



INVESTIR INTELLIGEMMENT

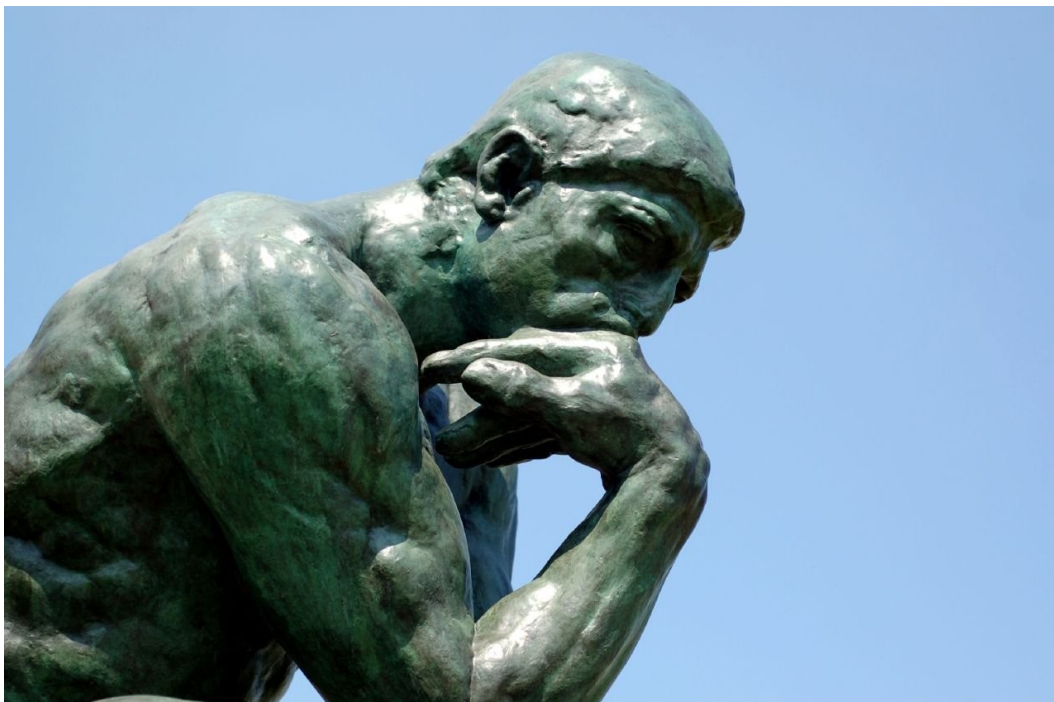


Sommaire

Edito	<u>page 3</u>
Diversification dans la valeur: Esprit Viking (1 ^{ère} partie)	<u>page 7</u>
Portefeuille	<u>page 13</u>
Suivi des sociétés analysées	<u>page 15</u>
News de nos sociétés	<u>page 16</u>
Analyse de la société ADDvantage Technologies Group Inc.	<u>page 27</u>
Analyse de la société Books-A-Million Inc.	<u>page 31</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 38</u>



Edito



Résister dans la tempête...

Ce mois de novembre chahuté (avec un CAC qui perd 13 % avant d'en regagner 11%) nous incite à revenir une nouvelle fois sur l'importance de la psychologie de l'investisseur qui reste, pour la majorité des spécialistes qui se sont penchés sur la question, la clé principale de la réussite.

Si nous pensons que le moment est opportun, c'est parce que nous sommes bien en plein cœur d'une nouvelle tempête boursière. Et que c'est bien à ce moment précis qu'il est nécessaire de déployer les bons réflexes psychologiques et les réflexions adéquates. Beaucoup de « faiseurs » d'opinion dans la presse financières ou ailleurs vous parleront de ce qu'il aurait fallu faire en plein cœur de la tempête, au sortir de la tempête, quand tout est redevenu calme et quand finalement, cela n'a plus la moindre importance, sauf pour la prochaine tempête.

Ce nouvel éditto a donc pour but de vous faire partager notre état psychologique d'investisseur, de tenter de vous expliquer au mieux les mécanismes qui pourraient vous faire réagir autrement et de faire émerger les points clés qui vous permettront de vous comporter de manière différente de la majorité des investisseurs.

Pour bien comprendre l'effort psychologique à produire pour rester dans le bon sens, il est impératif de comprendre ce que produit en nous une « tempête boursière ».

Edito

Une « tempête boursière » commence toujours brutalement, les cours des sociétés commencent à baisser. C'est finalement tellement surprenant que, dans un premier temps, on n'y croit pas. On pense que c'est juste un mouvement de volatilité car la nouvelle sur laquelle le marché semble avoir réagi est d'une banalité consternante. Parfois, même des nouvelles plus mauvaises, survenues auparavant n'ont pas provoqué la moindre réaction des marchés. Et puis souvent après ce brusque mouvement de baisse, il y a un petit mouvement de rattrapage à la hausse qui vient renforcer votre idée de volatilité et du « c'est passer ». Ce n'est qu'ensuite que les cours commencent à baisser sérieusement et cela va souvent assez vite. En accompagnant la baisse des cours de vos sociétés, les mauvaises nouvelles se relaient. Et là aussi il y a une gradation dans le sens où ces nouvelles semblent être de pire en pire. A un certain moment, tout ce que vous pouvez lire sur la situation est négatif et même, souvent, dramatisé à l'extrême.

Ce type de situation produit sur tout investisseur - et nous disons bien tout type d'investisseur qu'il soit fort psychologiquement ou pas - de la peur et même une certaine forme de douleur. Douleur de la perte que l'on vient de subir et peur de perdre plus encore, si l'on renforce par exemple ou agit sur les marchés.

Et le réflexe naturel engendré par cette peur et cette douleur conjuguées, c'est évidemment de ne rien faire, la majorité des intervenants est tétanisée et laisse « passer la tempête » avant d'agir de nouveau sur les marchés.

Par contre, une minorité d'investisseurs « de bons sens » va comprendre que c'est le moment de ramasser des occasions et ce, même si elle éprouve également peur et douleur.

Vous nous direz certainement qu'à ce stade la chanson des « bonnes occasions » est bien connue, mais que cela ne garantit pas forcément de ramasser des occasions si le marché va encore plus bas. Et là dans cette réplique, on comprend mieux que le réflexe de peur naturelle a aussi sa logique et une logique puissante.

Et tout le problème qui se pose à l'investisseur, c'est d'opposer à la logique puissante du réflexe naturel de peur, une logique encore plus puissante qui deviendra son assise psychologique pour agir.

Nous avons, investisseurs dans la valeur selon Benjamin Graham, investisseurs en « Daubasse » pour faire plus court, la chance d'avoir des chiffres reposant sur du tangible, des actifs réels, du concret. Et c'est bien à partir de cette assise robuste et puissante que nous pouvons agir avec bon sens, en pleine tempête.

Vous savez tous que nous n'investissons jamais, si le marché ne nous propose pas un rabais de 30% sur la Valeur d'Actif Net Tangible, c'est le minimum du minimum et vous savez aussi que nous posons d'autres conditions, la plus im-

Edito

portante de ces conditions étant la solvabilité. Nous avons donc une assise très solide, où nous savons exactement à partir de quel prix nous sommes intéressés.

Pour bien comprendre la chance que nous avons de ne vouloir acheter que des actifs tangibles au rabais, nous revenons sur une étude de Loïc Abadie du 15 mai 2011 dans laquelle il avait calculé que la Valeur des Actifs Net Tangible du CAC40 était de 1553 points. Vous conviendrez avec nous qu'acheter le CAC40, c'est acheter 40 sociétés dont les activités sont bien réparties dans le monde et qui dispose, pour la plupart, d'avantages concurrentiels non négligeables.

Mais quels repères financiers peut avoir un investisseur qui ne base pas sa stratégie sur du concret, quand l'ensemble des 40 sociétés perdent 30% et que les nouvelles économiques sont de plus en plus négatives, voir même alarmistes. A moins de s'appeler Warren Buffett, c'est extrêmement difficile, voire impossible. Ceci débouche sur de la peur, combiné à la douleur d'avoir déjà perdu 30% et cela vous tétanise inévitablement parce que vous n'avez pas d'assise concrète. On comprend également qu'une chute de 30%, avec par exemple une CAC40 passant de 4 000 points à 2 800 points n'est pas nécessairement un gage de bonnes affaires pour l'investisseur qui achète des actifs comme nous le faisons et qui ne s'intéresserait finalement à ce panier d'actions diversifiés qu'à 1 087 points, soit 30% sous les 1 553 points marquant la Valeur des Actifs Net Tangible de la société.

Certains détracteurs pourraient nous dire que les « big caps », c'est-à-dire les grosses sociétés en permanence sous les projecteurs, ne cotent jamais à leur Valeur d'Actif Net Tangible à moins d'être en route pour la faillite. Ce raisonnement ne nous paraît pas tout-à-fait adéquat : Loïc Abadie, dans son étude, relève qu'en 2010, 5 sociétés sur les 40 sociétés du CAC cotaient sous leur valeur d'actif net tangible. Et nous nous rappelons que ce fut également le cas de géants comme McDonald au moment du problème de la vache folle ou de Philip Morris au moment des procès.

Revenons cette fois au portefeuille « Daubasse ». Depuis le début de l'année, au 25 novembre 2011, nous avons perdu 18%. Et c'est effectivement douloureux. Mais avec une Valeur d'Actif Net Tangible rapportée à la part du portefeuille de 13.79 euros, nous avons été capable de maîtriser nos émotions quand nous avons vu les cours rapportés à la part passer de 5.49 euros à 4.46 euros. Et nous avons alors, au lieu de nous laisser tétaniser par la peur, commencé à rechercher intensivement les occasions dans le but d'augmenter encore l'écart entre les cours et la Valeur d'Actif Net Tangible globale du portefeuille, comme c'est le cas dans chaque tempête boursière. A 4.46 euros la part, nous estimons donc le potentiel du portefeuille à +209% (pour atteindre la Valeur d'Actif Net Tangible de 13.79 euros par part).

Et comme vous le savez, ami(e) lecteur(trice), si nous ne disons pas ce que vous devez faire, nous disons ce que nous faisons et pourquoi nous le faisons... mais

Edito

nous faisons aussi ce que nous disons. Ainsi, au cours du mois écoulé, nous avons mis ces préceptes en pratique à plusieurs reprises.

Tout d'abord, en augmentant encore la « force de frappe » de notre club par des apports représentant 11 000 euros supplémentaires

Ensuite, par de nouveaux achats comme les sociétés **Books a Million**, **Renawable Energy Corporation** et **ADD Vantage** que nous vous présentons dans la présente lettre, ou celui de **Les Nouveaux Constructeurs** et **Vietnam Holding** nous vous avons présentées dans les lettres de septembre et novembre. Nous avons également augmenté notre position dans le promoteur immobilier américain **Avatar Holding**.

Enfin, nous avons réellement dû vaincre la peur et la douleur pour doubler notre position en **PV Crystalox Solar** tant la chute du cours par rapport à sa valeur à la casse nous a semblé hors de toute proportion.

Nous pouvons donc affirmer, en guise de conclusion, que nous sommes de sacrés « veinards » d'avoir choisi une stratégie d'investissement qui nous offre sur un plateau d'argent la possibilité d'acquérir relativement facilement un avantage psychologique de taille par rapport aux autres acteurs du marché. Le seul véritable effort qui doit aussi être un effort permanent, c'est l'application de notre stratégie sans déroger à la moindre règle mise en place.

Nous vous souhaitons d'excellentes fêtes de fin d'année!

L'Equipe des Daubasses



Diversification dans la valeur

Esprit Viking (1^{ère} partie)



Dans un environnement anxiogène sur fond de crise des dettes gouvernementales, l'équipe des Daubasses vous propose une série en trois épisodes intitulé « Esprit Viking ». Nous vous présentons dans cette rubrique une société dont le siège social se situe en pays scandinave, que nous avons soit achetées pour le portefeuille du club ou alors pour nos portefeuilles personnels car ne répondant pas à nos critères stricts de Daubasses. Vous aurez compris, ce sont des entreprises norvégiennes et suédoises. Leurs pays d'origine présentent l'intérêt d'avoir une gestion gouvernementale saine et donc une notation AAA pérenne. Ce qui est un gage de stabilité et de bonne traitance de l'actionnaire à moyen terme. Mais ce n'est pas tout, ces sociétés ont également suscité notre intérêt car elles permettent d'investir dans la valeur au pays du Père Noël.

Pour notre premier volet (qui en comprendra trois), nous vous proposons une société norvégienne.

REC Group

(Oslo Stock Exchange, Ticker: REC.OL / ISIN : NO0010112675)

I. Introduction



REC

Renewable Energy Corporation (REC) Group est une société norvégienne fondée en 1996 spécialisée dans le photovoltaïque. C'est une entreprise totalement intégrée qui a réalisé près de 14 Mds NOK en 2010.

Voici ses différentes activités :

- l'activité Silicium = production de poly-silicium avec 2 sites de production aux USA

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (1^{ère} partie)



- l'activité Wafer = production de galettes de silicium, 1 usine en Norvège et 1 usine à Singapour

- l'activité Solar = production de cellules et de modules solaires, en Norvège et à Singapour

Dans chacune de ces activités, l'entreprise utilise les produits en interne mais vend également à des tiers.

L'entreprise emploie 3 900 salariés à travers le monde.

Pourquoi analyser cette entreprise ?

1° Le cours du titre a reculé de 75% (divisé par 3) en 1 an et de 90% (divisé par 10) en 3 ans

2° Des mauvaises nouvelles surestimées, nous allons vous expliquer pourquoi

3° Le secteur du photovoltaïque est massacré. Nous n'achetons pas des secteurs, mais des actifs

4° Le siège social étant située en Norvège, c'est donc la loi norvégienne qui régit le droit des affaires. Une bien bonne nouvelle, car c'est l'un des rares pays vertueux du vieux continent. Nous sommes rassurés quant à la bienveillance des actionnaires dans ce pays.

Comme nous vous l'avions informé en direct par email, nous avons acquis des titres de REC Group le 30 novembre 2011 à un prix de revient net de frais de 3,69 NOK l'action.



Nous ne tenons pas compte dans notre analyse du plan d'option de 8 600 083 options, car leur prix d'exercice est de 13,57 NOK, un cours plus de 3x supérieur au cours actuel.

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

Sur base des comptes arrêté au 30 septembre 2011, la valeur d'actif net-net s'élève à -14,82 NOK par action. Nous n'avons donc aucune marge de sécurité sur la VANN.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (1^{ère} partie)

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

La VANE ressort à -7,21 NOK par action. Nous n'avons donc aucune marge de sécurité sur la VANE.

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

Commençons par les actifs les plus liquides : l'**actif circulant**. Tout d'abord, son plus gros poste : les **stocks**. Ils représentent une valeur de 3,33 NOK par action. Etant donné la surproduction actuelle et l'importance des stocks au niveau mondial, nous prenons une marge de 50% et retenons donc 1,66 NOK par action.



Viennent ensuite les **créances clients**. Elles représentent au bilan 2,23 NOK par action. La rotation des stocks s'est améliorée ces trois dernières années, passant d'une rotation moyenne de 92 jours à 78 jours sur l'exercice 2010. Par prudence, nous allons reprendre 80% de ces créances, car il n'est pas assuré que la majeure partie des clients du secteur pourront honorer leurs obligations. Nous reprenons donc ces créances pour 1,78 NOK par action.

Le second poste de l'actif circulant le plus important est le **cash**. Il représente 0,50 NOK par action et n'appelle aucun commentaire.

Le dernier poste de l'actif circulant est composé de couvertures sur devises pour 0,37 NOK par action. Par conservatisme et au regard de la volatilité des marchés actuels sur le marché des devises, nous allons reprendre ces données pour 0.

Passons à présent à l'**actif immobilisé**. Et commençons par le poste le plus importante, les **équipements et outils** sont amortis à hauteur de 32% dans le bilan après annulation des dépréciations pour fermetures. Nous ne sommes pas en mesure d'évaluer ce poste du bilan d'un point de vue économique, surtout dans le contexte actuel. Néanmoins, les activités silicium et d'assemblage solaire sont encore rentables et en reprenant 30% de la valeur nette inscrite au bilan, la valorisation nous semble prudente. Ce sera donc 3,78 NOK par action que nous retenons.

Le second poste significatif est composé des **terrains et immeubles**. Une fois retraitée la valeur d'acquisition d'une marge de 20%, nous obtenons un montant de 7,61 NOK par action.

Le solde du bilan est composé de **crédits d'impôt différés**, d'**avances de paiement**, d'**actifs en construction** et de **participations financières** pour un total de

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (1^{ère} partie)

2,22 NOK par action. Pour accroître notre marge de sécurité, nous ne reprenons aucun de ces actifs.

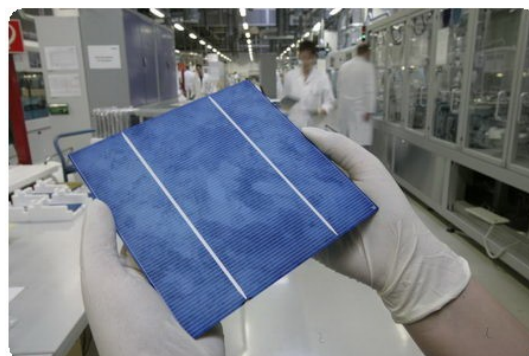
A tout cela, nous retranchons tout le **passif** du bilan, soit -21,30 NOK par action.

En **hors-bilan**, nous avons trouvé des **leases** futurs à payer pour un montant minimum de 511 M NOK, soit -0,51 NOK par titre.

Pour résumer :

+ stocks = 1,66
 + créances clients = 1,78
 + cash = 0,50
 + équipements = 3,78
 + terrains et bâtiments = 7,61
 - passif = -21,30
 - leases = -0,51

= -6,48 NOK par action



Il n'y a donc aucune marge de sécurité sur la VMLV.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

L'EBITDA du groupe au T3 2011 ressort à 370 M NOK. L'historique de rentabilité de REC est impressionnant. Sur les 5 derniers exercices, l'entreprise a généré en moyenne 1,94 NOK de bénéfice par action. A un taux d'actualisation de 12% et avec une trésorerie nette de -5,33 NOK par action, la VCB de REC ressort à 16,14 NOK.

A notre cours d'achat, la marge de sécurité sur la VCB est donc de 77%.

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



Il est possible de calculer la VANTRe pour REC, car son retour sur investissement moyen sur les 5 dernières années est supérieur à nos 7% exigés. Il ressort sur les 5 derniers exercices à 10,30% (ROCI = 10,30%) et ceci malgré un exercice 2009 déficitaire.

Nous tenons à préciser que l'entreprise a acté de fortes dépréciations dans son bilan pour tenir compte de la fermeture de son site de production de *wafers* norvégien et de perspectives économiques moins favorables. Ainsi, par rapport au 31/12/2010, les fonds propres ont fon-

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (1^{ère} partie)

du de pas moins de 7,6 Md de NOK. Malgré le ralentissement du secteur et une rentabilité attendue en déclin pour 2011, et sans doute également 2012, la VANTRe reste selon nous un ratio pertinent dans le contexte actuel.

La VANTRe de REC est de 13,85 NOK, ce qui procure une marge de 73% par rapport à notre coût d'achat.

VII. Conclusions

Le titre REC Group présente actuellement une marge de sécurité de :



77% sur la VCB
73% sur sa VANTRe

Clairement, le marché actuel du photovoltaïque ne fait pas rêver : l'offre excède largement la demande. Au-delà d'une baisse de la demande, c'est surtout la faute aux entreprises chinoises qui inondent le marché du fait de subventions et de prêts du

gouvernement qui atteignent des niveaux extraordinaires. Ce qui tire évidemment les prix vers le bas et casse le marché. C'est surtout vrai sur les galettes de silicium (l'activité *wafers*). Nous estimons néanmoins que le management a bien réagi en fermant définitivement la plus grosse de ses deux usines norvégiennes de *wafers* à Herøya qui était destinée au marché européen. REC va pouvoir se recentrer sur ses métiers les plus rentables : le silicium où la marge d'EBITDA est supérieure à 50%, le *wafers* et le solaire (panneaux complets) avec son usine à Singapour pour le marché asiatique. La marge sur le solaire est inférieure au silicium mais toujours positive, de l'ordre de 10% attendu en 2011.

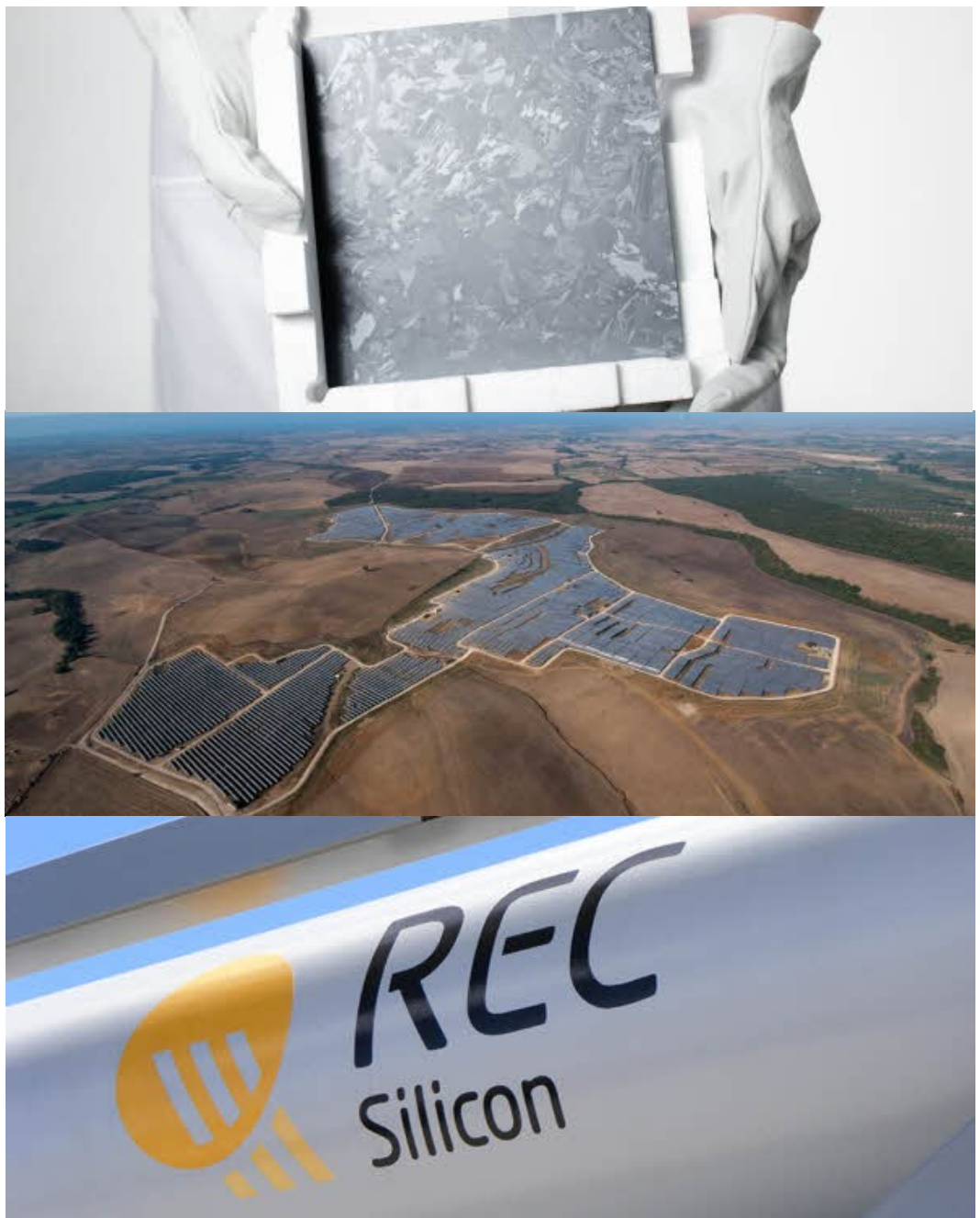
Le marché semble ne pas prendre en compte les efforts de restructuration que l'entreprise a rapidement mis en place et ne prend selon nous nullement pas en considération les capacités bénéficiaires de l'activité silicium qui est la pépite du groupe, avec des marges d'EBITDA de plus de 50% et des débouchés plus larges que le solaire : du gaz silane, du polysilicon SIEMENS et FBR pour l'industrie des semi-conducteurs.

Et comme le montre les marges de sécurité sur la VANTRe et la VCB, il n'est pas assuré que le meilleur était hier. Nul ne peut prédire de l'avenir. Ce qui est sûr, c'est que REC a un historique de création de valeur époustouflant et qu'en cas de reprise du secteur avec la disparition des concurrents les plus faibles, REC sera une des entreprises qui pourra sortir largement gagnante de la crise actuelle. REC présente un ratio de solvabilité de 56%, ce qui permet d'espérer que l'entreprise a les reins assez solides pour traverser la tempête actuelle.

Diversification dans la valeur

Esprit Viking (1^{ère} partie)

Enfin, sur le long terme, le marché du photovoltaïque est porteur car il bénéficie d'un effet ciseau positif : la baisse des coûts de production des galettes et donc du prix des installations solaires, et l'augmentation permanente de l'efficacité énergétique des panneaux. L'énergie solaire devient donc de plus en plus compétitive et se présentera de plus en plus comme une alternative évidente aux énergies fossiles.



Portefeuille

Portefeuille 2 décembre 2011

				Prix de Revient			2 décembre 2011				Rend Tot	
	%	Ticker	Société		Unitaire	Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro
Société Net-Net				57.504,35	Euro	40,08%						
1	USD	0,47%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,60	900,00	677,86	41,01%
2	USD	0,14%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,05	262,50	197,71	-58,40%
3	USD	0,73%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	2,54	1.394,25	1.050,12	113,34%
4	GBP	0,75%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	101,20	925,98	1.078,85	84,22%
5	USD	0,86%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	0,88	1.641,01	1.235,98	-22,55%
6	USD	2,99%	AVTR	Avatar Holding	7,41	6.694,18	4.934,61	904	6,31	5.704,24	4.296,33	-12,93%
7	USD	1,05%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,03	2.008,50	1.512,77	21,29%
8	USD	1,63%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,30	3.105,00	2.338,63	218,58%
9	USD	0,29%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,85	553,22	416,67	-61,64%
10	USD	1,40%	PARL	Parlux Fragrance	1,87	1.525,08	1.075,29	815	3,28	2.673,20	2.013,41	87,24%
11	USD	1,81%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	3,14	3.447,72	2.596,76	-6,60%
12	Euro	1,65%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,50	2.364,10	2.364,10	-20,65%
13	USD	0,77%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,40	1.458,46	1.098,48	-50,03%
14	USD	2,98%	SGMA	SigmaTron International	3,55	5.251,10	3.712,79	1470	3,86	5.674,20	4.273,71	15,11%
15	USD	2,65%	IFON	Infonsonics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,73	5.047,22	3.801,48	5,89%
16	GBP	2,44%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	17,00	3.000,50	3.495,86	-11,31%
17	USD	1,83%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	2,70	3.483,00	2.623,33	-3,92%
18	Euro	1,70%	VIN.MI	Vianini Industria	1,35	2.742,00	2.742,00	2030	1,20	2.436,00	2.436,00	-11,16%
19	USD	0,61%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	1.168,50	880,09	-76,76%
20	GBP	0,91%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	4,50	1.125,00	1.310,73	-45,83%
21	USD	3,41%	GIGA	Giga-Tronics Inc	1,33	5.398,26	3.931,52	4060	1,60	6.496,00	4.892,67	24,45%
22	GBP	3,73%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	5,31	4.593,15	5.351,45	-9,84%
23	USD	2,49%	BAMM	Book-A-Million	2,82	5.639,47	4.119,41	2000	2,37	4.740,00	3.570,08	-13,34%
24	Euro	2,78%	LNC.PA	Les Nouveaux Constructeurs	5,18	4.012,99	4.012,99	775	5,15	3.991,25	3.991,25	-0,54%
Société Net-Estate				54.319,83	Euro	37,86%						
25	USD	2,74%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	2,70	5.211,00	3.924,83	8,53%
26	USD	1,61%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,34	3.060,00	2.304,74	64,75%
27	USD	1,88%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,30	3.575,00	2.692,63	45,95%
28	USD	1,35%	ATC	Cycle Country Assecoires	0,40	2.834,58	1.902,96	7000	0,37	2.573,20	1.938,09	1,85%
29	Euro	2,94%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	80,09	5.126,35	5.126,35	64	66,00	4.224,00	4.224,00	-17,60%
30	Euro	2,96%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	49,99	4.249,15	4.249,15	159,71%
31	Euro	2,24%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	33,76	3.207,20	3.207,20	53,49%
32	USD	0,57%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,31	1.896,22	1.394,60	6050	0,18	1.089,00	820,22	-41,19%
33	Euro	2,75%	IRC.MI	Ireo	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,75	3.939,75	3.939,75	29,38%
34	USD	2,54%	HTCH	Hutchinson Technology	2,21	5.961,83	4.379,30	2700	1,79	4.833,27	3.640,33	-16,87%
35	USD	2,02%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	2,44	3.843,00	2.894,48	-23,69%
36	USD	2,50%	CONN	Conn's	4,46	1.783,31	1.296,64	400	11,92	4.768,00	3.591,17	176,96%
37	USD	1,51%	DUCK	Duckwall-Alco Store	11,23	3.527,58	2.472,89	314	9,16	2.876,24	2.166,33	-12,40%
38	USD	3,72%	KTCC	Key Tronic Corp	3,68	5.411,02	3.964,97	1471	4,82	7.090,22	5.340,23	34,69%
39	Euro	2,33%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	3,52	3.344,00	3.344,00	-13,95%
40	GBP	2,93%	PHOL	Peels Hotel	38,59	3.444,18	3.927,77	8925	40,48	3.612,89	4.209,36	7,17%
41	USD	1,28%	AEY	ADDvantage Technologies	1,93	2.323,34	1.736,04	1205	2,02	2.434,10	1.833,32	5,60%
Société VANTre				9.681,40	Euro	6,75%						
42	CAD	1,24%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,65	2.421,25	1.773,94	-24,65%
43	CAD	1,60%	BFS.V	BFS Entertainment&Multiméd	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,13	3.133,00	2.295,41	-38,69%
44	Euro	2,50%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	156,10	3.590,30	3.590,30	4,85%
45	NOK	1,41%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	3,89	15.676,70	2.021,76	5,90%
Fond Décoté				7.160,77	Euro	4,99%						
46	USD	2,06%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,42	3.932,50	2.961,89	-15,81%
47	GBP	0,81%	EEPL	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	71,00	1.001,10	1.166,38	19,17%
48	GBP	0,69%	ACAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	34,50	845,25	984,80	-5,29%
49	USD	1,43%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	0,73	2.718,75	2.047,71	-1,25%
Diversification				6.398,29	Euro	4,46%						
50	Euro	2,10%	LUXE.PA	Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	21,50	3.010,00	3.010,00	-13,14%
51	CAD	1,06%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,80	2.211,97	1.585,07	789	2,62	2.067,18	1.514,53	-4,45%
52	CAD	1,11%	DPM.TO	Dundee Precious Metal	7,96	2.188,59	1.568,32	275	9,30	2.557,50	1.873,76	19,48%
Emission d'Option				0,00	Euro	0,00%						
0	0	0,00%	0	0	Limite			Nbr				
					0,00	0,00	0,00	0	0,00	0,00	0,00	#DIV/0!
Liquidité				8.394,63	Euro	5,85%						
		0,29%		Compte Courant		Euro					13.375,49	
						USD				0,00	0,00	
						GBP				0,00	0,00	
						CAD				0,00	0,00	
		0 janvier 1900		Compte Epargne		Euro				0,00	7.973,72	
		94%		Total		3,33%	Egal	5.209	Euro		156.413,85	

Portefeuille

Portefeuille 2 décembre 2011 - Ratios et Notations

Notation	Potentiel	Risque	Globale	Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio		ROIC
				(0 = faible, 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre		
				Risque					Cours						
				(0 = très risqué, 3 = peu risqué)											
2	0	2		Sport Haley Inc	2,4037	0,25	87,68%	24/11/08	310%	2,4606					
3	1	4		Tandy Brand Accessories	1,3843	0,76	40,47%	24/11/08	233%	3,4993	1,7729	0,5922			
3	3	6		Coast Distribution System	5,4976	0,46	61,48%	25/11/08	161%	6,6213					
3	1	4		Barrat Development PLC	164,32	0,62	62,31%	26/11/08	101%	203,69	0,00	0,0000			
2	1	3		Taitron	2,3477	0,37	94,82%	26/11/08	283%	3,3731	3,2751	0,2687			
3	2	5		Avatar Holding	25,1072	0,25	97,70%	26/11/08	405%	31,8352	29,1857	0,2162			
2	2	4		Chromcraft Revington	2,3584	0,44	74,91%	04/06/09	366%	3,5742	4,7993	0,2146			
2	0	2		Trans World Entertainment	3,9495	0,58	63,20%	08/06/09	110%	4,8390					
2	0	2		Qiao Xing Universal Ressource	3,6876	0,23	100,41%	28/07/09	651%	6,3897	3,8094	0,2234			
0	3	3		Parlux Fragrance	4,5560	0,72	91,23%	28/07/09	45%	4,7448					
2	2	4		Meade Instrument	7,5546	0,42	105,15%	29/07/09	186%	8,9923					
3	2	5		Adler Real Estate			75,55%	07/08/09	242%	1,7219					
2	2	4		Winland Electronics	0,4665	0,85	104,22%	05/11/09	205%	1,0722	1,2114	0,3281			
3	3	6		SigmaTron International	5,9140	0,65	48,48%	13/11/09	234%	12,8928	8,4677	0,4558			
2	1	3		Infosonics	0,7440	0,98	183,25%	06/05/10	86%	1,3591					
3	1	4		Leeds Group PLC	31,7600	0,54	73,79%	27/08/10	147%	42,00	37,19	0,4571			
3	1	4		Entorian Technologies	7,3326	0,37	112,77%	11/10/10	201%	8,1311	7,7642	0,3477			
3	2	5		Vianini Industria	2,0986	0,57	184,75%	19/10/10	187%	3,4388	2,6425	0,4541			
2	0	2		China Crescent	0,0053	0,06	80,23%	19/01/11	2300%	0,0072					
3	0	3		MBL Group	59,6600	0,08	41,30%	05/07/11	1472%	70,7600					
3	2	5		Giga-Tronics Inc	2,2679	0,71	105,40%	11/10/11	189%	4,6247					
3	1	4		PV Crystalox Solar	15,2863	0,35	85,67%	05/11/11	954%	55,9697					
3	2	5		Book-A-Million	3,2886	0,72	42,80%	11/11/11	202%	7,1613					
3	1	4		Les Nouveaux Constructeurs	9,9352	0,52	47,44%	14/11/11	146%	12,6481					
2	3	5		Avalon			93,28%	02/09/09	278%	10,20	8,2520	0,3272			
3	0	3		Bodisen Biotech			93,30%	10/11/09	332%	1,4692	0,6718	0,5061			
3	1	4		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	112%	0,7804	0,2603	1,4122			
3	3	6		Exacompta - Clairefontaine			68,02%	30/11/09	352%	298,61	199,83	0,3303			
2	2	4		Gevelot			75,00%	09/12/09	160%	129,82	60,37	0,8281			
0	2	2		SAM			89,09%	11/01/10	68%	56,67	55,19	0,6117			
3	2	5		Scott Liquid Gold			56,06%	14/04/10	499%	0,7524	1,0777	0,1670			
3	2	5		Irce			45,11%	31/05/10	216%	5,5299	3,5368	0,4951			
3	1	4		Hutchinson Technology			61,46%	31/08/10	378%	8,5651	6,5388	0,2738			
3	1	4		Natuzzi			72,99%	19/01/11	221%	7,8229	6,6045	0,3694			
0	2	2		Conn's			47,19%	21/01/11	0%	11,955	1,7921	6,6514			
3	2	5		Duckwall-Alco Store			47,72%	27/07/11	192%	26,780	19,4040	0,4721			
1	3	4		Key Tronic Corp			58,99%	11/10/11	28%	6,165	5,6534	0,8526			
3	2	5		Crown van Gelder			59,89%	12/10/11	288%	13,659	6,4944	0,5420			
3	3	6		Peels Hotel			54,86%	12/10/11	287%	156,790	72,2700	0,5601			
1	3	4		ADDvantage Technologies			86,02%	23/11/11	63%	3,299	3,1284	0,6457			
3	0	3		Jemtec			577,10%	25/01/11	125%	1,4620			1,4278	0,4552	76%
3	0	3		BFS Entertainment&Multimédia			66,58%	25/01/11	268%	0,4786			0,4786	0,2716	6%
1	3	4		Maiteries Franco-Belge			82,13%	14/04/11	58%	246,23			246,23	0,6340	26%
3	1	4		Renewable Energy Corp ASA			0,00%	30/11/11	256%	13,85			13,85	0,2809	10%
3	0	3		Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	119%	5,2900					
2	0	2		Eastern European Property				28/04/11	67%	118,43					
3	0	3		Elephant Capital PLC				28/06/11	83%	63,00					
2	0	2		Vietnam Holding				04/11/11	59%	1,16					
2	3	5		Luxempart				28/06/11	63%	35,00					
3	1	4		Oceana Gold Corp				14/10/11	219%	8,35					
3	2	5		Dundee Precious Metal				14/10/11	135%	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	
				Devise	Euro		Devise	Euro	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	4,50	0,05	-61,74%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	71,00	0,83	22,27%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	40,40	0,79	09/06/11	40,48	0,47	-40,10%
4	USD	TGAL	Tegal	2,08	1,44	09/06/11	2,33	1,75	21,87%
5	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	34,50	0,40	0,94%
6	USD	DUCK	Duckwall Alco	10,30	7,34	09/08/11	9,16	6,90	-6,01%
7	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	2,54	1,91	-8,40%
8	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5,94	5,56	08/09/11	5,15	5,15	-7,37%
9	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	3,96	4,05	08/09/11	3,52	3,52	-13,09%
10	USD	PARF.OB	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	14,74	11,10	0,38%
11	USD	KTCC	Key-Tronic	4,43	2,56	07/10/11	4,82	3,63	42,03%
12	USD	GIGA	GigaTronics	1,30	0,9397	09/11/11	1,60	1,21	28,24%
13	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	5,31	0,06	-37,38%

Sociétés Analysées - Ratios et Notations									
Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	Ratio
			Risque			Cours			
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)						
			MBL Group					En Portefeuille	
			Eastern European Property					En Portefeuille	
			Peels Hotels					En Portefeuille	
3	0	3	Tegal	3,844	0,6061	311,20%	115%	5,01	
			Elephant Capital					En Portefeuille	
			Duckwall Alco					En Portefeuille	
			Coast Distribution System					En Portefeuille	
			LesNouveauConstructeurs					En Portefeuille	
			Crown Van Gelder					En Portefeuille	
3	2	5	Paradise Inc	24,554	0,6003	91,41%	134%	34,55	36,42
			Key-Tronic					En Portefeuille	
			GigaTronics					En Portefeuille	
			PV Crystalox Solar					En Portefeuille	

News de nos sociétés



Avalon (USA) Ticker : AWW

Notre exploitant de golf et gestionnaire de déchets nous propose des résultats 3Q tout-à-fait acceptables. Sur les 9 premiers mois de l'année, l'entreprise génère du bénéfice, certes symbolique, mais bénéfice quand-même. Tant les activités « golf » que « déchets » sont en croissance. Le cash-flow reste évidemment toujours très appréciable.

Avatar Holding (USA) Ticker : AVTR

Le cours de la société continue à s'enfoncer, tel le Titanic, lentement mais sûrement. A la crise immobilière américaine s'est ajouté le fait que la direction de l'entreprise a poursuivi son travail de « nettoyage de bilan » en actant de nouvelles réductions de valeur sur son immobilier. Nous comprenons que cette direction, en fonction récemment rappelons-le, veuille faire place nette en accumulant les pertes cette année, pertes qu'elle pourrait ainsi attribuer à l'ancien CEO, pour ensuite « booster » les résultats l'année prochaine. Suite à cette opération, la VANT de la société est descendue à 22 usd, ce qui au cours actuel, laisse toujours une marge de sécurité appréciable ... tellement appréciable que, comme vous le savez, nous venons de renforcer considérablement cette ligne de notre portefeuille.

Barrat Development (UK) Ticker : BDEV.L

Ce constructeur britannique que nous aimons bien vient d'annoncer de bonnes choses à l'occasion de la présentation de son point Q3. Une augmentation des réservations de 25,9 %, un prix moyen de vente en hausse de 7 % et un chiffre d'affaires en hausse de 15,3 %. La direction reste néanmoins prudente à long terme en raison de la raréfaction de l'offre de crédit immobilier.

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

Les résultats du premier trimestre clos le 6 août ne sont pas bons du tout. Baisse des ventes, baisse du taux de marge brute et hausse des frais généraux : forcément, ces trois événements conjugués n'ont pu conduire qu'à un résultat déficitaire et, par la force des choses, une diminution de la VANT. La direction n'avance guère d'explication pour expliquer ce phénomène si ce n'est les mauvaises conditions économiques. La VANT reste tout de même à un niveau qui

News de nos sociétés

représente plus du double de notre coût d'achat et le triple du cours actuel, à 0,46 CAD.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Notre fabricant de produits numériques pour le marché du câble a présenté ses résultats Q3. Une légère perte cumulée de 0,04 usd par action... Si nous retraitions cette perte en y ajoutant les frais de R&D qui, pour nous, augmentent la valeur de la société grâce à l'apport de know-how qui constitue de la « richesse cachée », le résultat aurait été bénéficiaire pour 0,28 usd par action. Ajoutons que plus de la moitié de la perte résulte de réduction de valeur sur stock (0,029 usd) signe de prudence de la direction et charge non décaissée et vous comprendrez, cher(e) abonné(e), que nous maintenons notre confiance dans cette société.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BCCZ

Des résultats toujours déficitaires pour notre producteur d'engrais. Résultats déficitaires partiellement relativisés par le fait qu'ils ont été causés essentiellement par des réductions de valeur et des provisions pour créances douteuses. La direction attribue ces résultats médiocres à la hausse des coûts des matières premières (argument récurrent dans ses reportings), une baisse du pouvoir d'achat des agriculteurs chinois, des pluies importantes en été ayant entraîné des inondations dans certaines régions et une augmentation des frais de marketing dans l'espoir de relancer les ventes. La VANT reste cependant bien supérieure au cours actuel en s'établissant à 1,40 usd.

Books-A-Million (USA) Ticker : BAMM

Depuis notre achat du 11 novembre 2011, la société a ouvert 6 magasins supplémentaires. A Cumberland, Niles, Exton, Southern Pines le 23 novembre, dans la région de Philadelphie le 28 novembre et à Pennsdale le 29 novembre. Nous pensons que c'est une excellente nouvelle pour tous les actionnaires de la société, d'autant plus à l'approche des fêtes.

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC

Chromcraft continue à s'enfoncer dans la médiocrité et à détruire de la « valeur actionnaire » de manière systématique. Une nouvelle perte trimestrielle qui semble laisser la direction imperturbable. Quand donc un acteur du secteur décidera-t-il de racheter la société et de virer cette bande d'incapables?

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Malgré des conditions de marché difficile, notre fabricant d'équipement pour la navigation de plaisance présente, pour les 3 premiers trimestres 2011, un léger bénéfice. On peut cependant s'attendre, en raison de la saisonnalité de l'activité, à un quatrième trimestre de moins bonne facture.

Conn's (USA) Ticker : CONN

Ce « baromètre » du moral du consommateur américain a annoncé des ventes en hausse de 12,4 % pour le 3e trimestre, clos le 31/10 et à magasins compa-

News de nos sociétés

rables, c'est même mieux : 18,9 % de hausse ! Et apparemment, ce n'est pas fini : le "Black Friday", vous savez le jour où, pour digérer leur dinde, les américains se ruent dans les magasins pour acheter un maximum en agitant leur carte de crédit, le "Black Friday" disions-nous a été cette année d'excellente facture aux "States". Et il semblerait que le secteur de l'électronique grand public soit justement parmi les grands bénéficiaires de ce phénomène.

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

Le papetier hollandais a publié un point d'activité au troisième trimestre 2011. L'entreprise s'attend à une perte nette comprise entre -3 M EUR et -4 M EUR, du fait d'un prix des matières premières (la pâte à papier) très élevé et d'une demande en baisse. Ses ventes sont attendues en baisse de 4% sur le second semestre par rapport à 2010. La direction s'attend à une amélioration des marges en 2012 du fait de la baisse actuelle des matières premières. Pour faire face à une conjoncture particulièrement morose, l'entreprise a réduit ses coûts et prévoit des dépenses d'investissement de -4 M EUR au lieu des -6 M EUR initialement budgétées. Pour renforcer sa position dans une perspective de long terme, la société a embauché un conseiller pour scruter des opportunités sur le marché. Quelques opportunités ont été identifiées. Une communication spécifique sera diffusée dès que des discussions sérieuses seront enclenchées.

Cycle Country Accessories (USA) Ticker : ATC

La société a annoncé la vente, à son fondateur originel Doug Koelfen, de sa marque de filtre à huile Perf-form. Cycle Country Accessories avait acquis cette marque en 2002. Aucune donnée financière n'a été communiquée. Après la vente de son activité d'accessoires pour quad, l'entreprise poursuit son démantèlement par petits morceaux. La seule inconnue est de savoir si toutes ces opérations vont créer de la valeur pour l'actionnaire.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

La compagnie minière a sorti de superbes résultats pour son T3 2011. La société a profité d'une plus grosse production sur la période et d'un cours de l'or (+39%) et du cuivre (+24%) plus élevés qu'au T3 2010. Ainsi le CA sur 9 mois ressort à 250 M USD versus 140 M USD en 2011. Les profits atteignent un niveau historique à 63,4 M USD sur les 9 premiers mois de l'année, alors qu'ils étaient que de 1,5 M USD en 2010. Le PDG de l'entreprise, Jonathan Goodman, s'attend à une production encore en hausse pour la fin de l'année 2011 et le premier semestre 2012 grâce aux mines Chelopech et NCS qui devraient achever leur projet d'expansion.

Autre bonne nouvelle, malgré un important programme d'investissement de 87,4 M USD sur 2011 pour accroître la productivité des mines Chelopech et NCS, l'entreprise a dans ses coffres encore 159 M USD et 81 M USD en investissements divers (participations dans des minières). Ce qui permet à Dundee Precious Metal de préparer sereinement ses campagnes d'exploration. A noter que ses programmes d'exploration en Arménie, Bulgarie, tout comme en Serbie à travers ses participations, assurent l'avenir de la minière.

News de nos sociétés

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Du changement dans le management : Pramath Raj Sinha est remplacé par un administrateur indépendant: Vikram Lall. Ce nouveau management est désigné pour mettre en œuvre la nouvelle stratégie du fond fermé : se concentrer sur les actifs en portefeuille.

La nouvelle équipe ne s'est pas faire attendre, quelques jours après cette annonce, nous informe via un communiqué que le fond spécialisé sur le marché indien a investi 0,47 M GBP supplémentaires dans sa participation Air Works, augmentant ainsi sa part de 0,7% pour la porter à 5,5% du spécialiste de la maintenance aéronautique indienne.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK

En 1 mois, le titre a chuté de près de 20%. La raison ? Des résultats sur le T3 2011 exécrables : près de -8 M USD de pertes sur le trimestre à cause d'un niveau d'activité très faible et des charges non récurrentes liées à des dépréciations de stocks (ancienne génération de produits essentiellement) et des coûts liés à des garanties sur ses produits.

Nous restons confiants sur le titre, car les fonds propres tangibles sont à 24 M USD pour une capitalisation inférieure à 10 M USD. La marge de sécurité reste importante.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Notre papetier vosgien préféré a publié son chiffre d'affaires du troisième trimestre. Il est en hausse de 2,61% par rapport à la même période de 2010 et atteint 408 M EUR. La société précise qu'elle subit un effet ciseau négatif : un prix de la pâte à papier élevé et une pression sur le prix de vente, ce qui pénalise sa profitabilité.

Nous notons cependant 2 points encourageants :

- 1) le cours de la pâte à papier (NBSK en USD / tonne) a atteint un plus haut en juillet à 1 004,4 pour arriver en octobre à 943,6. Cette baisse de 6% n'est pas exceptionnelle, mais annonce peut être un retournement de tendance.
- 2) Exacompta Clairefontaine profite de la crise en prenant des parts de marché en France et en Europe.

Enfin, l'entreprise annonce avoir tiré 60 M EUR sur sa ligne de crédit pour financer ses stocks et ses investissements.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

L'entreprise technologique a publié ses comptes annuels arrêtés au 25/09/2011. L'activité est en baisse de 20% sur l'exercice et les pertes quasiment stables à -56 M USD versus -59 M USD en 2011. Ce qui nous rassure, c'est que la R&D n'a pas été sacrifiée et s'élève à 15 M USD. La VANT ressort à 8,82 USD par action. Au cours actuel, le potentiel est supérieur à +400%. Le trésor de guerre s'élève à plus de 60 M USD.

Suite aux inondations en Thaïlande, la direction a annoncé que la nouvelle usine hyper moderne ne sera pas à nouveau opérationnelle avant plusieurs trimestres. L'activité a donc été renforcée aux US.

News de nos sociétés

Infsonics (USA) Ticker : IFON

Le rapport du troisième trimestre de la société arrêté au 30 septembre, ne propose pas de changement notable, même si le bilan de la société s'est très légèrement affaibli. La VANT s'établit à 1.3591\$. Nous notons juste une augmentation significative de la rotation des stocks qui passent à 42 jours alors qu'ils n'étaient que de 10 jours auparavant. Ceci nous a amenés à redresser la valeur Net-Net de la société de 0.59\$ par action et fixer ainsi une valeur Net-Net de 0.7440\$ par action.

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Sur les 9 premiers mois de l'année, notre daubasse italienne spécialisée dans le câble a augmenté son activité de 23%. Le résultat opérationnel est constant car l'essentiel de la hausse résulte de la hausse du cuivre (+21% sur la période). Les profits sont en hausse de 34% à 11,4 M EUR grâce à des gains financiers de plus de 3 M EUR contre -3 M EUR en 2010 du fait des gains sur la valeur des métaux. L'entreprise est valorisée à seulement 4x ses profits.

La direction se veut prudente pour le 4ème trimestre de l'année. Nous sommes néanmoins confiants dans cette daubasse qui fait des bénéfices et qui continue à s'échanger à 1,75 EUR par action pour une VANT de 5,35 EUR. Le potentiel reste donc intéressant.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Le spécialiste canadien de la surveillance a publié ses comptes annuels arrêtés au 31/07/2011. L'activité est en baisse de 12% et les pertes sont stables à -225 K CAD. Le cash dans les caisses est toujours abondant, puisqu'il représente 1,26 CAD par action. La VANT ressort à 1,38 CAD par action. Le cours actuel de 0,65 CAD est donc cadeau. Mais attention, car les échanges du titre sont anémiques : seulement quelques jours d'échange par mois.

Pour l'exercice à venir, le management s'attend à une perte de 72 K CAD, sans inclure des frais liés à la potentielle acquisition dont on nous parle depuis plus d'1 an pour utiliser le cash à bon escient. Nous n'avons plus qu'à espérer que la prochaine acquisition soit rapide et créatrice de valeur. Faute de cible intéressante, nous ne serions pas contre la distribution d'un bon gros dividende exceptionnel de 1 CAD ou plus!

Key Tronic (USA) Ticker : KTCC

Bon résultat pour le 1er trimestre de Key Tronic. Un chiffre d'affaires en hausse, un bénéfice de 0,12 usd par action, en diminution par rapport au même trimestre de l'année précédente, et des frais de R&D toujours importants. Néanmoins, la VANT s'est légèrement tassé, à 5,77 usd par action, en raison de moins-value latentes sur des contrats de change.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Lors de l'assemblée générale du 11 novembre, le président Kathryn Davenport a annoncé que les résultats seront légèrement supérieurs aux attentes malgré la pression sur les prix. Le second semestre reste cependant incertain du fait du contexte économique tendu.

News de nos sociétés

Il y a eu un changement au management. Peter Gyllenhammer a démissionné et a été remplacé par Jan Holmstrom, 58 ans, qui est expérimenté dans l'univers de l'assurance et la finance.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEM

Outre une prise de participation directe dans une filiale de SES, nous apprenons la constitution d'une filiale allemande dans le but de développer des prises de participations à long terme dans ce pays. Au 15/11, l'actif net de la holding s'élève toujours à 35,50 euros, pratiquement au même niveau qu'au 31/12/2010. Si on tient compte du paiement du dividende, nous pouvons tout de même apprécier la remarquable résistance de notre belle « Lulu » pendant la crise.

Malteries Franco-Belges (France) Ticker : MALT.PA

L'année 2011, comptes arrêtés au 10 juin 2011, est de nouveau de belle facture. Le chiffre d'affaires est en baisse de 2,3% et atteint 91 M EUR. Les profits sont en fortes baisses à 11 M EUR versus 16 M EUR en 2010. Ces résultats demeurent cependant excellents puisqu'ils correspondent à un profit de 22,5 EUR par action. La VANT par action de la Malterie ressort à 229,7 EUR par action. Cette VANT représente notre seuil de vente.

Sur le T1 2011, clôt au 30 septembre, l'activité est en baisse de 2,6% à 22 M EUR du fait d'un été pas assez chaud, notamment en France. La consommation de bière a légèrement baissé.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Par un premier communiqué, nous apprenions que la société va cesser ses activités et a fait déclarer insolvable l'une de ses filiales.

Cette annonce un peu abrupte nous procura prequ'instantanément « peur et douleur » car nous attendions pour cette entreprise un démantèlement dans l'ordre et la discipline. Pour tout vous avouer, nous avons un instant envisagé entre nous une vente de notre ligne car la Valeur de Mise en Liquidation Volontaire que nous avions calculée dans notre lettre de mai, sur base des comptes arrêtés au 30/06/2010 était négative. Néanmoins, un de nos abonnés qui semblait avoir parfaitement fait "ses devoirs" nous annonça quant à lui qu'il venait d'acheter... et nous fournit un communiqué plus complet que celui dont nous disposions qui détaillait un peu l'évènement et dans lequel il n'était pas question d'un arrêt complet et brutal mais plutôt d'une poursuite de la liquidation dans l'ordre et la discipline du groupe avec la cessation des activités de certaines filiales. Nous avons alors recalculé la VMLV sur base des comptes arrêtés au 31/12/2010 en utilisant les mêmes hypothèses que pour les comptes au 30/06/2010 et ... surprise ... la VMLV était positive à 30 pences ! En réalité, cela s'explique par le fait que la société a continué à générer du résultat d'exploitation jusqu'en septembre 2011 (date de la fin effective de son contrat) et, surtout, qu'elle a bien travaillé à la réduction de son stock (sur lequel nous prenons une marge de sécurité importante dans le calcul de la VMLV) et qu'une partie des loyers futurs a été payée, renégociées ou incluse dans le coût de la restructuration. Bref, en utilisant exactement les mêmes marges de sécurité pour cha-

News de nos sociétés

cun des postes que celles que nous avons utilisées dans notre lettre de mai, nous passons d'une VLMV négative de 23 pences à une VMLV positive de 30 pences, soit, tout de même, 7 X le cours actuel. Les comptes au 30/06/2011 seront publiés le 9 décembre et nous sommes curieux de voir ce que ça donnera.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Natuzzi a publié ses comptes au 30/09/2011. Sans surprise, l'activité est en baisse de 7,7% à 356,8 M EUR et les pertes réduites à -3,6 M EUR versus 9,6 M EUR sur la même période en 2010, uniquement grâce à l'indemnisation du gouvernement chinois sur l'expropriation de son usine originelle. Cependant, la trésorerie reste abondante à 58,8 M EUR et les fonds propres sont de 320,8 M EUR, ou 5,85 EUR par action ou encore 7,83 USD par action alors que le cours plafonne actuellement à 2,50 USD. Nous avons donc encore une belle marge de sécurité.

Le président Pasquale Natuzzi a annoncé que les conditions de marché étaient mauvaises dans les pays matures (Italie, USA et Europe de l'Ouest), mais que la hausse de 8,7% des ventes dans le reste du monde, principalement les pays émergents, étaient encourageants. Il précise par ailleurs que le transfert de l'usine chinoise a impacté négativement les ventes en Amérique du Nord et qu'elle allait dorénavant tourner à plein régime.

Paradise Inc (USA) Ticker: PARF.OB

La société Paradise signe un excellent trimestre clôturé au 30 septembre, avec une VANT de 35.9510\$. Les ventes sont en augmentation de 8% et le résultat opérationnel s'est apprécié de 26% sur les neufs premiers mois de l'année, comparé à la même période de l'année 2010. Les profits net sont de 46% supérieurs, comparé aux 9 mois précédents.

Souvenez-vous de notre analyse dans laquelle nous nous demandions pourquoi nous retrouvions cette société à ce prix qui nous obligeait à l'avoir estampillée « Daubasse ».

Le potentiel calculé sur la Valeur d'Actif Net Estate qui, nous vous le rappelons, est supérieur à la VANT et qui s'établit à 37.7301\$, est de 135% au cours actuel de 14.85\$.

Parlux Fragrance (USA) Ticker : PARL

Après tout les accords de licences passés ces derniers temps, et un communiqué des résultats dont nous vous parlions le mois passé, notre parfumeur préféré a rendu public son rapport trimestriel arrêté au 30 septembre. Les nouvelles sont bonnes. La société augmente de 4% sa valeur d'actif net tangible, pour la fixer à 4.7448\$. La rotation de ses stocks de 247 jours est repassée sous la moyenne de ces trois dernières années qui était de 251 jours et qui efface le retraitement que nous opérions sur la valeur Net-Net. Les marges bruts sont en augmentation de 14% et la société a dégagé sur les trois derniers mois écoulés, des profits nets 3 fois supérieurs à ce qu'elle avait dégagé sur ce même trimestre en 2010. Nous considérons dès aujourd'hui que Parlux Fragrance a surmonté ses difficultés qui nous l'ont fait ranger dans la catégorie "Daubasses" et pour notre plus grand plaisir, ne va certainement pas tarder à atteindre sa va-

News de nos sociétés

leur d'actif Net Tangible qui nous procurera un bond supplémentaire de 40% et finira sa course en bagger.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Un peu d'auto-dérision, par rapport à notre premier achat s'impose. Votre « équipe préférée », s'est mobilisée sur cette société qu'il lui est apparue comme une occasion des grands jours. Nous avons sacrifié notre temps et plus encore, pour ne pas rater un possible rebond important après une première chute de 40% qui a vu le cours passer de 13 pences à... 7 pences. Mais en fait, ce que nous n'avons pas raté, c'est la chute suivante de 50% supplémentaires qui a amené le cours à un plus bas de 3.80 pences.

Deux différences que nous jugeons majeures nous ont permis de renforcer notre position, et de finalement la doubler en rachetant 45 000 actions supplémentaires à 3.91 pences.

La première différence par rapport aux autres acteurs du secteur, c'est le cash détenu par la société qui s'élève à 18 pences par action et qui permettra à la société de résister au surplus de production actuel.

La seconde différence, c'est que nous n'avons pas affaire ici à une direction de « Daubasse », du style Taitron. La preuve la plus évidente sont les mesures rapides qui ont été prises avec la fermeture sans doute temporaire d'unités de production. Dans le but évident de réduire les pertes au maximum, en attendant que le surplus de production se résorbe.

Qiao Xing Universal Ressource (Chine) Ticker : XING

Nouvelles en sens diverses pour cette chinoiserie. Tout d'abord, le Nasdaq lui a fait savoir qu'elle a jusqu'au 30 avril 2012 pour pousser le cours de son action au-dessus de 1 usd. Dans le cas contraire, cette dernière sera radiée du Nasdaq et risque donc de se retrouver dans le « bric-à-brac » des Pink Sheet. Ceci dit, nous n'avons jamais compris l'intérêt de cette ostracisme sur les « penny stocks » mais bon... passons. Nous apprenons aussi un changement de CEO à la tête de la société mais n'avons aucune idée sur le fait que ce soit une bonne ou une mauvaise nouvelle. La société continue également de diversifier son portefeuille de ressources naturelles en acquérant une mine de marbre. Pour financer cette acquisition, il est possible que Qiao Xing doive obtenir un prêt de sa filiale Qiao Xing Mobil qui regorge de cash. A propos de Qiao Xing Mobil d'ailleurs, après le vaudeville de « l'OPA manquée », la direction assure toujours chercher une solution stratégique pour cette encombrante filiale. Nous verrons...

SAM (France) Ticker : SAMP.PA

Le chiffre d'affaires des 9 premiers mois est en hausse de 7 %. Hors acquisition, la hausse aurait été limitée à 3,1 %. Néanmoins, il faut noter que la comparaison reste défavorable : l'année dernière, SAM avait bénéficié d'un énorme marché non récurrent à l'international. Notons aussi que l'international continue de contribuer à la croissance du fabricant d'outillage à main avec une croissance de 42,8 %, hors impact de ce fameux marché.

News de nos sociétés

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD.OB

Avec le rapport du 30 novembre de notre « marchand de savon », nous pouvons dire que les bonnes nouvelles s'enchaînent. La valeur de l'actif net tangible est en augmentation de 4% pour s'établir à 0.7724\$. Ceci est dû à un bond du chiffre d'affaire sur les 9 premiers mois de l'année, comparé à l'année 2010, de 13%. Le revenu opérationnel se chiffre à 0.02\$ par action, alors qu'un an plutôt sur la même période il était négatif à -0.03\$ par action. Les profits nets sont également positifs.

Rappelez-vous les news précédentes, dans lesquelles la direction nous expliquait qu'elle allait laisser tomber la vente au particulier pour se concentrer sur les grossistes. Il semble donc que ce qui a été dit se traduit dans le bilan. Vous avez certainement remarqué dans ces news que nous ne sommes jamais tendres avec les directions de nos « daubasses », mais il est forcé de constater que la direction de Scott Liquid Gold est parvenue à traduire ses décisions dans le bilan, ce que nous apprécions à sa juste valeur.

Cela dit, le potentiel de la société reste important avec 330%, ce qui nous réjouit également.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Le rapport trimestriel arrêté au 30 septembre, nous a permis une nouvelle fois de constater qu'il n'y avait rien de fondamentalement nouveau dans le bilan de Taitron. Hormis toujours la même légère érosion de la valeur patrimoniale de la société. La valeur d'actif net tangible s'établit à 3.3731\$, en léger recul de 1% par rapport au bilan précédent. Les ventes sur les 9 premiers mois de l'année sont en recul de 4% et nous observons également une augmentation des dépenses opérationnelles de 11% et les pertes opérationnelles ont augmenté de 68%. Si ces chiffres et leur régression exprimée en pourcentage, pourrait être perçus comme dramatique, il est important à notre sens et sans vouloir le moins du monde relativiser ces pertes, parler de chiffres. La perte opérationnelle qui était de 295 milles \$ sur les 9 premier mois de 2010 est aujourd'hui de 497 milles dollar... Et cette pertes rapportée au fond propre de 18 millions c'est 2.76%...

Ce qui ne nous amuse pas avec cette société, c'est évidemment que depuis 3 ans, soit sur 12 bilans, nous n'observons aucune amélioration.

Ceci dit, pour tenter de rester le plus objectif possible, on pourrait également envisager que la société Taitron est LA société cyclique par excellence et que son bilan ne redeviendra positif qu'avec une amélioration de la situation macro-économique. C'est un peu son activité de pièces informatiques, d'une grande banalité et sa dépendance importante à la santé économique de la région dans laquelle ils vendent leurs pièces, qui nous fait envisager cette piste.

Si cette hypothèse est certainement réaliste, le fait qu'elle enregistre seulement de petites pertes est finalement un avantage, non négligeable, qui lui permet alors d'attendre en toute quiétude des jours meilleurs.

Tandy Brands Accessories (USA) Ticker : TBAC

Après les deux accords de licence que nous pointions en septembre, on peut dire qu'il ne s'est rien passé de concret dans le bilan trimestriel clôturé fin sep-

News de nos sociétés

tembre. Mais il est vrai que c'est un peu tôt. Ce qui saute aux yeux dans ce bilan, c'est une augmentation assez forte des stocks qui fait passer le nombre de jours de rotation à 217 au lieu de 153 jours observés sur la moyenne des 3 dernières années. Nous avons donc dû retraiter la valeur d'actif Net-Net et Net Estate de près de 1.084\$ par action. La valeur d'actif Net tangible est également en régression à 3.4993\$ par action. Ceci est dû à plusieurs éléments, tout d'abord un endettement qui a bondi de plus de 25% et qui pousse même la solvabilité de la société au bord des limites que nous admettons (40%) à 40.57%. De plus, ce nouveau trimestre enregistre de nouvelles pertes.

Nous notons quand même que les dépenses opérationnelles ont été réduites de 22%, ce qui permet malgré tout à la perte opérationnelle d'être pratiquement 4 fois moins importante que sur le même trimestre en 2010. Vous l'aurez compris, rien de très positif. Même si l'on peut imaginer que les accords de licences sur de nouveaux produits ont augmenté les stocks et peut-être également l'endettement. Nous pensons en conclusion de ces news, que le prochain rapport sera crucial pour la société, dans le sens où nous aimerions voir se traduire en chiffres positifs les accords de licence.

Tegal (USA) Ticker : TGAL

La société devenue momentanément (du moins nous l'espérons) une coquille vide a publié des résultats semestriels sans vente et, forcément, avec une nouvelle perte. Néanmoins, un autre événement à attirer notre attention : la direction semble avoir décidé de donner un nouveau souffle à l'entreprise et donc choisi la voie de la « résurrection » plutôt que celle de la mise en liquidation. En effet, une petite partie de la trésorerie du groupe vient d'être affectée à l'acquisition de la société Nanovibronix qui développe des produits thérapeutiques faisant appel à la technologie des ultrasons. Elle a notamment mis au point un premier produit qui permet le traitement des tendinites.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Les résultats du troisième trimestre n'étant pas encore disponibles, nous notons juste comme information du mois, le changement suivant dans la direction : Monsieur Tom Seaver est nommé directeur financier et remplace monsieur John Sullivan.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Au 30/09/2011, l'entreprise spécialiste du béton a publié un résultat positif à hauteur de 862 K EUR, essentiellement grâce aux dividendes reçus de ses participations financières, son résultat opérationnel atteignant seulement 97 K EUR. Nous vous rappelons que l'entreprise possède des actions de l'assurance italien Generali et du cimentier Cementir Holding. Deux entreprises qui subissent de plein fouet la crise italienne actuelle. Néanmoins, la VANT de Vianini Industria ressort à plus de 103 M EUR sans dette et un excellent ratio de solvabilité.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net de Vietnam Holding ressort à 1,14 USD par action. Par rapport à son cours actuel de 0,72 USD, la décote de plus de 30% nous procure une belle

News de nos sociétés

marge de sécurité sur ce fond fermé qui, nous le rappelons, est essentiellement constitué d'actions cotées sur le marché vietnamien. Le fond estime son multiple de profits à x7,47 et sa première participation est toujours Vinamilk, le géant local des produits laitiers.

Winland Electronics (USA) Ticker : WEX

La société Winland a publié son rapport trimestriel clôturé au 30 septembre 2011. Et nous constatons que la valeur patrimoniale de la société est en légère régression. La VANT s'établit à 1.0722\$. Nous observons une augmentation de la rotation des stocks à 67 jours alors qu'il était auparavant de 42 jours. Ceci nous a amené à retraiter la VANN et la VANE de 0.0037\$ par action. Et la Valeur d'actif Net-Estate qui est plus élevée que la VANT, s'élève après ce retraitement à 1.2114\$. Les ventes ont tout de même augmenté de 9%, mais le coût des produits, quant à lui, bondit de 28% et ceci sur les neuf premiers mois de l'année, comparé à la même période en 2010. Si le résultat opérationnel réduit ses pertes de 30%, c'est principalement dû à la réduction des coûts administratifs et toujours sur 9 mois, comparé à la même période de 2010.



Analyses de société

ADDvantage Technologies Group Inc

(Nasdaq, Ticker: AEY / ISIN : US0067433062)

I. Introduction



ADDvantage Technologies Group est un distributeur de produits électroniques pour l'industrie de la télévision par câble. Ses produits sont utilisés pour la diffusion de signaux de communication que ce soit

par fibres optiques, câbles ou système de communication sans fil. Elle vend, entre autres, des produits Cisco, Motorola, Fujitsu et ... d'une vieille connaissance : Blonder Tongue, présente dans le portefeuille du club.

Les clients de la société sont des câblo-opérateurs et des fournisseurs de services de communication comme la télévision, l'internet et la téléphonie.

Elle vend aussi en direct et peut procéder elle-même à des réparations et assurer le service technique pour le compte des marques qu'elle distribue.

La clientèle est relativement diversifiée : le plus gros client représente 9 % du chiffre d'affaires, les 5 plus gros 26 % et la société possède un fichier « clients » comprenant 1300 références.

Ses ventes sont réalisées au travers d'un réseau de filiales régionales. 85 % d'entre elles sont réalisées aux Etats-Unis mais l'entreprise exporte aussi vers l'Amérique latine et le Canada.

L'accord de distribution avec Cisco, son principal fournisseur, qui est arrivé à expiration fin 2010 n'a pas été renouvelé, ce qui explique l'atterrissage assez brutal du cours. Cisco représentait en 2010 un peu plus de 30 % de ses achats totaux.

Dorénavant, ADDVantage ne pourra plus commander directement les produits Cisco mais devra passer par l'intermédiaire d'un autre revendeur. Ceci entraîne plusieurs inconvénients : la société ne peut plus vendre qu'à des consommateurs finaux et non à d'autres revendeurs. Les exportations en dehors des US pour ces produits lui sont également interdites. On peut également supposer que les prix d'achat seront un peu plus élevés à présent.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 30/06/2011. En raison du collatéral tangible un peu plus faible que sur les autres sociétés que nous acquérons, nous avons tenté de constituer notre ligne à un cours bas. Nous n'avons finalement pu obtenir toutes les actions que nous souhaitions. Le coût de revient, frais de courtage inclus de notre ligne, s'élève à 1,93 usd.

Analyses de société

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

A notre coût d'achat de 1,93 usd, nous pouvons acquérir un actif courant de 4,30 usd duquel nous déduisons les dettes représentant 1,73 usd. La VANN s'établit donc à 2,56 usd.

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

Nous remarquons des immeubles acquis par la société pour 0,71 usd par action. Après application de notre traditionnelle marge de sécurité, nous obtenons une VANE de 3,13 usd.

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



Nous revenons sur l'actif courant et particulièrement le stock qui en est, et de loin, le principal poste. Il représente 2,62 usd par action. Notre inquiétude provient du fait que sa rotation est particulièrement lente : en moyenne, un article reste 392 jours en stock avant d'être vendu. Et en plus, cette rotation tend à ralentir par rapport aux exercices précédents. Certes, nous comprenons qu'un revendeur se doit de détenir un stock suffisant pour répondre à l'ensemble des besoins de sa clientèle, c'est même essentiellement son rôle en tant qu'intermédiaire entre le fabricant et le client final. Nous constatons aussi que la direction ne lésine pas sur les réductions de valeur : l'équivalent de 7,9 % de la valeur d'acquisition des marchandises stockées a été acté dans les livres, ce qui dénote une certaine prudence quant à l'application des règles d'évaluation. Il n'empêche, dans un secteur où l'obsolescence technologique doit être assez forte, cet état de fait n'est pas pour nous plaire et nous décidons, d'autorité, d'amputer la valeur aux livres de l'inventaire de 40 % supplémentaires, soit 1,05 usd.

L'autre poste important de l'actif courant appelle moins de commentaire : il s'agit du cash détenu sur les comptes bancaires qui s'élève à 1,18 usd par action.

Le poste de créances semble bien maîtrisé : il ne « pèse » que 0,32 usd par action, ce qui signifie que les clients de ADDVantage paient en moyenne à 34 jours, ce qui nous semble excellent d'autant que ce délai a, contrairement au stock, tendance à diminuer avec le temps. La direction a, de surcroît, acté des provisions pour créances douteuses équivalentes à 8,4 % de l'encours. Bref, nous reprenons ce montant tel quel.

Par contre, dans l'optique d'une mise en liquidation de l'entreprise, nous ne reprenons pas le poste d'actif d'impôts différés et retirons donc 0,13 usd de valeur



Analyses de société

comptable.

Dans l'actif fixe, outre les immeubles abordés dans le calcul de la VANE, nous reprenons symboliquement les installations diverses pour 5 % de leur coût d'acquisition, soit 0,01 usd.



En matière de dilution, l'impact des stocks options sur la VMLV de ADD Vantage reste marginal et nous n'en tenons pas compte.

Hors bilan, nous relevons que, même si la société loue une partie des locaux qu'elle occupe, ces baux sont annuels. Autrement dit, il n'y a quasiment pas d'engagement à payer des loyers futurs.

En fonction de tous ces éléments, nous établissons la valeur d'ADDVantage en cas de mise en liquidation volontaire à 1,96 usd.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

ADDVantage est une daubasse qui génère régulièrement des profits. Son résultat d'exploitation moyen par action de ces cinq dernières années s'élève à 0,83 usd. Actualisé à 12 %, après application d'une décote de 35 % à titre d'impôt sur le résultat, nous obtenons un montant de 4,50 usd. Nous ajoutons la trésorerie de l'actif et déduisons les dettes financières et obtenons une VCB de 4,45 usd.

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

Comme vous venez de le voir, cher(e) lecteur (trice), ADDVantage est une société qui a généré pas mal de profits par le passé, tellement de profits même qu'elle est éligible au calcul de la VANTre : en effet, au cours des 5 dernières années, elle a généré un rendement sur capital investi moyen de 12,76 %. Nous tenons donc compte de la décote sur son actif net tangible qui s'élève à 3,30 usd.



VII. Conclusions

A notre coût d'achat de 1,93usd, nous avons donc acheté des actions ADDVantage avec des marges de sécurité de :

24,6 % sur la VANN
38,3 % sur la VANE

Analyses de société

56,6 % sur la VCB
41,5 % sur la VANTre

Evidemment, toute la question est de savoir comment la société pourra faire face aux deux difficultés auxquelles elle est confrontée, c'est-à-dire la perte de la possibilité d'acheter « en direct » chez Cisco et le ralentissement des investissements des câblo-opérateurs en raison des craintes de récession.

Pour notre part, nous pensons (espérons) que la perte de « l'exclusivité Cisco » n'aura qu'un impact limité sur la rentabilité de l'entreprise : certes, elle perd quelques marchés et ses marges brutes seront sous pression mais cela ne concerne finalement que 30 % de ses approvisionnements et, surtout, nous pensons que le fait de devoir acheter par un intermédiaire présente également des avantages comme celui, par exemple, de ne pas devoir tenir un stock « just-in-time » et des frais de logistique plus réduits.

Quand au ralentissement des investissements des câblo-opérateurs, nous pensons qu'ils sont momentanés : le passage de plus en plus fréquent au « triple play » qui oblige les fournisseurs d'accès à moderniser leur réseau devrait les inciter, tôt ou tard, à reprendre leurs achats.

D'ailleurs, les événements ont plutôt tendance à nous donner raison : pour l'année 2011 en cours (les comptes sont clôturés le 30/09, nous avons donc déjà 9 mois d'exploitation à disposition), ADDVantage présente toujours des résultats bénéficiaires ... en repli c'est vrai, mais largement bénéficiaires tout de même.



Analyses de société

Books-A-Million Inc.

(Nasdaq, Ticker: BAMM / ISIN : US0985701046)

I. Introduction

BOOKS·A·MILLION®
shop online at booksamillion.com

Fondée en 1917, Books-A-Million est au départ une librairie située au sud des Etats-Unis, en Alabama, pour être plus précis.

En 1987, la société lance ses premiers « Super Stores » (super et hyper-marchés) d'une surface comprise entre 800m² et 3900m² et les enseignes ont pour nom : *Books-A-Million*, *Books and Co.* et *2nd & Charles*.

La société possède également des magasins de plus petite taille généralement situés dans des centres commerciaux. Ces magasins de plus petite taille ont des surfaces variant entre 200 m² et 700 m², et les enseignes ont pour nom : *Bookland* et *Books-A-Million*.

Au niveau de l'emplacement de ces magasins, la direction nous explique qu'elle applique des critères de sélection standardisés dans les choix de ces sites. Sélection qui tient compte de nombreux facteurs : les données démographiques locales, l'opportunité d'accords de location disponibles, la proximité de leurs magasins existants, les magasins de leurs concurrents et le niveau global de l'activité de vente au détail de la zone.

En général, leurs magasins sont situés sur les grandes routes à grande circulation et possèdent un parking pour en faciliter au maximum l'accès. La direction négocie généralement des baux à court terme avec des options de renouvellement. Un contrôle périodique est effectué pour juger les tendances et les perspectives de rentabilité de chaque magasin. Ce qui permet surtout d'évaluer les magasins sous-performants et de prendre les solutions adéquates : fermeture, autre format ou déplacement vers de meilleurs endroits.

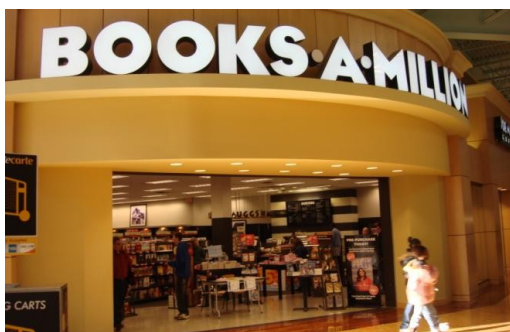


En janvier 2011, la société possédait 211 « Super Stores ».

Les hypermarchés proposent une vaste sélection de livres, de magazines, d'article divers : des cadeaux, cartes, objets à collectionner, de la musique, des DVD et des accessoires électroniques. La majorité des « Super Stores » incluent également un café Joe Muggs, qui propose des pâtisseries, des sandwiches, des friandises et des boissons.

Analyses de société

En janvier 2011, la société possédait également 30 magasins de plus petite taille situés dans des centres commerciaux.



Au niveau vente, la société possède également une activité de vente par internet, mais qui nous semble relativement embryonnaire, car le chiffre d'affaire ne représente que 6% et même si les actifs dédiés à l'activité ont plus que doublé entre juillet et janvier 2011.

Au niveau fonctionnement, qui nous semble très important dans ce type d'activité, très concurrentielle et où le stock est par la nature de l'activité toujours important, nous apprenons que la société compte 3000 fournisseurs. Et qu'en général, 80% du stock peut-être retourné au fournisseur selon les contrats. Ce qui réduit grandement le risque de désuétude de ce stock.

La principale concurrence, sur la partie magasins, et le segment « librairie » vient de *Barnes & Noble and Borders*, pour la vente en ligne, le concurrent principal est Amazon et pour la vente des autres produits la concurrence c'est Wall-Mart et Costco.

La société emploie 2600 personnes à temps plein et 2700 personnes à temps partiel, selon la saisonnalité. Car la société réalise 30% de ses ventes sur le dernier trimestre et dégage 76% de ses revenus opérationnels, sur les 3 derniers mois de l'année.

Voyons enfin la répartition du chiffre d'affaire par segment :

Livres et magazines : 75.6%
 Produits généraux : 9.7% (cadeaux, cartes, objet de collection, ...)
 Café : 4.8% (partie alimentation)
 Autres produits : 9.9% (DVD, CD, eBooks, ...)



Nous pouvons donc conclure cette intro en disant que l'activité est relativement simple à comprendre mais que la concurrence est extrêmement élevée.

Après cette mise en bouche, passons maintenant aux chiffres que nous avons extraits du bilan semestriel clôturé au 30 juillet 2011.

Le cours de la société au moment de cette analyse, soit le 8 novembre, était de 2.29\$

Analyses de société

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

L'actif courant de la société s'élève à 12.95\$ par action duquel nous déduisons l'endettement total de 9.72\$. Ce qui nous donne une valeur d'actif Net-Net de 3.2334\$.

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



La société possède des terrains et des immeubles au prix d'acquisition pour une valeur par action de 0.5960 \$. Amputé de 20%, notre marge de sécurité, nous obtenons une valeur Net Estate de 3.71\$.

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

Revenons donc sur les actifs de la société et commençons par l'**actif courant**. Le plus gros poste de l'actif courant sont bien évidemment les **stocks**, d'une valeur de 12.23\$ par action. Vous comprendrez très vite que cette évaluation du stock dans le calcul de la VMLV est essentielle. Nous apprenons tout d'abord que les stocks sont évalués au moindre du coût ou du prix du marché. Ensuite, les stock sont comptabilisés, selon la méthode LIFO (dernier entré, premier sorti). L'écart cumulatif entre le remplacement et le coût actuel des stocks, selon la méthode LIFO, vient en déduction de la valeur de remplacement. Cette valeur de remplacement du stock est quant'à elle, calculée selon la méthode FIFO (premier entré, premier sorti). Cette méthode de calcul nous semble assez logique au regard de l'activité et ne gonfle pas la valeur des stocks. Pour mieux comprendre le mécanisme du calcul de ce stock, nous vous renvoyons à l'un de nos articles sur le sujet à cette adresse : <http://www.daubasses.com/nos-articles/4-analyse-financiere/203-les-methodes-de-valorisation-des-stocks>.

En fait, si vous suivez l'exemple décrit dans l'article, l'exemple de stock FIFO est valorisé à 1250 alors que l'exemple LIFO est valorisé 1100. Ce que fait donc la direction de la société, c'est de considérer la valeur de remplacement à 1250 et de déduire l'écart entre le remplacement du stock et son coût actuel, soit de 150. Ce qui nous donne, dans le bilan, une valeur du stock de 1100, soit le calcul LIFO.

Avec les chiffres de la société, nous avons une valeur FIFO de 12.45\$, un écart de 0.22\$ et donc une valeur des stocks LIFO de 12.23\$.

Nous avons relevé des provisions pour rupture de stock dans le bilan annuel, mais pas dans le bilan trimestriel (ces provision sont calculées par rapport à l'historique des ruptures de stock).

Par contre, nous n'avons pas trouvé de provisions pour obsolescence de marchandise, ce qui tend à confirmer ce



Analyses de société

que nous vous expliquions dans l'introduction, à savoir que la direction négocie avec ses fournisseurs la reprise de 80% de ses invendus.

Après donc cet exposé de la situation que nous avons voulu la plus complète possible, nous décidons d'amputer les stocks de 30%. Notre raisonnement est très simple : aux 20% de marchandises non reprises annoncée par la direction, nous ajoutons une marge de sécurité de 10% supplémentaire. Nous reprenons donc les stock à 8.56\$.



Les postes suivants sont les **liquidités** que nous reprenons intégralement pour 0.31\$ par action. Viennent ensuite les **créances clients** que nous reprenons intégralement pour une valeur de 0.19\$ par action, car une provision pour paiement douteux a déjà été déduite de ce poste par la direction. Nous reprenons également intégralement les **créances des parties liées** de 0.01\$. Enfin, nous ne tenons

pas compte des **prépaiements et autres actifs**, qui consistent principalement en impôt différés.

Passons maintenant à l'**actif immobilisé**. Premier poste : les **propriétés et équipements**, que nous scindons en deux parties, les terrains et les immeubles que nous reprenons à 80% de leur valeur d'acquisition, soit 0.48\$. Nous reprenons ensuite pour 5% de leur valeur d'acquisition les équipements divers et le mobilier, soit une valeur de 0.45\$. Nous ne tenons pas compte des aménagements car les magasins sont en locations. Nous reprenons le poste **equity method investment** entièrement pour 0.16\$ par action. Il s'agit en fait d'une mise en équivalence d'une participation à hauteur de 40% dans la société *Yogurt Mountain Holding* qui propose 16 saveurs de yogurt et 50 garnitures, et qui est certainement vendu dans les librairies de Books-A-Million. Nous avons ensuite les **notes recevables**, ou effets à recevoir. Ce rapport a une entente de financement accordée à *Yogurt Mountain Holding* et qui sont garantis par l'ensemble des actifs. Nous reprenons ces effets à recevoir intégralement pour 0.06\$ par action.



Reprenons donc les valeurs de chaque post et voyons la valeur liquidative du « Book » :

Analyses de société

Actifs courants:

Stocks : 8.56\$
Liquidités : 1.80\$
Créances clients : 0.19\$
Créances aux parties liées : 0.01\$

Actifs immobilisés:

Terrains et immeubles : 0.48\$
Machines et équipements : 0.45\$
Participations dans Yogurt Mountain Holding : 0.16\$
Effet à recevoir : 0.06\$

Ce qui nous fait un actif total de 11.71\$ par actions.

Nous déduisons 9.72\$ d'endettement total. Et nous trouvons hors bilan des stocks options d'une valeur de 0.13\$ par action, que nous décidons de déduire car le prix moyen d'exercice est de 5.56\$ alors que la VANT de la société est de 7.04\$.



Nous avons enfin des leases courant jusqu'en 2022 d'une valeur 8.88\$ par action. Nous avons d'une part trouvé dans le rapport annuel, le passage dans lequel la direction explique qu'elle possède des options de renouvellement sur ces leases, mais évidemment sans détail.

Ce qui nous amène à penser

qu'en cas de mise en liquidation volontaire, ces options de non renouvellement seraient activées. D'autre part, nous pensons également que l'emplacement des magasins, qui semble quand même être choisi avec méticulosité par la direction, (rappelez-vous que ces endroits doivent être situés sur des axes routiers à grande circulation et avoir un parking pour en faciliter l'accès), devrait pouvoir trouver repreneur intéressé. Ces deux points nous amènent à reprendre ces leases pour 10% de leur valeur, soit 0.9\$ par action.

La valeur de la mise en liquidation volontaire est donc de 0.96\$ par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Voici donc une nouvelle « Daubasse » qui a généré des profits sur les 5 derniers exercices comptables.

Pour calculer la VCB de la société, nous prenons les résultats moyens d'exploita-

Analyses de société

tion des 5 dernières années (2006-2010), soit 1.42\$ par action, et amputons ce résultat d'un impôt de 34%, soit 0.48\$ par action. Ce qui nous donne 0.94\$ par action.

Nous actualisons au taux de 12%, ce qui nous donne une VCB de 7.83\$ par action.

A laquelle nous ajoutons 0.31\$ de liquidités. Et soustraire l'ensemble des dettes financières, d'une valeur de 1.80\$

La VCB ressort donc à 6.34\$.

VI. Conclusions

Au cours du 30 septembre 2011 (2.29 \$), il était possible d'acquérir des actions de Books-A-Million avec une marge de :

30 % sur la VANN
38 % sur la VANE
64 % sur la VCB

Nous avons identifié assez facilement pourquoi la société est proposée par le marché au prix actuel. En réalité, sur le semestre écoulé, la société accuse une perte de 0.41\$ par action, alors qu'un an plus tôt sur la même période, les profits étaient de 0.25\$ par action. Cette perte est justifiée par la direction, par le fait que les ventes de livres papier sont en perte de vitesse, premièrement dû au manque de best-sellers de qualité, et également à la glissade de ces livres papier vers des livres en version électronique disponibles sur tablette.



Mais nous observons malgré tout que le problème ne date peut-être pas d'un semestre, puisque le résultat opérationnel et les profits nets ont été divisés par deux depuis 2006.

Nous avons pu comprendre clairement que la société a mal négocié cette nouvelle tendance où le livre électronique prend petit à petit le pas sur le livre papier. Même si les actifs affectés au commerce en ligne ont doublé sur un an, le chiffre d'affaire généré reste marginal.

Il est donc clair que le challenge de la direction est d'amplifier les ventes de livres électroniques, et sans doute des journaux et magazines aussi.

Analyses de société

La question qui nous vient alors à l'esprit, c'est de savoir si les espaces gigantesques des magasins ont encore une raison d'être, même si l'on comprend bien que Books-A-Million est finalement plus qu'une simple librairie vendant des bouquins.

Nous ne sommes pas vraiment en mesure de trancher et c'est à notre sens face à cette incertitude que le marché a préféré *pricer* le pire.

D'un autre côté, nous jugeons que dans cette activité relativement simple à comprendre, deux évaluations sont extrêmement difficiles à effectuer : le stock et les leases.

Et le point central communs à ces deux postes est finalement que nous n'avons pas accès aux types de contrats pour les stocks et la reprise des invendus, et pour les leases, les contrats de locations et les options de renouvellement, qui peuvent évidemment changer complètement la valeur du « collatéral » qui n'est déjà pas très épais. Et si l'on couple cela à des profits qui s'évaporent lentement, la valeur de la VCB part également doucement en fumée.

C'est évidemment tout le paradoxe d'une « Daubasse » qui semble à éviter d'urgence quand on a creusé un peu.



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