

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Diversification dans la valeur: Un fond fermé vietnamien?	page 8
Portefeuille	page 14
Suivi des sociétés analysées	page 16
News de nos sociétés	page 17
Analyse de la société PV Crystalox Solar plc.	page 24
Analyse de la société Giga-tronics Inc.	page 28
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 32

Edito



Ce n'est pas évident à formuler, mais nous avons remarqué depuis le début de la crise commencée en gros cet été, que chacun d'entre nous éprouvait une jubilation grandissante au fur et à mesure que les marchés chutaient.

Nous sommes évidemment ici entre nous, investisseurs dans la valeur « vieille école », mais nous sommes persuadés que d'autres investisseurs pourraient juger notre jubilation, non seulement indécente, mais sans doute émanant de cerveaux tordus ou quelques peu malades. Certains diraient même que c'est l'effet de « Groupe » ou que la névrose est contagieuse, où l'esprit singulier perd en vivacité. La personnalité de chaque individu est littéralement déféstrée au profit d'une pensée collective au consensus mou et au réflexe mimétique.

C'est donc de cette jubilation individuelle de chaque membres de la « Daubasse Team » et surtout du pourquoi, que nous allons vous parler dans cet édito de la lettre du mois de novembre 2011.

Précisons tout d'abord, avant d'entrer dans le vif du sujet, que la performance de notre portefeuille sur l'année 2011, où nous perdons 15% au 31 octobre, ne fait plaisir à aucun d'entre nous.

Paradoxe direz-vous !!! Puisque d'un côté vous affirmez que vous jubilez de la chute des marchés et de l'autre que votre performance négative ne vous fait pas plaisir.

Pas vraiment, cher lecteur, car notre idée d'investissement en « Daubasses », contrairement aux apparences, est construite sur une perspective de long terme. En d'autres mots, quand le marché chute suffisamment, nous savons que nous allons pouvoir trouver de nouvelles occasions d'investissement et donc de pouvoir augmenter le potentiel global du portefeuille, ce qui aura auto-

Edito

matiquement le pouvoir d'amplifier notre performance dans le futur.

Et comme il est assez rare de rafler la motte de beurre, l'argent généré par cette motte de beurre, ainsi que la fermière qui a produit cette motte, aussi légère et facile à charmer qu'elle soit, et comme la « Daubasse Team » n'a jamais eu comme ambition de défier les lois de l'apesenteur, nous restons les deux pieds sur terre à mesurer nos émotions. Et effectivement, nous n'avons que peu d'émotion (pour ne pas dire pas la moindre émotion) face à ce -15% du portefeuille, car finalement cela reste du court terme, comparé à la vive émotion jubilatoire de gonfler notre performance future, en trouvant de nouvelles occasions d'investissement quand les marchés s'affolent.

La routine de la « traque à l'occasion », c'est en général 24 heures par mois, soit 3-4 jours depuis le début de l'aventure. Parfois moins quand le marché n'en finit pas de progresser, car c'est alors une pure perte de temps.

Mais aux environs du 20 septembre, nous avons tous senti une montée d'adrénaline, le CAC 40 était sous les 2900 points tandis que le S&P frôlait les 1150 points. Nous avons alors décidé de mener une chasse intensive, sans la moindre limite de temps et jusqu'à épuisement des cibles, comme en 2008.

En fait, notre expérience nous a appris que pour ne pas manquer la moindre cible, il est obligatoire de ratisser très large. Et le critère qui nous permet de travailler de cette manière, ce sont les fonds propres qui doivent être 30% inférieurs par rapport au cours de la société.

Et quand nous avons commencé à lancer notre rafirot vers le large, puis à lancer nos filets crochetés au « Price to book » sur le marché US, c'est 870 cibles potentielles qui se sont vues coincées dans nos filets.

Nous pêchons toujours en apnée, de la plus petite décote à la plus grande décote, ce qui signifie que le début et la fin des recherches sont toujours laborieux. Le début, car les décotes ne sont généralement pas suffisantes, et la fin car les décotes sont énormes. Mais c'est un vaste bazar aux « chinoiseries » auquel nous avons décidé de ne plus faire d'emplettes, avant de percevoir des signes clairs et précis de sérieux, aussi bien des sociétés chinoises que de la « SEC » au niveau des contrôles de ces sociétés chinoises.

Résultat: nous sommes parvenus à trouver 14 sociétés US, toutes cotées sur des marchés réglementés comme le Nasdaq, le Nyse ou l'AMEX et une seule, Paradise Inc, dont nous vous avons présenté l'analyse dans la lettre d'octobre et qui est cotée sur l'OTC. KeyTronics, dont nous vous avons également présenté l'analyse dans notre dernière lettre, sort elle aussi de ce lot. Et nous allons, dans les prochaines lettres, continuer de vous présenter les sociétés que nous jugeons les plus intéressantes.

Après le marché Américain, nous avons poursuivi sur le marché britannique où

Edito

390 cibles potentielles sont apparues. Les premiers jours ont été arides. Mais dans le ventre « mou » de cette liste, nous avons découvert un fond fermé vietnamien, avec une belle décote et surtout positionné sur des sociétés cotées. Nous vous le présentons d'ailleurs dans cette lettre.

Ensuite, plus grand chose à se mettre sous la dent. Et plus nous entrons dans des décotes importante sur les fonds propres, plus nous nous enfions dans un nouveau bazar chinois « made in UK ».

Il était aux environs de 18 heures, le dimanche 23 octobre, et toute la journée avait été vide de nouvelles trouvailles, quand nous nous sommes arrêtés sur PV Crystalox Solar. L'idée de l'activité dans les panneaux solaires ne nous a pas enthousiasmé car en général ces sociétés sont trop endettées pour nos critères de sélection. Premier contrôle, chinoise ou pas, a été passé avec succès: la société était bien anglaise, bonne nouvelle ! Coup d'œil ensuite sur l'activité: c'est un fabricant de « gaufres » au silicium, basé sur le procédé « multicristalin », qui est en fait la composante majeure du panneau solaire. Nous nous sommes dit que cela changeait un peu du simple producteur de panneaux solaires. Petit coup d'œil sur leur marché : mondial, en Europe, une usine au Japon pour l'Asie...

Nous nous sommes ensuite lancés dans les chiffres. La société cotait le vendredi 21 octobre, à la clôture des marchés, à 7.54 pence. Nous découvrons alors une décote d'environ 50% sur l'actif Net-Net. Notre premier réflexe est de penser que l'actif courant est composé principalement d'un énorme tas de galettes au silicium, en stock, qu'il ne sera pas évident d'évaluer. Et bien pas du tout ! Le plus gros poste de l'actif courant, ce sont, tenez vous bien, « des liquidités », d'environ 20 pence, soit en gros 3 fois le cours !!! Nous tombons ensuite sur de l'immo en propriété à une valeur d'acquisition d'environ 3 pence par action. Ce qui offre une décote sur la valeur Net-Estate de 58%. Jusque là, nous commençons à penser que c'est une belle trouvaille. Mais quand nous constatons que la société, certes accuse une perte trimestrielle assez légère, mais a aligné les 5 derniers exercices (clôturés au 31 décembre) avec des profits net, nous sommes littéralement sidérés. Et l'adrénaline monte vraiment quand nous calculons sa « VANTre » où le rendement moyen du capital investi (ROCI), s'élève à 32.31%. Car c'est en fait la première société, depuis le début de l'aventure, à être à la fois une Net-Net avec une décote de 50%, une Net-Estate et une VANTre !!

La phase suivante c'est de nous demander où est le problème et surtout la taille de ce problème, car même si les chiffres ont l'air très beaux, nous pouvons très bien décider de ne pas entrer cette société dans nos listes à cause d'un problème majeur...

C'est alors que le chasseur de « Daubasse », ce qu'il fait plutôt rarement, car il privilégie la quantité de sociétés « retournées » aux recherches plus approfondie qui ont lieu ensuite, commence à consulter les annonces de presse concernant PV Crystalox Solar... Et trouve une brève annonçant un ralentissement de

Edito

la vente de panneaux solaires au niveau mondial. Et aussi que l'année 2011 pourrait se solder pour PV Crystalox Solar par une perte. Rien de bien méchant. Du moins à première vue. Nous remarquons aussi que le plus haut cours sur 52 semaines a été de 67 pence, en gros très légèrement au-dessus de sa valeur d'Actif Net Tangible que nous venons de calculer...

Ce qui est toujours paradoxal, quand on trouve des sociétés « massacrées », et le mot dans le cas de PV Crystalox Solar n'est pas exagéré, c'est que l'on oscille sans cesse entre jubilation et perplexité, d'autant plus quand le cours a chuté de 90% sur ses plus haut à 52 semaines !

En vérifiant les volumes échangés sur la société au cours des 30-40 derniers jours, nous remarquons que le cours de la société a chuté de 42% entre jeudi 20 octobre et la clôture de vendredi 21 octobre... dans un volume de 13 millions d'actions échangées, alors que la moyenne sur 3 mois est de 718 milles actions échangées par jour, soit 18 fois plus. A première vue, cela sent donc le langage massif d'un « Zinzin ».

Nous pensons à ce moment là que c'est une occasion des grands jours, que le cours rebondira peut-être dès lundi matin. Et qu'il serait vraiment dommage de rater une aussi belle occasion. Mais évidemment, le « traqueur » qui est dans un état de fatigue avancé, n'est plus en mesure intellectuellement d'aller plus loin dans une analyse de la société. D'autant plus qu'à ce stade, son biais psychologique est évidemment positif.

Il décide alors d'écrire un mail aux autres membres, pour qu'ils entrent le plus rapidement en action, pour une analyse approfondie, mais il est 22 heures et nous sommes dimanche. Le traqueur décide d'intituler le message « *A analyser en urgence* ». Le texte c'est juste quelques chiffres et le fait que le cours de la société a perdu 42% sur la journée de vendredi. Et qu'il serait peut-être opportun, si une analyse plus approfondie peut-être bouclée, d'acheter cette société à l'ouverture des marchés le lendemain, lundi.

A 23h55, une réponse laconique est envoyée aux autres membres de l'Equipe : « *J'ai commencé à analyser, mais si ma copine me chope à cette heure-ci sur mon PC, je suis mort* ». Et là, on ne peut pas s'empêcher de trouver que c'est grandiose. Un membre de l'Equipe est prêt à mettre sa « vie... amoureuse » en danger, pour commettre une énième analyse: le moment est palpitant ! Une heure plus tard, un autre mail informe que c'est une belle « occase » ! Ouf, il ne s'est pas fait chopper, et qu'à part des pertes trimestrielles, voire annuelles possibles et un ralentissement de la demande de panneaux solaires, il n'y a rien à signaler, pas de litiges, pas de hors bilan, rien.

A 6h30, le lendemain, un autre membre entre en piste, en écrivant un mail qui reflète bien la méfiance permanente de l'équipe des Daubasses et son exigence d'objectivité : « *C'est trop beau pour être vrai, il y a certainement un « stuut » quelque part. En plus, je n'ai pas beaucoup de temps ce matin, car je dois prépa-*

Edito

rer une réunion, je reprend le bilan trimestriel, mais pourrais-tu vérifier dans le bilan annuel 2010 et 2009, s'il n'y a pas de litiges, voire une autre entourloupe? ».

La machine « Daubasse » est donc en route et à 8h30, après le bilan des deux analyses parallèles desquelles rien de négatif n'a émergé, il est décidé de lancer un ordre d'achat dès l'ouverture sur PV Crystalox Solar. En étant persuadé que le marché s'est une nouvelle fois trompé sur le cours de la société par rapport à sa valeur.

En fin d'après midi, un membre de l'Equipe envoie un nouveau message : « *Voilà ce qui a provoqué la chute du cours de PV Crystalox Solar vendredi : <http://www.stockmarketwire.com/article/4244333/FLASH-Barclays-Capital-downgrades-PV-Crystalox-Solar-from-overweight-to-equal-weight-target-price-cut-from-80p-to-8p.html>* »

En fait, Barclays Capital a revu son évaluation de cours sur PV Crystalox Solar, passant de 80 pence à 8 pence !!! ».

Vous avez bien lu, cher(e) abonné(e), les analystes de Barclays ne travaillent ni au centième ni au dixième, mais avec des écarts de 10 fois la valeur. La boucle est donc bouclée, et il y a donc fort à parier que c'est un fond Barclays qui a largué ces 13 millions d'action à 7.51 pence. Et nous serons évidemment très heureux chez les « Daubasses » de les leur revendre dès que le cours aura atteint 64-65 pence (sa VANT), quand les perspectives seront redevenues meilleures.

Vous pourrez évidemment découvrir l'analyse complète de PV Crystalox Solar dans cette lettre à la page 24.

Nous espérons que vous aurez mieux compris avec cette anecdote et une petite visite guidée dans l'arrière boutique des « Daubasses », que notre jubilation, lorsque les marchés chutent, est légitime et que préparer au mieux la performance future de notre portefeuille à long terme est notre seule priorité.

L'Equipe des Daubasses



Diversification dans la valeur

Un fond fermé vietnamien?



Vietnam Holding est un fond fermé formé dont le siège social est aux Iles Cayman. Ce fond se négocie en USD sur la place de Londres ainsi que sur la place de Francfort.

N'hésitez pas à relire l'article que nous avons publié sur notre site qui explique tout le bien que nous pensons des fonds fermés (<http://www.daubasses.com/nos-articles/9-diversification-dans-la-valeur/176-les-fonds-qdaubassesq>).

Dans la présente analyse, nous prenons les comptes au 30/09/2011. Nous avons acquis des titres le vendredi 4 novembre 2011 à un prix de revient de 0,753 USD par titre.

I. Historique



VIETNAM HOLDING

Tout d'abord, un petit historique. En comparaison avec le marché vietnamien, le fond fermé a fait légèrement mieux en terme de rendement...

Les statuts interdisent le fond à investir dans les secteurs non-éthiques : le tabac, les jeux d'argent, la défense, l'alcool et le nucléaire. Les secteurs de prédilection du fond sont l'agri-business et la consommation interne. En fait, le management s'oriente vers ces deux domaines car il estime que c'est le meilleur moyen de profiter de la croissance du pays, à savoir son agriculture et sa population : jeune (moyenne d'âge de 27 ans) et importante (88 millions).

En raison de la décote du cours par rapport à la valeur de l'actif net, le management profite des « soldes » et rachète régulièrement des titres du fonds fermé sur le marché. Depuis novembre 2010, ce ne sont pas moins de 343 138 titres qui ont été rachetés. Le genre de petit geste que l'équipe des Daubasses apprécie. C'est un excellent moyen de jouer l'avantage du fond fermé, à savoir le dé-

Diversification dans la valeur

Un fond fermé vietnamien?

séquilibre qui peut exister entre le prix (= le cours) et la valeur d'actif net du fonds. A noter que la liquidité du titre est bonne, fait rare pour être signalé. Ce qui permet par ailleurs ces nombreux rachats.

II. Le marché

Dans un marché asiatique en plein boom, l'économie vietnamienne n'est pas en reste, avec une croissance annuelle moyenne de +7% ces 10 dernières années.

Selon Bloomberg, au 31 août 2011, le multiple des bénéfices (PE) du marché vietnamien est inférieur à 10. Alors qu'il est de 14 pour la Chine et de 15 en Inde. En termes de PE, le marché est donc plutôt bon marché. Nous ne disons pas que le marché vietnamien présente actuellement une opportunité exceptionnelle, mais simplement que c'est un marché en croissance beaucoup moins cher que ses voisins.



Cette décote peut s'expliquer par le fait que c'est un marché, comme pour l'Ukraine et l'Europe de l'Est en général, qui fonctionne fortement par adjonction de capitaux étrangers. Et comme ils se sont faits un peu plus rares depuis la crise financière de 2008, les cours ont eu tendance à être fortement chahutés.

III. Le portefeuille

C'est la partie la plus intéressante : les actifs sont constitués à 100% d'actions cotées. Les 10 premières lignes représentent plus de 73% du portefeuille. Ce qui signifie qu'à notre cours d'achat de 0,753 USD, nous avons obtenu toutes les sociétés cotées avec une décote de 35% sur leurs cours car la valeur de l'actif net du fonds fermé est de 1,156 USD par titre. A priori, une bien belle affaire. Mais quelles sont donc les plus grosses participations ?

15,7% du portefeuille : **Vinamilk**

C'est le plus gros producteur de lait vietnamien. Ces 4 dernières années son activité a crû d'environ 30% par an avec une marge nette proche de 20%. Le ROE dépasse largement les +30% et l'entreprise est valorisée environ 10x ses profits (PE = 10).

14,2% du portefeuille : **AnGiang Plant Protection**

Ce titre cote sur le marché de gré à gré vietnamien. La société est active dans la production et la distribution de produits phytosanitaires, donc liée

Diversification dans la valeur

Un fond fermé vietnamien?

directement au dynamisme et à la modernisation de l'agriculture. Elle est très présente dans la région rizicole du delta du Mékong. Elle est leader de son marché avec 25% des parts de marché et, signe de la qualité de son service, elle est le distributeur exclusif du laboratoire suisse Novartis dans le pays.

Au niveau des chiffres, l'activité croît de plus de 20% annuel ces 5 dernières années pour une marge nette avoisinant les 10% et un ROE supérieur à 30%. Le tout pour un PE 2011 attendu inférieur à 8.

8,0% du portefeuille : **Hau Giang Pharma**

Cette société pharmaceutique est la plus grande de son secteur au Vietnam. L'entreprise est complètement intégrée, de la conception à la distribution, et profite à plein pot de la demande croissante en herbes médicinales.

Son activité a crû fortement (jusqu'à 45% en 2007), pour revenir à des niveaux plus « standards », de 10% en 2010 et 2011. La marge nette historique avoisine les 20% et le ROE flirte avec les +30% en moyenne annuelle ces 5 dernières années.

5,7% du portefeuille : **Petrovietnam Fertiliser**

La société produit des engrais azotés et fournit 40% du marché. Le vietnamien est un marché désormais mature et les prochaines capacités de production de l'entreprise lui permettront d'atteindre de nouveaux marchés comme le Cambodge.

L'activité est stagnante, mais devrait repartir à la hausse avec la conquête de nouveaux marchés. Le ROE est proche de +30% et le PE inférieur à 6.

Toutes ces sociétés sont d'anciennes compagnies d'Etat qui se sont ouvertes à l'économie de marché et ont proposé des titres au public à la bourse. C'est pourquoi l'Etat vietnamien détient encore une majeure partie du capital des entreprises. Nous vous proposons à la suite de cette analyse ce que nous en pensons.

IV. Les frais de gestion

L'équipe de gestion est rémunérée, quel que soit la performance, sur 2% annuel de l'actif net sous gestion. Le calcul est fait mensuellement et versé le mois suivant.

Il existe également une clause de surperformance : 20% de la hausse annuelle si l'actif net progresse de plus de 5% annualisé, avec un « high water mark ». C'est

Diversification dans la valeur

Un fond fermé vietnamien?

une clause qui oblige le management du fonds à d'abord solder les pertes anciennes avant de prélever ses frais de gestions sur les plus-values récentes. Comme le fond perd plus 40% depuis sa création, nous sommes donc tranquilles de ce côté-là puisqu'il faudra revenir au cours d'introduction, soit 2,00 USD (soit une hausse de +165% par rapport à notre prix d'achat), avant de payer des frais de surperformance.

V. Conclusion



Vietnam Holdings est un fond fermé, de fortes convictions composé à 100% d'actions, pur player du marché vietnamien. Il est intéressant actuellement car son marché est moins cher que ses copains émergents (Chine et Inde) et sa décote de 35%, sans aucune revalorisation de ses participations, laisse présager d'un potentiel de +53% par simple retour à la normale de son cours vers la

valeur de son actif à 1,137 USD par titre. La croissance du marché nous est offerte.

Un pari que les investisseurs sensibles à la croissance des pays émergents tenteront selon leurs sensibilités.

Investir dans ancien pays communiste : risque ou opportunité ?

Le fond fermé présenté est composé à 100% d'actions de sociétés vietnamiennes dans laquelle l'Etat détient une part significative du capital des sociétés du fait du passé communiste du pays. Nous avons donc mené, au sein de notre Equipe, une réflexion à bâtons rompus avant d'y investir un kopec.

La présence de l'Etat dans le capital de toutes les sociétés, est-ce positif ? Est-ce que les entreprises des pays ex-communistes de l'Europe de l'est, par exemple, avaient performé lors de leur libéralisation en terme de part de marché et de croissance / rentabilité ? Ou au contraire, peuvent-elles périliter du fait de la concurrence internationale ?



Diversification dans la valeur

Un fond fermé vietnamien?

Voici donc un petit extrait, spécialement pour vous, cher lecteur, de la discussion que nous avons eue au sein de l'Equipe avant d'investir sur ce fond, où l'un d'entre nous a été témoin de la transition économique d'un pays passant d'une économie communiste à une économie de marché (<http://www.daubasses.com/qui-sommes-nous->) :



« En fait, à partir du moment où ces sociétés d'états ont vendu des parts au privé (qui peut-être au demeurant des Vietnamiens, c'est même encore mieux) et sont cotées en bourse... c'est extrêmement positif ! Car au-delà de l'aspect qui nous intéresse, soit l'investissement, il y a entre ces sociétés une lutte économique acerbe qui dévie automatiquement sur le politique et le pouvoir. Elles sont donc

prêtes à affronter toutes les multinationales du monde, qui ne sont admises à entrer dans le pays seulement quand les entreprises autochtones fonctionnent à plein régime. C'est un peu difficile à comprendre si l'on ne l'a pas vécu comme moi ce type de transition d'un régime communiste à un régime capitaliste.

Le gars avec qui j'étais associé pour le chocolat en Roumanie travaillait aussi pour une société de boissons gazeuses qui appartenait aux oncles de sa femme, deux frères. La société s'appelait European Drinks. Et évidemment, avant qu'ils ne s'emparent de la société, c'était une société d'Etat et ces gars ont dès lors fait partie de la Securitate. Donc, d'une certaine manière, de l'ancien pouvoir communiste. Par contre, ils sont parvenus à s'imposer comme leader de marché en Roumanie, devant devinez qui... Coca-cola lui-même ! L'entreprise exportait également, dans les pays voisins, de l'eau gazeuse.

Maintenant, il y a aussi plein de cas de figure où les gars n'en ont rien à cirer de la société, ce qui compte pour eux, c'est de la rafistoler léger et surtout de la revendre à gros prix à une multinationale US, Asiatique ou Européenne... pour passer à la caisse ! L'exemple qui me vient à l'esprit en Roumanie, c'est le joueur de foot Hagi, capitaine de l'équipe nationale qui a joué à Barcelone et qui était multi millionnaire. En fait il voulait acheter un hôtel sur la Mer Noire, la Côte d'Azur roumaine. Et évidemment, il était crédible au niveau pognon. Mais les gens du pouvoir qui devaient se partager les hôtels du littoral roumain ne lui ont jamais permis d'acheter. Ils se sont partagés le patrimoine, ce qui a pris de longues années, vu les luttes entre partis, avec dans l'idée de revendre ce qu'ils ont construit à des groupes comme le Hilton, Sheraton et autres. Ils ont fini par revendre à notre ami Hagi le footballeur... mais plus de 10 ans se sont écoulés !

Voilà, évidemment, je n'ai aucune idée de l'avancement de la situation au Vietnam, mais partout dans les pays communistes, les gens anciennement au pouvoir doivent s'enrichir et le seul moyen c'est de prendre la tête d'une société,

Diversification dans la valeur

Un fond fermé vietnamien?

voire d'être actionnaire dans un tas de sociétés. Ce qui débouche sur le pouvoir politique...

Le seul pays faisant exception à ce que je viens d'expliquer en deux mots dans ce bloc de l'Est Européen, c'est la Russie. Avec leurs sociétés très stratégiques de matière première (en fait leur seul arme géopolitique leur permettant de jouer un rôle à l'échelle mondiale). Là, dans ces sociétés, l'actionnaire n'a pas grande chance de s'enrichir. Mais c'est une exception.

Ce qui est intéressant à mon sens avec le Vietnam, c'est que le pays ne dépend pas forcément ni des investissements européens, ni des investissements américains, comme à l'Est... qui ne repartira qu'après les problèmes Euro et US réglés. Le Vietnam, pays asiatique, peut compter sur tous les pays riches de la zone qui ne sont pas du tout dans le même pétrin, comme la Chine, voire même le Japon avec des puissances d'investissement gigantesques qui n'ont rien à envier aux Européens ou Américains. Ces pays peuvent donc inonder de liquidités le marché vietnamien. A mon avis, ces émergents d'Asie repartiront les premiers ! ».



Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille 4 novembre 2011 - Ratios et Notations

Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	ROIC	
Potentiel	Risque	(0 = faible, 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre		
	Globale	Risque					Cours						
		(0 = très risqué, 3 = peu risqué)											
2	2	4	Moore Art & Craft	1,8015	0,88	59,25%	24/11/08	190%	4,5932	3,0834	0,5140		
3	0	3	Sport Haley Inc	2,4037	0,29	87,68%	24/11/08	252%	2,4606				
3	2	5	Tandy Brand Accesories	2,6790	0,41	47,58%	24/11/08	242%	3,7282	3,0726	0,3547		
3	2	5	Coast Distribution System	5,4976	0,49	61,48%	25/11/08	144%	6,6213				
3	0	3	Barrat Development PLC	164,32	0,54	62,31%	26/11/08	128%	203,69	0,00	0,0000		
3	1	4	Taltron	2,3890	0,40	97,49%	26/11/08	258%	3,4014	3,3164	0,2865		
3	2	5	Avatar Holding	25,1072	0,36	97,70%	26/11/08	252%	31,8352	29,1857	0,3097		
3	2	5	Chromcraft Revington	2,3584	0,45	74,91%	04/06/09	357%	3,5742	4,7993	0,2188		
2	1	3	Trans World Entertainment	3,9495	0,55	63,20%	08/06/09	124%	4,8390				
2	0	2	Qiao Xing Universal Ressource	3,6876	0,22	100,41%	28/07/09	699%	6,3897	3,8094	0,2100		
0	2	2	Parlux Fragrance	4,0759	0,85	106,74%	28/07/09	31%	4,5756				
1	2	3	Meade Instrument	7,5546	0,48	105,15%	29/07/09	149%	8,9923				
3	2	5	Adler Real Estate			75,55%	07/08/09	238%	1,7219				
3	2	5	Winland Electronics	0,5441	0,92	104,22%	05/11/09	158%	1,1530	1,2891	0,3879		
3	3	6	SigmaTron International	5,9140	0,62	48,48%	13/11/09	253%	12,8928	8,4677	0,4310		
2	1	3	Infosonics	1,2132	0,57	204,75%	06/05/10	101%	1,3880				
2	2	4	Leeds Group PLC	31,7600	0,54	73,79%	27/08/10	146%	42,00	37,19	0,4585		
2	1	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	0,57	184,75%	19/10/10	188%	3,4388	2,6425	0,4518		
2	0	2	China Crescent	0,0053	0,06	80,23%	19/01/11	2300%	0,0072				
3	0	3	MBL Group	59,6600	0,18	41,30%	05/07/11	574%	70,7600				
3	2	5	Giga-Tronics Inc	2,2679	0,58	105,40%	11/10/11	250%	4,6247				
3	2	5	PV Crystalox Solar	15,3130	0,52	85,67%	05/07/11	610%	56,0676				
3	1	4	BlueGreen			27,59%	30/11/09	282%	9,45	6,8108	0,3627		
3	3	6	Avalon			93,28%	02/09/09	353%	10,20	8,2520	0,2727		
3	0	3	Bodisen Biotech			93,30%	10/11/09	320%	1,4692	0,6718	0,5210		
3	1	4	Blonder Tongue Laboratories			88,54%	16/11/09	153%	3,3965	2,0188	0,6638		
3	1	4	Cycle Country Associores			36,27%	16/11/09	179%	0,7804	0,2603	1,0757		
3	3	6	Exacompta - Clairefontaine			68,02%	30/11/09	359%	298,61	199,83	0,3258		
1	3	4	Gevelot			75,00%	09/12/09	147%	129,82	60,37	0,8697		
0	3	3	SAM			89,09%	11/01/10	68%	56,67	55,19	0,6117		
3	0	3	Scott Liquid Gold			56,91%	14/04/10	233%	0,7518	1,0322	0,3003		
3	2	5	Iree			45,11%	31/05/10	184%	5,5239	3,5368	0,5496		
3	1	4	Hutchinson Technology			61,46%	31/08/10	463%	8,5651	6,5388	0,2325		
3	1	4	Natuzzi			72,99%	19/01/11	208%	8,1047	6,8424	0,3844		
0	3	3	Conn's			47,19%	21/01/11	28%	11,955	1,7921	5,2006		
3	1	4	Duckwall-Alco Store			47,72%	27/07/11	160%	26,780	19,4040	0,5308		
1	3	4	Key Tronic Corp			58,99%	11/10/11	39%	6,165	5,6534	0,7836		
3	2	5	Crown van Gelder			59,89%	12/10/11	245%	13,659	6,4944	0,6098		
3	3	6	Peels Hotel			54,86%	12/10/11	288%	156,790	72,2700	0,5690		
2	0	2	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	219%	0,4786		0,4786	0,3134	6%
1	3	4	Malteries Franco-Belge			82,13%	14/04/11	60%	246,23		246,23	0,6254	26%
3	0	3	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	124%	5,8266				
1	1	2	Eastern European Property				28/04/11	64%	118,43				
3	0	3	Elephant Capital PLC				28/06/11	83%	63,00				
2	0	2	Vietnam Holding				04/11/11	56%	1,16				
0	3	3	Luxempart				28/06/11	63%	35,00				
3	1	4	Oceana Gold Corp				14/10/11	213%	8,35				
3	2	5	Dundee Precious Metal				14/10/11	140%	21,81				

Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos lettres précédentes, sous la même forme et avec les mêmes informations que dans notre portefeuille.

Du fait que les sociétés que nous analysons sont pour nous des cibles privilégiées pour nos futurs achats, nous avons décidé de « borner » cette liste en indiquant leur cours. Il est particulièrement intéressant pour nous de suivre leur évolution, cours, ratio et news quand il y en aura.

Ne vous étonnez donc pas cher lecteur, de retrouver dans notre portefeuille, à court terme, des sociétés analysées précédemment.

Sociétés Analysées									
		Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel		RendT
				Devises	Euro		Devises	Euro	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	10,95	0,13	-7,05%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	70,00	0,81	20,34%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	40,40	0,79	09/06/11	39,00	0,45	-42,39%
4	USD	TGAL	Tegal	2,08	1,44	09/06/11	1,85	1,34	-6,60%
5	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	34,50	0,40	0,77%
6	USD	DUCK	Duckwall Alco	10,30	7,34	09/08/11	9,30	6,76	-7,89%
7	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	2,65	1,93	-7,57%
8	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5,94	5,56	08/09/11	5,50	5,50	-1,08%
9	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	3,96	4,05	08/09/11	3,85	3,85	-4,94%
10	USD	PARF.OB	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	14,69	10,68	-3,44%
11	USD	KTCC	Key-Tronics	4,43	2,56	07/10/11	4,03	2,93	14,62%

Sociétés Analysées - Ratios et Notations									
Notation	Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio
					Potentiel	Stop			
Potentiel	Risque	Globale	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC
	(0 = faible , 3 = élevé)								
	Risque								
	(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
3	0	3	3,844	0,4813	311,20%	171%	5,01		
3	1	4	9,9352	0,5536	47,44%	130%	12,65	11,97	0,4964
3	2	5	24,554	0,5983	91,41%	135%	34,55	36,42	0,4033

News de nos sociétés



Adler Real Estate (Allemagne) Ticker ADL.DE :

La société annonce avoir conclu la vente d'un immeuble important à Berlin. L'impact de cette vente semble très positif et, grâce à elle, la direction estime que l'année 2011 se terminera vraisemblablement sur un profit.

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

Depuis début novembre, la société a lancé un programme de rachat d'actions propres pouvant aller jusqu'à 5,4 % du capital. Voilà bien un signe que la direction considère que l'action est bon marché... mais aussi un événement qui n'améliorera pas la liquidité du titre. A moins que ce ne soit les prémises d'une OPR ?

BlueGreen (USA) Ticker : BXG

Souvenez-vous, cher(e) abonné(e), dans notre lettre de septembre, nous vous annoncions que la direction avait acté une réduction de valeur sur son département "résidentiel" dans l'optique de le vendre. Et bien, c'est fait (ou presque) : un accord a été conclu pour vendre les actifs de ce segment pour un prix de 31,5 M de dollars, soit un tout petit peu moins que la valeur comptable de ses actifs. L'acquéreur est une société dont le CEO est un ancien dirigeant de Blue Green (comme le monde est petit ...). Néanmoins, l'opération sera donc neutre (après les réductions de valeur actées au cours du trimestre précédent) et devrait entraîner une sensible diminution de l'endettement de la société, ce qui n'est finalement pas pour nous déplaire.

Brederode (Belgique) Ticker : BREB.BR

Le holding poursuit ses achats d'actions propres : depuis le début de l'année, c'est pas moins de 1,8 % du capital qui a été racheté. La société va d'ailleurs tenir une AG extraordinaire début décembre en vue de proposer l'annulation des actions rachetées. La direction annonce d'ailleurs une valeur intrinsèque par action au 28/10 de 30,31 euros, inchangée par rapport à fin juin (ce qui, compte tenu des circonstances, s'avère être un exploit). Quand on sait que les actions propres ont été payées en moyenne à 19,04 euros, nous pensons qu'il s'agit là d'un bon moyen de créer de la valeur pour les actionnaires.

News de nos sociétés

Cambium (UK) Ticker : TREE.L

Au 31/07, l'actif net de la société est en légère hausse à 0,79 GBP. Notez cependant qu'entretemps un dividende de 0,03 GBP a été payé, ramenant la VAN à 0,76 GBP.

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK

Toujours peu de nouvelles claires pour notre chinoiserie. Tout au plus, apprenons nous que la direction de China Crescent s'attend, suite au changement de stratégie de New Market, sa maison mère, à un éventuel changement d'actionariat de contrôle. Bof ... on nous a déjà tellement annoncé de « scoop » que tout ce que nous pouvons faire comme commentaire, c'est ... « on verra ».

Duckwall-ALCO Stores (USA) Ticker : DUCK

A périmètre comparable, les ventes du mois de septembre 2011 sont en hausse de +3% par rapport au mois de septembre 2010. C'est le 8ème mois de hausse consécutif.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Le fond continue les rachats d'actions. Le 26 octobre dernier, le management a annoncé avoir racheté sur le marché 200 000 titres à un cours de 70p dans le but de les annuler. Avec un actif net par titre de 118,43p, cette nouvelle opération est fortement créatrice de valeur pour l'actionnaire. Nous sommes donc ravis.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Le fond fermé profite lui aussi du faible cours du titre pour racheter sur le marché. C'est ainsi que 661 000 titres qui ont été rachetés à 35p ont été annulés. Nous avons calculé un actif net par titre de 54p par titre. C'est donc une opération directement relative pour l'actionnaire.

Giga-tronics (USA) Ticker : GIGA

L'entreprise a publié ses comptes semestriels clos au 24 septembre 2011. L'activité est en baisse de 20% par rapport au S1 2010 à 7,6 M USD et les pertes atteignent 0,8 M USD. Comme nous le notons dans notre analyse, le potentiel de l'entreprise repose à la fois dans son savoir-faire (ce n'est pas moins de 1,3 M USD qui ont encore été dépensés en R&D sur les 6 premiers mois de l'année) ainsi que dans ses crédits d'impôts différés de plus de près de 14 M USD. Justement, le management a annoncé qu'un actionnaire activiste (le fonds Alara Capital Partners) souhaitait participer à une émission d'obligations convertibles pour un montant de 2,2 M USD, représentant 16,6% du capital si exercées, ainsi que des options pour un potentiel de 848 684 actions supplémentaires. Ce n'est pas forcément une bonne nouvelle, car cette opération va fortement diluer les actionnaires. Si l'assemblée générale approuve cette émission de convertibles, souhaitons que ces nouveaux partenaires pourront accompagner l'entreprise dans la création de valeur et l'aider à faire valoir ses crédits d'impôt. Et pourquoi pas essayer de rapprocher Giga-Tronics d'un partenaire ? Mais tout ceci n'est que spéculation...

News de nos sociétés

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Mauvaise nouvelle pour l'usine qui était en cours de construction en Thaïlande : elle a été ravagée par les inondations. L'entreprise rappelle cependant qu'elle est assurée contre ce type de catastrophe. Hutchinson en profite pour liquider ses stocks et faire tourner à plein ses autres sites de production, notamment aux Etats-Unis.

Arrivent également ce mois-ci 2 nouveaux membres du conseil d'administration. Frank Russomanno, 64 ans, et Phil Soran, 55 ans. Ce sont des hommes qui ont dirigés des sociétés technologiques de taille internationale et qui siègent encore aujourd'hui dans des conseils d'administration d'entreprises du secteur. Espérons qu'ils sauront partager toute leur expérience pour redonner à l'entreprise un nouvel élan.

Infosonics (USA) Ticker : IFON

Encore un nouveau modèle qui sort. C'est un téléphone de la marque maison Verycool, le i285. Ce nouveau smartphone utilise la technologie IQ développée en interne.

Key Tronic (USA) Ticker : KTCC

Les chiffres du premier trimestre 2012 présentés par la société nous semblent de très bonne facture : les ventes ont augmenté de 10 %, même si le résultat se tasse un peu, à 0,12 sud par action pour le trimestre. Ce trimestre représente le plus haut trimestre en terme de chiffres d'affaires pour la société, et la direction s'attend à de la croissance supplémentaire pour le trimestre suivant grâce à de nouveaux programmes, mais aussi une diversification des sources de revenus dans d'autres secteurs que les secteurs traditionnels de la compagnie.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

La société a de nouveau racheté sur le marché 25.000 titres à un cours de 18p. L'opération a du sens, car la valeur d'actif net de la société ressort à 46p. La société détient désormais 9,38% de ses propres actions. Les managers détenant plus de 46% des titres, le flottant se réduit peu à peu et notre hypothétique scénario de rachat continue son petit bonhomme de chemin.

Les Nouveaux Constructeurs (France) Ticker : LNC.PA

Lors de son communiqué trimestriel, notre promoteur immobilier nous a laissé entrevoir des perspectives très encourageantes : un carnet de commande en hausse de 39 % par rapport au 31/12/2010. Il représente 18 mois de chiffre d'affaires. Un record ! A propos de chiffre d'affaires, celui du 3e trimestre 2011 ressort au même niveau que celui du 3e trimestre 2010. Rappelez-vous que le 1er semestre présentait une diminution des ventes de 19 % : « l'hémorragie » semble donc stoppée. Notons toutefois le gel d'un terrain supplémentaire en Espagne qui devrait entraîner des réductions de valeur sur le stock et qu'une partie de la hausse du carnet de commande provient de l'intégration de la filiale Cabrita. Dans cette opération, la hausse aurait tout de même été de 32,8 %. Enfin, le portefeuille foncier se maintient au niveau (élevé) du 30/06, ce qui

News de nos sociétés

nous rassure un peu : des projets dans le tube mais sans emballement du besoin en fonds de roulement.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Notre distributeur en restructuration, voire en liquidation contrôlée, a annoncé avoir cédé deux filiales pour la modique somme d'un million de livres. Nous n'avons pu déterminer avec exactitude l'impact de cette vente sur les comptes de la société, mais il apparaît que la plus importante des deux sociétés vendues « pesait » 843 000 livres dans les comptes de MBL. Nous n'avons donc pas l'impression que l'impact sera important ni dans un sens ni dans l'autre. Mais nous retenons que la restructuration est bel et bien en cours et que peut-être, en bout de course, « quelque chose de bien » pourrait arriver.

Meade Instrument (USA) Ticker : MEAD

L'entreprise spécialisée dans la télescopie a publié ses comptes du S1 2011. C'est de nouveau un semestre en perte. À -500 k USD, elles sont toutefois presque divisées par 3 par rapport au premier semestre 2010, malgré une baisse des ventes de 18%. Nous avons encore de beaux collatéraux en actifs: 11,1 M USD de capitaux propres pour une valorisation actuelle de 4,3 M USD. Nous pouvons donc encore patienter sereinement un retour à meilleur fortune.

Moore Art & Craft (USA) Ticker : ACMR

Le titre a bondi de 50% ce mois-ci suite à l'annonce d'une proposition de rachat par un concurrent à 1,60 USD par action. Nous ne sommes pas ravis de cette nouvelle car l'actif net tangible par action est supérieur à 5 USD... Quant aux résultats du premier semestre, ils sont de nouveaux en perte à -7,9 M USD ou -0,32 USD par action. Nous ne nous faisons pas d'illusion sur ces chiffres : le management appuie l'offre à 1,60 USD. Il n'a donc aucun intérêt à « sortir » de bons chiffres et de vendre des perspectives radieuses.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

La société a annoncé qu'elle allait acquérir le projet Sams Creek situé au Sud de la Nouvelle-Zélande auprès de son concurrent australien MOD Ressources. C'est un gisement découvert en 1974 et dont le dernier forage date de 2004. Sur le T3 2011, la société a bénéficié de ses meilleures marges par once d'or à un niveau de 603 USD (prix de vente moyen record à 1 706 USD et coûts d'extraction de 1 103 USD par once).

Au niveau de l'activité, malgré une baisse des volumes de 1,1%, le CA est en hausse de +9,1% à 103,5 M USD du fait des prix de l'or à un niveau record. Le résultat opérationnel ressort à 43,3 M USD, en hausse de 31% par rapport au T2 2011. Le profit sur le trimestre est de 10,9 M USD. En cumulé, sur les 9 premiers mois, le bénéfice atteint 29,8 M USD versus 23,5 M USD en 2010, exercice qui avait bénéficié de 16,2 M USD sur des gains de couverture. Le niveau de trésorerie est confortable puisqu'il atteint 163,4 M USD au 30 septembre 2011, alors que de nombreux investissements ont été réalisés notamment sur le projet Didipio aux Philippines, qui devrait commencer à produire en 2012.

News de nos sociétés

Comme nous nous y attendions, cette minière profite à plein de la hausse des cours de l'or car elle n'a pas de couverture qui limite son gain. Par contre, il faudra rester vigilant dans les mois à venir sur le cours de l'or, car les coûts d'extraction de la compagnie minière sont élevés et en dessous d'un certain niveau, de nombreuses mines ne seront plus du tout rentables.

Parlux Fragrance (USA) Ticker : PARL

Si nous ne disposons pas encore du rapport trimestriel de la société, la direction a fait part à la presse de résultats fort encourageants sur le trimestre. Les ventes ont bondi de 19% par rapport au même trimestre de l'année passée. Et les profits nets ont été multipliés par 3. Et sur les six premier mois de l'exercice, la société a rattrapé sa perte du premier trimestre.

D'après la direction, la Valeur de l'actif Net Tangible serait, après ses résultats, de 4.93\$, alors que dans nos dernières mise à jour elle était de 4.57\$ par action. Ce qui voudrait dire que la VANT a fait un pas en avant de presque 8%. Bien entendu, nous attendons la SEC Filing pour faire le calcul nous même. Mais on peut quand même penser que les nouvelles sont excellentes et que Parlux sera sans doute le prochain "bagger" de notre portefeuille. C'est juste une question de temps.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

Après une chute de plus de 50% depuis notre analyse, nous avons acquis en octobre des titres de l'hôtelier britannique pour profiter de l'occasion car le potentiel du titre est de plus de 300% s'il retrouve la valeur de son actif net tangible. Le lendemain, la société publiait ses comptes... d'une excellente facture ! Peel Hotels, c'est bien plus que de l'immobilier à prix discount, puisque le résultat opérationnel du groupe hôtelier est bénéficiaire sur le 1er semestre à hauteur de 0,6 M GBP et la dette en baisse de 0,7 M GBP. Robert Peel espère pouvoir bénéficier à plein des jeux olympiques de Londres en 2012.

Cerise sur le gâteau, l'action est éligible PEA.

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

Il n'y a pas grand chose à signaler sur la société. Mais nous remarquons, en fouillant les Sec Filling, que deux des principaux actionnaires, soit la « Tang foundation for research of traditional Medecine » et la « Cyrus Tang fondation » ont acheté, entre le 19 et 26 octobre, 37 986 actions supplémentaires au prix de 3.61\$ l'action. Ces deux actionnaires disposent de 11% des actions émises par la société. Ce qui est quand même amusant dans cette information, c'est que nous avons renforcé SigmaTron le 10 octobre pour le portefeuille « daubasse » à un prix hors frais de 3.60\$. Et nous amène à nous posez la question suivante: n'y aurait-il plus que les « Daubasses » et les chinois à chercher sur le marché US des sociétés décotées à gros potentiel ? Nous vous rapellons que le potentiel estimé, soit la VANT de SigmaTron, est de 253% plus élevée que le cours actuel !

News de nos sociétés

Tandy Brand Accessories (USA) Ticker : TBAC

Après les accords (deux accords) de licence du mois passé, on peut dire qu'il ne s'est rien passé ou presque pour Tandy Brand, hormis le vote à l'AG pour renouveler les mandats du Board et pour confirmer l'Auditeur des comptes : Grant Thornton LLP.

D'après les votes, nous n'observons pas de changements majeurs dans le Board et l'auditeur est approuvé.

Tegal (USA) Ticker : TGAL

Rien de particulier à annoncer pour cette société que nous ne détenons pas en portefeuille mais qui se trouve bel et bien dans notre liste de surveillance. Nous notons toutefois l'ouverture de bureaux de représentation en Argentine et au Chili par la filiale chargée du développement photo-voltaïque.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Après le rapport trimestriel dont nous vous parlions le mois passé et où nous relevions un petit mieux que nous mettions sous surveillance, pas de quoi fouetter un chat sur la société ce mois-ci, sinon que le Président et PDG Robert J. Higgins a acquis 75.000 actions supplémentaires qu'il a payé 2,08 \$ par action, pour un montant total de 155 985 \$. Monsieur Higgins a augmenté sa participation de 0,52% à 14.472.625 parts avec cet achat. Et tout ceci s'est passé le 17 et le 19 octobre.

Si nous n'attachons qu'une importance bien relative à ces achats d'actions, nous ne pouvons pas nier que c'est positif.

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

La dernière communication du fond Ukrainien datée de septembre 2011, n'est vraiment pas pour nous plaire. Hormis la NAV de 5.29\$, le ton larmoyant expliquant que les actionnaires minoritaires sont bafoués sur le marché Ukrainien et qu'il est en plus difficile de vendre sa participation, nous a plus que légèrement courroucé. D'autant plus quand on est investi à 73% dans du non coté.

Nous nous posons désormais la question de l'expérience de Fabien Pictet et de son équipe sur le marché Ukrainien et sur la zone Est en général. Car qui connaît un tant soit peu la marche des affaires et les sociétés non cotées à l'Est, sait normalement que l'actionnaire minoritaire est accueilli pour un repas bien arrosé avec en plus des belles nanas, du moins s'il n'est pas venu avec son épouse. Tout ceci uniquement pour lui faire cracher « l'oseille » dont la société a généralement besoin. Ensuite, il est traité avec la déférence que l'on accorde à une femme de ménage qui nettoie les locaux et nous pouvons vous assurer que la déférence de l'Est, n'est pas comparable avec celle de l'Ouest. Et c'est évidemment l'actionnaire principal qui dirige comme il l'entend, d'une main d'acier et sans le moindre gant de velours !

En fait à l'Est on investit sur du non coté, soit parce que l'on est un très bon ami de l'actionnaire principal (plutôt rare, du moins pour un étranger), soit parce que les perspectives futures sont la cotation sur un marché, permettant à tout les actionnaires de passer à la caisse.

Le reste sonne comme du pipo, à moins de tomber sur des exceptions.

News de nos sociétés

Il est bien entendu qu'avec la crise, aucune société non cotée ne va aller vers une cotation, vu les prix bas.

Ce qui nous énerve d'un côté, ne nous fait pas vraiment nous affoler, car nous savons par expérience que pour gagner gros sur ces marchés au prix actuel, il ne faut en aucun cas être un investisseur intelligent, voire expérimenté, ni autre qualité, mais juste être positionné avant que n'arrive d'autres investisseurs qui vont dynamiser le marché.

C'est donc très simple: ce que nous attendons de ce type de gérant et de leur équipe, c'est qu'il puisse survivre jusqu'à la fin de la crise. Ensuite, au fur et à mesure que les liquidités arriveront sur le marché ukrainien, ils pourront aisément être remplacés par l'un de nos abonnés, oui un de vous cher lecteur ! Bien entendu, il nous parleront alors de leur 35% sur le mois ou de leur 200% sur 6 mois, comme une huile essentielle seulement due à leur talent !

Mais en attendant ce moment, votre chère Equipe met cette « fine équipe » sous surveillance.



Analyses de société

PV Crystalox Solar plc.

(London Stock Exchange, Ticker: PVCS.L / ISIN : GB00B1WSL509)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



PV Crystalox Solar est un fabricant de plaquettes de silicium. L'entreprise fournit les fabricants de panneaux solaires à travers le monde.

Le silicium est produit à partir de quartz, un des minéraux parmi les plus répandus sur notre bonne vieille planète. La compagnie ne devrait donc pas rencontrer trop de problème d'approvisionnement.

La société fournit essentiellement du silicium dit « multi cristallin » qui est un silicium moins onéreux mais qui propose aussi un rendement un peu plus faible que le silicium dit « monocristallin ». PV Crystalox a été la première entreprise à développer ce procédé en 1996, procédé qui est devenu le standard du secteur.

Environ 2/3 de ses ventes se font vers la Chine et le Japon. Les autres principaux pays de destination des produits de la société sont l'Allemagne, Taïwan et le reste du monde. Les quatre principaux clients de PV Crystalox représentent les 3/4 du chiffre d'affaires.

En raison du ralentissement de la demande, la compagnie a annoncé que l'exercice 2011 se terminerait vraisemblablement en perte et a suspendu les activités de sa principale usine de production en Allemagne.

Bien évidemment, le cours s'est effondré et, comme nous l'expliquons dans notre édito, nous avons décidé de plonger sur l'occasion. Au passage, nous notons que Barclays a abaissé son objectif de cours, le faisant passer de 80 GBp à 8 GBp : un tel écart de valorisation, c'est vraiment ce qu'on peut appeler « avoir le compas dans l'œil ».

C'est ainsi que l'équipe des daubasses a acheté quelques actions de PV Crystalox à un prix de revient, frais de courtage inclus, de 7,83 GBp, le 24 octobre 2011. Nous travaillons sur base des comptes arrêtés au 30/06/2011. Notez que les comptes sont publiés en euros mais que l'entreprise cote bel et bien en livres sterling.

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

Nous avons donc acquis un actif courant de 0,53 euros par action, duquel nous avons déduit les dettes qui représentent 0,32 euros par action. Nous avons également, en fonction de notre « pilotage semi-automatique », amputé la valeur

Analyses de société

des stocks de 0,01 euro par action en raison d'un ralentissement dans la vitesse de rotation des produits détenus. En fonction de ces éléments, la VANN s'établit donc à 0,198 euros par action.

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

Nous avons relevé des immeubles acquis pour 0,03 euros par action que nous valorisons avec une marge de sécurité de 20 %. En ajoutant cette valeur à la VANN, nous obtenons une VANE de 0,2227 euros par action.

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



Nous revenons sur l'**actif courant** en relevant que la société détient de la **trésorerie** pour 0,206 euros par action. En déduisant les dettes financières, nous établissons la trésorerie nette de la société à 0,102 euros par action soit... largement au-dessus de notre prix d'achat. Nous avons donc acquis PV Crystalox en ne payant que l'argent qu'elle détient sur son compte en banque, le reste de l'exploitation étant financé uniquement par les dettes d'exploitation (autrement dit, sans que nous ne devions déboursier d'argent pour l'acquérir).

rir).

La direction n'a pas acté de réduction de valeur sur les **créances commerciales**. Nous constatons également une légère amélioration dans les délais de paiements des clients de PV Crystalox : le délai moyen au 30/06 s'élève à 64 jours, alors qu'il a été en moyenne de 76 jours au cours des derniers exercices comptables. En raison de ce phénomène mais en tenant compte aussi de l'absence totale de provision pour créances douteuses, nous prenons une marge de sécurité de 20 % sur ce poste et l'amputons donc de 0,02 euros par action.

Nous constatons une très grosse augmentation du poste « **stocks** » traduisant un ralentissement significatif des ventes. Même si les produits de la société ne nous semblent pas vraiment « démodables », ce phénomène nous alarme un peu. En effet, au cours du dernier semestre, un article est resté en moyenne 136 jours dans le stock de l'entreprise alors que la moyenne des trois derniers exercices comptables s'élève à 107 jours. Certes, nous avons tenu compte de cet état de fait lors du calcul automatique de la VANN, mais une marge de sécurité supplémentaire améliorerait grandement la qualité de notre sommeil. C'est pourquoi, en plus du 0,01 euro de marge automatique, nous augmentons notre matelas de sécurité d'une somme équivalente à 20 % de la valeur de l'inventaire de PV Crystalox, soit 0,03 euros.

Analyses de société

Au niveau de l'actif fixe, outre les immeubles abordés dans la VANE, nous relevons **des installations industrielles et des constructions en cours** pour une valeur amortie de 0,29 euros par action. Nous reprenons ce poste pour 25 % de sa valeur aux livres, soit 0,07 euros par action.



Un autre poste important de l'actif est constitué par les **immobilisations financières** détenues par la compagnie, immobilisations résultant essentiellement de dépôt en garantie effectués pour garantir les achats de silicium. Ces dépôts sont repris pour une valeur de 0,10 euros au

bilan. Nous les reprenons après application d'une marge de sécurité « de principe » de 10 %, soit 0,09 euros.

Fidèles à nos habitudes, nous ne tenons pas compte des **immobilisations incorporelles** ou des **impôts différés** pour le calcul de cette valeur.

Hors bilan, nous avons juste relevé des **engagements de loyers** futurs à payer pour un montant de 0,02 euros par action.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons la Valeur de PV Crystalox Solar en cas de mise en liquidation volontaire à 0,31 euros par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Nous décidons de prendre des pincettes pour calculer cette VCB et ce, pour deux raisons. La première, c'est l'annonce que l'année 2011 sera déficitaire, ce qui n'est pas arrivé au cours des 5 derniers exercices comptables qui sont ceux que nous prenons en compte pour le calcul de cette VCB. La deuxième raison, c'est que nous pensons qu'une partie de la croissance obtenue ces dernières années l'a été grâce aux aides étatiques, incitatives à l'installation de panneaux photovoltaïques. Nous pensons que l'état actuel des finances publiques ne permettra plus autant de soutien à la filière. Néanmoins, en considérant que PV Crystalox génère la majorité de ses ventes en Asie, ce dernier point reste à relativiser.

Pour calculer la VCB de la société, nous moyennons donc les résultats d'exploitation des 5 dernières années et obtenons 0,18 euros par action. Nous amputons ce montant de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat. Nous actualisons ce montant à 24 % (un taux doublé par rap-



Analyses de société

port à notre taux habituel pour tenir compte des éléments que nous venons d'évoquer) et ajoutons la trésorerie nette. La VCB de PV Crystalox s'établit ainsi à 0,59 euros par action.

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

Nous calculons cette valeur qui est en fait la simple valeur de l'actif net tangible lorsque l'historique de la société nous démontre qu'elle est capable de générer du rendement avec ses actifs. C'est le cas de PV Crystalox Solar qui a généré, ces cinq dernières années, un rendement moyen sur capitaux investis de 32 %.

L'Actif Net Tangible de la société s'établit à 0,69 euros.

VII. Conclusions

A notre coût d'achat de 7,83 GBp (ou +/- 0,092 euros), nous avons obtenus une série impressionnante de marges de sécurité :

- 54 % sur la VANN
- 59 % sur la VANE
- 70 % sur la VMLV
- 84 % sur la VCB
- 87 % sur la VANTre

De mémoire de daubassien, une telle série ne s'était jamais vue... en tout cas, certainement pas pour une **société éligible au PEA** ! Tout ça nous semble presque trop beau pour être vrai.

Et pourtant, nous pouvons vous assurer, cher lecteur, que nous avons cherché le piège avec assiduité... sans l'avoir trouvé.

Nous pensons que le marché anticipe en réalité parfaitement les mauvais exercices comptables à venir mais qu'il anticipe aussi une faillite de l'entreprise... faillite que nous éprouvons quelques peines à imaginer tant en raison de la solidité du bilan de l'entreprise (solvabilité de 85 %) que du savoir-faire qu'elle détient, des preuves qu'elle a apportées dans le passé sur sa capacité à générer de la rentabilité et aussi de ses principaux débouchés tous situés en Asie.



Analyses de société

Giga-tronics Inc.

(Nasdaq, Ticker: GIGA / ISIN : US3751751062)

I. Introduction



Giga-tronics avec son super nom hitech futuriste, est une entreprise américaine cotée sur le NASDAQ qui produit un tas de bidules très sophistiqués qui ont l'air très cools, mais dont, nous devons bien vous l'avouer, nous ne comprenons pas grand-chose...

C'est un fabricant leader en ingénierie et conception de best-in-class RF et de générateurs de signaux micro-ondes, amplificateurs de puissance micro-ondes, de capteurs de puissance USB, mesureurs de puissance micro-ondes, ATE signal de commutation et d'unité d'interface RF (RFIU) de composants micro-ondes et sous-ensembles.

La R & D, la production et les gestionnaires de test, les scientifiques, les ingénieurs et techniciens sont implantés mondialement. Ils utilisent et testent les équipements de Giga-tronics dans le but d'améliorer la productivité et de faciliter l'utilisation dans de nombreuses applications: systèmes ATE, aérospatiale et défense, communications et toutes sortes de tests à composante micro-ondes.

Son siège social est localisé à San Ramon en Californie. La société est certifiée *ISO 9001* et *AS 9100 entreprises* et emploie environ 100 personnes.

En date du 25.06.2011, son carnet de commande représente 5,7 M USD (pour un CA annuel en 2011 de 21 M USD - exercice clos le 26.03.2011). L'entreprise est dépendante du marché électronique de la défense, ainsi que du marché des télécommunications sans fils. L'administration américaine et plus particulièrement le ministère de la défense américain sont les plus gros clients de Giga-Tronics.

Nous avons acquis des titres le 11 octobre à un coût de revient, frais inclus, de 1,3296 USD.

Nous avons tenu compte dans nos calculs d'une dilution potentielle de 851 889 actions liées à des options exerçables à un cours de 1,93 USD, ainsi que 90.000 actions qui seront allouées au management si des objectifs sont atteints en 2013. Pour ces dernières, le prix d'exercice est de 2,34 USD. Nous en tenons compte dans la dilution même si la direction estime que les objectifs ne seront pas atteints (sic!) et ne permettront pas la distribution de ces titres.

Analyses de société

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

Sur base des comptes arrêté au 25 juin 2011, la valeur d'actif net-net s'élève à 1,96 USD par action. A notre prix d'achat, la marge de sécurité est donc de 32%.

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

L'entreprise ne détient aucun immeuble ou terrain, il nous est donc impossible de calculer la VANE.

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

Nous raisonnons sur l'analyse suivante en données potentiellement totalement diluée avec les données financières publiées au 25.06.2011.



Commençons par les actifs les plus liquides : l'**actif circulant**. Tout d'abord, son plus gros poste : les **stocks**. Ils représentent une valeur de 0,95 USD par action. Même si la rotation des stocks d'une moyenne de 186

jours les trois dernières années s'améliore sur le dernier exercice à une rotation de 162 jours, le niveau reste élevé. La prudence est donc de mise, surtout que les produits sont hyper spécialisés et très technologiques, donc également rapidement obsolète. Par prudence, nous allons appliquer une marge de sécurité de 50%, et reprenons ainsi un montant de 0,48 USD par action.

Le second poste de l'actif circulant le plus important est le **cash**. Il représente 0,61 USD par action et n'appelle aucun commentaire.

Viennent ensuite les **créances clients**. Elles représentent au bilan 0,33 USD par action. Malgré la (toute relative) qualité de son principal créancier (l'Etat américain), nous constatons que sur le dernier exercice, les délais moyens de paiement ont augmenté par rapport aux années précédentes (+15 jours en moyenne) à 98 jours. Dans ces conditions, nous préférons prendre une marge de sécurité de 30%. Ainsi, nous retenons un montant de 0,23 USD par action.

Les **équipements et outils** sont amortis à hauteur de 97% dans le bilan. Nous ne sommes pas en mesure d'évaluer ce poste du bilan d'un point de vue économique. Cependant, reprendre le montant inscrit au bilan, soit une valeur nette représentant 3% du coût d'achatsemble conservateur. Ainsi, c'est 0,09 USD que nous ajoutons à la VMLV.



Enfin, dans l'actif circulant et l'**actif immobilisé** nous retrouvons un poste qui représente le plus gros morceau des actifs de Giga Tronics : les **reports fiscaux**

Analyses de société

déficitaires. Ils représentent en effet un montant de 2,27 USD par action. Dans le cadre d'une mise en liquidation de l'entreprise, même volontaire, cet actif intangible ne vaut finalement pas grand-chose. En effet, seulement en cas de continuité d'activité et de génération de profits ces actifs ont une valeur. C'est pourquoi nous valorisons ces reports fiscaux déficitaires pour 0 dans le calcul de la VMLV.

A tout cela, nous retranchons tout le **passif** du bilan, soit 0,41 USD par action.

Nous n'avons pas trouvé de **hors-bilan** dans les comptes.

Pour résumer :

+ stocks = 0,48
 + cash = 0,61
 + créances clients = 0,23
 + équipements = 0,09
 - passif = -0,41



= 1,00 USD par action

Par rapport à notre prix d'achat, suivant notre approche conservatrice, il n'y a aucune marge de sécurité sur la VMLV.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

L'entreprise a généré des profits opérationnels de bons niveaux sur les exercices 2011 et 2010 pour respectivement 847 k USD et 1 302 k USD. Malheureusement, du fait des pertes sur les exercices 2009, 2008 et 2007, il nous est impossible de calculer une VCB car la moyenne des résultats opérationnels des cinq dernières années est négative.

VI. Conclusions

Nous avons donc pu acquérir des actions de Giga-Tronics avec une marge de sécurité de :

32% sur la VANN

Au-delà de l'évidente décote sur son actif net-net (le genre de cible privilégiée par Benjamin Graham et Warren Buffet) Giga-Tronics présente selon nous un double intérêt spéculatif. Ce que nous appelons des « cerises ».

Tout d'abord, un élément non quantifiable mais qui a certainement de la valeur : ce sont les frais de recherche et développement. L'entreprise a dépensé pour son compte propre (en fait nous excluons la R&D externalisée pour le

Analyses de société

compte des clients seuls) la somme de 11,6 M USD en R&D ces 5 dernières années. Soit l'équivalent de 153% de sa capitalisation boursière potentielle diluée ! De toute évidence, cette entreprise possède un savoir-faire dans les émissions micro-ondes qui vaut quelque chose. Et encore, nous n'avons valorisé ici que les dépenses des 5 dernières années, alors que la société technologique existe depuis maintenant plus de 30 ans...

L'autre petite surprise dans le bilan de la société, ce sont ses pertes fiscales reportables. Elles atteignent 13,5 M USD. Un montant largement supérieur à la valeur de l'entreprise en bourse. De deux choses l'une. Soit l'entreprise confirme sa croissance rentable et est alors assurée de ne pas payer d'impôts sur ses bénéfices pendant un paquet d'années. Ce qui signifie alors que les résultats opérationnels sont égaux aux résultats nets (hors exceptionnels).

Ou bien, un concurrent un peu malin peut faire d'une pierre deux coups : il rachète la société et profite non seulement de toutes les connaissances et compétences liées à la R&D acquises au cours des 30 dernières années, mais également d'une superbe réduction d'impôts de plus de 13 M USD. Ce serait un achat, cher lecteur, que nous estimons tout à fait rationnel.

Enfin, nous avons constaté en fouillant les publications financières des dernières années, que la société est en croissance : aussi bien au niveau de l'activité (+9% en 2010 ; +10% en 2011) qu'au niveau de la rentabilité (résultat opérationnel moyen des deux dernières années = 1,07 M USD pour une capitalisation boursière de 6,42 M USD avant dilution, ou 7,60 M USD totalement diluée).

Sans vouloir préjuger du futur, ni de la tendance continue ou non de la croissance rentable actuelle, nous avons avec Giga-Tronics un collatéral de qualité qui pourrait sérieusement tenter une entreprise concurrente si le cours de bourse continue à ne pas refléter la valeur patrimoniale de ses actifs.



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