

Les Daubasses
selon Benjamin Graham



Numéro 12
Mai 2012

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 5
Suivi des sociétés analysées	page 7
News de nos sociétés	page 8
Analyse de la société Encana Corp.	page 17
Analyse de la société First Solar, Inc.	page 23
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 28

Edito



Pffff ... que ce mois d'avril fut « monotone » !

« Monotone ? Etonnant ce que vous dites avec la volatilité que l'on a connue ! C'était plutôt excitant non ? »

Pour des traders peut-être, ami(e) lecteur(trice) mais nous, nous avons vraiment éprouvé beaucoup de difficultés à tromper notre ennui : il s'en est fallu de peu pour que nous devenions des aficionados de « Koh Lanta » ou « The Voice » en nous goinfrant d'œufs de Pâques tant les occasions de passer à l'action sur les marchés furent rares.

Un mois comme celui que nous avons vécu se résume pour l'investisseur « value » à une seule chose : attendre... attendre que le marché se décide à prendre une direction bien déterminée pour que nous puissions enfin passer à l'action.

En effet, au cours de ces dernières semaines, les valorisations étaient trop hautes pour nous permettre d'acheter des actions avec des marges de sécurité suffisantes... mais pas suffisamment hautes pour nous permettre de réaliser des plus-values plantureuses.

Une période qui ressemble un peu à celle que nous avons connue lors du premier trimestre 2011 : à l'époque, nous avons commis l'erreur de passer à l'action, non pas en faisant des concessions sur le prix d'acquisition mais en nous tournant vers des profils de sociétés de plus en plus risqués du style « cochons roses » et « perfides orientales » (Pink Sheet et Chine).

Cette fois, plus question pour nous de replonger dans nos erreurs. Si nous ne trouvons pas de sociétés répondant à tous nos critères tant de solvabilité que de valorisation et de fiabilité de l'information financière, nous restons à l'écart. Et c'est ce que nous faisons pour l'instant, avec nos presque 12 % de liquidité.

Edito

Un record pour nous !

Cela ne nous a pas empêché de continuer, sans relâche, notre traque. Quelques belles prises mais insuffisamment décotées pour l'heure que pour enclencher un achat. Ces sociétés sont donc venues rejoindre notre watch-list en attendant mieux... éventuellement.

Ce qui est un peu frustrant dans cette situation, c'est qu'une petite correction d'une vingtaine de pourcents suffirait à nous rendre « achetables » la plupart de nos cibles. Heureusement, pour certaines d'entre elles, il existe une option : les options.

Petit rappel : une option est un droit d'acheter ou de vendre un actif à une date fixée dans le futur à un prix convenu à l'avance. [Plus d'infos ici](#).

Notre raisonnement est le suivant : prenons l'exemple de l'action « Daubasse Inc ». Celle-ci est proposée par Mr Market à un cours bon marché mais pas suffisamment bon marché pour nous offrir des marges de sécurité suffisantes. Au cours actuel, l'action « Daubasse Inc » peut tout aussi encore baisser mais pourrait tout autant repartir vers le nord.

Comme nous avons des liquidités, il pourrait être tentant de faire le plein de « Daubasse Inc » mais nous nous devons de rester fidèles à notre approche (ah le *process*, toujours le *process*...).

L'option « options » nous a finalement paru être la meilleure solution pour sortir de ce dilemme : en vendant à un co-contractant le droit de nous vendre des actions de « Daubasses Inc » à un prix qui nous offre une marge de sécurité répondant à nos exigences, nous évitons deux possibles frustrations : d'une part, celle d'acheter trop cher mais aussi celle de louper complètement la hausse de « Daubasses Inc » au cas où le cours ne rejoindrait jamais notre « bon prix d'achat ». Dans ce dernier cas de figure, grâce à l'argent encaissé lors de la vente de nos options, tout ne serait pas perdu. Le petit regain de volatilité de ces derniers temps a d'ailleurs permis d'augmenter un peu la valeur de ces options et donc, les montants que nous pouvions exiger pour jouer notre rôle d'assureur « krach ».

Au cours de ce mois, nous n'avons donc procédé à aucun achat mais nous avons émis des options put sur deux actions énergiques et énergétiques. Vous les connaissez déjà puisque nous vous avons averti en temps réel de nos opérations mais nous vous invitons à présent à prendre connaissance de nos motivations dans le présent document qui est aussi celui du premier anniversaire des lettres mensuelles.

Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille au 27 avril 2012

	%	Ticker	Société	Prix de Revient		27 avril 2012				RendTTotal		
				Unitaire	Euro	Action	Cours	Devises	Euro	Euro		
											Devises	Euro
Société Net-Net				68.011,75	Euro	34,20%						
1	USD	0,46%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,34	480,71	1500	0,80	1.200,00	905,59	88,39%
2	USD	0,18%	TBAC	Tandy Brand Accessories	2,44	610,93	475,25	250	1,90	475,00	358,46	-24,57%
3	USD	1,75%	CRV	Coast Distribution System	2,09	4.287,89	3.292,33	2050	2,25	4.612,50	3.480,87	5,73%
4	GBP	0,74%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	130,80	1.196,82	1.469,03	150,85%
5	USD	0,64%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	0,91	1.699,20	1.282,32	-19,65%
6	USD	3,89%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	11,35	10.260,40	7.743,11	58,18%
7	USD	0,36%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,30	2.535,00	1.913,06	53,38%
8	USD	1,11%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,17	2.929,50	2.210,78	201,17%
9	USD	0,16%	XING	Qiao Xing Universal Resource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,64	412,75	311,49	-71,32%
10	USD	1,53%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	3,66	4.018,68	3.032,74	3,08%
11	Euro	1,67%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,71	3.322,90	3.322,90	11,53%
12	USD	3,47%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	3,97	9.131,00	6.890,80	11,49%
13	USD	2,05%	IFON	Infonetics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,78	5.392,92	4.069,82	13,36%
14	GBP	1,94%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	17,80	3.141,70	3.856,27	-2,16%
15	USD	1,25%	EMTN.PK	Entorion Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	2,56	3.302,40	2.492,19	-8,73%
16	Euro	1,85%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,14	3.682,20	3.682,20	-13,63%
17	USD	0,44%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	1.168,50	881,82	-76,72%
18	GBP	0,69%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	4,50	1.125,00	1.380,88	-42,93%
19	GBP	2,14%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	4,00	3.460,00	4.246,96	-28,45%
20	USD	2,05%	BAMM	Book-A-Million	2,82	5.639,47	4.119,41	2000	2,70	5.400,00	4.075,16	-1,07%
21	Euro	2,36%	LNC.PA	Les Nouveaux Constructeurs	5,18	4.012,99	4.012,99	775	6,05	4.688,75	4.688,75	16,84%
22	USD	1,37%	APW.C	Asian Pacific Wire & Cable	3,17	3.560,63	2.725,32	1125	3,20	3.600,00	2.716,78	-0,31%
23	USD	1,51%	DSW.L	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,65	3.975,00	2.999,77	13,69%
Société Net-Estate				67.687,54	Euro	34,04%						
24	USD	3,81%	AWX	Avalon	2,71	5.290,99	3.616,50	1930	5,20	10.036,00	7.573,77	109,42%
25	USD	1,13%	BBCZ.OB	Bodison Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,33	2.970,00	2.241,34	60,22%
26	USD	1,27%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,22	3.355,00	2.531,88	37,23%
27	Euro	2,10%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	80,09	5.126,35	5.126,35	64	65,10	4.166,40	4.166,40	-18,73%
28	Euro	2,33%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	56,00	4.760,00	4.760,00	190,94%
29	Euro	2,14%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	44,79	4.255,05	4.255,05	103,64%
30	USD	0,66%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,20	1.733,60	1.308,28	-29,17%
31	Euro	2,12%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,88	4.218,75	4.218,75	38,54%
32	USD	2,09%	HTCH	Hutchinson Technology	2,21	5.961,83	4.379,30	2700	2,04	5.508,00	4.156,67	-5,08%
33	USD	1,69%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	2,83	4.457,25	3.363,71	-11,32%
34	USD	0,97%	DUCK	Duckwall-Alco Store	11,23	3.527,58	2.472,89	314	8,18	2.568,52	1.938,26	-21,62%
35	Euro	2,22%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	4,65	4.417,50	4.417,50	13,68%
36	GBP	2,23%	PHO.L	Peels Hotel	38,59	3.444,18	3.927,77	8925	40,39	3.604,81	4.424,71	12,65%
37	USD	2,84%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.895,56	3095	2,42	7.489,90	5.652,33	16,89%
38	Euro	1,33%	PIC.MI	Ceramiche Picchetti	0,17	2.396,16	2.396,16	14000	0,19	2.643,20	2.643,20	10,31%
39	Euro	2,46%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	0,94	4.890,60	4.890,60	-5,84%
40	Euro	2,59%	PVL.PA	Plastivoloire	19,39	5.819,08	5.819,08	300	17,15	5.145,00	5.145,00	-11,58%
Société VAIITre				13.946,10	Euro	7,01%						
41	CAD	1,02%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,71	2.644,75	2.033,48	-13,62%
42	CAD	1,86%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,20	4.820,00	3.705,98	-1,01%
43	Euro	1,84%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	159,00	3.657,00	3.657,00	6,80%
44	NOK	0,93%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.897,39	1.909,20	4030	3,46	13.943,80	1.839,50	-3,65%
45	USD	1,36%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	5,36	3.591,20	2.710,14	-0,07%
Fond Décoté				8.090,86	Euro	4,07%						
45	USD	1,38%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,23	3.623,75	2.734,70	-22,27%
46	GBP	0,65%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	74,99	1.057,36	1.297,85	32,60%
47	GBP	0,48%	ACAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	32,00	784,00	962,32	-7,45%
48	USD	1,56%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	1,09	4.102,50	3.095,99	49,30%
Diversification Valeu				15.618,99	Euro	7,85%						
49	Euro	1,61%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	22,89	3.204,60	3.204,60	-7,52%
50	CAD	1,51%	OGCT	Oceano Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	2,36	3.905,80	3.003,08	-6,34%
51	CAD	0,91%	DPM.TO	Dundee Precious Metal	7,96	2.188,59	1.568,32	275	8,60	2.365,00	1.818,99	19,35%
52	SEK	2,40%	INVE-A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	130,70	42.477,50	4.772,54	4,38%
53	DKK	1,42%	FFARMS.C	First Farms	46,56	21.184,86	2.849,38	455	46,10	20.975,50	2.820,39	-1,02%
Emission d'Option				600,71	Euro	0,30%						
54	USD	-0,23%	FSLR1209	Option Put : First Solar	13,00	-460,05	-349,82	400	1,54	-616,00	-464,87	32,89%
55	USD	-0,07%	ECA130119	Option Put : Encana	15,00	-355,05	-269,49	300	0,60	-180,00	-135,84	-49,53%
Liquidité				26.099,56	Euro	13,12%						
		2,08%		Compte Courant							4.129,77	
					Euro						0,00	
					USD						0,00	
					GBP						0,00	
					CAD						0,00	
											0,00	
					Euro						0,00	
					Garantie Option : First Solar						5.200,00	
					Garantie Option : Encana						4.500,00	
					USD						3.395,97	
					USD						3.395,97	
		89%		Total		3,33%	Equal	6.622	Euro		198.854,10	

News de nos sociétés



A V Home (USA) Ticker : AVHI

Notre « ex-Avatar Holding » poursuit sa réorganisation et vient de lancer une nouvelle marque pour son segment de lotissement résidentiel pour seniors : Vitalia.

ADDvantage Technologies (USA) Ticker : AEY

Changement de CEO pour ce grossiste en matériel technologique. C'est David Humphrey qui prend les rênes de l'entreprise. Ne nous demandez pas ce que nous pensons de ce changement : nous n'avons pas le plaisir de connaître ce monsieur...

Adler Real Estate (USA) Ticker : ADL

Ce promoteur immobilier allemand a publié un résultat positif pour la première fois depuis 2007. Comme quoi, tout arrive ... même si ce bénéfice reste surtout symbolique. Grâce à la réduction de son stock d'immeubles, la société dispose à présent d'une trésorerie confortable qu'elle utilise intelligemment à des rachats d'actions propres. Au 31/12, la VANT s'établit à 1,71 euros.

Asia Pacific Wire and Cable (USA) Ticker : APWC

La société vient de publier une perte pour l'année 2011, la 4e sur les dix dernières années. Honnêtement, cette perte nous laisse de marbre : elle est due essentiellement en raison de dégâts dus aux inondations qu'ont dû subir les installations thaïlandaises et la « mise à 0 » du goodwill. Autrement un événement en principe ponctuel et un autre qui, de notre point de vue, ne constitue pas réellement une perte de valeur. Nonobstant ces deux événements, la société aurait affiché un bénéfice par action d'au moins 0,42 USD, ce qui, au cours actuel, représenterait un PER de 7,5. Une partie des dégâts subis en Thaïlande pourrait être couverte par les assurances. Par contre, l'activité restera ralentie sur ce pays durant encore au moins l'année 2012.

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

La société a publié un troisième trimestre (clôturé fin janvier) bénéficiaire. Les ventes augmentent, les marges s'améliorent. Le flux de bonnes nouvelles de ces dernières semaines ne semble donc pas se tarir pour l'instant. Malgré la

News de nos sociétés

très faible liquidité du titre, nous pensons que cela finira par se refléter tôt ou tard dans le cours.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Notre fournisseur de l'industrie techno du câble a publié ses résultats financiers 2011. Le dernier trimestre ne fut pas transcendant et l'exercice se clôture par une perte, perte qui reste néanmoins modeste par rapport aux frais de R&D engagés par la société (7 fois supérieurs à la perte). L'impact de la dernière acquisition n'apparaît pas encore dans les comptes (nous ne pouvons donc dire si un gros goodwill a été payé pour cet achat). Nous restons optimistes vis-à-vis de cette société tant en raison de l'importance de l'actif net tangible en collatéral de notre investissement que du know how de la société matérialisé par ses importants efforts de recherche et développement.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ

Le fabricant chinois d'engrais vient de publier, avec retard et après rappel à l'ordre de la SEC, son rapport financier 2011. Ce retard, qui vient après de nombreux autres, n'est pas pour nous plaire et traduit tout de même un manque de sérieux, voire un manque du plus élémentaire respect des associés minoritaires et non-chinois de la société. Les résultats publiés sont un peu moins mauvais que l'année précédente avec un chiffre d'affaires en hausse de 16 % et une perte divisée par 2. Nous apprenons aussi que le CEO vient d'être nommé président du conseil d'administration. Nous n'avons évidemment aucune idée sur l'impact, positif ou négatif, de ce cumul.

Books-A-Million (USA) Ticker : BAMM

C'est le 12 avril que nous avons pu prendre connaissance du rapport annuel de notre « libraire » préféré. Nous nous attendions évidemment à une perte sur l'année 2012. C'est d'ailleurs pour cette raison que nous avons pu acquérir la société le 11 novembre 2011 avec une belle décote sur sa valeur Net-Net et à moins de 40% de sa valeur d'actif Net Tangible. Nous étions donc particulièrement curieux de l'impact de cette perte sur la valeur patrimoniale de la société. A la lumière du rapport annuel, nous sommes rassurés. La valeur Net-Net de la société est à 2.69 \$ par action, sa valeur Net Estate est à 3.48\$ par action, donc en légère baisse, même si la valeur d'acquisition de l'immobilier (ouverture de nouveaux magasins) est en hausse de 30%. En effet, la société a ouvert 56 nouveaux magasins et fermé 26 magasins existants, soit un solde de 30 nouvelles ouvertures. La valeur d'actif Net Tangible est en très légère augmentation, à 7.2830\$ par action.

Le chiffre d'affaire ne subit finalement qu'un recul limité de 3.7% et la perte nette est de 0.18\$ par action, soit 2.8 millions de \$ pour un chiffre d'affaire de 468.5 millions pour vous donner un ordre de grandeur, plus précis. Rien d'affolant donc.

En parcourant le rapport, nous avons relevé un élément positif: l'augmentation du chiffre d'affaire de la partie électronique en hausse de 17%, qui confirme la mutation entamée par la direction.

News de nos sociétés

Nous notons également un point non dénué d'intérêt, souligné par la direction et qui explique que les magasins récemment ouverts, soit au dernier trimestre de 2011, et nous estimons ces magasins ouverts à une grosse dizaine, soit au moins 40% des magasins ouverts en 2011, génèrent d'abord des frais importants (aménagement, approvisionnement et autre), avant de devenir rentables à un certain volume de vente. Volume de vente saisonnier dans ce type d'activité (avec les pics des vacances d'été et de fin d'année). Leurs explications ne sonnent pas comme une excuse expliquant la perte de 2011, mais comme un élément à prendre en compte, que nous jugeons utile, pour comprendre la société.

Après avoir rédigé ces news, nous apprenons que la direction propose de racheter des actions de la société sur le marché et offre 3.15\$ par action ! Après Bennetton, c'est au tour de cette direction de faire preuve de pingrerie et de se moquer ouvertement des actionnaires, car la valeur d'actif Net Tangible de la société est de 7.28\$! Nous avons décidé d'apporter nos actions pour ne pas risquer de nous retrouver avec un titre peu liquide qu'il sera plus difficile de vendre et ainsi en terminer avec cette direction de « misérables ». Nous sortons donc de cette aventure avec une dizaine de % de plus value...

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK

Un de nos fidèles abonnés nous fait remarquer que Philippe Verges a démissionné de ses fonctions de président de Newmarket Technology. Le rapport avec China Crescent ? Eh bien, Newmarket est la société qui contrôle China Crescent et elle était elle-même contrôlée par Philippe Verges grâce à des actions privilégiées lui octroyant 51 % des voix à l'Assemblée Générale. Ces actions ont été cédées à Barclays Group. Nous ne sommes pas fâchés de voir partir ce dirigeant au passé sulfureux qui n'avait pas démontré un grand respect des actionnaires minoritaires. Peut-être ce changement de contrôle va-t-il déclencher le catalyseur d'un retour du cours de la société à un niveau plus en adéquation avec la valeur affichée des comptes...

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC

Le rapport financier de 2011 est disponible et il laisse apparaître un dernier trimestre en amélioration avec une perte réduite et un chiffre d'affaires en augmentation. Sur l'ensemble de l'année, le résultat reste bien entendu médiocre mais l'amélioration de fin d'année couplée aux nouvelles que nous vous avons annoncées pour ce premier trimestre (cfr lettres précédentes) nous laissent penser que la direction est enfin sur la bonne voie. La VANT s'établit à 3,39 USD, ce qui laisse, par rapport au cours actuel, un potentiel d'appréciation théorique d'environ 150 %. Par contre, les pertes successives commencent à peser sur la solvabilité de la société qui restent néanmoins toujours acceptable à 67 %.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

A l'occasion de la publication de son rapport financier 2011, la direction prévoit une année 2012 difficile en raison de l'incertitude économique et des prix élevés du pétrole. La VANT reste stable à 6,32 USD.

News de nos sociétés

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

Le rapport annuel 2011 est formel : Crown Van Gelder est encore une daubasse. Son ratio VANE est de 0,56 et son potentiel sur ses actifs tangibles égal à +219%. Donc, malgré la hausse du titre au sein de notre portefeuille depuis notre achat de près de +13,68%, nous conservons précieusement notre seule ligne néerlandaise au sein de notre portefeuille.

Duckwall-Alco Store (USA) Ticker : DUCK

Le 13 avril, le bilan annuel de la société était disponible. Il nous apprend que la valeur patrimoniale de la société est stable avec un biais positif. La valeur de l'actif Net-Net est de 15.95\$ par action après un retraitement dû à une légère augmentation du délais de paiement des créances, qui excède la moyenne des 3 dernière années, de 5 jours, pour s'afficher à 7 jours. La valeur net-estate est de 18.69\$. Quand a la valeur d'actif net tangible elle est de 27.72\$ par action. Les bonnes nouvelles c'est que la direction est parvenue à augmenter le chiffre d'affaire de 4%, tout en réduisant les dépenses opérationnelles de 2%. Résultats des courses, la société affiche un profit net de 0.43\$ par action sur l'année 2011 au lieu d'une perte de 1.20\$ par action l'année précédente. Le chemin est encore long avant que la société n'atteigne sa VANT, puisque le potentiel au cours actuel est de 214%. Mais nous estimons que la société semble être sortie des chemins de traverses qu'elle avait dangereusement empruntés, pour une belle route à quatre bandes.

Dundee Precious (Canada) Ticker : DPM.TO

Le 30 avril, nous apprenons que le gouvernement Namibien a publié son rapport sur la fonderie namibienne Tsumeb. Pour faire simple et rapide, le gouvernement a demandé de réduire de moitié l'approvisionnement de la fonderie jusqu'à ce que la capture des émissions fugitives soit opérationnelle. Un projet qui était déjà prévu pour le second semestre 2012. Le management a annoncé que la société allait accélérer ce projet et fermer le site pendant 1 mois à la mi-mai.

La chute du titre qui a découlé de cette nouvelle peut fournir une opportunité d'achat car cette mauvaise nouvelle est déconnectée de la production d'or, d'argent ou de cuivre.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK

Le 13 avril, notre fonds immobilier spécialisé sur la Turquie a cédé le palace Kadife dans des conditions correctes pour 4,3 M USD, générant un gain avant coûts lié à la transaction de 2,7 M USD.

L'actionnaire Spearpoint continue de grimper au capital et possède désormais 38,04% des actions du fonds fermé.

Nous attendons patiemment la publication des résultats 2011 prévue pour le 25 mai et qui devraient annoncer une valeur d'actif net en progression du fait de l'accélération du désendettement du fonds.

News de nos sociétés

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Nous avons actualisé nos calculs maisons Daubasses avec les comptes annuels 2011. Secteur en crise, activité peu sexy (papeterie) et pourtant l'entreprise française a réussi à générer des (petits) bénéfices et les ratios sont excellents : Net-Net de 0,56, VANE de 0,31 et le potentiel sur les actifs tangibles ressort à +378%. Nous ne serions pas surpris si la famille Nusse (largement majoritaire) qui pilote aujourd'hui Exacompta Clairefontaine profite de la sous valorisation boursière pour sortir leur entreprise de la cote parisienne. Bien entendu, ce ne sont que des suppositions. Mais nous avons déjà assisté à ce genre d'opérations, comme très récemment sur Benetton.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Les trimestres se suivent et semblent se ressembler... Et pourtant, avec la publication des comptes semestriels clos au 25 mars 2012 (exercice décalé avec clôture au 25 septembre), nous continuons de constater que les décotes restent importantes, notamment du fait des immeubles et terrains acquis historiquement pour 220 M USD. La VANE actuelle ressort à 5,82 USD par action. Et nous constatons que sur ces 6 derniers mois, l'entreprise a consacré 8,2 M USD à la R&D. La valorisation actuelle de Hutchinson Technology représente désormais moins de 3 ans de dépenses en R&D. Nous pensons que nous pouvons avoir une bonne surprise sur l'utilisation de tout ce développement et de l'expertise de l'entreprise.

Infosonics (USA) Ticker : IFON

Nous apprenons le 9 avril que la société faisait l'objet d'un délistement du Nasdaq. La société avait jusqu'au 10 avril pour faire appel, afin de présenter un plan lui permettant de se conformer aux exigences de la cotation sur le Nasdaq. Dans le cas contraire, la société serait reléguée sur un marché non réglementé. A l'heure où nous écrivons ces news, nous n'avons pas d'information concernant l'issue de ce délistement. Mais l'on peut par déduction et vu que les tickers Yahoo qui n'ont pas changé, penser que le plan présenté par la société pour faire appel a sans doute été agréé par le Nasdaq. Affaire donc à suivre pour plus de précision.

Investor AB (Suède) Ticker : INVE-A.ST

La holding a investi dans une joint-venture qui sera indirectement investie dans Wärtsilä, une société d'ingénierie spécialisée dans les solutions pour l'industrie maritime et les centrales électriques. Cette participation est destinée à devenir un investissement stratégique pour Investor.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

La direction de cette société en liquidation de ses activités de distribution de DVD ne semble pas disposée à distribuer les produits de la liquidation aux actionnaires mais plutôt envisager une reconversion des activités en changeant sa stratégie B to B en B to C. Elle vient de déboursier 4,2 Gbp par action pour acquérir des actifs de sociétés actives dans la vente en ligne. Difficile de nous faire

News de nos sociétés

une opinion sur l'opportunité de cet investissement pour nous, les petits actionnaires.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Notre fabricant italien de meubles, coté aux US, vient lui aussi de publier ses résultats 2011. Une nouvelle année de pertes attribuée par la direction à la crise des dettes souveraines en Europe, une hausse du coût des matières premières et des effets devises défavorables. Plus ennuyeux : l'EBITDA devient négatif. Néanmoins, la croissance s'est poursuivie dans les « BRICS » et Natuzzi a été désignée comme marque mondiale la plus connue dans le monde de l'ameublement lors d'une enquête indépendante menée par « World Luxury Tracking ».

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

L'EBITDA au Q1 2012 ressort à 23,3 M USD. Une rentabilité quasiment divisée par 2 par rapport au Q1 2011. Ceci pour deux raisons :

- une production en baisse de 23% du fait de l'arrêt d'extraction pour de la maintenance et un moindre rendement sur la période
- une augmentation importante des coûts d'extraction : 1 287 USD / once vs. 943 USD / once au Q1 2011.

La hausse des cours de l'or sur la période n'a donc pas profité à notre minière canadienne.

Nous resterons vigilants au cours de l'once d'or puisque le management s'attend à des coûts de production par once de 900 à 980 USD.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

Nous apprenons via un communiqué de presse que Robert Peel et Charles Peel, qui possèdent à eux deux 59,5% du capital de l'entreprise hôtelière, ont souscrit pour 850 000 GBP sur un emprunt total de 1 000 000 GBP à échéance 2013. Cet emprunt va permettre de répondre aux exigences bancaires de moyen terme.

Ce qui nous plaît un peu moins est la rémunération de ce prêt dont le taux d'intérêt est fixé à 7% annuel avec un paiement trimestriel. Affaire à suivre.

PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L

Nous disposons cette fois de chiffres plus précis dans un rapport annuel préliminaire, que nous vérifierons avec le rapport annuel définitif. Notre fabricant préféré de gaufres de Liège, oh pardon, de silicium, souffre mais est loin d'être à l'agonie. Sa valeur patrimoniale est bien entendu en recul, mais relativement contenue si l'on se réfère à « l'éclipse tsunamienne » qui sévit sur le secteur de l'énergie solaire. Sa valeur d'actif Net-Net s'établit à 9.36 pence, tandis que sa valeur Net Estate est de 11.48 pence. Sa valeur d'actif Net Tangible est de 40.34 pence. C'est un recul de 25%.

Au niveau du bilan, le chiffre d'affaire est en recul de 16%. Comme vous l'annoncions le mois passé, la société parvient quand même à dégager un profit avant taxe de 1.35 pence, ce qui n'est quand même pas rien. Au final, la société enregistre une perte nette par action de 1.14 pence.

News de nos sociétés

Enfin, nous constatons que la société possède encore 20.84 pence de liquidités par action. Ces liquidités étaient lors de notre analyse, l'un des points les plus importants du bilan de la société, car c'était selon nous, l'arme ultime qui permettrait à la société de pouvoir émerger après la crise.

Nous restons donc très confiants sur PV Crystalox Solar, d'autant plus que la concurrence commence à être éliminée tout doucement. En effet, nous avons vu ça et là que certaines sociétés actives dans le solaire mettaient la clé sous la porte, voire arrêtaient la fabrication de gaufres de Liège, oh pardon, de silicium ... décidément! C'est notamment le cas de REC, l'autre société du secteur que nous possédons en portefeuille, qui a décidé d'arrêter la fabrication de gaufres de silicium.

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

Le management a annoncé la nouvelle le 24/04/2012 : REC arrête totalement sa production de wafers :

- trop de concurrence chinoise
- malgré la recherche de réduction des coûts

Cette information semble être une bonne nouvelle à long terme. L'entreprise va acheter les plaquettes en polycristallin sur le marché et ses lingots monocristallins moins chers que si elle les produisait elle-même. L'entreprise n'est donc plus totalement intégrée : elle est en amont avec le Silicium et en aval avec la production de modules et de panneaux en plus de l'installation de ces derniers. Par ailleurs, l'EBIT redevient positif sur le Q1 2012 à 59 M NOK, soit 3% de marge opérationnelle. Par contre, la société publie des pertes sur ce trimestre à hauteur de 318 M NOK du fait des coûts financiers, essentiellement dûs à un ajustement de la juste valeur des obligations pour 290 M NOK.

Le marché semble juger ces nouvelles positivement, le titre REC ayant réagi à la hausse.

SAM (France) Ticker : SAMP.PA

Le rapport financier étant disponible, nous avons pu vérifier l'impact sur les comptes de la « gabegie » de la direction de la société. Les montants payés pour les différentes acquisitions sont restés relativement raisonnables, mais se sont effectués largement au-dessus de la valeur comptable des sociétés achetées. Ce qui entraîne une diminution assez importante de la VANT à 51 euros par action. Nous ne pouvons que continuer à espérer que l'entreprise recule pour mieux sauter.

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD.OB

Le rapport annuel de notre « marchand de savonée » préféré, nous apprend que la valeur patrimoniale est stable. La société affiche toujours une valeur d'actif Net Estate de 0.98\$ par action, supérieur à la valeur d'actif Net Tangible de 0.68 \$ par action. Ceci est évidemment dû à son parc immobilier qui apparaît au bilan à une valeur bien inférieure à sa valeur d'acquisition, car amorti sur plusieurs décennies (la société ayant été fondée en 1954). Cette valeur d'acquisition est d'ailleurs, avant notre soustraction de notre marge de sécurité de 20%,

News de nos sociétés

de 1.60\$ par action. Nous disposons donc sur cette société d'un collatéral des plus solides.

Ce qui est par contre un peu décevant, c'est que la société parvient à augmenter son chiffre d'affaire de 9%, mais également et dans une mesure égale ses dépenses, ce qui au final de l'année 2011 génère une perte de 0.06\$ par action, soit à peu près égal à 2010, qui était de 0.05\$.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Les rachats d'actions des deux fondateurs qui rappelez-vous avaient commencé en novembre 2011 et s'étaient poursuivis durant tout le mois de décembre 2011, se poursuivent. Courant avril 2012, Wang Stewart et son compère Ku Tzu Sheng ont acheté chacun 6000 actions, soit 12 000 actions au total.

Comme nous n'avons rien trouvé de transcendant dans le rapport annuel que nous vous avons résumé dans la lettre précédente, nous restons avec les mêmes interrogations que précédemment, sur ce rachat d'actions qui atteint avec les derniers achats environ 130 000 actions. Nous avons toujours difficile à croire que ce rachat est uniquement lié aux menaces de délistement qui pèsent sur la société puisque son cours repasse parfois sous les 1\$ fatidique qui entraînerait ce délistement. En tout cas si c'était le cas, ce jeu aurait des limites. Les limites des portefeuilles de nos amis Wang Stewart et son compère Ku Tzu Sheng.

Le mystère de ce rachat d'actions reste donc toujours entier.

Tegal (USA) Ticker : TGAL

L'entreprise annonce un partenariat avec Health Tech Capital, une compagnie qui investit dans les jeunes sociétés technologiques dans le domaine de la santé.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Le rapport annuel de la société qui nous est parvenu le 12 avril est de très bon aloi. La valeur Net-Net de la société s'établit à 4.36\$ par action. La valeur d'actif net tangible s'apprécie de 10% à 5.1503\$. L'endettement de la société est en décline de 20%, ce qui fait passer sa solvabilité de 57% à 72%. Nous notons enfin qu'au 28 janvier 2012, date de la clôture de l'exercice annuel 2011, la société possède des liquidités d'une valeur de 2.82\$ par action alors que le cours est de 2.17\$!

Et pourtant le chiffre d'affaires s'est une nouvelle fois comparé à l'année 2010, érodé de 17%. Ce qui a priori est paradoxal avec ce qui précède. Mais...et le mais dans ce cas a toute son importance, car il démontre cette fois que la direction de la société a rangé au vestiaire « ses trois pièces Daubasse » pour endosser de jolis costumes de « responsables bosseurs », car le coût des produits a baissé de 21% et dans le même temps, le coût d'administration et de ventes ont eux aussi baissé de 22%. Résultats des courses, malgré une nouvelle hémorragie des ventes de 17%, cette direction parvient à dégager un profit par action de 0.07\$ par action. Chose que nous n'avons plus vu sur les cinq dernières années.

News de nos sociétés

C'est vrai qu'avec cette dernière VANT, le potentiel est de 137%, après une progression de 190% en USD dans notre portefeuille, puisque nous avons acheté la société 0.75\$, le 8 juin 2009. Si ce potentiel est donc aujourd'hui limité, le risque est bien moindre également que lors de notre achat. Une équation qui n'est pas dénuée d'intérêt.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

Au 31 mars, l'actif net par action est de 1,254 USD en hausse de 4,88% par rapport au mois précédent.



Analyses de société

Encana Corp.

(Toronto, Ticker: ECA.TO / ISIN : CA2925051047)

I. Introduction



Comme vous le savez, nous avons une conviction particulière sur le gaz naturel. L'année dernière, nous avons d'ailleurs présenté cette conviction [sur notre blog](#).

A l'époque, celui d'entre nous qui s'intéressait le plus à cette énergie n'avait pas trouvé de support « value » pour y investir et s'était contenté d'acquérir, pour son propre portefeuille, quelques parts du tracker « FCG » qui détient une série d'acteurs du secteur. Un an plus tard, ce tracker a perdu 28 %.

Par contre, cette volonté constante d'exiger une marge de sécurité suffisante sur nos investissements nous a permis, dans le cadre du club, d'éviter de faire une bêtise puisqu'en l'absence d'opportunités répondant à nos critères de valorisation, nous n'avons rien acheté du tout.

Comme quoi, la discipline reste l'une des meilleures protections d'un patrimoine.

Depuis cet article, le cours du « Henry Hub », (le gaz commercialisé en Amérique du Nord) a été quasiment divisé par 2.

Néanmoins, notre conviction sur ce support n'a pas changé et les arguments avancés à l'époque nous semblent toujours valables. Seul bémol : le phénomène des gaz de schiste a complètement bouleversé la donne et, reconnaissons-le, dans de bien plus grandes proportions que ce que nous pensions.

Ceci dit, au cours actuel, le gaz naturel devient très très bon marché. Il a rejoint ses plus bas de 10 ans mais surtout, il cote avec une décote sur le pétrole ja-

Analyses de société

mais atteinte : le rapport entre le cours du baril de pétrole et celui des « 1000 pieds cube » de gaz tourne aujourd'hui autour de 50 alors qu'historiquement, il est de 10.

A ce prix, un grand nombre de puits ne sont plus rentables et certains doivent fermer.

D'ailleurs, ces dernières semaines, plusieurs « majors » du secteur ont annoncé vouloir réduire leur production.

Ajoutons comme argument supplémentaire que le prix du gaz n'est pas, comme d'autres matières premières, mondial mais bien différent en fonction des régions. En effet, le gaz est très coûteux à transporter et un déséquilibre entre l'offre et la demande peut exister sur une partie du globe sans qu'il ne concerne la planète entière. Et cela se remarque bien dans le cas présent : le « Henry Hub » nord-américain cote bel et bien à 2 USD mais en Europe, les cours du gaz tournent autour de 6 USD et en Asie bien au-delà de 10 !

L'explication à ce phénomène nous semble relativement simple : jusqu'il y a peu, les USA étaient importateurs nets de gaz naturel et disposent donc d'installations pour importer du gaz mais pas pour en exporter. Il faut un certain temps pour construire des unités permettant de liquéfier le gaz pour son transport. Lorsque ces installations seront en place, l'Amérique du Nord pourra exporter ses surplus de production vers des marchés plus rentables et les prix devraient se rééquilibrer.



Avec Encana, nous pensons pouvoir, enfin, commencer à envisager une approche « value » sur cette matière première que nous apprécions dans l'équipe des daubasses.

Certes, la société n'est pas vraiment une daubasse et nous la considérons plutôt comme une diversification « value » de notre portefeuille.

Encana est un producteur d'énergie canadien actif en Amérique du Nord. Son activité est axée sur l'exploration et l'exploitation d'un portefeuille diversifié de zones de ressources de gaz naturel, de pétrole et de LGN. Elle détient et exploite également des stations d'approvisionnement en gaz pour véhicules routiers. La plus grosse partie de ses ventes porte sur le gaz naturel.

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

Nous relevons un actif courant de 6,69 CAD par action, qui après déduction des dettes, nous amène à une VANN négative de 17,21 CAD.

Analyses de société

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

Nous n'avons aucun détail sur les immeubles détenus par Encana : ils sont noyés dans les immobilisations corporelles sans être différenciés. Nous ne pouvons donc pas évaluer ce poste.

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



Nous n'allons pas ici aborder cette valeur de manière traditionnelle. Ce que nous allons tenter de déterminer, c'est la valeur des réserves de gaz et de pétrole de Encana nettes de dette.

En lisant le rapport annuel, nous apprenons que Encana détient, au 31/12/2011, des réserves prouvées de gaz naturel pour un équivalent de 13 441 milliards de pieds cubes et des réserves de pétrole pour un équivalent de 133 millions de barils.

Les coûts de production 2011 pour 1 000 pieds cube de gaz se sont élevés à 1,91 USD et pour un baril de pétrole à 8,32 USD. Par prudence, nous majorons ces coûts de production de 10 % et tenons compte d'un coût d'extraction de 2,10 USD pour le gaz et de 9,15 USD pour le pétrole.

Au cours actuel de 2 USD pour le gaz et de 100 USD pour le baril de pétrole, nous valorisons donc les réserves d'Encana à :

Gaz : $(2 - 2,10) \times 13\,441\,000\,000 = -13\,441\,000\,000$ soit 0

Pétrole : $(100 - 9,15) \times 133\,000\,000 = 12\,083\,050\,000\,000$ USD ou 16,41 par action

Nous retirons 5 années d'investissement (33,95 CAD par action), les loyers futurs à payer (3,42 CAD par action), les coûts non comptabilisés de mise hors services des gisements (4,50 CAD), ajoutons la VANN (-17,21 CAD) et obtenons une VLMV NEGATIVE de 42,67 CAD.

Pas terrible allez-vous dire ... et vous aurez raison !

Néanmoins, vous savez que nous avons une bonne conviction que les prix du gaz vont aller en augmentant à moyen terme.

D'une part, l'arrêt de certaines centrales nucléaires devrait progressivement permettre une augmentation de la demande de gaz.



Analyses de société

D'autre part, comme nous l'avons vu, le cours actuel ne permet pas à la majorité des exploitants gaziers d'être rentable et les oblige à fermer des puits. D'après nos lectures, il semblerait que le coût marginal de production (c'est-à-dire le coût de production le plus élevé pour la dernière unité produite pour répondre à la demande) pour le gaz est de 6 USD par 1000 pieds cube. Nous pensons que son prix d'équilibre, sur le long terme, doit obligatoirement se fixer autour de ce coût de production puisque c'est à ce prix que les entreprises gazières peuvent rester rentables.



En dessous de ce prix, elles stoppent leur exploitation, contribuent à diminuer l'offre et donc à hausser les prix. Notez tout de même, cher(e) lecteur (trice) que ce cours que nous allons retenir pour valoriser Encana place encore le « Henry Hub » à moins de la moitié de son sommet d'il y a 6 ans !

Nous allons donc prendre comme hypothèse que les réserves de gaz d'Encana seront valorisées à 4 USD et celles de pétrole au ratio historique moyen gaz/pétrole de 10, soit à 60 USD le baril. Vous conviendrez qu'avec pareils hypothèses, nous restons prudents.

Gaz : $(6 - 2,10) \times 13\,441\,000\,000 = 52\,419\,900\,000$ USD ou 71,19 CAD par action

Pétrole : $(60 - 9,15) \times 133\,000\,000 = 6\,763\,050\,000$ USD ou 9,19 CAD par action

Nous retirons 5 années d'investissement (33,95 CAD par action), les loyers futurs à payer (3,42 CAD par action), les coûts non comptabilisés de mise hors services des gisements (4,50 CAD), ajoutons la VANN (-17,21 CAD) et obtenons une VLMV de 21,3 CAD.

V. La valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 dernières années, Encana a généré un résultat d'exploitation moyen de 4,51 CAD par action.

Nous amputons de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, actualisons à 12 %, déduisons les dettes financières et ajoutons la trésorerie de l'actif et obtenons une VCB de 27,52 CAD ... à prendre avec certaines pincettes puisque cette VCB a été partiellement obtenue d'une part à une époque où le gaz cotait nettement plus haut qu'aujourd'hui et d'autre part, ces dernières années, avec une partie de la production vendue à un prix supérieur à celui du marché grâce aux couvertures prises par la direction.

Analyses de société

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

Au cours des 5 dernières années, Encana a généré un rendement sur capital investi moyen de 8,5 %. La société est donc éligible à la VANTre. Nous pouvons donc la valoriser sur base de sa VANTre de 19,93 CAD.

VII. Conclusions



En fonction des valorisations que nous venons de vous présenter, vous comprendrez, cher(e) lecteur (trice), qu'au cours actuel, nous trouvons l'action Encana encore un peu cher. C'est la raison pour laquelle nous avons opté, comme pour First Solar, pour un investissement indirect via l'émission d'options put.

Nous avons choisi d'émettre des options put à échéance janvier 2013 au cours de 15 USD (code EC9177293). Cela signifie que nous nous engageons, le 18 janvier 2013, à acheter à notre contrepartie ses actions Encana au prix de 15 USD et, ce même si le cours de la société se situe bien plus bas.

En contrepartie de cet engagement, nous avons encaissé après déduction des frais de courtage, la somme de 1,18 USD par action.

A l'échéance, deux scénarios possibles:

- soit nous sommes exercés et nous devons acheter les actions. Ces actions nous coûtent 15 USD moins la prime encaissée de 1,18 USD soit 13,82 USD.

A ce prix de revient, nous obtenons des marges de sécurité de :

35 % sur la VLMV calculée sur base d'un prix du gaz « normal » de 6 USD
 50 % sur la VCB
 31 % sur la VANTre

- soit le cours d'Encana est supérieur à 15 USD et nous ne sommes pas obligés d'acheter les actions. Nous conservons la prime et les liquidités bloquées nous ont procuré **un rendement de 7,9 % en 9 mois**.

Nous sommes bien conscients que notre investissement en Encana part d'un postulat fort : notre conviction que les prix du gaz vont, à moyen terme, se retrouver significativement au-dessus du cours actuel.

Pour « tenir » jusqu'à ce moment, nous estimons que la société détient des

Analyses de société

avantages intéressants :

- le fait qu'une partie de la production des deux prochaines années est « hedgée » et sera vendue à des prix supérieurs aux prix actuels
- le fait que Encana produit un peu de pétrole et peut l'écouler de manière rentable, ce qui lui assure certains flux de trésorerie positifs permettant de compenser, en partie, les flux négatifs issus des activités gazières
- le fait que les coûts de production de Encana semblent significativement plus faibles que la moyenne des autres producteurs, ce qui devrait lui permettre de « tenir » plus longtemps.



Analyses de société

First Solar, Inc.

(Nasdaq, Ticker: FSLR / ISIN : US3364331070)

I. Introduction



First Solar est une société intégrée active dans le photovoltaïque. Elle produit des modules photovoltaïques qui, contrairement à « notre » PV Crystalox, ne sont pas en silicium, mais basés sur la « technologie FS » qui, selon la direction de la société, les rend plus performants que les modules traditionnels mais aussi plus facilement recyclables et plus écologiques. Néanmoins, l'effondrement des prix du silicium procure un avantage compétitif à ses concurrents. Elle fabrique aussi des panneaux photovoltaïques et accompagne ses clients dans leur projet tant sur le plan du développement, du financement que de la maintenance. First Solar peut très bien aussi développer elle-même des projets de « fermes » photovoltaïques et les revendre « clés en main » à des opérateurs publics ou des investisseurs privés désirant dégager des cash flows stables. Enfin, elle se charge également du recyclage de ses modules et panneaux en fin de vie.

L'entreprise a été créée en 1999 et est l'un des leaders mondiaux du secteur. Elle vend partout dans le monde et ses deux principaux clients sont EDF Energies Nouvelles et Belectric.

Comme nous l'avons déjà abordé, le secteur est très concurrentiel avec notamment les fabricants chinois, qui, grâce à l'apport de capitaux publics, peuvent se permettre de travailler avec des marges bénéficiaires vraiment minimes. De nouveaux concurrents pourraient également faire leur apparition à court terme : les fabricants de semi-conducteurs cherchant de nouveaux débouchés. La concurrence indirecte du gaz naturel (voir notre analyse d'Encana) qui reste maintenu à un prix plancher depuis de longs mois à présent doit aussi être prise en considération. Compte tenu de tout cela, la direction s'attend à ce que les prix restent encore sous pression pendant un certain laps de temps.

Enfin, le cadmium, un métal rare dérivé du zinc (on trouve +/- 3 kg de cadmium dans une tonne de zinc), constitue une matière première de première importance pour First Solar et il faut tenir compte d'éventuelles difficultés d'approvisionnement. La société avait d'ailleurs un temps envisagé d'extraire elle-même ce minerai avant de renoncer au projet.

Un petit détail plus technique que fondamental peut sans doute peser un peu sur le cours également : le fait que la société ait été retirée de l'indice Nasdaq 100 et que sa présence dans l'indice S&P 500 est compromise.

Analyses de société

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

Nous relevons un actif courant de 30,22 USD par action duquel nous retirons les dettes pour 24,68 USD. Nous obtenons donc une VANN de 5,54 USD.

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

Des terrains et immeubles ont été acquis pour la somme de 4,65 USD. Après déduction de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajout de la VANN, nous obtenons une valeur d'actif Net Estate pour First Solar de 9,26 USD.

IV. La valeur en cas de mise en liquidation volontaire (VLMV)



Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal : les **liquidités et placements de trésorerie à court terme**. Ils représentent 7,77 USD par action et n'appellent aucun commentaire particulier.

Le 2e poste, ce sont les **créances sur les clients**. Tout d'abord, les factures émises proprement dites qui représentent 3,59 USD par action. Elles sont payées à 41 jours, ce qui nous semble très bon et de plus, la direction a provisionné 3 % de l'en cours à titre de créances douteuses. Par prudence, nous prenons une marge de sécurité (plus réduite que ce que nous prenons habituellement) de 10 % sur ce poste et l'amputons de 0,36 USD. Il y a aussi les **prestations qui n'ont pas encore été facturées aux clients** et qui représentent un montant qui nous semble assez conséquent de 6,17 USD. Ici, nous augmentons la marge de sécurité à 15 % et amputons donc ce poste de 0,93 USD.

Les **stocks** sont en fortes augmentation. Ils couvrent plus de 178 jours de besoin (plus qu'un doublement par rapport à l'année précédente). Ceci traduit sans doute le ralentissement de l'activité mais ce n'est pas pour nous rassurer. Une seule solution dans ce cas : prendre une marge de sécurité conséquente sur le poste. Nous choisissons de couper la valeur du poste par 2 et déduisons donc 3,08 USD de leur valeur aux livres.

Nous ne tenons pas compte non plus des 0,48 USD d'**impôts différés**.

Au niveau de l'**actif fixe**, nous trouvons pas mal de **placement en obligations à long terme** qui servent, en partie, de garantie pour des obligations futures de la société. Nous les reprenons telles qu'elles à 3,66 USD par action.

Nous tenons compte aussi de la **partie du stock que la société estime qu'elle**

Analyses de société

ne consommera pas dans l'année mais nous prenons évidemment ici aussi une marge de sécurité de 50 %, soit 0,35 USD.



Outre l'**immobilier**, nous relevons un important poste d'**installations et matériel de production** acquis pour un montant de 23,50 USD. Fidèles à nos habitudes, nous les reprenons pour 5 % de cette valeur, soit 1,17 USD par action.

La société détient également différents **projets de « fermes solaires »** qu'elle compte vendre une fois arrivés à maturité. Nous les reprenons pour 80 % de leur valeur aux comptes, soit 3,44 USD.

Hors bilan, nous reprenons les **loyers futurs à payer** pour 50 % de leur valeur, soit 0,55 USD.

Compte tenu de ce qui précède, nous fixons la valeur de First Solar en cas de mise en liquidation volontaire à 12,48 USD.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des cinq dernières années, la société a généré, en moyenne, un résultat d'exploitation de 4,63 USD par action. Après déduction de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat et actualisation au taux de 12 %, nous valorisons la capacité bénéficiaire de First Solar à 25,10 USD. Nous ajoutons la trésorerie de l'actif ainsi que les placements financiers à long terme qui ne sont pas bloqués en vue de garantir des obligations de l'entreprise et déduisons les dettes financières. La VCB de First Solar se fixe donc à 27,05 USD.



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

Au cours des cinq dernières années, la société a généré un rendement sur capitaux investis de 9,5 %. Elle est donc « éligible » au calcul de la VANTre. Sa VANTre s'établit à 36,97 USD.

Analyses de société

VII. Conclusions

Au cours actuel de 18 USD, nous obtenons une marge de sécurité de

33,5 % sur la VCB
48,7 % sur la VANTre

Nous pensons que First Solar détient deux richesses :



D'abord, l'extrême solidité de son bilan qui, avec une solvabilité de 73 %, la classe parmi les acteurs « costauds » du secteur et devrait l'aider à rester parmi les « survivants » même opposée aux fabricants chinois soutenus par la puissance financière de la « machine de guerre économique » souveraine de la RPC.

Ensuite, son savoir-faire qui se matérialise dans les comptes par des frais de recherche et développement assez conséquents, puisque le cumul de ces dépenses des 5 dernières années représente 4,33 USD.

Néanmoins, nous avons un problème avec First Solar: au cours auquel était proposée l'action au moment de notre décision d'investir, le collatéral dont nous disposons en garantie de notre investissement est assez fragile : tant la VLMV que la VANN et la VANE sont inférieures au cours affiché et nous avons de grosses interrogations sur la vraie valeur du stock notamment.

Le fait que le collatéral tangible prudent se situe largement sous le cours actuel ne nous incitait pas à acheter : en effet, sauf rarissime exception, il nous faut au moins la possibilité d'acheter sous l'une des trois premières valeur citées pour passer à l'action. Mais il y avait la possibilité d'émettre (de vendre) des options put sur cette société et ce, à bon prix (plus d'info sur [les émissions d'options ici](#) et [un cas pratique ici](#)).

Concrètement, nous avons émis des options put sur First Solar à un prix d'exercice de 13 USD, échéance septembre 2012 (code FS0970491). En contrepartie, nous avons encaissé une prime, frais de courtage inclus, de 1,16 USD par option mais avons dû bloquer l'équivalent du prix d'exercice, soit 13 USD par option sur un compte.

A l'échéance, deux scénarios possibles:

- soit le cours de First Solar est supérieur à 13 USD et il ne se passe rien : nos liquidités sont libérées et nous conservons la prime encaissée. Nous avons alors obtenu **un rendement net de 8,9 % en à peine plus de 6 mois !**

Analyses de société

- soit le cours de First Solar est inférieur à 13 USD et nous sommes alors obligés d'acheter les actions à 13 USD (même si le cours sur le marché est tombé beaucoup plus bas, à 5 USD par exemple) : dans ce cas, nos actions nous auront coûté 13 USD - 1,16 USD, soit 11,84 USD. Nous aurons alors acquis des actions de la société avec une marge de sécurité de 5 % sur la VLMV, de 56 % sur sa VCB et **un potentiel cours/valeur d'actif net tangible de +212 %**.



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