

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Diversification dans la valeur: Les Holdings	page 5
Portefeuille	page 13
Suivi des sociétés analysées	page 15
News de nos sociétés	page 16
Analyse de la société Elephant Capital	page 21
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 25

Edito



« En Grèce, les sages parlent et les imbéciles décident »

Anacharsis, 570 avant notre ère

Au mois de juin, on a surtout parlé sur la planète « finances » de la Grèce mais aussi... de la Grèce et puis surtout... de la Grèce.

Le marché nous a fait une véritable procession d'Echternach, sauf que c'était deux pas en avant et trois en arrière, au rythme endiablé des nouvelles concernant le pays d'Ulysse et de Demis Roussos.

C'est ainsi que nous nous retrouvons depuis des mois devant ce paradoxe : c'est dans le pays où a vécu Aristote, le précurseur du libéralisme, que se déroule l'un des premiers effondrements en Europe causé par un excès de keynésianisme.

Mais la chose qui, en tant qu'investisseur value, nous interpelle le plus dans cette histoire grecque, ce sont... les privatisations. Ainsi les gens intelligents qui nous gouvernent n'ont pas trouvé de meilleure idée que celle qui consiste à imposer aux « Héliéniques » de se séparer d'une bonne part de leurs actifs « au son du canon », c'est-à-dire au moment où ils n'en tireront qu'un prix de misère. Nous ne sommes évidemment pas des experts en macro économie, mais il nous semble tout de même plus rationnel qu'un état, tout comme un investisseur, se sépare de ses actifs quand il peut en tirer le meilleur prix possible et non, comme c'est le cas à l'heure actuelle, quand les valorisations sont les plus basses. Ce que les « bonzes » européens exigent de la Grèce revient, selon nous, à imposer à un épargnant de vendre toutes ses actions en mars 2009 alors qu'il aurait été plus adéquat de les vendre en juillet 2007. Est-ce vraiment ce genre de pratique qui lui permettrait de « se refaire » et de recréer de la richesse ?

Edito

En attendant, les économistes se « tâtent » : la zone euro va-t-elle ou non implorer ?

Comme vous le savez, dans l'Equipe des Daubasses, nous estimons ce genre de considération bien au-delà de nos compétences. Cela ne nous a pas empêché de nous y préparer... sans le faire exprès.

En effet, dans notre recherche incessante de valeur, nous avons « pisté » quelques holdings encore sous-évalués. Nous vous proposons d'ailleurs un petit dossier sur le sujet dans la présente lettre. Et parmi ces holdings, comme vous l'avez appris récemment, nous avons jeté notre dévolu sur Luxempart, un holding luxembourgeois fortement investi au pays des grands-ducs.

Le Grand-Duché de Luxembourg est l'un des états les moins endettés au monde, connaissant un taux de chômage extrêmement bas et une balance courante largement excédentaire. Le gouvernement luxembourgeois a aussi été l'un des premiers à mener une politique de rigueur après la crise de 2008 afin de rétablir au plus vite l'équilibre de ses finances publiques. Ajoutons qu'il est idéalement situé, tant sur le plan géographique que culturel, à proximité de la locomotive économique de l'Europe qu'est l'Allemagne et vous comprendrez ainsi pourquoi si l'euro venait à disparaître, le franc luxembourgeois serait l'une des monnaies fortes du nouveau système.

Un investissement dans celui-ci devrait permettre de préserver, au moins en partie, notre investissement... même si la survenue d'un tel évènement reste, pour l'heure, encore du domaine des hypothèses.

L'Equipe des Daubasses



Diversification dans la valeur : Les Holdings



L'investissement en « daubasses » présente l'avantage d'investir sur les secteurs les moins « à la mode » du moment et l'inconvénient... d'investir sur les secteurs les moins « à la mode » du moment !

Autrement dit, le risque avec notre approche, pour celui qui l'appliquerait pour l'entièreté de son portefeuille, serait de se retrouver, malgré une saine diversification au niveau du nombre de lignes, « coincé » sur seulement 3 ou 4 secteurs avec le risque que ces secteurs demandent un certain temps avant d'attirer les feux des projecteurs et donc d'attendre peut-être très longtemps.

Pour ce faire, nous pensons qu'il est important de détenir, au sein de son portefeuille d'actions, outre une bonne proportion de « daubasses », quelques valeurs menant à une certaine diversification.

Dans cette optique, nous vous avons déjà présenté (et mis en application dans notre club), les possibilités que permettaient les émissions d'options, ainsi que les fonds fermés sous évalués.

D'autres possibilités de diversification existent comme, par exemple l'utilisation de trackers ou de fonds de placement sur des secteurs ou des zones géographiques peu représentés dans le portefeuille.

Mais le problème de ces supports, c'est qu'ils sont négociés à leur juste valeur et donc, que nous ne disposons d'aucune marge de sécurité au cas où les choses « tournent mal ».

Depuis quelques temps déjà, nous nous intéressons aux **holdings**, vous savez : ces sociétés un peu vieillottes qui permettent de gérer un patrimoine familial, voire de plusieurs familles.

Si l'équipe dirigeante d'un holding dispose, en principe, des mêmes avantages que les gérants de fonds, elle ne doit, par contre, pas supporter certaines de leurs contraintes. Ainsi, sa liberté d'action est plus grande au regard du prospectus que les gérants de fonds doivent respecter : au même titre qu'un inves-

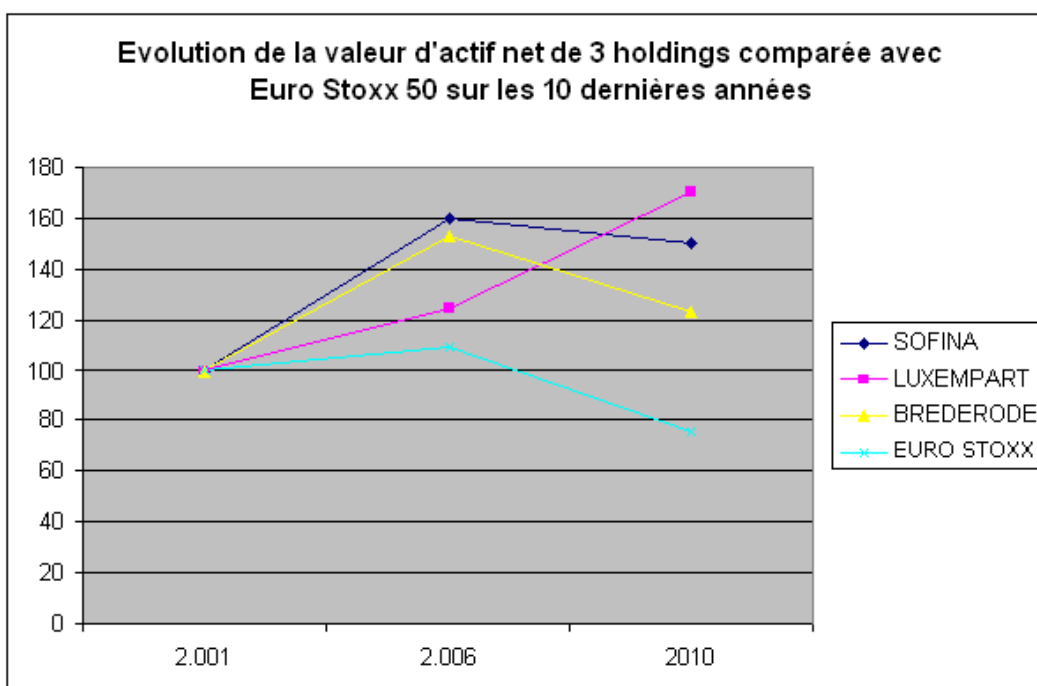
Diversification dans la valeur : Les Holdings

tisseur particulier, les gestionnaires du holding peuvent rester intégralement liquides s'ils ne trouvent plus de bonnes idées. Il leur est possible d'investir sur tous les marchés qu'ils souhaitent sans restriction géographique ou sectorielle. Ils peuvent ne détenir qu'une seule ligne ou plus d'une centaine. Ils peuvent acheter indifféremment sur les marchés réglementés, les marchés libres ou du non cotés, voire acquérir de l'immobilier en direct.

Autre avantage des gestionnaires de holding par rapport aux gérants de fonds : ils ne doivent pas gérer les « entrées » et « sorties » de capitaux. Les détenteurs de parts peuvent, à tout moment, demander le remboursement de leur part. Pour ce faire, le gérant est obligé de vendre quelques positions qu'il détient. L'inconvénient est, qu'en période de crash par exemple, le gérant se voit souvent confronté à des demandes massives de remboursement... à un moment où justement il devrait pouvoir disposer de cash pour investir dans les opportunités qui se présentent. Rien de tout ça pour la direction d'une société à portefeuille : son capital est fixe et il n'a pas à se soucier de ces fluctuations intempestives.

Enfin, nous constatons aussi que les frais de fonctionnement que doivent supporter les holdings sont nettement moindres que les frais de gestion imposés aux sicav, et la performance en est forcément nettement moins obérée.

Vous voulez une preuve cher lecteur ? Et bien regardez le tableau ci-dessous : il s'agit de l'évolution de la valeur d'actif net de trois holdings que nous suivons depuis longtemps (plusieurs années) comparée à l'évolution de l'Euro Stoxx 50 (qui est le benchmark qui nous semble correspondre le mieux à leur univers d'investissement). Le dessin parle de lui-même ...



Diversification dans la valeur : Les Holdings

Nous insistons : il s'agit bien de l'évolution de la valeur d'actif net de ces sociétés et non de leur cours de bourse ! Ce dernier est par trop soumis aux humeurs de Mr Market pour que nous l'estimions comme un juge objectif et rationnel.

Vous remarquerez que même Brederode, pourtant chargée « à donf » de financières en 2007, surperforme notre indice pan-européen.

Cette période marquée à la fois par le dégonflement de la bulle techno, la constitution de la bulle immobilière, la crise financière et le rebond qui l'a suivi, est un excellent test pour juger de la capacité d'une direction à piloter son portefeuille de participations dans des conditions de marchés assez difficiles.

Vous connaissez déjà Brederode que nous vous avons présentée il y a bientôt deux ans sur notre blog.

Cette fois-ci, nous allons vous proposer une petite présentation des deux autres compères, à savoir Luxempart et Sofina.



Luxempart est une société à portefeuille luxembourgeoise dont l'actionnaire majoritaire est Foyer Finance, une société non cotée qui contrôle également la principale compagnie d'assurance luxembourgeoise « Le Foyer ».

L'entreprise est cotée sur la place de Luxembourg.

La société est d'abord investie dans les principales sociétés luxembourgeoises comme SES, RTL Groupe, Le Foyer, Paul Wurth, la Société Electrique de l'Our ou Radiodiffusion. Ensuite, elle investit dans sa zone géographique de compétence et d'influence, c'est à dire essentiellement la Belgique et l'Allemagne.

Depuis 1992, la valeur d'actif net de Luxempart a augmenté de 12,9 % par an. A ce return, il faut ajouter le dividende brut qui a été, bon an mal an, d'environ 2 %. Près de 15 % par an, cela signifie que 100 euros investis en 1992 sont devenus 1 400 euros après réinvestissement des dividendes. Pas mal du tout nous semble-t-il ... même si, selon la formule consacrée, les performances du passé ne préjugent pas des performances futures.

Luxempart détient :

- 3 % du capital de SES (qui lance entre autres les satellites ASTRA et Word Skies, et est l'un des leaders mondiaux des communications par satellite). Cette participation représente +/- 23 % de l'actif de Luxempart.

Diversification dans la valeur : Les Holdings

- un intérêt économique de 19 % du capital de Le Foyer (compagnie d'assurance luxembourgeoise). +/- 10 % de l'actif. Cette participation est détenue partiellement en direct mais aussi par l'intermédiaire d'une relation « incestueuse » avec sa maison-mère « Foyer finance » dans laquelle Luxempart détient une participation.
- 0,7 % de RTL Group (premier groupe européen de radio et télévision) +/- 9 % de l'actif.
- 50 % du capital d'INDUFIN (une société de private equity belge). +/- 6 % de l'actif.
- 11 % de Paul Wurth (société d'ingénierie pour la sidérurgie) +/- 5 % de l'actif.
- 10,4 % d'Atenor (promoteur immobilier belge). +/- 2 % de l'actif.
- 15 % de PNE Wind (installateur et exploitant allemand d'éoliennes) +/- 2 % de l'actif sous forme d'obligations convertibles.
- 5,44 % de la Société Electrique de l'Our (producteur d'électricité luxembourgeois) +/- 1 % de l'actif.
- 8,1 % de Radiodiffusion (chaîne radio en langue luxembourgeoise) +/- 1 % de l'actif
- 5% de European United Bakeries (boulangerie industrielle en Tchéquie) +/- 1 % de l'actif.
- 54,9 % d'Utopia (exploitant des cinémas Utopolis dans le Bénélux) +/- 1 % de l'actif.
- 45 % de DS Care (exploitant de maisons de repos en Italie du nord) +/- 1 % de l'actif.
- 10,1 % de Powéo (distributeur français de gaz et d'électricité en difficulté) +/- 1 % de l'actif.

En outre, la société a investi environ 2 % de ses actifs dans 7 fonds de private equity et, au 31/12/2010, disposait de 26 % de son actif sous forme de liquidités et de placements de trésorerie à court terme.

Nous notons aussi des participations peu significatives (moins de 1 % de l'actif) dans des sociétés non cotées comme IEE (électronique pour le secteur automobile) et Quip (société allemande d'interim).

Diversification dans la valeur : Les Holdings

La société détient également un portefeuille non stratégique de blue chips cotées avec, entre autre, des sociétés comme Ageas, GDF Suez, Vinci, Danone, Alstom, Gas Natural, Thrombogenics ou France Télécom. Il pèse +/- 4 % de l'actif.

Luxempart a également donné un mandat à la maison de gestion belge Capital@works (filiale de... « Le Foyer ») pour gérer un en-cours qui représente +/- 3 % de l'actif.

Elle détient également 3,9 % de ses propres actions.

A ce jour, nous évaluons l'actif net de Luxempart à +/- 35 euros par action, ce qui, au cours actuel de 24 euros, nous laisse une **marge de sécurité de 31 %**. Depuis 1992, la décote moyenne a été de 14 % avec pour extrême une décote maximale de 38 % en 2003 et une... surcote de 27 % en 1996.

Autre chose : les frais de fonctionnement. Comme vous le savez depuis [l'article de Michael sur notre blog](#), les frais de gestion prélevés par les fonds dit « classiques » s'élèvent en moyenne à 2-3 % de l'encours. Et pour Luxempart ? Les frais de fonctionnement du holding représentaient 0,9 % des fonds propres en 2009 et 0,5 % en 2010.

Nous remarquons aussi que des administrateurs de Luxempart siègent dans les conseils d'administration de la plupart des sociétés en portefeuille, ce qui leur permet « d'avoir l'œil » sur leurs précieuses économies.

SOFINA



Sofina est, tout comme Luxempart d'ailleurs, l'anti thèse de Berkshire Hathaway ou autre GBL : elle fait tout dans la discrétion. Holding de la famille Boël (qui a fait fortune dans la sidérurgie), cette belle au bois dormant a vu, sur les dix années écoulées, sa valeur d'actif net s'apprécier de 50 %... quand l'Euro Stoxx perdait 25 %! Autrement dit, 100 euros investis en Sofina fin 2001 représentent aujourd'hui 150 euros alors que 100 euros investis sur l'Euro

Stoxx en représentent 75. Le capital final de Sofina est donc doublé par rapport à son benchmark. Ajoutons, pour les perfectionnistes que si l'Euro Stoxx est bien un indice « nu », Sofina distribue un dividende d'environ 1,5 % chaque année.

Tout comme Luxempart et Brederode, une partie significative du portefeuille est investi dans le non coté. Celui-ci représente environ 30 % du portefeuille

Diversification dans la valeur : Les Holdings

total. Ces investissements non cotés se font soit directement dans des sociétés industrielles, soit, comme Brederode et Luxempart, au travers de fonds de private equity.

Parmi les participations cotées, nous relevons :

- SES (les fameux satellites ASTRA, également la plus grosse participation de Luxempart) pour +/- 9,6 % de l'actif
- Danone pour +/- 9,6 % de l'actif
- GDF Suez pour +/- 9,2 % de l'actif
- Colruyt (le roi de la grande distribution en Belgique) pour 8 %
- Delhaize (autre grand distributeur belge, essentiellement actif aux US) pour 5,6 %
- Eurazeo (société à portefeuille française) pour 4,4 %
- Total pour 2,9 %
- Biomérieux (matériel médical) pour 1,7 %
- Mersen (composants électriques pour l'électronique) 1,6 %
- Suez Environnement pour 1,5 %
- Caledonia (société à portefeuille) pour 1,4 %
- Rapala (producteur finlandais de matériel de pêche) pour 1,2 %
- Deceuninck (matériaux de construction en PVC) pour 0,9 %
- Et Luxempart pour 0,8 % de l'actif.

Parmi les plus petites participations cotées, on peut encore noter Vicat, Touax ou Eredene (une société anglaise active dans la logistique et l'infrastructure en Inde).

Dans le domaine non coté, outre les participations dans les fonds de private equity, on peut noter que Sofina détient des participations dans BW Groupe (un producteur d'enceintes acoustiques), Landis (un fabricant suisse d'appareils de mesures), le viticulteur Chapoutier, Le Petit Forestier (location de véhicules frigorifiques) ou le fabricant de cartes à puce Oberthur.

Et pour les frais de fonctionnement ? Ici on bat tous les records ... à la baisse : ils représentaient 0,7 % des fonds propres en 2009 et 0,6 % en 2010.

Nous notons qu'à l'instar de sa consœur luxembourgeoise, des dirigeants du holding siègent dans les conseils d'administration d'un grand nombre de sociétés détenues en portefeuille, pouvant ainsi tenir le rôle « d'œil de Moscou » pour notre compte.

A ce jour, nous évaluons la valeur d'actif net de Sofina à 104 euros, ce qui, au cours actuel de 72 euros, nous offre une **marge de sécurité de 30 %**. Pour nos amis français, rappelons qu'en Belgique, tout comme au Luxembourg, les plus-values mobilières réalisées par les sociétés ne sont pas imposées.

Diversification dans la valeur : Les Holdings

Bref, comme vous pouvez le constater, cher lecteur, tous les avantages que nous avons relevés pour Luxempart se retrouvent chez Sofina, avec une meilleure diversification en plus.

Mais il y a mieux ! En effet, Sofina est contrôlée par un autre holding coté : il s'agit de *Henex*. Cette société, qui fait aussi partie de la constellation Boël, détient les postes suivants :

Des actions Sofina qui représentent 49,9 % de la valeur de l'actif.
Des actions Danone qui représentent 40,6 % de la valeur de l'actif.
Des actions SES qui représentent 3,5 % de l'actif.
Des actions GDF Suez pour 2,6 % de l'actif.
Des actions Delhaize pour 1,5 % de l'actif.
Des actions du brasseur néerlandais Heineken pour 1,2 %.
Des actions Suez Environnement pour 0,8 %.
Ainsi qu'une ligne très symbolique d'AGEAS, la compagnie d'assurance issue du dépeçage de l'ex-Fortis.

En fonction du cours de bourse de ces participations, la décote n'est « que » de 22 % mais... si on comptabilise Sofina non pas en fonction de son cours de bourse mais bien de son actif net, on obtient une valeur intrinsèque de 76 euros et donc une décote de 35 %, un peu supérieure à celle de Sofina. L'intérêt, ici, est que les frais de fonctionnement sont réduits à quasiment rien, c'est-à-dire 0,07 % des fonds propres. Mais évidemment, la société a dû également supporter sa quote-part des frais de gestion de Sofina. En consolidant les frais de gestion de Sofina dans Henex, on obtient une charge de frais de fonctionnement d'environ 0,35 %. L'inconvénient d'un investissement dans Henex, outre une liquidité réduite, réside dans le fait que la diversification est plus faible que dans Sofina : Danone « pèse » 45 % de la valeur d'actif d'Henex et il faut donc avoir une certaine conviction sur cette société.



Nous revenons brièvement sur Brederode. Pour plus de détail, vous pouvez vous reporter à [l'article que nous avons publié sur notre blog.](#)

Malgré la fusion avec sa maison mère Auximines, rien n'a fondamentalement changé chez Brederode.

Le portefeuille d'actions cotées représente toujours environ la moitié de l'actif de la société. Le reste étant investi en private equity ou des les syndicats d'assurance Lloyds à Londres.

Diversification dans la valeur : Les Holdings

Pour la petite histoire, nous relevons que la plus grosse ligne du portefeuille coté est ... Sofina qui pèse 6,4 % de l'actif. Parmi les autres « poids lourds », on remarquera Royal Dutch (4 %), Unilever (4%), Eon (3,7 %), Total (3,6 %), Samsung (3,4 %) et Eni (3,1 %).

Nous évaluons la valeur d'actif net, au cours actuel des participations, à environ 29 euros. La décote est donc, pour l'heure, de 31 %.

Les frais de fonctionnement sont dans la lignée du passé, soit entre 1 et 2 % des fonds propres.

CONCLUSIONS

En investissant dans un de ces holdings, vous acquérez des portefeuilles bien diversifiés (quoi que, reconnaissons que SES représente tout de même une conviction assez forte pour la direction de Luxempart, et Danone pèse très lourd chez Henex), situés dans des pays de la zone euro n'imposant pas les plus-values mobilières, présentant d'excellents tracks records, supportant peu de frais de gestion... et tout ça en ne payant que 2/3 de la valeur de marché de leur participations.

Pour la bonne forme, précisons que certains d'entre nous détiennent des Sofina. Nous avons acheté des actions Luxempart pour le portefeuille du club à un coût de revient, frais inclus, de 24,50 euros.

Avec les quatre sociétés que nous venons de vous présenter, cher lecteur, vous disposez donc de plusieurs pistes afin de diversifier correctement votre portefeuille d'actions. Deux ou trois holdings avec une jolie marge de sécurité, quelques fonds fermés décotés pour la touche « émergentes » et un maximum de daubasses à haut potentiel. Ajoutez-y quelques émissions d'options put pour dynamiser vos liquidités et voilà un portefeuille qui a fier allure, ne trouvez-vous pas ?



Portefeuille

Portefeuille 1 juillet 2011

Portefeuille 1 juillet 2011												
		%	Ticker	Société	Prix de Revient			1 juillet 2011				RendT Total
					Unitaire	Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro
Société Net-Net				36.891,38	Euro	36,17%						
1	USD	1,12%	ACMR	Moore Art & Craft	0,94	621,65	483,60	660	2,5	1.617,00	1.138,49	135,42%
2	USD	0,94%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,91	1.365,00	961,06	99,93%
3	USD	0,35%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,96	502,50	353,80	-25,56%
4	USD	1,12%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	2,9	1.622,50	1.142,36	132,08%
5	GBP	1,15%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	114,5	1.059,57	1.172,35	100,19%
6	USD	1,60%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,24	2.312,60	1.628,25	2,03%
7	USD	1,01%	AVTR	Avatar Holding	19,34	1.818,23	1.293,40	94	15,21	1.462,64	1.029,81	-20,38%
8	USD	2,02%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,51	2.925,00	2.059,42	65,11%
9	USD	1,91%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,04	2.767,50	1.948,53	165,44%
10	USD	0,50%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	1,06	728,00	512,57	-52,81%
11	USD	1,87%	PARL	Parlux Fragrance	1,87	1.525,08	1.075,29	815	3,21	2.713,95	1.910,83	77,70%
12	USD	3,71%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	4,87	5.369,22	3.780,34	35,97%
13	Euro	2,67%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,539	2.721,30	2.721,30	-8,66%
14	USD	1,52%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,6	2.202,00	1.550,38	-29,47%
15	USD	1,27%	SGMA	SigmaTron International	3,33	1.332,17	890,77	400	4,59	1.833,20	1.290,71	44,90%
16	USD	3,44%	IFON	Infonsonics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,75	4.978,08	3.504,95	-2,37%
17	GBP	2,86%	LDSGL	Leeds Group PLC	17,84	2.320,20	2.834,00	13000	20	2.632,50	2.912,70	2,78%
18	USD	3,26%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	3,66	4.721,40	3.324,23	21,75%
19	Euro	2,53%	VIN.MI	Vianini Industria	1,35	2.742,00	2.742,00	2030	1,257	2.578,10	2.578,10	-5,98%
20	USD	1,34%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	3895000	0,0005	1.947,50	1.371,19	-63,79%
Société Net-Estate				41.917,02	Euro	41,09%						
21	USD	2,51%	BXG	BlueGreen	2,31	2.884,80	1.914,52	1250	2,93	3.637,50	2.561,08	33,77%
22	USD	3,73%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	2,7499	5.402,26	3.803,61	5,17%
23	USD	2,24%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,47	3.249,00	2.287,54	63,52%
24	USD	3,15%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,64	4.565,00	3.214,11	74,21%
25	USD	1,61%	ATC	Cycle Country Assecoires	0,40	2.834,58	1.902,96	7000	0,36	3.226,80	1.638,25	-13,91%
26	Euro	3,41%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	88,39	3.889,33	3.889,33	44	79	3.476,00	3.476,00	-10,63%
27	Euro	4,17%	GVL.T.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	58	4.250,00	4.250,00	159,76%
28	Euro	3,62%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	38,79	3.695,50	3.695,50	76,86%
29	USD	2,23%	TRAC.PK	Track Data	82,29	3.126,95	2.271,99	38	85	3.230,00	2.274,17	0,10%
30	USD	1,46%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,31	1.896,22	1.394,60	6050	0,35	2.117,50	1.490,88	6,90%
31	Euro	4,99%	IRC.MI	Iree	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	2,2	5.085,00	5.085,00	66,99%
32	USD	0,97%	HTCH	Hutchinson Technology	3,04	1.825,50	1.435,03	600	2,27	1.410,00	992,75	-30,82%
33	USD	3,80%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	3,52	5.512,50	3.881,22	2,32%
34	USD	2,28%	CONN	Conn's	4,46	1.783,31	1.296,64	400	8,65	3.300,00	2.323,45	79,19%
35	USD	0,92%	PWEBE.OB	Pacific Webworks	0,08	5.130,59	3.760,33	67000	0,0311	1.340,00	943,46	-74,91%
Société VANTre				9.156,53	Euro	8,98%						
36	CAD	1,84%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,7	2.607,50	1.874,15	-20,39%
37	CAD	3,40%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,2	4.820,00	3.464,39	-7,47%
38	Euro	3,74%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	158	3.818,00	3.818,00	11,50%
Fond Décoté				5.692,26	Euro	5,58%						
39	USD	3,53%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	3,15	5.118,75	3.603,99	2,44%
40	GBP	1,07%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	70,00	987,00	1.092,06	11,58%
41	GBP	0,98%	ACAP.L	Emephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	36,75	900,38	996,21	-4,19%
Holding Décoté				3.332,00	Euro	3,27%						
42	Euro	3,27%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	23,80	3.332,00	3.332,00	-3,85%
Emission d'Option				281,63	Euro	0,28%						
43	USD	-0,28%	HT9448434	Put : Hutchinson	2,50	-320,00	-231,97	Nbr 800	0,50	-400,00	-281,63	21,41%
Liquidité				5.296,27	Euro	5,19%						
		3,81%		Compte Courant		Euro					1.300,30	
						USD				2.157,15	1.518,80	
						GBP				966,18	1.069,02	
						CAD				0,00	0,00	
			20 août 2011	Garantie Option : Hutchinson		USD				2.000,00	1.408,15	
		99%		Total		3,33%	Egal	3.397	Euro		102.003,83	

Portefeuille

Portefeuille 1 juillet 2011 Ratio et Notation

Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre	ROIC
			Risque				Cours						
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)										
2	3	5	Moore Art & Craft	2,2271	1,10	66,54%	24/11/08	112%	5,1847	3,5160	0,6968		
3	0	3	Sport Haley Inc	2,2108	0,41	82,19%	24/11/08	178%	2,5263				
2	1	3	Tandy Brand Accesories	4,1446	0,48	51,93%	24/11/08	163%	5,2810	4,5645	0,4404		
1	3	4	Coast Distribution System	5,7175	0,52	72,28%	25/11/08	126%	6,6604				
2	1	3	Barrat Development PLC	144,90	0,80	61,03%	26/11/08	80%	208,04	145,73	0,7946		
3	3	6	Taitron	2,4322	0,51	100,06%	26/11/08	174%	3,4021	3,3596	0,3691		
2	3	5	Avatar Holding	26,1545	0,59	100,13%	26/11/08	114%	33,3696	30,1695	0,5158		
3	2	5	Chromcraft Revington	2,7275	0,55	82,03%	04/06/09	245%	4,0376	5,1683	0,2902		
3	1	4	Trans World Entertainment	4,1141	0,50	62,72%	08/06/09	147%	5,0712				
2	0	2	Qiao Xing Universal Ressource	3,6876	0,30	100,41%	28/07/09	471%	6,3897	3,8094	0,2940		
0	3	3	Parlux Fragrance	4,4531	0,75	110,77%	28/07/09	42%	4,7241				
1	3	4	Meade Instrument	8,7943	0,56	111,63%	29/07/09	84%	8,9979				
3	2	5	Adler Real Estate			72,57%	07/08/09	200%	1,7382				
2	2	4	Winland Electronics	0,4769	1,26	86,18%	05/11/09	104%	1,1829	1,2223	0,4909		
2	3	5	SigmaTron International	5,6719	0,81	49,49%	13/11/09	180%	12,8520	8,1876	0,5597		
3	1	4	Infosonics	1,4658	0,49	130,78%	06/05/10	108%	1,4972				
3	2	5	Leeds Group PLC	28,8100	0,70	66,65%	27/08/10	96%	39,72	34,21	0,5919		
3	1	4	Entorian Technologies	7,5350	0,49	128,62%	11/10/10	121%	8,0943	7,9652	0,4595		
3	3	6	Vianini Industria	2,0832	0,61	181,83%	19/10/10	170%	3,4301	2,6247	0,4839		
2	0	2	China Crescent	0,0058	0,09	80,45%	19/01/11	1320%	0,0071				
3	2	5	BlueGreen			39,64%	30/11/09	364%	13,51	7,9984	0,3638		
3	3	6	Avalon			93,31%	02/09/09	266%	10,25	8,3125	0,3367		
2	0	2	Bodisen Biotech			96,56%	10/11/09	390%	1,7677	0,7613	0,4742		
1	1	2	Blonder Tongue Laboratories			88,54%	16/11/09	107%	3,4343	2,0645	0,8041		
3	2	5	Cycle Country Assecoires			43,39%	16/11/09	218%	1,0559	0,2603	1,2770		
3	3	6	Exacompta - Clairefontaine			70,61%	30/11/09	280%	300,05	199,76	0,3955		
1	3	4	Gevelot			75,00%	09/12/09	160%	129,82	60,37	0,8283		
0	2	2	SAM			86,77%	11/01/10	48%	57,64	56,25	0,6916		
3	0	3	Track Data			59,56%	08/02/10	289%	330,76	183,47	0,4633		
3	1	4	Scott Liquid Gold			55,51%	14/04/10	186%	0,7456	1,0005	0,3498		
3	2	5	Irce			46,08%	31/05/10	135%	5,3041	3,1875	0,7090		
3	1	4	Hutchinson Technology			68,15%	31/08/10	323%	9,9355	6,9306	0,3391		
3	3	6	Natuzzi			72,99%	19/01/11	139%	8,3543	7,0651	0,4954		
0	2	2	Conn's			42,72%	21/01/11	93%	15,933	5,7332	1,4390		
3	0	3	Pacific Webworks			89,23%	24/01/11	865%	0,1930	0,1337	0,1496		
3	1	4	Jemtec			577,10%	25/01/11	109%	1,4620		1,4278	0,4903	76%
3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia			72,12%	25/01/11	155%	0,5091		0,5091	0,3929	10%
2	2	4	Malteries Franco-Belge			77,52%	14/04/11	39%	230,12		230,12	0,7214	18%
2	0	2	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	67%	5,2627				
2	0	2	Eastern European Property				28/04/11	51%	105,42				
3	0	3	Emepant Capital PLC				28/06/11	129%	84,00				
0	3	3	Luxempart				28/06/11	47%	35,00				

Suivi des sociétés analysées

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

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

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

Sociétés Analysées									
		Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel	RendTotal	
				Devise	Euro		Devise	Euro	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	12,00	0,14	09/05/11	10,50	0,12	-15,21%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	59,25	0,68	09/05/11	62,50	0,69	2,22%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	62,00	0,69	-12,88%
4	USD	TGALD	Tegal	2,10	1,44	09/06/11	1,74	1,225	-14,92%

Sociétés Analysées Ratio et Notation											
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre
			Risque				Cours				
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
3	0	3	MBL Group	65,95	0,1592	63,40%	841%	98,76	68,15	0,1761	96,73
			Eastern European Property	En Portefeuille							
1	3	4	Peels Hotels				153%	156,80	71,20	0,9831	
3	0	3	Tegal	5,0838	0,3423	190,62%	197%	5,17			

News de nos sociétés

A.H. Bello (USA) Ticker : AHC

Nous sommes tombés sur un article de Smartmoney qui passait en revue les actions des éditeurs de journaux américains. L'auteur constate que ces actions sont généralement évitées par les investisseurs car il s'agit clairement d'une activité en déclin. Il pense cependant que ces mêmes investisseurs sous estiment les actifs cachés détenus par ces sociétés comme des stations de télévision ou des droits internet. Beaucoup considèrent les sociétés d'édition comme des « value trap » (les ventes de journaux ont encore baissé lors du 1er trimestre de cette année au contraire des autres médias). Ils avancent le fait que peu de jeunes lisent le journal et que ceux-ci subissent la concurrence de leurs propres sites web gratuits. Néanmoins, Andrew Barry, l'auteur de l'article, estime que les journaux demeurent une source vitale d'informations locales et, après les restructurations des dernières années, plusieurs d'entre eux ont récupéré des marges bénéficiaires honorables. Parmi les 5 journaux qu'Andrew Barry considère comme intéressants, il cite le Dallas Morning News qui n'est autre que le titre « phare » de... AH Belo. Ce journal est le plus important du Texas et constitue, selon lui, sur son marché une marque forte. Il est bien géré et paie un dividende intéressant. Il attire néanmoins l'attention sur les obligations de pension de la société qui sont relativement élevées.

Avatar Holding (USA) Ticker : AVTR

Du changement à la tête de la société : un nouveau CEO a été nommé. Celui-ci était antérieurement déjà membre du conseil d'administration d'Avatar et aussi à la tête de JEN Partner, un fonds qui détient 8 % du capital de la société. Un fond qui place un « homme à lui » à la tête d'une société : voilà peut-être un catalyseur pour envoyer, enfin, le cours de la société vers le nord ou, à tout le moins, lui permettre de se rapprocher de sa juste valeur.

Barrat Development PLC (UK) Ticker : BDEV.L

Notre « plus-gros-constructeur-de-maisons-résidentielles-britannique » devrait bien profiter de la décision du gouvernement d'accroître l'offre de terrain à bâtir.

BlueGreen (USA) Ticker : BXG

Le cours de l'action a été mis sous pression en raison de sa sortie de l'indice Russel 3000. On apprend aussi que la direction pourrait envisager de vendre le segment « lotissement résidentiel ». Reste à voir à quel prix...

Conn's (USA) Ticker : CONN

La chaîne de magasins d'électronique a présenté un bénéfice par action coupé en deux au 1er trimestre de cette année. C'est dû en partie à l'augmentation du nombre d'actions. La VANT a donc mécaniquement augmenté pour se fixer à 10,83 usd. Parallèlement, l'action a bien été mise sous les projecteurs par plusieurs analystes durant le mois écoulé et son cours s'est fortement apprécié.

News de nos sociétés

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK

Nous étions censés en apprendre plus durant le mois de juin sur la cession d'une branche d'activité à la maison mère de cette chinoiserie... et nous n'avons reçu aucune nouvelle. Nous restons donc dans l'expectative au sujet de cette entreprise au potentiel explosif... et implosif.

Cofigeo (France) Ticker : GEOF.PA

Nous avons fait des adieux déchirants et émouvants à notre producteur de raviolis préféré en apportant nos titres à l'OPA malgré le prix un peu chiche qu'on nous proposait.

Cycle Country Accessories (USA) Ticker : ATC

La société a encore annoncé début juin une montagne de nouvelles. Tout d'abord, les commandes sont en fortes hausses et la direction s'attend à un exercice 2011-2012 de bon augure en terme d'activité.

L'entreprise a également renégocié sa ligne de crédit pour financer son besoin en fond de roulement pour un montant de 5 M USD au lieu de 2 M USD.

Enfin, au niveau du management, un vice-président (VP) commercial et un VP innovation produit ont été réembauchés, deux salariés ont été promus aux nouveaux postes de VP projets stratégiques et gestion des risques et VP production.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP

En début de mois, le management a annoncé des travaux en cours pour une durée de 6 mois pour l'immeuble situé au 401 Istiklal Street, Beyoglu, Istanbul pour un rafraîchissement et une montée en gamme du bien. Ce qui engendrera automatiquement une hausse des loyers futurs et une revalorisation du bien.

Le 27 juin, le fonds a annoncé de nouveau un rachat sur le marché de 100 000 actions à un cours de 0,70 GBP pour une annulation immédiate. Le capital est donc désormais composé de 19 445 000 actions, et une fois déduites les actions auto-détenues, les actions sur le marché sont au nombre de 18 836 250.

Dernière info, la société Spearpoint Limited a indiqué posséder directement et indirectement plus de 43% du capital.

Gevelot (France) Ticker : GVL.T.PA

Lors de l'assemblée générale annuelle, il a été décidé le passage de la cotation sur Alternext, qui est entré en vigueur le 24 juin. Ce devrait procurer des sources d'économies.

Le dividende de 1,80 EUR par action a été voté.

Concernant l'activité, les dirigeants ont précisé : « après un premier semestre 2011 meilleur que l'an passé, particulièrement pour les secteurs liés à l'Automobile, les perspectives du Groupe en termes d'activité et de rentabilité pour l'ensemble de l'année 2011 sont globalement en légère amélioration par rapport à 2010 ».

News de nos sociétés

Infsonics (USA) Ticker : IFON

Le constructeur américain a encore sorti 3 nouveaux modèles ce mois-ci :

- le téléphone résistant à l'eau *R13 Phone*
- le *i310 Flip Phone*
- le *Verykool i610 Phone*

L'entreprise joue à fond la carte du constructeur au détriment de son ancien métier de distributeur.

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Sur le T1 2011, l'entreprise italienne a généré un chiffre d'affaires en hausse de 34% par rapport au T2 2010. Le résultat net a été multiplié par plus de 5, à 5,9 M EUR. La hausse du cuivre (+35% par rapport à la même période en 2010) a engendré un gonflement de la valeur des stocks et un recours plus important à la dette pour financer le BFR : +20 M EUR sur 3 mois, à un niveau de 118 M EUR. Deux investissements majeurs sur la période pour 2,4 M EUR : l'agrandissement de la ligne de production de la filiale brésilienne et la construction d'un nouveau centre logistique en Allemagne.

Malgré le contexte peu favorable, la direction est confiante dans le maintien d'un bon niveau de profitabilité sur l'ensemble de l'exercice.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Les résultats du 1er semestre clos le 31 mars dernier sont de qualité : hausse du chiffre d'affaire et bénéfice important à 0,627 M GBP pour une capitalisation de 5,800 M GBP. Les fonds propres par titre ressortent à 46,6 p. vs un cours de 20,25 p. (clôture du vendre 1er juillet 2011). LEEDS détient une grosse participation de l'entreprise cotée Dawson International qui possède une grosse trésorerie nette (11,0 M GBP) mais doit aussi faire face à une grosse dépense de retraite. La valeur de cette participation repose essentiellement sur la renégociation de cette dette sociale.

MBL Group (UK) Ticker : MUB.L

La société a annoncé avoir progressé dans ses négociations avec son futur ex-principal client (Morrisson) notamment au niveau de la réalisation des stocks qui avaient été constitués pour lui. La restructuration pour donner à l'entreprise une taille plus en rapport avec son nouveau niveau d'activité est pratiquement terminée et se solde par une réduction des effectifs de près de 50 %.

Nous apprenons aussi que la société est en négociation pour tenter de résilier le bail portant sur son centre de distribution. Enfin, et malheureusement, la direction affirme ne pas être en pourparler pour l'instant avec un quelconque repreneur. Néanmoins, et sans préjuger de l'issue de ce dossier, nous apprécions réellement la manière dont le management gère la « diminution de voilure » de MBL.

Meade Instrument (USA) Ticker : MEAD

Depuis la sortie des résultats annuels le 31 mai dernier, le titre a bondi de 38%. Néanmoins, la décote reste conséquente et au vu des dernières décisions de

News de nos sociétés

gestion (cf. la lettre de mai 2011, numéro 1), le potentiel théorique du titre reste élevé et pourrait encore croître si les bénéfices sont au rendez-vous.

Parlux Fragrance (USA) Ticker : PARL

Pas de nouvelle renversante pour Parlux Fragrance, mais un petit article sur le site [Seeking Alpha](#) laisse entendre que les stars qui sont liées au parfum de Parlux Fragrance ont une meilleure image que la moyenne. Il s'agit en fait de *Rihanna*, *Paris Hilton* et *Jessica Simpson*. Ce qui serait bon pour la société. Même si nous ne connaissons pas vraiment ces « stars », nous pensons que c'est un nouveau bon point pour la société Parlux Fragrance.

SAM (France) Ticker : SAM.PA

Après avoir appris qu'il n'y aurait finalement pas de dividende exceptionnel distribué, nous prenons connaissance à présent d'une acquisition effectuée par notre « outilleur » : il s'agit d'une petite société de 18 personnes spécialisée dans l'outillage pneumatique destiné à la maintenance dans le secteur automobile. Dans l'équipe des daubasses, nous avons tendance à préférer les rachats d'actions ou distribution massive de cash aux actionnaires plutôt que des opérations de croissance externe. Espérons néanmoins que le prix payé est resté raisonnable et que l'opération créera réellement de la valeur pour nous, les petits actionnaires.

Tandy Brand Accessories (USA) Ticker : TBAC

En ce mois de juin, nous apprenons que le directeur financier de la société a démissionné pour être remplacé par Chuck Talley.

Nous n'avons par contre toujours pas d'éclaircissement sur les raisons du changement de société d'audit causées par un problème comptable dont vous nous parliez le mois passé.

Tegal (US) Ticker : TGALD

L'entreprise a procédé à un *reverse split* de 1 action pour 5.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Le rapport trimestriel de Transworld Entertainment est sorti le 9 juin, un peu trop tard pour la lettre précédente. Nous ne notons pas de changement notable dans la valeur patrimoniale de la société, si ce n'est une réduction de l'endettement qui lui offre une meilleure solvabilité.

Si les ventes sont toujours en chute relativement « libre », nous notons toutefois une réduction des dépenses de vente et d'administration assez « agressive » puisqu'elles sont 5 fois moindre.

Nous pouvons donc dire qu'en attendant une idée « lumineuse » de la direction, il n'y a rien de nouveau sous le soleil de Transworld Entertainment.

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

Au cours du 1er trimestre, la NAV de la société a légèrement baissé, d'environ 1 % mais le cours continue de nous offrir une très belle marge de sécurité. Il semble que le boss, Fabien Pictet, partage cette opinion puisqu'on annonce que

News de nos sociétés

le fonds va reprendre ses achats d'actions propres. De quoi mécaniquement augmenter encore la marge de sécurité des actionnaires qui ont décidé de conserver leur participation.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Pour le 1er trimestre, Vianini Industria annonce un résultat opérationnel en légère baisse. Néanmoins, la direction s'attend à une reprise des commandes au cours du 2e trimestre.

Analyses de société

Elephant Capital

(London Stock Exchange, Ticker: ECAP.L / ISIN : GB00B14VJG46)

*** Eligible au PEA ***

Comme vous le savez, cher abonné, nous avons ouvert une nouvelle brèche d'investissement dans les daubasses, avec les fonds fermés. N'hésitez pas à relire notre approche en la matière sur le blog, via [cet article](#).



Après avoir jeté notre dévolu sur un fonds fermé décoté Ukrainien et un fonds fermé spécialisé sur l'immobilier d'Europe de l'Est, nous avons craqué pour un titre encore plus oriental : **un fond fermé indien** ! Il s'agit d'Elephant Capital, que nous avons acheté à un prix de revient de 0,37 GBP.

1. Qu'est ce qu'il a dans le ventre ?

Le fonds détient 8 participations, dont 3 cotées.

La valeur estimée par le management de toutes ces participations - actualisées à fin mai 2011, retraitée du cash dépensé pour les augmentations de capital et en reprenant les évaluations à fin mai pour les sociétés cotées - est :

- Amar Chitra Katha Private Limited - média pour enfants (après augmentation de capital d'avril 2011) = 4,084 M GBP (= coût d'acquisition)
- ClinTec Luxembourg S.A.- recherche biomédicale = 5,507 M GBP, pour un coût d'acquisition de 8 M GBP
- Global Cricket Ventures Limited - media / sport = 1,862 M GBP
- Obopay inc - paiement bancaire par mobile = 1,651 M GBP
- EIH Limited (société cotée) - groupe hôtelier = 6,511 M GBP
- Nitco Limited (société cotée) - fournitures maison / immobilier = 1,517 M GBP
- Mahindra Forgings Limited (société cotée) – industrie = 2,757 M GBP
- Air Works Engineering Private Limited - maintenance aéroportuaire = 2,451 M GBP

Soit un total de 26,340 M GBP

+ cash = 6,069 M GBP

- dettes = -0,170 M GBP (quasiment pas de dettes)

Analyses de société



La valeur nette du fonds ressort donc à 32,409 M GBP, soit 0,65 GBP par action (50 000 000 actions libérées).

Notre légendaire prudence nous incite à retraiter les participations non cotées qui peuvent présenter une forte subjectivité dans les estimations. Nous souhaitons éviter toute déconvenue de perte de valeur, ce qui impacterait automatiquement notre marge de sécurité, et donc pourrait remettre en cause le bien-fondé de notre investissement.

vestissement.

En ce qui concerne la participation dans Amar Chitra Katha Private Limited, la valeur retenue peut être considérée comme fiable vu qu'elle est basée sur la dernière valorisation liée à un récent tour de table (augmentation de capital).

Pour Clintech (une biotech en fait), nous pensons que reprendre uniquement 10% du coût d'acquisition est plus prudent, soit 0,8 M GBP au lieu de 5,507 M GBP.

Quant à Global Cricket Ventures Limited, la société a été acquise pour 5,949 M GBP. Après la perte des droits sur la première division de cricket en Inde, Elephant souhaite vendre cette participation pour la somme de 1,9 M GBP. Cette valorisation représentant 1/3 du coût d'achat historique, nous allons donc retenir cette valeur, car elle nous semble relativement conservatrice.

Enfin, Obopay inc qui est une valeur technologique, bénéficie du partenariat de Nokia en Inde, et souhaite profiter de la faible bancarisation du pays pour développer le paiement par téléphone portable. A noter que l'entreprise est implantée dans de nombreux pays. Par prudence, nous allons retenir que 50% de la valorisation actuelle estimée par Elephant Capital, soit 0,825 M GBP et non 1,651 M GBP.



Total des retraitements :

Clintech = -4,707 M GBP

Obopay = - 826 M GBP

TOTAL = - 5,533 M GBP

Valeur nette du fonds retraitée = 32,409 - 5,533 = 26 876 M GBP, soit 0,54 GBP par action. Cette valeur représente selon nous la valeur minimale du porte-

Analyses de société

feuille du fonds fermé. Au cours actuel (0,3675 GBP à la clôture du vendredi 1er juillet 2011), nous avons encore une marge de 32% sur cette estimation conservatrice.

A ce prix, la croissance du marché indien, et des sociétés en portefeuille qui devraient surfer sur cette vague, est offerte... mais il faut tenir compte des frais de gestion.

2. Management fees



Les frais de gestion sont calculés comme suit. Le plus élevé de 2% annuel de la valeur nette du fonds ou 1 M GBP annuel. A ces management fees d'Elephant Capital, il faut ajouter celle des sociétés de gestion qui gèrent quelques participations (sic!). Ce qui nous fait un total de 0,85 M GBP pour les 6 derniers mois et 2,061 M GBP pour le dernier exercice ! C'est clairement la plus grosse incertitude sur cet investissement.

Le fonds se devra de générer de la performance pour absorber les frais. Néanmoins, nous considérons que le fait de pouvoir acquérir des participations dans des sociétés actives essentiellement sur le marché indien avec un gros discount nous procure une marge de sécurité conséquente. L'avenir nous prouvera si nous avons été raisonnables dans nos estimations.

A noter également que le management va arrêter ses « bêtises » qui consistent à investir à tout va car il va se consacrer à ses participations actuelles. En effet, les déconvenues suite aux investissements dans ClinTec et Global Cricket Ventures (liées à des pertes de valeur importantes par rapport à leurs coûts d'acquisition), semblent au moins avoir porté leurs fruits de ce côté-là.



Quelques points qui nous font penser que le management est en phase de création de valeur pour l'actionnaire :

1) le dernier investissement en date - le fonds a pris une participation dans une entreprise familiale de maintenance aéroportuaire présente en Inde et en UK - n'est pas dénué de sens censé pour le long terme car il permet de lier récurrence de l'activité de maintenance et de capter le potentiel du marché indien de l'aviation.

Analyses de société

2) le management veut racheter pour 5 M GBP de titre à 0,35 GBP. Nous remarquons que c'est en dessous du cours actuel de 0,3675 GBP, soit un rachat avec une décote de 35% par rapport à la valeur nette retraité que nous avons calculée. Ce rachat représenterait bien plus de 25% du capital et serait immédiatement annulé. Une belle affaire fortement créatrice de valeur pour l'actionnaire qui n'apporte pas... encore faut-il que le projet se concrétise. Et qu'il y ait des actionnaires qui apportent leurs titres à ce prix riquiqui!



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 « long-temps », 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 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.

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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)

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.

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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