

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

| | |
|---|--------------------------------|
| Edito | <u>page 3</u> |
| Portefeuille | <u>page 8</u> |
| Suivi des sociétés analysées | <u>page 10</u> |
| News de nos sociétés | <u>page 11</u> |
| Analyse de la société HF Company | <u>page 17</u> |
| Analyse de la société CSP International Fashion Group | <u>page 21</u> |
| Analyse de la société Cottin Frères | <u>page 26</u> |
| Pour mieux appréhender « les Daubasses » | <u>page 30</u> |

Edito



Un peu comme dans autre monde ...

Nous vous proposons dans cet éditto de début de grandes vacances, quelques réflexions légères, qu'il vous sera sans doute possible de méditer un peu, en bord de mer, étendu nonchalamment sur le sable à faire le plein de soleil. Et cela nous semble aussi possible d'y réfléchir si vous sirotez tranquillement un petit cocktail. Sauf évidemment, s'il y a des jolies filles dans les environs !

Première réflexion : Un peu comme dans un autre monde

En investissant dans les « Daubasses », nous avons parfois l'impression de ne pas être tout à fait dans le même monde d'investissement que les autres investisseurs. Et nous nous sommes demandés si finalement c'était juste une impression ou un fait bien réel.

Grâce à internet, toutes les informations circulent à grande vitesse, qu'elles aient attrait aux sociétés, à la macro économie, à la politique, ... Nous nous en abreuvons tout comme les autres investisseurs. On pourrait même dire qu'il n'est pas possible d'y échapper. Nous ne sommes donc pas vraiment dans un autre monde à ce niveau.

Que faisons nous de ces informations et dans quels mesures influencent-elles nos décisions d'investissement ? Finalement, nous n'en faisons pas grand chose et on peut également dire qu'elles n'influencent que très peu, pour ne pas dire presque pas, nos décisions d'investissements. Et pourtant, nous les lisons comme tout les investisseurs. Objectivement cela signifie que nous perdons un peu de notre temps à nous informer de choses qui ne nous sont pratiquement

Edito

d'aucune utilité. Seules des informations chiffrées et qui pourraient modifier la valeur patrimoniale des sociétés que nous possédons en portefeuille, nous sont réellement utiles. Peut-on parler de 1% du flot informatif ? Peut-être moins. Et c'est un peu là que tout en étant dans le même monde que les autres investisseurs, du moins sur la forme, nous sommes en quelques sortes dans un autre monde. Car une très grande majorité des investisseurs prennent toutes leurs décisions d'investissement en fonction des nouvelles sur les sociétés et plus particulièrement sur tout ce qui a une relation aux profits futurs, mais sont également conditionnés par la macro économie ainsi que par la politique.

Notre idée d'être un peu dans un autre monde est donc bien réelle, dans le sens où nous sommes finalement presque hermétique à ce qui s'y passe. Pour la simple raison que seuls les chiffres du bilan de la société nous dictent la marche à suivre et rien d'autre.

Prenons les trois phases de marché et comparons nos réactions ou nos aspirations à la majorité des investisseurs.

Le point mort – Marché plat – où l'incertitude règne.

Nous recherchons des valeurs décotées et comme il y en a très peu, nos listes s'allongent. Nous espérons que le marché va finir par baisser, pour que notre travail de recherche porte ses fruits.

La majorité des investisseurs attendent que cela se clarifie. Ils ont surtout peur que cela reparte à la baisse, et espère surtout un marché clairement haussier.

La marche arrière – Marché baissier.

Comme pour tout investisseur, le recul de l'ensemble du portefeuille est difficile à subir. Mais au lieu d'être focalisés sur les cours qui fondent, nous sommes focalisés sur ce que nous pouvons acheter, sur ce que le marché nous offre. Et nous devenons de plus en plus « radins », nous voulons encore moins cher et encore.

La majorité des investisseurs sont comme tétanisés par les baisses et à chaque nouveau jour dans le rouge, la douleur due aux pertes s'intensifie. Et puis, ils commencent à vendre, par petit morceau, en espérant que le marché va se reprendre... Puis ils se disent qu'ils auraient dû tout larguer dès la ventes des premier petits morceau... Mais comme cela baisse encore, ils commencent alors à larguer à n'importe quel prix...

La marche avant – Marché haussier.

Nous devenons presque spectateurs des effets positifs de notre travail qui se transforme en plus value dès le début du marché haussier et cela nous réjouit. Mais d'un autre côté, les marchés haussier nous énervent car les recherches ne

Edito

débouchent sur aucune trouvaille. Et nos listes se réduisent en peau de chagrin.

La majorité des investisseurs, encore « traumatisés » par la baisse, ratent au mieux les premières marches, car ils veulent voir de leurs propres yeux, du vert et des courbes ascendantes. Les plus traumatisés ratent parfois la moitié des marches de l'escalier en direction des étages supérieurs.

Deuxième réflexion : Investir en « Daubasses » peut-il améliorer votre vie sociale ?

A notre connaissance, nous n'avons jamais rencontré la moindre Daubasse ayant créé un objet dont tout le monde se sert, un produit « buzz », une belle nouveauté dont tout le monde parle.

Dans une réunion, il est plus aisé d'intercaler dans une conversation vantant les qualités d'un I-Phone, que vous êtes actionnaire d'Apple et que vous avez eu l'occasion d'entendre de vos propres oreilles Steve Job lors de l'assemblée générale 2009 à laquelle vous avez assisté. Aussitôt, vous risquez de piquer tellement la curiosité de vos interlocuteurs, interlocutrices, qu'ils vont peut-être se mettre à vous poser des questions. C'est rehaussant.

Si vous êtes actionnaires de Scott Liquid Gold, notre marchand de savon liquide préféré, vous aurez par contre toutes les peines du monde à le glisser dans la conversation, à moins que vous ne soyez entouré d'une horde d'aides ménagères... Et encore, comme vous n'avez pas la moindre idée de la qualité des savonnées de Scott Liquid Gold, vous n'avez même pas l'opportunité de parler du brillant du sol après nettoyage, ni de la fraîcheur persistante du produit à base de lavande... Vous êtes cuit et réduit au silence. Pas la peine d'essayer de dire que vous avez assisté à l'assemblée générale... Tout le monde s'en contrefiche.

Lors d'un repas gastronomique, où la conversation tourne à un certain moment sur le vin, les grands crus classés par exemple, vous n'aurez aucun mal à glisser que vous êtes propriétaire d'un petit morceau du Château Yquem et de Cheval Blanc, et vous piquerez une nouvelle fois la curiosité de vos interlocuteurs qui vous croiront à moitié dans un premier temps, avant que vous ne leur expliquiez que vous êtes actionnaire de LVMH, qui possède ces châteaux Bordelais de grand Prestige..... Si vous enchaînez ensuite sur leurs propriétés en Australie, au Chili, en Nouvelle Zélande, vous pouvez alors monopoliser pratiquement la parole...

Si en revanche vous êtes actionnaire de la « Daubasse » Cottin et Frères, l'une de nos dernières acquisitions, dont nous vous reparlons plus loin dans cette lettre, il vous sera impossible de briller... Dire que vous avez fait une bonne affaire en achetant l'action parce qu'ils ont vendu du vin frelaté (mélange de gros rouge qui tâche, à des crus classés) déclenchera sans doute rire et quolibet... Et vous êtes en plus grillé pour tenter de glisser un avis qui sera pris au sérieux sur

Edito

la qualité du vin que vous buvez, puisqu'en ayant avoué être actionnaire de Cottin, vous serez associé à un buveur de gros rouge qui tache !!!

Investir en Daubasses ne vous offre donc pas la possibilité de vous conduire en propriétaire de la société, concept si cher à Warren Buffett, seulement parce que personne ne voudrait être propriétaire d'entités aussi obscures, voire aussi ringardes, voire aussi minables.

En société, tout le monde se moque que Scot Liquid Gold pourrait voir son cours multiplier par trois en 2 ans, alors que LVMH offrira si tout va bien 15% sur la même période... plus un beau dividende, n'oublions pas !!!

Investir en Daubasses ne peut donc pas vous permettre de briller ne fut-ce qu'un peu ou de temps en temps en société.

Troisième réflexion : quel rôle économique peu jouer un investisseur en Daubasses ?

La mode actuelle est de montrer du doigt et désigner comme coupables ceux qui gagnent de l'argent avec de l'argent, et ceci de bas en haut de l'échelle. Nous avons récemment réfléchi, chez les daubasses, à la possibilité d'investissement en direct dans des startups. En gros, à effectuer une injection directe de capital dans des sociétés qui démarrent, permettant à leur fondateur de développer leurs produits plus rapidement. Produits innovants peut-être amenés à améliorer le quotidien, produits découverte, ... Un article de notre blog a d'ailleurs été écrit sur le sujet et vous pourrez en lire tout les détails [ici](#).

Notre discussion, sur un rôle direct dans l'économie, ne nous a pas du tout été dicté par un sentiment de culpabilité, dû à la mode actuelle, puisque nous vous expliquions dans la première réflexion, que nous étions plutôt hermétiques au monde de l'investissement en général et que ce monde ne nous influençait pratiquement pas, mais juste par une possible idée de diversification pouvant peut-être combiner investissement et rôle direct dans l'économie.

Cette idée nous a tous séduit et nous l'avons retournée dans tout les sens, pour tenter d'y trouver un angle valeur. Un angle tangible, borné, où nous pouvons dire là nous achetons et là nous n'en voulons pas parce qu'il n'y a pas assez de décote.

Mais évidemment, nous ne sommes pas parvenu à trouver cette angle valeur, car tout simplement, il n'existe pas lorsqu'une société démarre.

En fait, profiter d'anomalies de marché, comme nous le faisons avec nos investissements dans des Daubasses, ce n'est pas de l'investissement économique, car nous ne finançons rien du tout. C'est juste de la spéculation, tout comme le fait Warren Buffett. Et nous n'en rougissons nullement. Au contraire, nous

Edito

sommes plutôt assez satisfaits et même fiers de nos résultats.

S'il est donc clair qu'investir dans les « Daubasses » ne joue aucun rôle économique. Nous pensons néanmoins que nous avons deux sources à connotation morale qui peuvent apporter certaines satisfactions.

Quand nous achetons une Daubasse, nous soulageons un investisseur qui veut se débarrasser de ses titres et qui ne croyait même plus trouver un acheteur devant lui à ce prix. C'est donc un acte altruiste dans tout sa splendeur.

Quand nous vendons une Daubasse, nous offrons en plus un peu de rêve à un acheteur qui pense que vu la multiplication du cours, cela ne peut qu'aller plus haut encore, plus loin, toujours plus haut. C'est donc tenter d'apporter un peu de bonheur et d'espoir dans ce monde de brutes qu'est l'investissement.

En espérant que ces réflexions ne vous causeront pas de migraine sur le bord de la plage, nous souhaitons à tous nos abonnés de superbes vacances.

L'Equipe des Daubasses



| Portefeuille au 29 juin 2012 | | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|------|--------|----------|------------------------------|-------------|---------------|--------------|-------|--------|-----------|-----------|---------|
| | | | | Prix de Revient | | | 29 juin 2012 | | | | RendTotal | |
| | % | Ticker | Société | Unitaire | Devise | Euro | Action | Cours | Devise | Euro | Euro | |
| Société Het-Het | | | | 72.855,18 | Euro | 36,60% | | | | | | |
| 1 | USD | 0,36% | SPOR | Sport Haley Inc | 0,41 | 617,34 | 480,71 | 1500 | 0,61 | 915,00 | 722,58 | 50,31% |
| 2 | USD | 0,14% | TBAC | Tandy Brand Accessories | 2,44 | 610,93 | 475,25 | 250 | 1,44 | 353,50 | 283,90 | -40,26% |
| 3 | USD | 2,30% | CRV | Coast Distribution System | 2,11 | 7.384,07 | 5.745,75 | 3500 | 2,09 | 7.322,00 | 5.782,20 | 0,63% |
| 4 | GBP | 0,73% | BDEV.L | Barrat Development PLC | 50,08 | 458,26 | 585,62 | 915 | 133,10 | 1.272,77 | 1.578,32 | 163,61% |
| 5 | USD | 0,72% | TAIT | Taitron | 1,22 | 2.281,18 | 1.595,32 | 1865 | 0,97 | 1.803,05 | 1.428,61 | -10,48% |
| 6 | USD | 5,23% | AVHI | AV Homes | 7,37 | 6.658,52 | 4.895,10 | 304 | 14,58 | 13.180,32 | 10.408,53 | 112,63% |
| 7 | USD | 1,04% | CRC | Chromcraft Revington | 0,93 | 1.813,33 | 1.247,27 | 1950 | 1,35 | 2.632,50 | 2.078,89 | 66,68% |
| 8 | USD | 1,66% | TWMC | Trans World Entertainment | 0,75 | 1.018,00 | 734,07 | 1350 | 3,10 | 4.185,00 | 3.304,90 | 350,22% |
| 9 | USD | 0,03% | XING | Xiao Xing Universal Resource | 2,37 | 1.540,51 | 1.086,17 | 650 | 0,10 | 65,00 | 51,33 | -95,27% |
| 10 | USD | 1,60% | MEAD | Meads Instrument | 3,49 | 3.823,89 | 2.780,35 | 1038 | 3,67 | 4.026,37 | 3.179,63 | 14,36% |
| 11 | Euro | 2,46% | ADLDE | Adler Real Estate | 0,63 | 2.973,37 | 2.973,37 | 4700 | 1,04 | 4.888,00 | 4.888,00 | 64,06% |
| 12 | USD | 3,06% | SGMA | SigmaTron International | 3,68 | 8.475,27 | 6.180,58 | 2300 | 3,35 | 7.705,00 | 6.084,66 | -1,55% |
| 13 | GBP | 1,87% | LDSGL | Leeds Group PLC | 18,61 | 3.286,38 | 3.341,50 | 17650 | 17,00 | 3.000,50 | 3.722,24 | -5,56% |
| 14 | USD | 1,13% | ENTN | Entorian Technologies | 2,93 | 3.777,32 | 2.730,46 | 1230 | 2,20 | 2.838,00 | 2.241,18 | -17,32% |
| 15 | Euro | 1,85% | VIN.MI | Vinini Industria | 1,32 | 4.263,50 | 4.263,50 | 3230 | 1,14 | 3.675,74 | 3.675,74 | -13,73% |
| 16 | USD | 0,46% | CCTR | China Crescent | 0,00 | 5.102,06 | 3.787,16 | 4E+06 | 0,00 | 1.168,50 | 922,77 | -75,63% |
| 17 | GBP | 0,70% | MUBL.L | MBL Group | 8,68 | 2.169,19 | 2.419,74 | 25000 | 4,50 | 1.125,00 | 1.395,61 | -42,32% |
| 18 | GBP | 4,03% | PVCS.L | PV Crystalox Solar | 5,93 | 5.128,80 | 5.935,27 | 86500 | 7,59 | 5.655,35 | 8.144,59 | 37,22% |
| 19 | Euro | 2,13% | LNC.PA | Les Nouveaux Constructeurs | 5,18 | 4.012,39 | 4.012,39 | 775 | 5,47 | 4.233,25 | 4.233,25 | 5,64% |
| 20 | USD | 2,73% | APWC | Asian Pacific Wire & Cable | 2,97 | 7.283,68 | 5.624,78 | 2455 | 2,80 | 6.874,25 | 5.428,61 | -3,43% |
| 21 | USD | 1,65% | DSWL | Deswell Industries Inc | 2,35 | 3.517,61 | 2.638,47 | 1500 | 2,78 | 4.170,00 | 3.293,06 | 24,81% |
| Société Het-Estate | | | | 73.507,57 | Euro | 36,93% | | | | | | |
| 22 | USD | 2,79% | A/WX | Avalon | 2,71 | 5.290,93 | 3.616,50 | 1930 | 3,65 | 7.044,50 | 5.563,06 | 53,82% |
| 23 | USD | 0,88% | BBCZ | Bodien Biotech | 0,22 | 1.704,99 | 1.078,85 | 7538 | 0,29 | 2.214,82 | 1.749,05 | 62,12% |
| 24 | USD | 1,31% | BDR | Blonder Tongue Laboratories | 1,00 | 2.757,07 | 1.844,34 | 2750 | 1,20 | 3.300,00 | 2.606,02 | 41,25% |
| 25 | Euro | 1,98% | EXAC.PA | Exacompta - Clairefontaine | 80,09 | 5.126,35 | 5.126,35 | 64 | 61,50 | 3.936,00 | 3.936,00 | -23,22% |
| 26 | Euro | 2,40% | ALGEV.PA | Gevlot | 19,24 | 1.636,10 | 1. | | | | | |

Chacune des sociétés a été notée par les membres de l'Equipe des Daubasses. Deux notations, sur une échelle allant de 0 à 3, sont attribuées à chaque société: le potentiel et le risque.

Portefeuille au 29 juin 2012 - Ratios et Notations

Page 9

News de nos sociétés



Aker ASA (Norvège) Ticker: AKER.OL

Notre belle norvégienne procède à une légère restructuration de ses activités. Elle vend la société qui gère son fonds « Convento » au management mais conserve bien toute sa participation dans le fonds proprement dit. L'opération se solde par une plus-value symbolique de 0,04 NOK par action. La société vend aussi une toute petite partie de ses actions dans Aker Seafood à son cours de bourse actuel. Nous avons aussi relevé quelques achats d'initiés au cours du mois de juin et notamment du « big boss » de la holding.

Asia Pacific Wire and Cable (Taïwan) Ticker : APWC

Notre Taïwanaise active dans les équipements pour les télécommunications a annoncé ses résultats pour le premier trimestre. Comme prévu, ils sont mitigés : les ventes sont en baisse de 19 % et le bénéfice de 69 %. Mais il reste néanmoins du bénéfice : 0,06 usd par action pour le seul 1er trimestre ! Pour rappel, ce ralentissement est, en partie, dû aux inondations en Thaïlande qui ont affecté les installations de APWC dans ce pays. Cependant, la production a pu reprendre début avril. La VANT est en légère augmentation et largement au-dessus du cours actuel. Quant à la trésorerie, si elle est en diminution, elle reste confortable, représentant, après déduction des dettes financières et à la holding, 1,24 usd par action, soit la moitié de la capitalisation boursière actuelle.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Nous vous avons fait part dans notre dernière lettre de notre mécontentement quant au prix payé par la société pour sa précédente acquisition. Apparemment, son COO, lui, il y croit : il a acheté pour 26 000 usd d'actions au cours du mois de juin. Un petit rayon de soleil dans cette grisaille ? Espérons que cette direction de « bras cassés » aie bien « calculé leur coup » et que les synergies futures permettront d'enfin créer de la valeur pour nous, les actionnaires minoritaires.

Deswell Industries (USA) Ticker : DSWL

Le rapport annuel clôturé le 31 mars et publié courant juin nous permet de comprendre que la valeur patrimoniale de la société est en très légère amélioration, avec une valeur netnet et net-estate de respectivement 3.7620\$ et 5.4377\$. La VANT est également en minuscule progression à 6.6188\$. Et ceci

News de nos sociétés

malgré un chiffre d'affaire en chute libre de 24% par rapport à 2011. Toutefois, la société parvient à réduire ses pertes à 0.09\$ par action alors qu'elles étaient 1 an plutôt de 0.50\$ par action, et ceci grâce à des réductions de coûts des ventes et des frais administratifs (-13%) et surtout grâce à la rubrique autres revenus qui est positive cette année, à +0.04\$ par action, alors qu'elle était négative un an plus tôt à -0.27\$ par action.

Duckwall-Alco Store (USA) Ticker : DUCK

Le rapport trimestriel de la société paru début juin, nous apprend que la valeur patrimoniale de la société est stable avec une valeur d'actif netnet de 16.4192\$, une valeur d'actif net-estate de 19.2780\$, (ces deux valeur étant en légère augmentation de 4-5%) et une VANT de 25.3047\$ en très léger recul de 1.60%. Le chiffre d'affaire est en augmentation de 3.5%, mais le coût des produit est également en augmentation de 3.7%... La marge brute se maintient à 2.95%. Au final, grâce à la réduction d'autres dépenses comme le paiement d'intérêt et de taxe, la société enregistre une perte de 0.34\$ par action au lieu d'une perte de 0.40\$ par action 1 an plutôt, soit une réduction de la perte de 15%.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Fin juin, le fonds a cédé un appartement de son bien immobilier Gonul Sokak property. Cette vente s'effectue sur le niveau de valorisation comptable du rapport annuel 2011. Résultat, une plus-value avant de 35 k GBP qui permet au fonds coté de continuer à se désendetter.

First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO

Ce mois-ci la société annonce que le manager Anders Hoogaard a procédé à un achat d'actions, soit 2 350 actions pour la somme de 99 875 DKK.

Gevelot (France) Ticker : GVLTPA

Comme prévu (annoncé dans le rapport annuel 2011), la société a annulé les titres auto-détenus qu'elle avait rachetés lors d'un programme de rachat d'actions. Ce sont donc 2 500 actions qui ont été annulées. C'est une quantité plutôt symbolique, mais au vu de la décote actuelle, c'est une (petite) opération de création de valeur pour les actionnaires.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Le titre chute de près de 30% sur le mois car le management a annoncé que les résultats du 3ème trimestre 2012 (mars à juin 2012, selon le calendrier comptable de Hutchinson) seront inférieurs aux précédentes annonces. Une opportunité ? Le dossier n'est pas dénué de risque car dans un secteur technologique en déclin... mais pour un cours de 1,46 USD, il est possible d'acheter du cash + inventaire + créances commerciales + immeubles nets de tout passif d'une valeur de 6,54 USD par action.

News de nos sociétés

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Les trimestres se suivent et se ressemblent... Malheureusement pour l'actionnaire minoritaire ! Encore un trimestre clos au 30 avril 2012 avec une petite perte, mais une perte. Et c'est de la destruction de valeur lente mais assurée qui continue. Quand est-ce que le *management* va utiliser ses 3 M CAD ? Pour rappel, la société est valorisée 1,7 M CAD en bourse.

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

Sur le troisième trimestre de l'exercice 2011-2012, le CA a augmenté de 5,7% pour atteindre 24,1 M EUR. Cette hausse est liée à un effet prix.

Meade Instruments (USA) Ticker : MEAD

Le rapport annuel de la société nous permet de comprendre que la situation patrimoniale de la société est plutôt stable, même si en très légère baisse. La VANN est de 7.8869\$ et la VANT de 8.1225\$, en recul de 4.95%. Le fait le plus marquant de ce bilan, c'est la réduction de plus de 50% des créances clients, ce qui malgré une perte de 1.22\$ par action égal à la perte enregistrée en 2011, la société dispose de 3.35\$ de liquidités par action pour un cours de 3.38\$ au moment de la rédaction de ces news.

Nous observons également un chiffre d'affaire en recul de 20%, par rapport à l'année passée, mais également un coût des produits en recul de 20% et des frais administratifs et de vente en recul de 9%. Nous notons encore que le poste R&D est en augmentation de 15%.

Même si la société a été achetée le 29 juillet 2009, soit dans un mois cela fera 3 ans qu'elle végète en portefeuille, nous restons confiant sur le fait que la société Meade Instruments renouera un jour avec des profits.

Network Engines (USA) Ticker : NEI

L'info est tombée voici une dizaine de jours: la société Unicom System a décidé de lancer une OPA en payant 1.45\$ les actions de Networks Engine... Et cela nous semble une nouvelle fois bien peu, puisque nous avons une VANT de 2.2325 \$, soit plus de 50% supérieure à l'offre de Unicom System. Cette société qui ne faisait pas partie de notre portefeuille (car au moment où nous l'avons analysée d'autres opportunités étaient présentes et nous avons dû faire un choix), prouve néanmoins une nouvelle fois la justesse de nos analyses.

Nous pensons enfin que s'il y a très peu de chances que l'offre soit relevée, il ne faut apporter ces actions NEI qu'à la dernière minute. Car on ne sait jamais et cela ne coûte rien d'attendre, puisque l'on est au final assuré d'un prix de 1.45 \$. C'est évidemment ce que nous ferions et en aucun cas ce que devraient obligatoirement faire nos abonnés qui seraient actionnaires de la société.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO

Sur l'exercice 2012 (clôture annuelle le 5 février 2012), le groupe hôtelier britannique a sorti un bénéfice anecdotique de 2 k GBP. Le résultat opérationnel est presque divisé par 3 par rapport à 2011 pour atteindre 366 k GBP. En fait, l'entreprise n'a pas réussi à réduire ses dépenses au même niveau que la réduction de son activité. Nous avons donc repris nos calembourgs et lorsque le cours a

News de nos sociétés

chuté suite à l'annonce de ces résultats médiocres, nous avons estimé que la valeur de l'immobilier de Peel Hotels était totalement décorrélée de sa valorisation boursière et nous en avons repris une louchette.

A noter que Robert Peel annonce que le premier trimestre 2012/2013 repart plutôt bien avec une croissance de l'activité de 5,1%.

Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA

Les résultats du premier semestre (arrêté le 31/03) ont été publiés. Comme annoncé, hors acquisition de Bourbon, les ventes sont restées stables par rapport à l'année précédente. Le résultat d'exploitation et le bénéfice net restent également relativement stables par rapport à l'année précédente si on fait abstraction du « badwill » exceptionnel généré par l'acquisition de Bourbon l'année précédente. 1,07 euros de bénéfice net pour ce seul premier semestre. La VANT reste significativement plus élevée que le cours actuel avec 52,1 euros par action.

Néanmoins, la solvabilité s'est encore dégradée à 35 %, c'est-à-dire sous nos critères. La direction explique cette dégradation par le paiement du dividende et par une augmentation du besoin en fonds de roulement, augmentation qu'elle nous annonce ponctuelle. Les perspectives pour le 2e semestre sont plus sombres. La direction estime néanmoins que le résultat global devrait être proche de celui affiché pour le premier semestre (ce que nous traduisons par « nous ne générerons pas de profit au cours de la 2e partie de l'exercice comptable »).

Qiao Xing Universal Ressources (Chine) Ticker : XINGF

New-York, le 15 juin, le cabinet d'avocats Rosen a annoncé qu'il avait déposé une plainte amendée et élargie pour « traîner devant les tribunaux » la direction gredines (féminin de gredin) de Qiao Xing !

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

Sur le mois de juin, le titre perd 20% à 2,19 NOK à la clôture du 30 juin. La raison est simple : une augmentation de capital fortement dilutive pour l'actionnaire.

Nous attendons patiemment la publication des comptes au 30/06/2012 avant de prendre la moindre décision.

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

Début juin nous apprenions que SigmaTron a acquis certains actifs et certains passifs de la société « Spitfire Control », fabriquant de pièces électroniques pour l'électro-ménager estampillé « produit blanc » dont les deux sites de production acquis par SigmaTron se situent au Mexique et au Vietnam.

En fait « Spitfire Control » était un client de SigmaTron depuis 1994 et la direction trouve logique cette acquisition qui devrait permettre à SigmaTron d'élargir sa clientèle à des coûts intéressants.

Nous ne disposons pour le moment d'aucune autre information, surtout chiffrée, qui nous permettrait de juger de la logique de cette acquisition. Bien que dans un premier « réflexe », nous n'apprécions pas du tout la croissance

News de nos sociétés

par acquisition qui se fait généralement à prix trop élevé, au détriment de la solvabilité de la société. D'autant plus que nous savons que les « Daubasses » sont dirigées le plus souvent par des directions relativement moyennes, pour ne pas dire médiocres.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Le jeu du rachat d'action se poursuit, avec depuis notre dernière lettre un rachat de 3 772 actions pour Wang Stewart et 10 010 actions pour Ku Tzu Scheng, les deux fondateurs et directeurs de la société. Nous sommes donc à un rachat total de 148 000 actions depuis fin 2011... Et mauvaise nouvelle pour leur tirelire au moment où nous écrivons ces lignes, le cours de Taitron est repassé sous 1\$, à 0.96\$...

Tegal Corporation (USA) Ticker : TGAL

L'entreprise a publié ses résultats annuels arrêtés au 31/03. La VANT est logiquement en baisse à 4,78 usd par action suite à une moins-value actée sur Sequel, sa filiale photovoltaïque. Plus que jamais, Tegal se résume à une énorme tirelire avec une trésorerie nette de dette représentant 4,29 usd par action (à comparer au cours actuel de 3,60 usd). En sus de cette trésorerie, la société détient, outre sa filiale « daubasse » Sequel, la société NanoVibronix récemment acquise et active dans la conception et la fabrication de matériel technologique médical. Des bonnes surprises sont peut-être encore à attendre avec la mise en vente d'un dernier lot de brevets.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Nous disposons le mois passé d'un communiqué de presse, nous permettant de dire que le premier trimestre de Trans World Entertainment était satisfaisant. Le rapport trimestriel disponible le 7 juin nous le confirme. La valeur nette de la société s'établissant à 4.4834\$ et la VANT à 5.2364\$, sont en augmentations. Par rapport au trimestre précédent, l'endettement a été réduit de plus de 30%. Si le chiffre d'affaire affiche une nouvelle baisse de 14%, le coût des produits a également subi une baisse de 16%. Ceci combiné à une baisse des frais administratifs et de vente de 23%, qui fait ressortir un EBITA de 3.6 millions de \$, comparé à un EBITA négatif 1 an plutôt sur la même période (-1.6 millions de \$). Et comme nous vous l'annoncions le mois passé, les profits net ressortent à 0.09\$ par action au lieu de -0.08\$, sur la même période un an plutôt.

Nous remettons le couvert pour saluer une nouvelle fois la direction de Trans World qui a été capable de redresser un business « ringard », tellement ringard, que nous n'avons jamais osé renforcer ! Il faut bien admettre à tort, aujourd'hui.

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

Toujours rien à se mettre sous la dent avec l'équipe de Fabien Pictet. Juste une NAV datant du 25 juin, à 5.34\$, soit en augmentation de 0.56% par rapport à la dernière NAV de 5.31\$.

News de nos sociétés

Universal Security Instruments (USA) Ticker : UUU

Notre société préférée d'alarmes incendie, n'a pas encore mis à disposition son rapport annuel officiel (Sec Filing). Mais un document Newswire, chiffré, nous permet de vous en parler. La valeur patrimoniale de la société reste stable avec une VANT de 10.5211\$. L'endettement a été réduit de 15%. Si le chiffre d'affaire est en hausse de 0.4%, nous n'avons malheureusement pas assez de détails pour comprendre pourquoi la société termine l'année 2012 (année comptable mars) avec une perte de 0.21\$ au lieu d'un profit de 0.34\$.

C'est évidemment cette perte annoncée qui nous a permis d'acquérir la société à prix d'ami, le 27 mars 2012. Et nous ne sommes donc pas surpris de cette perte.

Nous reviendrons sur ce résultat dès que le document officiel sera disponible, pour essayer de bien comprendre la perte de la société.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

En juin, le fonds fermé a racheté sur le marché des titres et détient maintenant 165 000 de ses propres actions. Espérons que ce ne soit qu'un début avant une annulation de titres car c'est tout à fait ce que nous attendons d'un fonds fermés : racheter ses titres quand son cours ne reflète pas la valorisation de ses actifs. Son actif net par action au 31 mai était de 1,297 USD.



Analyses de société

HF Company

(Paris, Ticker: HF.PA / ISIN : FR0000038531)

Eligible au PEA

I. Introduction



HF Company est une société française créée en 1986 par son PDG actuel, Yves Bouget. Celui-ci reste le plus gros actionnaire avec 14 % du capital, le directeur général délégué en détenant 6 %.

HF Company est active dans la conception et la vente d'équipements de réception de signaux à haut débit, essentiellement à destination des réseaux résidentiels : décodeurs satellite, antennes hertziennes, paraboles, mais aussi lecteurs de DVD, détecteurs de fumée, domotiques, alarmes, visiophonie, accessoires pour GSM et GPS, ... Elle travaille tant par l'intermédiaire de revendeurs que directement avec les détaillants.

Ses marques : Kaorka, Omenex, Extel, Metronic, Avidsen et Lea.

L'essentiel de son chiffre d'affaires est réalisé en France, mais la société souhaite s'ouvrir des débouchés à l'étranger. Fin 2011, 11 % des ventes étaient réalisés hors d'Europe.

Il est à noter que depuis son introduction en bourse, il y a 14 ans, le groupe a toujours réalisé des bénéfices.

Néanmoins, le ralentissement observé en 2011 et des prévisions des dirigeants qui se sont avérées un peu trop optimistes ont rendu les marchés méfiants par rapport à cette société et le cours a été fortement sanctionné.

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

Nous relevons un actif courant par action de 26,18 euros, duquel nous retirons l'ensemble du passif, soit 19,76 euros. Nous obtenons une VANN de 6,43 euros par action, de laquelle nous déduisons le dividende payé récemment, pour fixer la VANN finale à 5,91 euros.

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

La société détient également des immeubles acquis pour un coût de 2,29 euros par action. Nous appliquons notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % sur ce montant et fixons la VANE de HF à 8,26 euros, de laquelle nous déduisons le dividende de 0,52 euros, pour la fixer à 7,74 euros.

Analyses de société

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

Nous revenons sur l'**actif courant**. Le poste principal est celui des **créances commerciales** qui représentent 10,85 euros par action. Le délai moyen de paiement des clients est stable sur les 3 dernières années : autour de 100 jours. La direction a également provisionné à titre de créances douteuses l'équivalent de 2,7 % du montant total dû. Malgré la stabilité dans le temps du délai moyen et cette première provision, nous trouvons que les clients de HF mettent un peu trop de temps pour payer leurs factures. Pour cette raison, nous prenons une marge de sécurité de 20 % sur ce poste et l'amputons donc de 2,17 euros par action.



Les **stocks** représentent 6,98 euros par action. Les marchandises restent en moyenne 92 jours dans l'inventaire, en légère diminution par rapport aux années précédentes. De plus, la direction a acté des réductions de valeur représentant 8,2 % de la valeur de ce poste. Pour ces raisons, nous sommes relativement confiants dans la valorisation des stocks dans les comptes de HF et ne prenons qu'une marge de sécurité de 20 % (1,40 euro par action) malgré l'aspect « techno » du matériel et le risque de vétusté.

Le dernier poste de l'**actif courant**, c'est le **cash** sur les comptes en banque qui représente 6,72 euros par action. Il n'appelle aucun commentaire particulier.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre les **immeubles** abordés dans la VANE, nous relevons des **participations financières dans des sociétés non contrôlées** que nous reprenons pour 50 % de leur valeur aux comptes, soit 0,09 euros par action.

Nous tenons évidemment compte des autres actifs d'exploitation, essentiellement des **installations techniques** que nous valorisons pour 5 % de leur coût d'acquisition, soit 0,14 euros par action.

Par contre, fidèles à nos habitudes, nous ne comptabilisons pas les **immobilisations incorporelles**. Néanmoins, une fois n'est pas coutume, nous en reparlerons un peu plus loin.

En matière de **dilution**, nous ne tenons pas compte des **bons de souscription** liés à un emprunt obligataire dont le prix d'exercice est largement supérieur au cours actuel.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de HF Company en cas de mise en liquidation volontaire à 4,92 euros par action, de laquelle nous déduisons le dividende



Analyses de société

payé récemment, pour la fixer à 4,40 euros.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



Comme nous l'avons écrit ci-dessus, HF Company a toujours présenté des exercices bénéficiaires. Mais un petit point nous déplaît dans les comptes de résultats tels que présentés par la société : les frais de recherches et développement ne sont pas pris directement en charge comme c'est généralement le cas avec les daubasses US que nous acquérons, mais « activés » dans le bilan (dans la rubrique immobilisations incorporelles) et ensuite amortis (sur une durée de 5 ans). Autrement dit, en procédant de cette manière, la direction tend à

embellir à court terme le résultat de la société et à faire peser sur elle, dans le futur, des charges d'amortissement supplémentaires. Pour tenir compte de ce phénomène, nous allons, dans notre calcul de la VCB, amputer la capacité bénéficiaire de HF de un million d'euros par an, ce qui correspond plus ou moins au différentiel entre les amortissements pratiqués sur les frais de R&D et les frais de R&D réellement déboursés par l'entreprise.

Sur les 5 dernières années, le résultat d'exploitation moyen a donc été de 8,2 millions d'euros. Nous amputons cette moyenne d'un million d'euros pour tenir compte de l'activation des frais de R&D, soit 7,2 millions d'euros ou 2 euros par action. Nous déduisons 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat et actualisons à 12 %. Nous obtenons 10,83 euros. Nous ajoutons la trésorerie et les immobilisations financières, déduisons les intérêts des minoritaires et les dettes financières et obtenons une VCB de 8,89 euros qui, après amputation du dividende, devient 8,37 euros.

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

Avec un rendement sur capital investi de 6,98 %, HF Company échoue de peu à obtenir le statut de VANTre. Dommage ... Avec une marge de sécurité de 45 % sur la VANT, l'aubaine était belle. Ce n'est pas grave : une VANE presque VANTre qui cote sous sa VCB et sa VLMV, c'est suffisamment rare pour être souligné. Heu ... vous nous avez suivi ?



Analyses de société

VII. Conclusions

Au cours actuel de 4,70 euros, nous pouvons acquérir HF Company avec une marge de sécurité de :

20 % sur la VANN

39 % sur la VANE

44 % sous sa VCB

La direction a été relativement balbutiante dans ses dernières communications et la crise dans la zone euro affecte particulièrement le pouvoir d'achat de ses clients (après la France, l'Espagne et l'Italie sont les principaux marchés de HF). Ajoutons à cela le fait que les opérateurs du câble aux US ont pratiquement supprimé leurs investissements (phénomène dont nous avons confirmation par l'analyse d'une autre de nos daubasses active sur ce marché : Add Vantage). Bref, tout est en place pour faire fuir les investisseurs.

Néanmoins, la solidité du bilan d'HF (une solvabilité de 60 %), son historique de rentabilité et la diversité de ses produits, plaident pour une survie de la société et un retour, un jour peut-être lointain, à une rentabilité plus normative.

Ajoutons la petite « cerise » traditionnelle : son know how bien présent dans le bilan au niveau des immobilisations incorporelles, immobilisations dont nous n'avons pas tenu compte dans nos évaluations.



Analyses de société

CSP International Fashion Group

(Milan, Ticker: CSP.MI / ISIN : IT0001127874)

Eligible au PEA

I. Introduction



CSP International Fashion Group (CSP dans la suite de l'analyse) est une entreprise italienne spécialisée dans la lingerie, les collants et les maillots de bain. Suite à des rachats successifs, elle possède aujourd'hui un portefeuille de 6 marques propres qu'elle produit et distribue : Sanpellegrino, Oroblu, Le Bourget (1999), Lepel (2000), Liberti (2008) et Well (2010). Elle détient également la licence

de la marque Cagi.

L'entreprise a été fondée en 1973 et ses locaux sont localisés à Ceresara, en Lombardie, la région la plus riche d'Italie. La famille Bertoni détient 50,2% du capital et est largement représentée au Conseil d'Administration, mais a laissé la direction opérationnelle à des professionnels extérieurs à la famille.

L'activité se répartie comme suit :

- 73% en lingerie et bas
- 19% en maillots de bain
- 7% en sous-vêtements divers

Well, Le Bourget et Oroblu représentent l'essentiel des ventes avec respectivement 37%, 19% et 14% des ventes. Et les deux principaux marchés sont la France (59% des ventes) et l'Italie (29%), devant le reste de l'Europe (11%) et le reste du monde (1%). Le Chiffre d'Affaires 2011 atteint un niveau de 143 M EUR.

Les chiffres de la présente analyse sont issus du rapport du premier trimestre 2012 clos le 31 mars 2012. S'il manquait des détails dans ce rapport, nous nous sommes référés au rapport annuel 2011 en date du 31 décembre 2011.

La présente analyse est établie avec le cours de référence de clôture du lundi 18 juin 2012, soit 0,807 EUR par action. Nous n'avons pas trouvé dans les rapports de la société une quelconque dilution potentielle.

Analyses de société

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

L'actif courant de 2,537 EUR par action, duquel nous déduisons l'ensemble du passif qui représente 1,962 EUR par action. La VANN de la société est donc à 0,575 EUR par action.

Nous n'avons donc aucune marge de sécurité au cours actuel.

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



Au 31 décembre 2011, le coût d'achat historique des immeubles et terrains est égal à 33,6 M EUR. Comme d'habitude, pour notre calcul de la VANE, nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant, ce qui représente 0,809 EUR par action. Ajoutons ce montant à la VANN et nous obtenons une VANE de 1,384 EUR.

Au cours actuel, nous avons donc une marge de sécurité de 41,7% sur la

VANE.

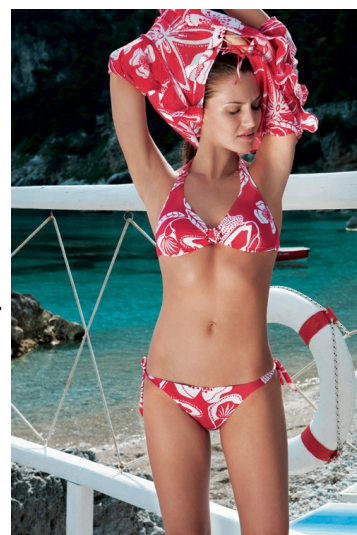
IV. La Valeur en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VLMV)

Tout d'abord, regardons ce qu'il y a dans l'**actif courant**, les actifs les plus liquides. Pour commencer, attaquons-nous au plus gros poste : le **stock**. Le stock est composé à 62% de produits finis, et donc à 38% de matières premières brutes et produits en cours. 13% du stock a été provisionné, ce qui nous semble relativement prudent. Mais notre légendaire conservatisme nous incite à prendre de grandes précautions et à appliquer une marge de sécurité supplémentaire de 20% sur la valeur nette des stocks. Nous arrivons ainsi à une valeur de 0,741 EUR par action.

Nous avons ensuite des **créances clients, et financières pour une petite part**. Elles ont été payées en moyenne à 86 jours en 2011, en nette amélioration par rapport à la moyenne des 3 dernières années qui étaient payées à 103 jours. Par prudence, nous allons prendre une marge de sécurité de 10% sur ce montant, et nous retenons donc une valeur de 0,763 EUR par action.

Le troisième poste est le **cash** pour 0,764 EUR par action. Nous reprenons ce montant tel quel.

Nous passons à présent aux **actifs fixes**. Tout



Analyses de société

d'abord, nous valorisons les **immeubles et terrains** au coût d'acquisition historique que nous retraitons d'une marge de 20%, soit le montant calculé dans la VANE, c'est-à-dire 0,809 EUR par action.



Pour les autres actifs immobilisés : **équipements, machines** et autres, nous allons reprendre 10% de la valeur amortie disponible dans le rapport annuel 2011. Une estimation plutôt prudente puisque comme nous le verrons plus bas, l'entreprise est largement rentable. L'actif productif de l'entreprise quel que soit son âge est encore capable de générer des cash flows. Nous retenons donc prudemment une valeur de 0,098 EUR par action.

L'autre composant important de l'actif est composés d'immatériels : **écarts d'acquisitions, logiciels**, ... Fidèles à notre habitude de ne valoriser que le patrimoine tangible, nous considérons ces actifs, qui représentent dans le bilan de CSP 0,492 EUR par action, pour 0.

Enfin, le dernier poste est composé des **créances d'impôts** pour 0,193 EUR par action. Par prudence, nous ne reprenons pas ce montant.

Nous n'avons pas trouvé de **source de dilution** ni de **hors-bilan**.

Nous obtenons donc une VMLV de :

| | |
|----------------------------|--------|
| + stocks : | +0,741 |
| + créances clients : | +0,763 |
| + cash : | +0,764 |
| + immeubles et terrains : | +0,809 |
| + appareil de production : | +0,098 |
| - ensemble des dettes : | -1,962 |

=> VMLV = 1,213 EUR



Au cours actuel de 0,807 EUR, nous avons donc une marge de sécurité de 33,5% sur la VMLV.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices comptables, la société a généré un résultat d'exploitation moyen de 0,213 EUR par action. Après déduction de 33 % à titre forfaitaire d'impôt sur le résultat (en réalité, le taux d'imposition des 5 dernières années est plus proche de 12% du fait de reports de crédits d'impôt, aujourd'hui entièrement utilisés) et actualisation au taux de 12 %, nous obtenons

Analyses de société

une valorisation des bénéfices de 1,274 EUR par action. A ce montant, nous ajoutons la trésorerie nette, soit 0,042 EUR par action, et obtenons une Valeur de la Capacité Bénéficiaire de 1,232 EUR.

Au cours actuel, nous avons donc une marge de sécurité de 34,5% sur la VCB.

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

Le retour sur capitaux investis (ROCI) ressort à 7,35% en moyenne sur les 5 dernières années. C'est un niveau qualificatif (car supérieur à nos 7% minimum exigés) et nous permet donc de calculer une valeur de VANTRe de 1,179 EUR par action.

Ce qui nous procure une marge de sécurité de 31,5% au cours actuel sur la VANTRe.

VII. Conclusions



Au cours actuel de 0,807 EUR, nous pouvons acquérir CSP avec une marge de sécurité de :

41,7 % sur sa VANE
33,5 % sur sa VLMV
34,5 % sur sa VCB
31,5 % sur sa VANTRe

Monsieur le Marché, dans le pessimisme ambiant de marché sur fond de crise de la dette souveraine italienne, ne fait pas le tri entre le grain et l'ivraie. Et nous pensons que le cours CSP subit une double peine car c'est une valeur italienne et une petite capitalisation. Une « erreur » qui ne pardonne pas au niveau du cours... Et c'est dans ces moments de détresses que l'équipe des Daubasses sort son épaisse pour récupérer les valeurs tombées trop bas. Quand en plus il s'agit d'une entreprise de croissance qui permet un investissement avec des collatéraux tangibles de qualité (cash, stock, créances commerciales, immeubles et terrains), nous pensons qu'il y a probablement une opportunité à saisir.

Par ailleurs, nous avons trouvé plusieurs points positifs qui sont autant de cerises potentielles sur le gâteau :

1) Même si nous sommes en présence d'une daubasse labellisée VANE (décote sur l'actif net-net + immobilier), le fait que la société cote sous sa VCB et sous sa VANTRe démontre la capacité du management à créer de la vraie valeur. D'autant plus que le groupe souhaite désormais s'attaquer aux marchés émer-

Analyses de société

gents, des marchés prometteurs où elle est aujourd'hui absente. Sans préjuger du futur, nous pouvons néanmoins penser qu'il y a un potentiel de croissance rentable nullement valorisé.

2) La solvabilité de CSP est très bonne à un niveau de 61%, avec un niveau de trésorerie de 25,4 M EUR (à comparer à une valorisation boursière de 26,8 M EUR).

3) Un dividende au cours actuel qui procure un rendement supérieur à 6%.

4) Enfin, un dernier point à ne pas négliger. L'Assemblée Générale du 16 février 2012 a autorisé le rachat de 20% des actions en circulation à un cours maximal de 2,50 EUR. C'est d'abord un signe de sous-valorisation actuelle du cours et également un signe de confiance en l'avenir de la famille Bertoni.



Analyses de société

Cottin Frères

(Paris, Ticker: COTT.PA / ISIN : FR0000071854)

Eligible au PEA

I. Introduction



Une fois n'est pas coutume, nous allons vous présenter à nouveau une société que nous vous avons déjà proposée par le passé. Il s'agit de la société Cottin Frères.

L'analyse de cette société avait été mise à votre disposition dans la zone premium en novembre 2010. A peine un mois plus tard, l'entreprise vendait ses vignobles avec une confortable plus-value et le cours s'envolait. Et nous, pauvres « daubassiens » n'en avons même pas profité, ayant présenté la compagnie à nos abonnés sans en acheter pour notre club d'investissement.

Heureusement, Mr Market, dans sa grande générosité, nous offre une deuxième chance et nous avons pu acquérir, ce 14 juin, quelques actions pour un prix que nous pensons attractif : 3,07 euros frais de courtage inclus. Que s'est-il passé pour que nous puissions acheter cette société à un prix si bas ?

En réalité, Cottin Frères s'est retrouvée mêlée à une louche histoire de vins frelatés : la maison Labouré-Roi, une des principales marques commercialisée par Cottin, aurait créé des excédents en trichant sur les quantités de vin manquant naturellement dans les tonneaux pendant l'élevage et en comblant ces manques avec des vins de table. Des vins coupés auraient également été mis en bouteille, et des médailles qui n'existaient pas auraient été apposées sur des étiquettes pour des produits qui n'avaient pas obtenu de prix. Les deux frères Cottins (octogénaires) se sont retrouvés en garde à vue et le cours de l'action a logiquement dégringolé.

Une véritable destruction de réputation et donc de valeur dans un secteur où la réputation et l'image de marque constituent l'une des principales richesses. Nous vous proposons à présent de voir ce que nous avons acheté pour nos 3,07 euros par action.

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

Nous relevons un actif courant de 13,39 euros par action, duquel nous déduisons les dettes qui représentent 9,47 euros par action. La VANN de Cottin s'établit donc à 3,92 euros par action.

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

Analyses de société

Malgré la vente de ses vignobles, la société détient toujours des immeubles, assez anciens si l'on en juge par le montant des amortissements actés et acquis pour un coût de 2,26 euros par action. Après déduction d'une marge de sécurité de 20 % et ajout de la VANN, nous obtenons une VANE de 5,73 euros par action.

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



Outre un montant symbolique de **cash** (0,21 euros par action), l'**actif courant** est essentiellement composé de créances et surtout de stock.

Les **stocks** représentent 6,99 euros par action. La rotation moyenne est de 253 jours, stable par rapport aux exercices précédents. Ils sont composés pour 17 % d'autres produits que le vin (produits secs et consommables dans les annexes). La

direction a acté une réduction de valeur sur les inventaires représentant 7 % de leur valeur. Jusque-là, rien de particulier à soulever et nous aurions pu très bien nous arrêter là dans notre analyse si les frangins Cottin n'avaient pas joué aux apprentis chimistes.

Nous savons que Labouré-Roi n'est pas la seule marque commercialisée par Cottin mais c'est tout de même la marque principale. En raison de la perte de crédibilité qu'entraîne forcément cette affaire de mélange de piquette, de médaille en chocolat et « d'erreurs » d'étiquetage, nous sommes obligés de prendre une marge de sécurité grandissime sur ce poste. C'est la raison pour laquelle, outre une marge de sécurité classique de 20 % sur les stocks « secs », nous prendrons une marge de sécurité de 50 % sur le stock de vin. Au total, la marge de sécurité sera donc de 3,04 euros.

Les **créances commerciales** représentent 2,28 euros par action et sont acquittées en moyenne au bout de 47 jours, en gros progrès par rapport aux années précédentes. Pour ce poste, nous tiendrons compte d'une marge de sécurité de 10 %, soit 0,23 euros par action.

Parmi les **actifs fixes** et outre les **immeubles** abordés dans la VANE, nous reprenons des **installations et aménagements** divers pour 5 % de leur coût d'acquisition, soit 0,28 euros par actions, ainsi qu'une **somme bloquée à titre de cautionnement** pour 0,14 euros.



Analyses de société

Dans ses derniers comptes annuels clôturés en septembre 2011, nous constatons que la direction avait déjà **provisionné** 250 000 euros pour tenir compte des irrégularités constatées et relatées ci-dessus. Ces montants représentent, d'après la direction, le montant qui serait réclamé dans le cadre de ce litige.



Pour notre part, nous sommes incapables de déterminer si cette provision sera ou non suffisante pour couvrir les coûts des opérations « piquettes » d'autant que les producteurs de vins de Bourgogne se sont portés parties civiles dans cette affaire.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de Cottin en cas de mise en liquidation volontaire à 2,88 euros.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices, la société n'a généré des profits d'exploitation qu'à deux reprises et est déficitaire sur la période. Nous ne pouvons donc calculer une quelconque capacité bénéficiaire.

VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 3,07 euros, nous avons obtenu une **marge de sécurité de 46 % sur la VANE de la société et de 21,7 % sur sa VANN.**

En réalité, ce dossier recèle de grandes incertitudes : quel sera, en euros, l'impact de la perte de la renommée de la société sur la valeur de son stock de vin ?

L'affaire nous rappelle un peu celle de BP lors de la marée noire au Mexique. Les coûts finaux pour la société étaient impossibles à évaluer mais nous avons fait le pari que le marché exagérerait. Dans le cas présent, ces incertitudes nous ont imposés de ne pas « trop charger la barque » et, pour notre portefeuille, nous n'avons acquis qu'une position représentant +/- 0,5 % du total de notre portefeuille ... pour suivre et pour voir.

Avec Cottin, comme le stock de vin n'est pas composé que de Labouré-Roi, nous pensons qu'il vaut encore « un petit quelque chose ».

Nous comprenons aussi pourquoi les « Cottins Brothers » ont revendu leur vigne il y a deux ans : la direction avait expliqué que l'entreprise était tout à fait capable de continuer à générer de jolis profits avec la seule activité négoce...



Analyses de société

Forcément, s'ils pensaient transformer du vin de table en cru classé, les « frères Jésus » pouvaient arrêter de se fatiguer à travailler la vigne ! Avec la maison de négoce, on achète la piquette, on met la marque dessus et on passe à la caisse ! Presque trop simple ...

N'empêche que nous avons l'impression que les actionnaires majoritaires, octogénaires rappelons le, après avoir été pris les doigts dans le pot à confiture, risquent bien de vouloir revendre leur petite affaire. Et nous espérons que ce sera à un prix correct pour nous.



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