

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito, page 3

La cyclicité des transformateurs, page 5

Portefeuille, page 7

News de nos sociétés, page 8

Analyse de MBL Group, page 15

Analyse de Eastern European Property, page 18

Pour mieux appréhender « les Daubasses », page 20

Edito

Lorsque nous avons créé notre club d'investissement et lancé notre blog en 2008, notre motivation était double : créer un laboratoire expérimental réel pour vérifier la pertinence d'une approche de l'investissement en fonction de la sous évaluation patrimoniale des sociétés cotées et nous imposer de coucher nos idées sur papier afin de mieux préciser notre philosophie d'investissement. Au delà de ces deux objectifs, nous avons pu en réaliser d'autres qui ne faisaient pas partie de nos options de départ :

- d'une part, nous avons pu établir des contacts avec d'autres investisseurs aguerris et même professionnels
- d'autre part, nous nous sommes trouvés confrontés à plusieurs demandes d'investisseurs qui souhaitaient accéder à nos "watch list".

Pour répondre à cette deuxième attente, nous avons décidé de commercialiser ces fameuses « watch list » qui étaient, au départ, uniquement destinées à nos investissements personnels. Celles-ci représentent une somme de travail personnel assez conséquente.

Avec le temps, certains abonnés nous ont fait part de leur souhait d'être mieux encadrés et surtout mieux informés au sujet des sociétés que nous proposons.

Afin de répondre à cette demande, nous franchissons une nouvelle étape en vous proposant cette lettre qui sera, nous l'espérons, un outil supplémentaire qui permettra un meilleur suivi et vous apportera une réelle valeur ajoutée.

Le marché de fin 2008 et de 2009 a bien changé. Si, à l'époque, on pouvait ramasser de la « daubasse » comme des champignons après un gros orage, sans gros risque et moyennant une saine diversification, ce n'est plus tout-à-fait vrai aujourd'hui. En effet, à présent et aussi sans doute à l'avenir, il sera très important d'être beaucoup plus méticuleux dans ses choix, même avec une belle diversification.

Nous pensons donc que nos listes ne répondent plus entièrement à l'obligation de méticulosité imposée par le marché. La présente lettre se veut donc, outre une réponse à une attente, également un outil mieux adapté aux conditions actuelles.

Dans cette lettre mensuelle, non seulement vous retrouvez, comme vous en aviez l'habitude, le détail de notre portefeuille et des analyses approfondies (non seulement de sociétés achetées mais aussi d'autres idées d'investissement comme nous le faisions jusqu'à présent dans la Zone Premium de notre site), mais aussi les dernières news des sociétés en portefeuille et des sociétés que

Edito

nous allons vous présenter.

Et il y aura une autre nouveauté : l'Equipe des Daubasses va réellement se mouiller !

En effet, à côté de chacune des sociétés du portefeuille, vous trouverez une double cote. Cette double cote sera la résultante d'un vote de chacun des membres de l'équipe qui indiquera sa conviction, d'une part en matière de potentiel d'appréciation du cours de l'action sous revue et d'autre part en matière de risque. Cette cote donnera, nous l'espérons, grâce au cumul de plusieurs convictions subjectives, une idée la plus objective possible de ce que nous pensons des sociétés que nous détenons.

Evidemment, comme partout, la perfection n'est, malheureusement, pas de ce monde et il nous arrivera certainement (comme cela nous est déjà arrivé) de nous tromper. C'est la raison pour laquelle nous vous recommandons, malgré tout, de faire vos propres devoirs.

Nous profitons de cette lettre pour vous faire part, cher abonné, d'un autre projet sur lequel nous planchons et qui est encore au stade embryonnaire. Nous souhaiterions créer une société patrimoniale qui serait un moyen indirect pour nos familles, amis et abonnés de diversifier leurs investissements en investissant dans des daubasses sans devoir en assurer directement le suivi.

Pour l'instant, nous étudions la structure juridique optimale combinant partenariat entre les membres, flexibilité maximum et sécurité juridique pour les associés.

Nous vous tiendrons au courant de ce projet qui constituerait pour l'Equipe des Daubasses, un bel aboutissement mais aussi et surtout un nouveau challenge.

L'Equipe des Daubasses

La cyclicité des transformateurs

Nous définissons les transformateurs, cher lecteur, comme des entreprises qui transforment des matières premières « primaires » en matières premières « secondaires ». Pour vous donner un exemple tout à fait concret, c'est le cas du meunier qui transforme le blé en farine. Il produit bien une nouvelle matière première « secondaire » à partir d'une matière première que nous avons décidé de qualifier de « primaire ». Ces entreprises se définissent par opposition aux entreprises qui produisent des biens finis, comme par exemple l'industrie automobile.

Une rentabilité cyclique

Ce type de structure a un business modèle à deux temps :

1. L'entreprise acquiert les matières premières sur le marché
2. Elle les transforme et les vend au prix du marché

Entre le moment où l'entreprise achète les matières premières primaires et le moment où elle les transforme puis les vend, il y a un laps de temps incompressible. Hors, il y a un marché pour le prix de vente de la matière première secondaire. Il se peut donc que le prix de vente soit totalement décorrélé avec le prix d'acquisition de la matière première primaire. Nous retenons trois principaux scénarios :

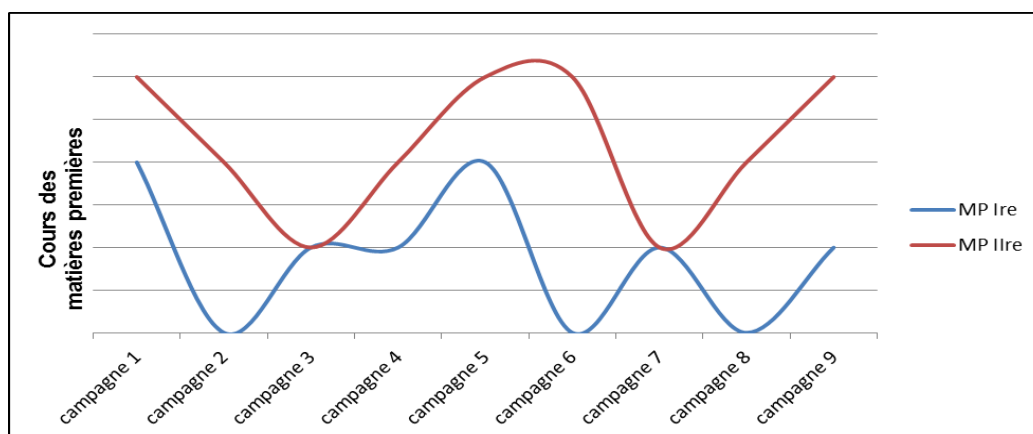
- 1) Les prix de la matière première primaire et secondaire restent flat par rapport à sa précédente campagne de production. La marge brute (coût d'achat - coût de transformation) sera donc comparable avec la période précédente. Les résultats sont donc stables et prévisibles.
- 2) Les prix de la matière première primaires chutent et le cours de la matière première secondaire restent au même niveau ou augmentent. Dans ce cas, la rentabilité du transformateur va croître de façon proportionnelle à la baisse du prix d'acquisition et de la hausse du prix de vente.
- 3) Enfin, dernier scénario possible, les prix des matières premières primaires explosent et le cours des matières premières secondaires stagnent ou baissent. C'est dans ce scénario que l'entreprise voit sa rentabilité fortement baisser.

Retenons bien ici, cher lecteur, que le transformateur n'a aucune influence sur le prix d'acquisition de ses matières premières comme sur ses prix de vente. Il subit donc les cours du marché.

La cyclicité des transformateurs

Quand est-il intéressant d'acheter ce type d'entreprise ?

Sur le graphique ci-dessous, nous avons schématisé 9 campagnes :



Le transformateur générera sa plus grosse marge lors de la campagne 6, lorsque ses prix de ventes continuent de croître et que ses coûts d'acquisition sont en baisse. Par contre, il connaîtra ses pires campagnes quand les cours des matières premières acquises (MP Ire sur le graphique) seront à peu près au même niveau que ses prix de vente.

Cet exercice qui se veut purement théorique est un simple jeu d'esprit. Ce qu'il faut bien comprendre, c'est que la matière transformée (MP IIre sur le graphique) ne peut économiquement se maintenir à un cours trop faible par rapport au prix de la MP Ire, sinon les transformateurs mettraient les uns après les autres la clef sous la porte. C'est donc les entreprises les plus solides (une structure financière saine) et les mieux gérées (faibles coûts de transformation) afin de résister aux campagnes les plus difficiles qui pourront par la suite profiter du regain de leurs prix de vente.

Ainsi, il est bon d'acheter ce type d'entreprise, transformatrice de matière première, lors des pires cycles, car si elle a les reins assez solides, les résultats des périodes suivantes vont être formidables. Le moment idéal est lorsque qu'il est possible de les acheter à un prix daubasse. Nous en avons quelques exemples dans notre portefeuille (société n°10 et société n°21).

Dans le même ordre d'idées, une rentabilité très bonne ne sera que temporaire, la concurrence se développant sur le marché de la transformation qui n'a aucune barrière à l'entrée. Le moment où l'entreprise publie ses meilleurs résultats est un bon signal de vente, en attendant les pires campagnes pour acheter à nouveau...

Portefeuille

Portefeuille 7 mai 2011												Notation				
		%	Ticker	Société	Prix de Revient		7 mai 2011				Rendement Total		Potentiel	Risque	Globale	
					Unitaire	Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro				
Société Net-Net					38.709,06	Euro	35,37%									
1	USD	1,10%	ACMR	Moore Art & Craft	0,94	621,65	483,60	660	2,62	1.729,20	1.206,14	143,41%	1	2	3	
2	USD	0,91%	SPOR.PK	Sport Holey Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,95	1.420,50	990,81	106,11%	3	0	3	
3	USD	0,41%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	2,56	640,00	446,41	-6,07%	0	0	0	
4	USD	1,38%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	3,93	2.161,50	1.507,67	206,30%	1	2	3	
5	GBP	1,06%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	111,10	1.016,57	1.162,85	98,57%	2	2	4	
6	USD	1,66%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,40	2.611,00	1.821,20	14,12%	3	2	5	
7	USD	1,02%	AVTR	Avatar Holding	19,34	1.818,23	1.293,40	94	17,01	1.598,94	1.115,28	-13,77%	2	0	2	
8	USD	2,09%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,68	3.276,00	2.285,04	83,20%	3	3	6	
9	USD	1,45%	TVMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	1,69	2.281,50	1.591,37	116,79%	2	2	4	
10	USD	0,78%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	1,88	1.222,00	852,36	-21,53%	3	0	3	
11	USD	1,65%	PARL	Parlux Fragrance	1,87	1.525,08	1.075,29	815	3,17	2.583,55	1.802,05	67,59%	0	2	2	
12	USD	2,51%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	3,59	3.941,82	2.749,46	-1,11%	2	3	5	
13	Euro	2,44%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,57	2.674,30	2.674,30	-10,24%	2	3	5	
14	USD	1,73%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,76	2.789,20	1.945,50	-11,49%	0	1	1	
15	USD	1,34%	SGMA	SigmaTron International	3,33	1.332,17	890,77	400	5,26	2.104,00	1.467,56	64,75%	2	3	5	
16	USD	3,65%	IFON	Infosonics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,83	5.719,26	3.989,24	11,12%	1	3	4	
17	GBP	2,48%	LDSGL	Leeds Group PLC	17,84	2.320,20	2.834,00	13000	18,25	2.372,50	2.713,91	-4,24%	3	3	6	
18	USD	3,33%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	4,05	5.224,50	3.644,14	33,46%	3	1	4	
19	Euro	2,60%	VINMI	Vianini Industria	1,35	2.742,00	2.742,00	2030	1,40	2.842,00	2.842,00	3,65%	3	3	6	
20	USD	1,74%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	3895000	0,00	2.726,50	1.901,76	-49,78%	2	0	2	
Société Net-Estate					55.512,39	Euro	50,73%									
21	USD	2,32%	BXG	BlueGreen	2,31	2.884,80	1.914,52	1250	3,67	4.587,50	3.199,83	67,13%	3	0	3	
22	USD	3,47%	AVX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	2,82	5.442,60	3.796,27	4,97%	3	3	6	
23	USD	2,85%	AHC	A.H. Bello	3,37	2.057,09	1.401,76	610	7,33	4.471,30	3.118,78	122,49%	0	3	3	
24	USD	4,30%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,75	6.750,00	4.708,20	236,55%	2	0	2	
25	USD	3,72%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	2,12	5.830,00	4.066,49	120,41%	0	3	3	
26	USD	1,74%	ATC	Cycle Country Assecoires	0,40	2.834,58	1.902,96	7000	0,39	2.730,00	1.904,20	0,07%	2	1	3	
27	Euro	2,28%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	91,44	2.926,21	2.926,21	32	78,00	2.496,00	2.496,00	-14,70%	3	3	6	
28	Euro	4,80%	GVLTPA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	61,80	5.253,00	5.253,00	221,07%	0	2	2	
29	Euro	5,28%	GEOLF.PA	Corigéo	180,66	1.987,30	1.987,30	11	525,00	5.775,00	5.775,00	190,60%	0	3	3	
30	Euro	3,22%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	37,11	3.525,45	3.525,45	68,72%	0	3	3	
31	USD	2,03%	TRAC.PK	Track Data	82,29	3.126,95	2.271,99	38	84,00	3.192,00	2.226,45	-2,00%	2	0	2	
32	USD	1,18%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,31	1.896,22	1.394,60	6050	0,31	1.851,30	1.291,30	-7,41%	3	1	4	
33	Euro	4,52%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	2,20	4.950,00	4.950,00	62,56%	3	3	6	
34	USD	0,94%	HTCH	Hutchinson Technology	3,04	1.825,50	1.435,03	600	2,45	1.470,00	1.025,34	-28,55%	3	1	4	
35	USD	4,37%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	4,35	6.851,09	4.778,71	25,98%	2	3	5	
36	USD	1,58%	COMN	Conn's	4,46	1.783,31	1.296,64	400	6,13	2.452,00	1.710,30	31,90%	3	1	4	
37	USD	1,54%	PVEBE.OB	Pacific Webworks	0,08	5.130,89	3.760,33	67000	0,04	2.418,70	1.687,07	-55,14%	2	0	2	
Société VANTre					9.522,99	Euro	8,70%									
38	CAD	1,99%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,81	3.017,25	2.182,46	-7,29%	2	2	4	
39	CAD	3,35%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,21	5.061,00	3.660,76	-2,22%	3	2	5	
40	Euro	3,36%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	159,99	3.679,77	3.679,77	7,46%	2	3	5	
Fond Décoté					3.879,80	Euro	3,55%									
41	USD	2,67%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,58	4.192,50	2.924,31	-16,88%	3	0	3	
42	GBP	0,87%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	59,24	835,28	955,48	-2,38%	3	1	4	
Emission d'Option					279,00	Euro	0,25%									
43	USD	-0,25%	HT9448434	Put : Hutchinson	Limite	2,50	-320,00	-231,97	Nbr	800	0,50	-400,00	-279,00	20,28%		
Liquidité					2.081,02	Euro	1,90%									
		0,63%		Compte Courant		Euro					686,00					
						USD					0,00	0,00				
						GBP					0,00	0,00				
						CAD					0,00	0,00				
			20 août 2011	Garantie Option : Hutchinson		USD				2.000,00	1.395,02					
		99%		Total		3,33%	Egal	3.644	Euro		109.426,25					

News de nos sociétés

AH Belo (USA) Ticker : AHC La société a annoncé un premier trimestre en perte mais supérieur aux espérances de la direction. La cause de cette perte est essentiellement due à une prise en charge, non récurrentes, de charges de pensions pour des travailleurs de l'ex-filiale Belo Corp. La direction annonce également un retour du dividende qui s'élèvera à 5 cent par action.

Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.DE a annoncé des résultats enfin positifs pour l'exercice 2010. La poursuite du redressement est annoncé pour 2011 ainsi qu'une belle augmentation de sa trésorerie disponible en raison du débouclage de deux opérations au début de cette année.

Avatar Holding (USA) Ticker : AVTR : En 2004, la société avait émis un prêt convertible de 120 mio de dollar échéant en 2024. Le prix de conversion des billets est assez éloigné du cours actuel de l'action mais les détenteurs de ces billets ont la possibilité de demander leur remboursement anticipé. Fin mars, la majeure partie de ce prêt a été remboursé aux détenteurs, entre autre grâce à la trésorerie plantureuse de la société.

Barrat Development PLC (UK) Ticker : BDEV.L : Lors d'une enquête de satisfaction menée par la Fédération des constructeurs britanniques d'habitations, notre constructeur a obtenu une cote de 5 étoiles, soit la plus haute distinction accordée et ce, pour la deuxième année consécutive. Il s'agit là d'un exploit sans précédent. Comme quoi, on peut être valorisé comme une daubasse sans vendre de la daube...

BFS Entertainment&Multimédia (Canada) Ticker : BFS.V : La société a annoncé ses résultats pour le 3e trimestre 2011 (clôturé le 31/01) : les ventes se sont légèrement tassées et le résultat est déficitaire. Néanmoins, le CEO s'attend à un bénéfice pour l'ensemble de l'année.

BlueGreen (USA) Ticker : BXG : la société a publié ses comptes 2010 assez tard (pour une société américaine) et ceux-ci ne sont pas vraiment bons en apparence : la société déclare une perte record de près de 1,41 usd par action. Nous notons cependant que les raisons de cette perte proviennent de réductions de valeur sur les stocks d'immeubles et des provisions pour créances douteuses. Nous espérons que cette fois, le bilan est "nettoyé" une fois pour toute et qu'il ne traîne plus aucun "rossignol" dans les placards. Si c'est le cas, le potentiel jusque la VANT reste très appréciable avec au moins un doublement du cours. Notons aussi qu'à l'heure actuelle, la société ne répond plus à nos critères de solvabilité mais ce phénomène est essentiellement dû au fait que l'entièreté du "hors bilan" a été intégré dans les comptes.

News de nos sociétés

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ.OB : Une de nos chinoises, a publié des comptes 2010 qui, comme nous nous y attendions, n'ont rien de transcendant. Une perte de 0,22 usd par action. Une des raisons de cette perte est l'attribution d'actions gratuites à "des employés clés" pour 1 400 000 usd et ça, nous on n'aime pas du tout. Ceci dit, au cours actuel et malgré la hausse du cours, nous estimons notre marge de sécurité toujours suffisante.

Conn's (USA) Ticker : CONN : Son CEO fraîchement nommé a acheté pour 96 000 dollars d'actions de la société. Un signe de confiance mais pas d'enthousiasme tout de même. Le directeur financier a, quant à lui, acheté pour 50 000 usd d'actions.

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC Ici aussi, la société n'a pas été très rapide pour publier ses résultats annuels, attendant le dernier jour de mars pour ce faire. Des résultats dans la lignée de la médiocrité des précédents avec une perte de 1,48 usd par action malgré les efforts de la direction pour restructurer et réduire les structures de coût. L'importance du collatéral toujours disponible nous empêche de vivre dans les affres et les angoisses. Néanmoins, ce serait sympa que "quelque chose" se passe avant que la direction n'ait détruit l'entière de la valeur patrimoniale de la société.

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK : Toujours débordante d'informations cette société ! D'abord, il y a le projet de céder une de ses filiales à une société-soeur du groupe. Reste à voir ce que cette opération générera comme valeur pour nous, les actionnaires de China Crescent et à espérer que nous ne serons pas "roulés dans la farine". A part ça, les résultats annuels ont été publiés et le terme que nous pouvons employer c'est "la routine quoi". Les bénéfices restent impressionnants... et les dilutions tout autant avec, sur un an, une multiplication par 6 des actions en circulation. Bref, si China Crescent ne constitue pas un "piège à con", le potentiel reste gigantesque... mais les incertitudes qui accompagnent ce genre de chinoiserie le sont tout autant.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV : Résultats annuels toujours pour notre distributeur de produits pour la navigation de plaisance. Un petit bénéfice de 0,03 usd par action et une décote sur sa VANT.

Cofigéo (France) Ticker : GEO.F.PA : l'OPA est en cours. Nous avons décidé d'y apporter nos titres. Nous devrions recevoir le produit de cette vente le 16 juin. Ceci dit, nous avons de plus en plus l'impression, même si nous sommes toujours heureux de réaliser un "bagger" que l'acquéreur ne fait, quant à lui, pas une mauvaise affaire du tout.

News de nos sociétés

Cycle Country Accessories (USA) Ticker : ATC : Un administrateur indépendant a acheté des titres à un prix moyen de 0,25 USD et détient 36,2% du capital.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK: La société a sorti ses comptes 2010. Encore une perte de 1,5 M USD, mais des dépenses en R&D sur la période de 6,5 M USD et une marge brute en force progression. Le potentiel nous semble toujours intact pour cette filiale de DELL.

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA : Clairefontaine était devenue une net-net suite à la publication des résultats du S1 2010. Le décote par rapport au fonds propres continue de se creuser avec les résultats annuels 2010 de 3,2 M EUR. LE conseil d'administration annonce le versement d'un dividende de 1 EUR par action, en forte baisse par rapport au précédent exercice. Le management annonce que l'exercice 2011 s'annonce compliqué du fait du prix de la pâte à papier. Des nouvelles propices à belle chute du titre. Une opportunité potentiellement intéressante pour un investisseur dans la valeur patient du fait de la qualité du bilan de l'entreprise. Même si les résultats sont faibles, années après années, les fonds propres du groupe vosgien ne cessent de croître.

Gevelot (France) Ticker : GVLTPA : La société a annulé 912 666 actions, soit 4,73% de son capital. Ce qui a un effet fortement relatif pour l'actionnaire.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH: Le titre a publié de nouvelles pertes mais a décidé de prendre le taureau par les cornes en licenciant une bonne partie de son effectif américain. Ainsi, elle veut devenir un des fournisseurs dans son domaine avec les coûts de production les plus faibles, du fait également de son usine thaïlandaise. Les collatéraux immobiliers en font à nos yeux un investissement dans la valeur à faible risque. A noter notre investissement mix avec d'un côté des actions et de l'autre des ventes à découvert d'options put nous permet de profiter de la hausse du cours et pourquoi pas bénéficier d'une superbe opportunité d'achat (cours de vente du put à 2,50 USD réduit de la prime). Nous avons déjà émis des options par le passé ce qui nous a permis de booster la performance de nos liquidités.

Infsonics (USA) Ticker : IFON : Le distributeur de matériel téléphonique en américaine latine a frappé fort en avril en commercialisant son propre téléphone : le verykool® R80. Ce qui explique les frais de R&D 2010. En effet, la société souhaite capter pleinement le boom sud américain en vendant ses propres produits ce qui devrait créer à long terme plus de valeur pour l'actionnaire que de distribuer simplement les produits des autres. Pour l'instant, la rentabilité n'est pas encore au rendez-vous mais la structure financière de l'entreprise est solide et permet d'absorber les pertes.

News de nos sociétés

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI : Le producteur italien de cable sorti de bons chiffres en 2010. Pour l'exercice 2011, le board a d'ailleurs décidé de redistribuer un dividende qui avait disparu en 2010. Ce transformateur pourrait profiter à plein de ses achats de cuivre au fil de l'eau qui lui ont permis de lisser ses coûts en matières premières, c'est-à-dire essentiellement en cuivre. La qualité de son bilan peut être un avantage par rapport à des concurrents moins solides. L'année 2011 s'annonce tout de même difficile en terme commerciaux avec des coûts d'achat élevés.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V : La société a encore publié des pertes en 2010, mais a signé depuis le début de l'année 2 extensions de contrats pour une durée de 1 an (Etat de Nouvelle Ecosse et le département de la justice de l'Etat de Terre Neuve). La trésorerie plantureuse de la société (plus de 3 M CAD pour une capitalisation de moins de 2 M CAD) pourrait, selon le management, être utilisée à des fins d'acquisitions si des opportunités se présentent.

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L : La société anglaise possède 5 acres à proximité de leur usine de LEEDS que le management souhaiterait mettre en valeur. Malheureusement, pour le moment les autorités locales n'ont pas voté en faveur de la transformation du terrain industriel en terrain constructible. Le management réfléchit à toute possibilité de sortie de cette impasse et n'exclut pas que le terrain soit prochainement exploitable. Le management (également principal actionnaire) semble clairement vouloir créer de la valeur : en 2010, la société a racheté 340 000 actions et annulé 375 000 actions. Depuis 2005, plus de 10% du capital a été annulé. Au 30 septembre 2010, l'entreprise possédait encore 9,94% de ses propres actions.

Meade Instrument (USA) Ticker : MEAD : Trimestres après trimestre, Meade Instrument continue d'afficher des pertes. Cependant, d'un point de vue patrimonial, son ratio net-net de 0,44 reste excellent. Et le potentiel lié à ses actifs nets tangibles est proche de 150%. Nous conservons.

Moore Art & Craft (USA) Ticker : ACMR : Moore Art & Craft a encore annoncé des pertes pour le premier trimestre 2011 clos le 31/01/2011. Malgré la hausse de son chiffre d'affaires, le distributeur américain ne réussit toujours pas à générer des bénéfices. Néanmoins, au cours actuel, nous avons encore une bonne marge de sécurité sur les actifs nets tangibles et conservons donc le titre en portefeuille.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ : Notre industriel italien coté à New York a publié des résultats pour l'exercice 2010 en progression avec un EBIT positif, mais des

News de nos sociétés

pertes de 11 M EUR. Le groupe d'un demi-siècle espère à un avenir plus radieux grâce à la notoriété croissante de ses marques et au développement de ses activités dans les marchés de croissance : Brésil, Inde et Chine.

Pacific Webworks (USA) Ticker : PWEB.OB : Cette daubasse à la réputation sulfureuse sur sa politique commerciale semble connaître également quelques soucis avec ses auditeurs :

- 1) suite au retard de la publication des comptes 2010, le premier auditeur a annoncé sa démission
 - 2) l'autre auditeur a été radié de l'équivalent américain de l'ordre des auditeurs
- Une daubasse dans toute sa splendeur!

Parlux Fragrance (USA) Ticker : PARL : Le 3 février 2011, Parlux Fragrance publie un rapport trimestriel, clôturé au 31 Décembre 2010. Le chiffre d'affaires est en baisse de 28% par rapport au trimestre de l'année précédente et ce problème déjà connu voici plusieurs trimestres, est dû à la fin du contrat de collaboration avec Guess. Point toutefois positif, sur la même période le chiffre d'affaires des parfums en portefeuille de Parlux Fragrance a augmenté de 8%. Au niveau de la valeur patrimoniale, nous pouvons parler d'un statu quo.

Parlux Fragrance, lance un nouveau parfum appelé « Reb'l and fleur » avec en guest star Rihanna, une chanteuse récompensée au Grammy awards, dans une vidéo interactive que vous pourrez consulter ici : rihannareblfleur.com

Qiao Xing Universal Ressource (Chine) Ticker : XING : Le 7 avril 2011, Qiao Xing Universal Ressource annonce que la réunion qui devait avoir lieu à 10 Heure, Heure de Hong Kong, en vue d'un rachat de la totalité des actions de Qiao Xing Mobile Communication, a été annulée définitivement par manque de participation des actionnaires.

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD.OB : Le 29 Mars 2011, le rapport annuel de Scott Liquid Gold est disponible et nous découvrons un chiffre d'affaires en très légère augmentation, dû à un changement de stratégie sur la vente : la société abandonne la commercialisation directe aux particuliers pour se consacrer seulement aux détaillants. Au niveau de la valeur patrimoniale, pas de changement notable à signaler.

SAM (France) Ticker : SAM.PA : Les actionnaires minoritaires Lafayette Capital ont décidé cette année d'être un peu plus actifs en proposant une résolution lors de l'AG prochaine pour distribuer un dividende exceptionnel : 8 euros cette année ou 4 euros pour 2010 et 4 pour 2011. Le conseil d'administration a répondu poliment à cette résolution en précisant que ce serait un bien mauvais moment pour distribuer du cash, sous-entendant plusieurs projets (de la

News de nos sociétés

croissance externe ?), notamment un programme de rachat d'actions qui nécessite des fonds suffisants. Affaire à suivre. A noter que l'entreprise a publié un CA pour le premier trimestre 2011 en hausse de 24% par rapport au premier trimestre 2010. Nous conservons bien entendu cette ligne en attendant patiemment que l'événement se produise.

Tandy Brand Accesories (USA) Ticker : TBAC : Le 24 mars 2011, Tandy Brand Accessories, Inc a annoncé qu'elle a conclu un accord de licence pluriannuel avec Eddie Bauer (The Original Outdoor Outfitter), dans le segment cadeaux. La Société s'attend à voir l'impact de cet accord sur la vente de ses cadeaux d'affaires au cours de l'année 2011, en particulier pendant la saison des vacances 2011. "Ce nouvel accord de licence est une victoire importante pour les Marques Tandy, qui permettra d'accélérer notre virage stratégique en élargissant notre portefeuille de marques haut de gamme et la diversification de nos partenariats de vente au détail." a déclaré Rod McGeachy, le CEO de la société.

Taitron (USA) Ticker : TAIT : Le 30 mars 2011, notre vendeur de pièces électroniques publie son rapport annuel et relate que son chiffre d'affaires qui a augmenté de 28% par rapport à 2009. Malgré cela, la société enregistre toujours une légère perte, certes 3X moins importante qu'en 2009, mais perte quand même. Perte que la direction explique par des marges brutes réduites et des provisions sur les stocks qui, nous vous le rappelons, sont très importants chez Taitron. La direction fait donc toujours preuve de prudence. Au niveau patrimonial, aucun changement, n'est à signaler.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC : Le 14 avril 2011, nous pouvons enfin prendre connaissance des résultats annuel de Trans World, qui nous devons le reconnaître a une activité complètement « has been » : vente de CD, de vidéo et de jeux vidéo. Son chiffre d'affaire est en chute libre, avec un recul de 19% par rapport à 2009....Et vous devez sans doute vous demander ce qui nous attire encore dans cette société pour que nous la possédions encore en portefeuille. En fait c'est la solidité de sa valeur patrimoniale, avec par exemple des liquidités de 2.39\$ par action, pour un cours de 1.66 \$ ou encore une valeur Net Estate de 4.16 \$, soit pratiquement 3X le cours actuel, qui nous fait penser que la direction a le temps de modifier l'activité de la société, voire de commercialiser des produits dans le même domaine mais plus en vogue. Actuellement, le marché n'y croit plus du tout. Par contre, l'équipe des Daubasses pense toujours que cette société qui est déjà un petit bagger, pourrait se transformer en tout gros bagger, sur le moindre bonne nouvelle, la moindre petite « bifurcation » d'activité, la moindre belle nouveauté audio-visuel à commerciali-

News de nos sociétés

ser.

Ukraine Opportunity Trust PLC (UK) Ticker : UKRO.L : Le fonds fermés d'Europe de l'Est a une valeur d'actif net qui a crû encore sur le premier trimestre après la belle hausse de l'exercice 2010. Le management estime la valeur du fonds fermé à 5,63 USD par action au 31 mars 2011. Le fonds détient 1 109 291 de ses propres actions. Ce ne serait pas une mauvaise idée de les annuler au vue de la décote actuelle. Les nouvelles sont bonnes pour la plus-part des participations dans les secteurs de l'immobilier, distribution et la restauration. Les regains d'intérêt sur le pays pourrait permettre une nouvelle arrivée de capitaux et un nouvel essor de l'économie ukrainienne.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI : La forte décote sur les actifs tangibles est toujours d'actualité, du fait notamment d'un patrimoine foncier non considéré dans les comptes. Pour un concurrent, le coût de renouvellement des actifs est largement supérieur à la valeur des fonds propres. Certes le secteur n'est pas très dynamique, mais l'entreprise présente tout de même un carnet de commandes équivalent à une année pleine avec des options sur d'autres contrats. Un petit rayon de soleil : la société devrait participer un programme de fermes solaires pour la zone industrielle de Binagar. Autant de projets qui devraient créer de la valeur et permettre à l'actionnaire de patienter que la décote sur la valeur intrinsèque se réduise.

Winland Electronics (USA) Ticker : WEX : Le 31 Mars, le rapport annuel de Winland est disponible et nous pouvons y découvrir des ventes en très légère augmentation de 4%. Par contre la valeur patrimoniale se détériore continuellement depuis notre achat, le 5 novembre 2009. L'activité de sous-traitance ne permet pas d'envisager un sursaut rapide, même si la direction semble très attentive à la réduction des coûts. Winland est bien entendu une société cyclique disposant d'une marge de manœuvre extrêmement réduite.

Analyses de société

MBL Group

(London Stock Exchange, Ticker: MUBL.L / ISIN : GB00B0W48T45)

I. Introduction

MBL Group est un distributeur britannique et grossiste de produits de divertissement (DVD, console de jeux, ...). La société vend ses produits à la grande distribution, aux détaillants indépendants et à l'exportation.

La société a été fondée en 1995.

Morrisons, une chaîne britannique de supers marchés est le principal client de MBL et représente 80 % des ventes. Et c'est bien là que le bât blesse : Morrisons a annoncé la fin de sa coopération avec MBL et cette annonce a « explosé » le cours de l'action.

Outre la perte de chiffre d'affaires qui va s'en suivre, l'entreprise va devoir licencier une grande partie de ses travailleurs et une partie des stocks destinés aux ventes à Morrisons va lui « rester sur les bras ».

La direction a annoncé qu'elle va rechercher un repreneur pour la totalité des activités restantes et, en bon chasseurs de daubasses, nous allons tenter d'évaluer quel prix cet hypothétique repreneur pourrait payer pour acquérir l'entreprise. Nous avons été obligés de travailler sur base des comptes semestriels au 30 septembre 2010 en tenant compte de la distribution d'un dividende de 7,5 GBp par action.

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

La société présente un actif courant de 196 GBp par action, duquel nous déduisons l'ensemble des dettes ainsi que le dividende de 7,5 GBp par action qui a été distribué après la clôture du semestre. Nous déduisons également 1 GBp en raison d'un léger ralentissement dans la rotation des stocks et obtenons une VANN de 65,95 GBp par action.

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

Ce scénario est vraiment du caractère du possible vu la situation actuelle et la volonté de la direction de plus ou moins cesser les activités ou, à tout le moins, de les céder.

Comme d'habitude, nous revenons sur l'**actif courant** dont le poste principal est

Analyses de société

le **stock**. Comme nous l'avons signalé, en raison de la perte de son principal client, la direction pense qu'elle aura quelques problèmes pour écouler une partie de son stock. Notons cependant que cette fin de collaboration sera effective le 1^{er} septembre et qu'elle laisse donc encore un certain délai pour éliminer une partie de celui-ci. La direction entend également négocier certaines indemnités avec Morissons. Néanmoins, ces événements nous incitent à la plus grande prudence quant à la valorisation de ce poste et nous amputons celui-ci d'une marge de sécurité de 30 %, soit 36,3 GBp par action.

Le poste de **créances** représente 27 jours de vente, ce qui est tout à fait raisonnable. De plus, les provisions pour créances douteuses s'élèvent à 4,3 % de la valeur brute de ce poste, ce qui démontre une certaine prudence de la part de la direction. Néanmoins, étant donné que nous constatons un léger allongement de ce délai dans la durée, nous prenons une marge de sécurité supplémentaire de 5 % sur la valeur de ce poste, soit 3 GBp par action.

Le poste des **liquidités** n'appelle aucun commentaire. Nous constatons néanmoins qu'il couvre 80 % de la capitalisation boursière actuelle.

Parmi les **actifs fixes**, outre les **immeubles** abordés dans le calcul de la VANE, nous tenons compte, symboliquement, des équipements et matériels divers pour 5 % de leur valeur d'acquisition soit 1,2 GBp.

Nous n'avons relevé aucun risque de **dilution**, les quelques stocks options existantes n'étant convertible qu'à un prix d'exercice bien supérieur au cours actuel.

Par contre, le **hors bilan** attire réellement notre attention. Il y a d'abord **les loyers et autres leasings** restant à courir qui représentent un montant de 74,1 GBp par action. En cas de liquidation volontaire, nous pensons qu'au moins la moitié de ce montant serait dû, soit 37 GBp par action.

Il nous faut aussi tenir compte des **licenciements** qui vont être nécessaires en raison de la perte conséquente de chiffre d'affaires. Nous avons estimé le coût de cette restructuration à 3 mois de frais de distribution et administratifs, soit 17 GBp par action.

Compte tenu de ce qui précède, force nous est de constater, qu'en cas de mise en liquidation même volontaire, il ne resterait sans doute pas grand-chose pour les actionnaires, la VMVL étant négative de 23,97 GBp.

Analyses de société

IV. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Il nous est impossible de calculer cette valeur en raison de la perte de la plus importante part du chiffre d'affaires. Néanmoins, nous constatons que, par le passé, la société a généré de plantureux bénéfices, ce qui tendrait à démontrer que l'activité est potentiellement rentable, du moins si elle se fait dans des volumes conséquents. Voilà qui ne devrait pas déplaire à un concurrent alléché par une potentielle bonne affaire.

V. Conclusions

Au cours actuel de 12 pence, il est possible d'acquérir MBL Groupe avec de grosses marges de sécurité sur la VANN et la VANE.

Soit 81 % sur la VANN

Et 82 % sur la VANE

Néanmoins, ces marges doivent s'apprécier avec prudence et en tenant compte de la forte baisse à venir du chiffre d'affaires.

Nous pensons néanmoins que cette société a de la valeur caché, comme semblait le démontrer sa belle rentabilité. Nous apprécions aussi la sagesse de la direction qui décide immédiatement de restructurer et de tenter de céder l'entreprise avant que tout l'actif ne s'envole en fumée.

Notons enfin qu'en cas de reprise, les loyers et leasing comptabilisés dans le hors bilan ne devront peut-être pas être résiliés et pourraient donc, mécaniquement, augmenter la VMLV de la société.

Certains d'entre nous ont acheté des actions de MBL en espérant bien qu'une cession, encore hypothétique aujourd'hui, pourra permettre une sortie « par le haut ».

Analyses de société

Eastern European Property

(London Stock Exchange, Ticker: EEP.L / ISIN : GB00B0XQ3R24)

Eastern European Property Fund Limited (EEP) est un fond fermé coté spécialisé sur l'immobilier d'Europe de l'Est. La stratégie a évolué pour se recentrer sur le marché turc. Les immeubles détenus en Roumanie et Bulgarie devraient être prochainement cédés.

Nous avons acheté des titres le 28 avril 2011 à un prix de revient net de frais de 0,6176 GBP. Le titre est éligible au PEA. Le dernier cours coté est de 0,5924 GBP.

Qu'avons-nous acheté ?

Avec les comptes publiés au 30 juin 2010, nous constatons que les dettes représentent 38% du bilan. La trésorerie par action est de 0,1673 GBP. Le fond peut donc faire face à ses obligations bancaires sans difficulté.

Au-delà des liquidités, l'essentiel de l'actif est composé, sans surprise, d'immeubles pour 1,5187 GBP par action.

Une fois que nous déduisons l'ensemble des dettes, nous avons donc obtenu un actif net par action, couramment appelé Net Asset Value (NAV) dans l'univers anglo-saxon de 1,0991 GBP (selon le calcul de EEP). Si nous retraitons cette NAV des actions annulées récemment, la NAV ressort à 1,1255 GBP. Soit une marge de sécurité de 45% par rapport à notre prix d'achat.

En fait c'est très simple, EEP permet d'acheter de l'immobilier à rabais. Nous avons identifié plusieurs potentielles « cerises ».

Le 9 mars, le fond a racheté 155 000 actions sur le marché à un cours moyen de 0,5787 GBP pour les annuler. Idem, le 11 mars, 100 000 actions achetées à 0,6000 GBP ont été annulées. Ces rachats sont relatifs pour les actionnaires, c'est-à-dire qu'ils créent tout de suite de la valeur en réduisant le nombre d'actions en circulation à 18 936 250 actions (nous avons d'ailleurs retenu ce chiffre dans nos calculs par action). Tant que la décote subsiste, ce type d'opération est bienvenu et témoigne du « shareholder friendly » de l'équipe de gestion d'EEP.

EEP permet, au sein d'un PEA, d'acquérir de l'immobilier essentiellement turc avec une belle décote sur sa valeur marchande. Ce qui signifie que dans une économie en plein boom, les valorisations actuelles ne prennent pas compte du potentiel d'appréciation de l'immobilier de qualité détenu par le fond. L'effet de levier lié à ce potentiel de revalorisation est donc multiplié par la décote sur

Analyses de société

la NAV.

Aussi, dans le groupe des Daubasses, nous avons un petit avantage car l'un de nous vit depuis de nombreuses années en Europe de l'Est et connaît bien les spécificités capitalistiques de ces pays. Pour schématiser, ce sont des zones économiques qui respirent à plein poumons quand les capitaux occidentaux abondent sur leurs marchés locaux. Ce qui est vrai également pour le marché turc, mais dans une moindre mesure car la croissance turque peut s'appuyer sur une demande intérieure forte de près de 80 millions d'habitants. Et aujourd'hui, les capitaux n'ont pas encore entamé leur retour en fanfare.

Nous sommes incapables de déterminer le timing de ce "come back". Il pourrait être très long mais sera, à notre avis, très violent. Pour cette raison, nous avons opté pour un programme d'achat étalé pour ce fonds et, au lieu d'acheter en une seule fois, nous n'avons constitué qu' 1/3 de position dans un premier temps, comptant renforcer régulièrement au gré des opportunités.

Enfin, sans spéculer, il existe également un potentiel lié à l'adhésion potentielle de la Turquie au sein de l'Union Européenne... Bien entendu, cet événement serait un plus pour le pays et donc indirectement pour l'immobilier turc. Attention, nous ne tenons bien entendu pas compte de la probabilité d'un tel événement dans la motivation de notre achat. Mais c'est un événement catalyseur qui existe bel et bien.

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 Excédent 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 : 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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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 : écart 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 %

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)

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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 offerte à titre purement informatif.

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 qu'ils gèrent. 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.

De plus, 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