

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

Nous relevons un actif courant de 8,86 usd par action duquel nous retranchons les dettes qui s'élèvent à 4,67 usd. La VANN s'établit donc à 4,20 usd par action.

Analyses de société

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

Nous constatons que KeyTronic est propriétaire de ses installations mexicaines (et locataires de ses autres sites). Les bâtiments ont été acquis pour un coût de 1,82 usd par action. Après prise en compte de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajout de la VANN, nous obtenons une VANE de 5,65 usd.



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

Nous revenons donc sur l'**actif courant**. Les **stocks** représentent 4 usd par action. Nous pouvons supposer qu'il s'agit là de matériel très spécifique qui n'aurait peut-être pas beaucoup de valeur en cas de mise en liquidation de la société. Néanmoins, nous relevons trois points qui tendent plutôt à plaider pour le raisonnement inverse. Le premier est que KeyTronic, en tant qu'entreprise d'externalisation, doit produire majoritairement « sur mesure » pour ses clients. Il est possible qu'en cas d'arrêt des activités, ces mêmes clients achètent tout de même les éléments produits car ils en ont tout simplement besoin. Le deuxième point, c'est que les $\frac{3}{4}$ des stocks sont constitués de matières premières, autrement dit des produits en principe assez facilement négociables sur le marché. Enfin, nous notons que les inventaires de la compagnie ont « tourné » en moyenne à 65 jours en 2011 (ce qui est raisonnable), soit 5 jours plus vite que la moyenne des 3 derniers exercices comptables. En fonction de tout ceci, nous décidons de prendre une marge de sécurité de 25 % sur les stocks de Key Tronic et en amputons donc la valeur aux livres de 1 usd par action.



Les **créances commerciales** constituent l'autre poste important de l'**actif courant**. Les clients de KeyTronic paient leurs factures en moyenne à 58 jours. Cela semble raisonnable sans vraiment être exceptionnel. La direction a également acté des réductions de valeur pour créances douteuses équivalentes à 0,3 %. Par prudence, nous décidons de prendre une marge de sécurité de 15 % sur ces créances et prenons donc en compte la valeur inscrite au bilan, amputée de 0,58 usd. Nous décidons également de ne pas tenir compte des **impôts différés**, qui représen-

tent 0,43 usd.

Outre l'**immobilier mexicain** abordé dans le calcul de la VANE, nous remarquons, parmi les **actifs fixes**, les **installations de production** dont nous tenons compte pour 10 % de leurs valeurs d'acquisition soit 0,36 usd.

Hors bilan, nous tenons compte de 75 % des **loyers futurs** à payer, soit 0,53 usd par action.

Analyses de société

En fonction de tous ces éléments, nous établissons la valeur de Key Tronic en cas de liquidation volontaire à 3,47 usd.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



Ça n'arrive pas si souvent pour nos daubasses et le fait mérite donc d'être souligné : KeyTronic génèrent des bénéfices et même mieux, elle n'a plus connu d'exercices comptables déficitaires depuis 2002 !

Certes, l'entreprise est très cyclique et le niveau de ses profits n'est pas vraiment constant mais, sur le long terme, elle génère bel et bien de la valeur pour ses actionnaires.

Pour calculer la VCB, nous moyennons les bénéfices d'exploitation des 5 dernières années et leur appliquons un impôt forfaitaire de 20 % (en réalité, KeyTronic paie bien moins d'impôts que cela, entre autre grâce à des crédits d'impôt obtenu sur la recherche et développement). Nous obtenons un résultat de 0,39 usd par action. Nous l'actualisons au taux de 12 %, ajoutons la trésorerie de l'actif et déduisons les dettes financières du passif. La VCB s'établit donc à 2,75 usd par action.

Nous ne disposons donc d'aucune marge de sécurité sur cette VCB.

VI. La Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre)

Il est rare que nous puissions calculer cette valeur puisque, pour ce faire, la société doit présenter un historique bénéficiaire assez long.

Pour le détail du calcul, nous vous renvoyons à cet article :

<http://blog.daubasses.com/2010/07/23/daubasse-montre-nous-ce-que-tu-as-dans-le-v-a-n-t-r-e/>

Au cours des 5 derniers exercices, KeyTronic a généré un résultat d'exploitation moyen, après impôt, de 0,48 usd par action, ce qui correspond à une rentabilité moyenne sur capitaux investis de 8,21 %. Cette rentabilité est supérieure au minimum de 7 % que nous exigeons pour calculer la VANTre. Nous la calculons donc à 6,16 usd par action (ensemble des actifs hors intangibles moins l'ensemble des dettes).



Analyses de société

VII. Conclusions

Au cours de 3,36 usd; il est possible d'acheter KeyTronic avec une marge de sécurité de

- 20 % sur sa VANN
- 41 % sur sa VANE
- 3 % sur sa VMLV
- 45 % sur sa VANTre

Vous objecterez, cher(e) lecteur(trice), que cette société ne présente pas les décotes les plus folles parmi toutes celles que nous vous avons déjà proposées et vous aurez tout-à-fait raison.

Néanmoins, KeyTronic crée de la « valeur-actionnaire ». Il faut tout de même considérer que les revenus futurs restent assez aléatoires et peut-être plus encore pour cette société que pour d'autres.

Mais surtout, nous constatons que la société débourse chaque année des sommes importantes en matière de recherche et développement (5 années de R&D représentent +/- 40 % de la capitalisation boursière). Si ces dépenses sont absolument nécessaires pour permettre à l'entreprise de préserver ses avantages compétitifs sur ses concurrents (mais aussi sur ses clients), nous estimons, de manière générale, que ces dépenses apportent un réel « plus » à la compagnie, notamment en matière de « know how ».

Ainsi, nous pensons que, année après année, ce know how se capitalise et augmente le coût d'entrée d'un concurrent sur le marché de KeyTronic. Ce phénomène, par voie de conséquence, augmente, selon nous et de manière cachée, année après année, la « vraie valeur » de la société.



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