

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 5
Suivi des sociétés analysées	page 7
News de nos sociétés	page 8
Analyse de la société Duckwall-Alco Stores, Inc.	page 13
Analyse de la société Coast Distribution System Inc.	page 17
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 20

Edito



Enfin!

Il était temps. La hausse métronomique des marchés depuis mars 2009 commençait à nous exaspérer dans l'Equipe des Daubasses.

Heureusement, le « je te tiens par la barbichette » joué par Barack Obama et les républicains ainsi que la belle solidarité européenne qui consiste à endetter tout le monde... pour remédier à l'endettement des pays du club Med sont venus mettre un peu d'ambiance dans les salles de trading.

Certes, à l'heure où nous écrivons ces lignes, ce n'est pas encore les soldes mais nous espérons dans les semaines qui viennent pouvoir découvrir de nouvelles opportunités. L'un de nos abonnés nous a d'ailleurs soufflé une idée dans l'oreille qui semble bien attrayante et sur laquelle nous reviendrons dans une prochaine lettre après analyse approfondie. Ben oui, on est comme ça chez les Daubasses : si nous copions une idée sur l'un de nos petits camarades, nous n'hésitons pas à le dire.

En attendant, nous avons fait nos emplettes ces derniers jours : après l'achat d'Alco et le renforcement sur Leeds, le portefeuille du club est « full invested ». Et si la chute continuait ? Pas de panique cher abonné, si les super z'opportunités que nous avons connues fin 2008 venaient à se représenter, nous procéderions sans tarder à une augmentation de capital afin de garnir notre gibecière de belles daubasses grasses et dodues.

Pour notre part, ce qui nous impressionne sur le marché actuel, ce n'est pas une quelconque considération macro-économique dont vous savez qu'en tant que « daubassiens convaincus » nous ne nous soucions guère mais bien la quantité de cash détenus généralement par les entreprises cotées. Nous avons ainsi appris qu'entre 2002 et 2010, la part de cash dans le total du bilan des entreprises américaines a presque doublé, passant de 4 à 7,5 % (source : lettre Vernimmen avril 2011) et quand on voit le cash détenu par les grandes technos,

Edito

il y a de quoi être impressionné. Par exemple, le cash détenu par Apple est supérieur à la capitalisation boursière de Renault et Peugeot cumulée. Quant à Microsoft (quand donc vont-ils acheter Nokia ceux-là ?), c'est carrément BNP Paribas qu'ils pourraient s'offrir avec le solde de leur compte en banque.

Ainsi donc, si la plupart des états situés de part et d'autre de l'Atlantique sont exsangues, il n'en va pas de même pour un grand nombre de sociétés qui ont accumulé pas mal de cash depuis la crise de 2007-2008 en même temps qu'elles ont restructuré et optimisé leurs activités.

Parmi nos sociétés, et dans une moindre mesure évidemment, il existe pas mal de belles tirelires également : 9 des sociétés de notre portefeuille disposent de liquidités suffisantes pour couvrir l'entièreté de leur passif, dettes d'exploitation incluses.

Tout ceci pour dire, cher abonné, que si l'environnement macro-économique que nous connaissons pour l'instant aura bel et bien un impact sur la marche générale des affaires, nous pensons aussi que tout n'est pas noir et, par un subtil phénomène de vases communicants, nous ne pouvons que constater que l'augmentation de l'endettement des pouvoirs publics a permis... la diminution de l'endettement des particuliers et la constitution de grosses cagnottes dans les entreprises, grosses cagnottes qui, tôt ou tard, seront réinjectées sur les marchés des capitaux que ce soit par le rachat de concurrents ou d'actions propres, la distribution de plantureux dividendes ou... tout simplement, pour rembourser des dettes.

Bref, pour paraphraser Jean Lefèbvre : « oui la situation est grave mais pas désespérée » et contrairement à Nouriel « Appocalypse » Roubini, nous osons dire : « non, nous n'allons pas tous mourir... du moins pas tout de suite »...

L'Equipe des Daubasses



Portefeuille

Portefeuille 5 août 2011

				Prix de Revient			5 août 2011				RendTotal	
		%	Ticker	Société	Unitaire	Devises	Euro	Action	Cours	Devises	Euro	Euro
Société Net-Net				37.447,75	Euro	37,16%						
1	USD	0,70%	ACMR	Moore Art & Craft	0,94	621,65	483,60	660	2,5	1.009,80	709,76	46,77%
2	USD	0,95%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,91	1.365,00	959,42	93,58%
3	USD	0,34%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,96	493,25	346,69	-27,05%
4	USD	1,15%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	2,9	1.650,00	1.159,73	135,61%
5	GBP	0,86%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	114,5	752,13	863,23	47,40%
6	USD	1,33%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,24	1.902,30	1.337,07	-16,22%
7	USD	0,86%	AVTR	Avatar Holding	19,34	1.818,23	1.293,40	94	15,21	1.228,58	863,53	-33,24%
8	USD	1,70%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,51	2.437,50	1.713,24	37,36%
9	USD	1,82%	TwMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,04	2.605,50	1.831,33	149,48%
10	USD	0,48%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	1,06	689,00	484,28	-55,41%
11	USD	1,58%	PARL	Parlux Fragrance	1,87	1.525,08	1.075,29	815	3,21	2.265,70	1.592,49	48,10%
12	USD	3,51%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	4,87	5.028,84	3.534,62	27,13%
13	Euro	2,63%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,539	2.650,80	2.650,80	-11,03%
14	USD	1,66%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,6	2.385,50	1.676,69	-23,72%
15	USD	1,20%	SGMA	SigmaTron International	3,33	1.332,17	890,77	400	4,59	1.720,00	1.208,93	35,72%
16	USD	3,47%	IFON	Infosonics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,75	4.978,08	3.498,94	-2,54%
17	GBP	2,81%	LDSGL	Leeds Group PLC	17,84	2.320,20	2.834,00	13000	20	2.470,00	2.834,84	0,03%
18	USD	3,28%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	3,66	4.708,50	3.309,46	21,21%
19	Euro	2,32%	VIN.MI	Vianini Industria	1,35	2.742,00	2.742,00	2030	1,257	2.334,50	2.334,50	-14,86%
20	USD	1,09%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	3895000	0,0005	1.568,00	1.095,07	-71,08%
21	GBP	3,42%	MUBL.L	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	0,0005	3.000,00	3.443,13	42,29%
Société Net-Estate				42.793,62	Euro	42,47%						
22	USD	2,11%	BXG	BlueGreen	2,31	2.884,80	1.914,52	1250	2,93	3.025,00	2.126,18	11,06%
23	USD	3,57%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	2,7499	5.114,31	3.594,69	-0,60%
24	USD	2,89%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,47	4.140,00	2.909,88	108,01%
25	USD	2,91%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,64	4.290,00	3.015,31	63,44%
26	USD	1,71%	ATC	Cycle Country Assecoires	0,40	2.834,58	1.902,96	7000	0,36	2.450,00	1.722,03	-9,51%
27	Euro	3,28%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	88,39	3.889,33	3.889,33	44	79	3.302,20	3.302,20	-15,10%
28	Euro	5,06%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	58	5.096,60	5.096,60	211,51%
29	Euro	3,49%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	38,79	3.515,00	3.515,00	68,22%
30	USD	2,20%	TRAC.PK	Track Data	82,29	3.126,95	2.271,99	38	85	3.157,80	2.219,52	-2,31%
31	USD	1,29%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,31	1.896,22	1.394,60	6050	0,35	1.851,30	1.301,22	-6,70%
32	Euro	4,37%	IRC.MI	Ireo	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	2,2	4.398,75	4.398,75	44,45%
33	USD	1,13%	HTCH	Hutchinson Technology	3,04	1.825,50	1.435,03	600	2,27	1.614,00	1.134,43	-20,95%
34	USD	3,57%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1675	3,52	5.118,75	3.597,81	-5,15%
35	USD	2,37%	CONN	Conn's	4,46	1.783,31	1.296,64	400	8,65	3.404,00	2.392,57	84,52%
36	USD	2,45%	DUCK	Duckwall-Alco Store	11,23	3.527,58	2.472,89	314	8,65	3.510,52	2.467,44	-0,22%
Société VANTre				8.874,85	Euro	8,81%						
37	CAD	1,84%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,7	2.607,50	1.856,00	-21,16%
38	CAD	3,40%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,2	4.820,00	3.430,85	-8,36%
39	Euro	3,56%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	158	3.588,00	3.588,00	4,78%
Fond Décoté				5.991,74	Euro	5,95%						
40	USD	3,80%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	3,15	5.443,75	3.826,24	8,76%
41	GBP	1,17%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	70,00	1.029,30	1.181,34	20,70%
42	GBP	0,98%	ACAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	36,75	857,50	984,16	-5,35%
Holding Décoté				3.206,00	Euro	3,18%						
43	Euro	3,18%	Luxempar		24,75	3.465,29	3.465,29	140	22,90	3.206,00	3.206,00	-7,48%
Emission d'Option				56,23	Euro	0,06%						
					Limite			Nbr				
44	USD	-0,06%	HT9448434	Put : Hutchinson	2,50	-320,00	-231,97	800	0,10	-80,00	-56,23	-75,76%
Liquidité				2.514,63	Euro	2,50%						
		110%		Compte Courant		Euro					0,00	
						USD					0,00	0,00
						GBP					966,18	1.108,89
						CAD					0,00	0,00
			20 août 2011	Garantie Option : Hutchinson		USD					2.000,00	1.405,74
		99%		Total		3.33%	Final	3.356	Euro			100.772,37

Page 6

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.

Société Analysée									
		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	-12,05%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	73,00	0,68	09/05/11	62,50	0,72	6,03%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	57,00	0,79	09/06/11	62,00	0,71	-9,63%
4	USD	TGAL	Tegal	2,25	1,44	09/06/11	1,74	1,22	-15,07%
5	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	35,00	0,40	05/07/11	35,75	0,41	3,04%

Société Analysée 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	ROIC
			Risque			Cours							
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)										
			MBL Group	En Portefeuille									
			Eastern European Property	En Portefeuille									
1	3	4	Peels Hotels				153%	156,80	71,20	0,8006			
3	0	3	Tegal	5,0838	0,3423	190,62%	197%	5,17					
			Elephant Capital	En Portefeuille									

News de nos sociétés

Barrat Development PLC (UK) Ticker : BDEV.L

Notre « meilleur-constructeur-résidentiel-du-Royaume-Uni » nous donne quelques chiffres au sujet de son premier semestre 2011 en attendant les résultats définitifs qui sont traditionnellement publiés mi-septembre. Les nouvelles sont assez encourageantes : certes, le chiffre d'affaires est stagnant par rapport à 2010 mais le prix de vente moyen des unités vendues est en augmentation de 5 %, et la marge opérationnelle est en augmentation. La société a, en outre, annoncé un gros investissement en joint-venture pour 375 nouveaux logements. Barratt, actionnaire à 50 % du projet, prendra en charge la construction et la commercialisation des logements. Enfin, la direction prévoit pour 2011 un résultat positif, avant charges exceptionnels. Effectivement, la compagnie a dû acter une perte exceptionnelle au cours de ce premier semestre liée au refinancement de sa dette. Ce coût exceptionnel ponctuel devrait cependant diminuer ses coûts futurs de financement. A ce sujet, nous notons aussi l'annonce d'une légère diminution de l'endettement.

BlueGreen (USA) Ticker : BXG

La direction a confirmé sa volonté de vendre son segment « logement résidentiel ». Et la mauvaise nouvelle est qu'une réduction de valeur sera actée sur cette branche d'activité, réduction de valeur qui, mécaniquement, fera baisser notre VANT.

Brederode (Belgique) Ticker : BREB.BR

Au cours du mois de juillet, la société a racheté près de 133 000 de ses propres actions, ce qui représente 0,4 % de son capital. Et son actionnaire majoritaire, Holdicam, a ajouté 207 000 titres dans son escarcelle.

Conn's (USA) Ticker : CONN

Rien de bien neuf chez Conn 's si ce n'est qu'elle semble avoir parfaitement refinancé sa dette financière à des conditions qui devraient avoir un impact favorable sur les résultats futurs.

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK

Toujours pas de nouvelles au sujet de la vente de sa branche d'activité à sa maison-mère. Etrange pour une société qui, jusqu'il y a peu, était plutôt prolixe dans les informations qu'elle diffusait. Nous restons plus que jamais prudents avec ce qui est sans doute la ligne la plus spéculative de notre portefeuille.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Vous trouverez à la page 17 de cette lettre une analyse de mise à jour au sujet de cette société.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

L'offre de rachat d'actions à 0,35 GBP - dont nous vous parlions dans notre précédente lettre - a remporté un succès limité, puisque seules 1 559 589 actions ont été apportées à l'offre. Ce qui représente un peu plus de 3% du capital. Néanmoins, ces actions vont être annulées et au prix d'achat de 0,35 GBP, c'est

News de nos sociétés

un cours qui présente une décote de 35% par rapport à la valeur nette retraitée que nous avons calculée à 0,54 GBP par action. Cette annulation sera donc immédiatement créatrice de valeur, mais dans de faibles proportions.

Par ailleurs, le fait que peu d'actionnaires aient apporté leurs titres nous laisse penser que le cours actuel de 0,35 GBP ne reflète pas la véritable valeur du fonds fermé.

Gevelot (France) Ticker : GVL.T.PA

L'entreprise a publié un chiffre d'affaire de 109,7 M EUR pour le S1 2011, en hausse de +12,9% par rapport au S1 2010. Le résultat net part du groupe est lui en hausse de +52% à 7 M EUR.

Le management s'attend à un second semestre de moins bonne facture mais envisage une année 2011 bénéficiaire et en progression par rapport à l'année 2010.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Sur le mois de juillet, le titre est en hausse de près +40%. Ceci s'explique par deux évènements :

- 1) la société technologique a publié ses résultats du 3ème trimestre clos le 26/06/2011. Les pertes sont réduites de 50% par rapport au trimestre précédent à -10 M USD et inclus des coûts non cash pour -2,8 M USD. La marge brute redevient positive sur ce trimestre à 6% du CA.
- 2) les perspectives sont bonnes : le management prévoit une hausse de son activité entre 5% et 10% sur le prochain trimestre et espère en année pleine tirer pleinement profit de sa restructuration (licenciements importants au siège américain) et de sa délocalisation thaïlandaise pour économiser 50 M USD par année.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

L'entreprise canadienne a publié des pertes de 65 k CAD sur le dernier trimestre. Sur le trimestre, les contrats avec la province de Manitoba et du département de la Justice de la province du Newfoundland and Labrador ont été prolongés pour 1 année. Fait intéressant : les frais de consultants ont un peu augmenté sur la période du fait, entre autres, de la recherche d'acquisitions potentielles. L'entreprise prévoit des pertes de 65 k CAD par trimestre pour les périodes à venir.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEM

Notre belle au bois (pas si) dormant a effectué une acquisition début juillet : il s'agit de la société espagnole PESCANOVA qui exploite verticalement toute la chaîne du « poisson » avec une flotte de 100 bateaux de pêche en mer, des unités d'aquaculture et la commercialisation de produits surgelés. La participation de Luxempart s'élève à 5,1 % et représentera environ 4 % du total de l'actif de notre holding favorite.

News de nos sociétés

MBL Group (UK) Ticker : MUB.L

Les news se succèdent pour notre distributeur de matériel électronique. Souvenez-vous : dans notre précédente lettre, nous avons écrit tout le bien que nous pensions sur la manière dont la direction menait la restructuration de la société. Et début juillet, nous joignons le geste à l'écrit en nous constituant une petite ligne de cette belle daubasse. Et voici que nous apprenons à présent que celle-ci est en pourparlers pour la cession de deux de ses filiales. Attendons la suite avec patience...

Meade Instrument (USA) Ticker : MEAD

Le premier trimestre de l'exercice 2011-2012 se solde par une perte de -232 k USD. Des pertes divisées par 4 par rapport au même trimestre de la période précédente. Ceci ne s'explique pas par le niveau d'activité qui est en baisse de 32%, mais par la réduction des coûts d'acquisition (-56%) et des coûts marketing et administratifs (-22%). La délocalisation de la production au Mexique commence à produire ses effets.

Le 29/06/2011, le conseil d'administration a voté des bonus variables qui seront attribués au CEO et CFO en fonction du niveau d'EBITDA atteint sur l'exercice en cours. Il n'est pas inintéressant que le management soit sensibilisé à la création de valeur via ces bonus à seuil de déclenchement sur la rentabilité

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD.OB

Nous apprenons en ce mois de juillet que le conseil d'administration de la société s'étoffe d'un septième membre, Monsieur Neri... qui est en fait un membre indépendant comme l'exige le règlement du Nasdaq.

D'autre part, de nouveaux statuts de la société ont été rédigés concernant les réunions d'actionnaires. Il n'y a rien de transcendant pour que nous en parlions dans cette news. Toutefois, notre première impression sur les points abordés est une certaine lourdeur bureaucratique pour qu'un actionnaire puisse s'exprimer lors d'une assemblée générale.

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

Le rapport annuel de la société paru le 19 juillet nous apprend que la situation patrimoniale de la société est au beau fixe, avec un biais très légèrement positif. Nous voyons par exemple que ses valeurs Net-Net et Net Estate, ainsi que sa solvabilité, s'améliorent de quelques cents et de quelques pourcents.

En fait, SigmaTron est une société net-net qui fait des profits, ce qui est plutôt assez rare et c'est pour cette raison que nous le signalons. Même si ces profits sont en recul de 13% par rapport à 2010, nous constatons que le chiffre d'affaire a bondi de 30% par rapport à cette même année 2010.

Si nous examinons le cours à l'heure où nous écrivons cette news (4.86\$), nous avons un potentiel de 164%, puisque nous avons une VANT 12.82 \$ par action. Si nous tenons compte des actifs immobiliers, qui nous donnent un excellent collatéral avec une valeur Net Estate de 8.4303\$ par action et la belle cerise sur le gâteau avec des profits annuels de 0.51\$, nous estimons que Sigmatron nous offre un très beau couple potentiel / risque, encore au prix d'aujourd'hui.

News de nos sociétés

Sofina (Belgique) Ticker : SOF.BR

Décidément, les holdings semblent vouloir profiter des prix bas offerts par le marché durant le mois écoulé : au cours du mois de juillet, la société a racheté 35 100 actions propres, ce qui représente 0,1 % de son capital.

Tandy Brand Accessories (USA) Ticker : TBAC

Le 6 juillet 2011, nous apprenions que le 29 juin 2011, le conseil d'administration de Tandy Brands Accessories, Inc a approuvé un vaste plan de restructuration en vertu duquel la Société a décidé de supprimer des lignes de produits non rentables, de rationaliser les opérations et de réduire davantage les charges d'exploitation. La société croit que la restructuration permettra d'améliorer la rentabilité dans les périodes futures en simplifiant les processus de fonctionnement, réduisant de manière significative les frais SG & A (de vente, généraux et administratifs) et en se concentrant sur le développement des produits les plus rentables et des produits de base. La société prévoit alors un EBITDA d'environ 4 à 5 millions \$ sur une base annualisée, à partir de l'exercice 2012.

En liaison avec ce qui précède, la société s'attend actuellement à engager des frais avant impôts d'environ 4,5 à 5,5 millions \$, qui comprennent, une charge pour dépréciation des stocks d'environ 3,3 à 4,0 millions \$, (2) des prestations de cessation d'environ 0,2 à 0,3 millions \$, et d'autres charges d'environ 1,0 à 1,2 millions \$. La société prévoit de reconnaître ces charges au quatrième trimestre fiscal clos le 30 juin 2011. Environ 0,9 à 1,1 millions \$ de charges estimées sont susceptibles d'entraîner des dépenses de trésorerie futures.

Après cette news intéressante, nous pouvons penser que la société va donc dans un premier temps perdre entre 0.60\$ et 0.85\$ de sa VANT par action. Sa Valeur d'Actif Net Tangible pourrait alors tourner autour de 4.40\$-4.60\$. Au cours actuel de 2\$, le potentiel de la société reste supérieur à 100%.

Si ce plan de restructuration porte ses fruits, nous pourrions alors espérer, le « boost attendu », car Tandy Tandy Brands Accessories fait partie du dernier « quarteron » de sociétés achetées au début de l'aventure du portefeuille Daubasse et qui a une performance négative en USD de -16%. En fait ce dernier « quarteron » comprend 7 sociétés.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Le 18 juillet 2011, nous apprenions que l'assemblée générale des actionnaires de Transworld Entertainment a reconduit dans leur fonction d'administrateurs, pour une durée de 3 ans, Isaac Kaufman and Michael Nahl.

C'est sans doute un signe de confiance des actionnaires de Trans World. Chez les Daubasses, nous attendons la suite, soit du « concret sonnant et trébuchant ».

Winland Electronics (USA) Ticker : WEX

Winland Electronics, concepteur de systèmes de surveillance, a élargi et amélioré sa gamme de produits « EnviroAlert » avec l'introduction de l'EnviroAlert EA800-ip.

News de nos sociétés

Le EnviroAlert EA800-ip est le plus récent ajout à la famille de produits dont la EnviroAlert EA800, EA400 et EA200. Le EnviroAlert EA800-IP fournit un accès bidirectionnel de surveillance à distance et collecte simultanément des données sur huit capteurs pour les changements de température, l'humidité, l'eau, de gaz, la pression... Les paramètres des capteurs peuvent aussi être modifiées via une connexion réseau éliminant le déplacement sur le terrain.

« Nous sommes ravis d'annoncer cette amélioration de notre ligne de produits donnant aux clients la possibilité de modifier les paramètres du capteur à partir d'une connexion réseau à distance. EnviroAlert EA800-ip illustre notre engagement à développer des produits essentiels de surveillance qui répondent aux besoins de nos clients et peuvent être utilisés dans une grande variété d'applications » a déclaré Paul Machacek, Directeur du Business Development pour Winland Electronics, Inc. « L'acceptation et la croissance de ce produit offrent à nos clients des économies de coûts et aussi une plus grande tranquillité d'esprit. »

Chez les Daubasses, nous adorons ce type d'annonce qui peut réserver de très bonnes surprises mais comme toujours nous voulons qu'elle s'accompagne de faits. A suivre donc, avec les chiffres. Seulement avec les chiffres.

Analyses de société

Duckwall-Alco Stores, Inc.

(Nasdaq, Ticker: DUCK / ISIN : US2641421001)

I. Introduction



Duckwall-Alco est un distributeur régional implanté dans 23 états américains. Les 214 magasins Alco apportent un service de proximité unique dans des zones rurales, principalement le centre des Etats-Unis. L'enseigne de 110 ans a recentré en 2011 son activité sur les magasins Alco, plus grands et rentables, au détriment de l'enseigne

Duckwall dont les 49 magasins - destructeurs de valeur - ont été fermés.

Chaque magasin Alco propose 35 000 produits. Les ventes se répartissent comme suit :

Produits de consommation courante : 36 %
Matériaux divers: 33 %
Appareils et accessoires : 16 %
Equipement de la maison, décoration : 15 %

La présente analyse est établie avec les comptes trimestriels clos au 01.05.2011. Nous avons acquis des titres à un cours de 11,12 USD.

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

L'actif courant s'élève à 47,22 USD par action duquel nous soustrayons tout le passif pour 31,36 USD par action. Nous obtenons une VANN de 15,86 USD. Ce qui nous procure une marge de sécurité de 30%.

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

ALCO possède des biens immobiliers acquis pour un montant de 5,88 USD par action. Nous appliquons notre traditionnelle marge de sécurité de 20% à ce montant auquel nous ajoutons la VANN et nous obtenons une VANE de 20,56 USD par action. La marge de sécurité sur la VANE est donc de 46%.

Nous avons repris dans nos calculs les immeubles financés en crédit-bail à leurs coûts d'acquisition en considérant que l'entreprise peut exercer son option à la fin du bail.

Analyses de société

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

Nous analysons le bilan poste par poste.

Nous commençons par **l'actif courant** et son plus gros poste : **le stock**. La société a changé sa méthode de comptabilisation passant de la méthode LIFO - dernier entré, premier sorti - à la méthode FIFO - premier entré, premier sorti - qui est moins prudente et qui a d'ailleurs permis de « gonfler » la véritable comptable des stocks. Sur son dernier exercice, Alco a écoulé ses stocks en 182 jours en moyenne contre 169 jours en moyenne durant les 3 derniers exercices. Nous prenons donc le montant au bilan, soit 41,87 USD auquel nous appliquons une marge de sécurité de 40% à ce montant du fait du délai important d'écoulement et pour refléter le risque de surévaluation, soit 25,12 USD.

Les créances constituent le second poste de l'actif courant. Alco a été payée, en moyenne ces 3 dernières années, à 5 jours. Nous considérons donc les valeurs comptables comme relativement conservatrices et les reprenons telles quelles, soit 1,82 USD par action.

Les liquidités, qui n'appellent aucun commentaire, représentent 1,49 USD par action.

Enfin, nous reprenons **les immeubles détenus en vue d'une vente** et **les dépenses constatées d'avance** pour 90% de leur valeur comptable, soit 0,94 USD par action.

Par prudence, nous ne tenons pas compte dans notre valorisation de VMLV des **crédits d'impôts** et des **avances payées au fisc** pour un total de 0,99 USD par action.

Les actifs immobilisés sont composés de deux éléments.

Tout d'abord, **les biens immobiliers** et **les équipements**. Pour les constructions et terrains, nous reprenons le coût historique d'acquisition avec une marge de sécurité de 20% calculée pour la VANE, soit 4,70 USD par action.

Concernant les équipements, nous ne connaissons pas leurs usures même s'ils sont amortis à plus de 50%. Nous allons donc reprendre prudemment tous ces équipements pour 10% de leurs coûts d'acquisition, soit 2,63 USD par action

Les crédits d'impôt et autres actifs sont les derniers actifs au bilan. Ils représentent 0,83 USD par action et nous les valorisons pour 0.

Nous soustrayons de la somme de ces actifs **toutes les dettes inscrites au bilan**, soit -31,36 USD par action.

En **hors-bilan**, il y a des coûts de lease concernant des équipements et des bâti-

Analyses de société

ments pour les prochaines années. En cas de mise en liquidation volontaire, nous estimons que la société prendra le temps de sous-louer une partie de ces biens afin qu'ils ne soient pas totalement à charge de la société. Alco pourrait, dans le pire des cas, ne pas renouveler tous ses contrats de crédits-baux, comme elle a pu le faire concernant tous ses magasins Duckwall fermés en 2011. Ainsi, nous reprenons le total de ces *capital* et *operating leases* à hauteur de 30%, en estimant que ces coûts sont une sorte de dette « hors bilan ». Soit - 11,91 USD par action.

Résumé par action :

+ stocks : 25,12 USD
 + créances : 1,82 USD
 + liquidités : 1,49 USD
 + immobilier : 4,70 USD
 + équipements : 2,63 USD
 - passif : -31,36 USD
 - lease : -11,91 USD

VLMV = -7,91 USD



Nous n'avons donc aucune marge de sécurité sur la VMLV.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

En actualisant le bénéfice net moyen des 5 dernières années à un taux de 12,5% (taux à 10 ans OAT française 3,5% + 2% de marge de sécurité, direction potentiellement malhonnête : 1%, direction peu compétente : 2%, cyclicité de l'activité : 2%, absence de franchise : 2%), nous obtenons une VCB de 8,40 USD par action. Nous n'avons donc aucune marge de sécurité par rapport à la VCB.

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

Le ROI historique sur les 5 derniers exercices ressort à 2,7%, bien en deçà de notre seuil à 7% pour obtenir le label VANTRe. Nous ne pouvons donc pas calculer un ratio VANTRe pour l'action Alco.

VII. Conclusions

A notre cours d'achat de 11,12 USD, nous avons une marge de sécurité de :

30% sur la VANN
 46% sur la VANE

Si dans un premier temps, nous obtenons une belle marge de sécurité sur la VANN et la VANE - si les stocks sont correctement évalués dans les comptes de

Analyses de société

la société -, nous remarquons que la rentabilité (cf. calcul de la VCB) et que les coûts futurs liés aux crédits-baux augurent d'une profitabilité future hypothétique... à périmètre constant.

En fait, nous pensons que le potentiel est intéressant à moyen terme du fait de la fermeture en 2011 des principaux foyers de perte du groupe : les 49 magasins Duckwall. De même, nous n'avons pas valorisé de franchise, mais il est possible que l'emplacement des magasins actuels dans des zones rurales puisse s'apparenter à une sorte de « franchise ». En effet, une zone de chalandise si petite ne permet pas à un autre joueur du marché de s'implanter, au risque de ne pas avoir la clientèle nécessaire pour amortir les coûts de fonctionnement. Nous restons très prudents sur ce point, même s'il est possible qu'un concurrent soit intéressé par ce marché de niche ou que la future croissance de l'entreprise se fasse dans la franchise et qu'elle soit donc créatrice de valeur pour l'actionnaire.

Un fait positif semble étayer cette hypothèse : sur les 5 derniers mois, à périmètre constant, le niveau d'activité est en croissance sur chacun des mois.

Enfin, il faut garder en tête que la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) ressort à 26,69 USD par action. Soit un potentiel théorique de 140%. Valorisation qui serait un minimum en cas de rachat par un concurrent. Les collatéraux sous forme d'actifs sont présents, mais l'investissement n'est pas sans risques. Nous avons donc bien à faire à une Daubasse !



Analyses de société

Coast Distribution System Inc.

(AMEX, Ticker: CRV / ISIN : US1903451086)

I. Introduction



Coast Distribution Systems est, comme son nom l'indique, un distributeur de matériel et de pièces de rechange pour les navigations de plaisance, ainsi que des accessoires pour camping-cars. Cette société fait partie du portefeuille « daubasses » depuis sa création en novembre 2008 et, malgré un double-

ment de son cours, nous pensons qu'elle mérite que l'on se penche sur son cas d'autant que nous n'avions encore jamais publié d'analyse de cette compagnie. Coast Distribution Systems a été créée en 1977. L'entreprise ne vend pas au client final mais joue un rôle de grossiste au travers d'un réseau de 15 000 re-vendeurs aux Etats-Unis et au Canada. Aucun de ses clients ne représente plus de 2 % du chiffre d'affaires.

Elle détient également des exclusivités de distribution sur un certain nombre de produits qui ont été spécialement conçus pour Coast par des fabricants indépendants. Ces produits offrent à Coast des marges bénéficiaires supérieures aux produits « de marque ».

La compagnie compte plus de 400 fournisseurs différents. Elle tente de diversifier ses approvisionnements en se tournant de plus en plus vers l'Asie et souhaite également profiter de son réseau de fournisseurs pour commercialiser des produits sur d'autres marchés que ceux sur lesquels elle est active, mais elle est mise en concurrence par d'autres distributeurs plus grands et plus puissants qu'elle. Son secteur d'activité est d'ailleurs très concurrentiel : le 1Q2011 s'est soldé par une perte due, entre autre, à une concurrence accrue qui a pesé sur les prix de vente et donc, les marges brutes.

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

Au 31 mars, la société présente un actif courant de 11,55 usd par action, duquel nous retranchons les dettes pour 6,07 usd. La VANN s'élève à 5,48 usd et, au cours actuel de 2,95 usd, nous avons donc une marge de sécurité de 46 % sur cette valeur.

Analyses de société

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

La société ne détient pas d'immeubles et nous ne calculons donc pas cette valeur.

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

Nous revenons, comme de coutume, sur l'**actif courant**. Le poste principal, ce sont **les stocks** qui représentent 6,64 usd par action. Cela représente plus de 4 mois d'activité. Cette durée de détention n'est pas indécente en fonction de ses activités de grossistes qui lui imposent de détenir un stock suffisant pour livrer ses clients « just-in-time », mais aussi en fonction de la saisonnalité de l'activité : le gros des ventes se déroule entre début avril et fin août et la société doit donc détenir un inventaire suffisant pour démarrer sa saison. Nous remarquons aussi que

la direction fait preuve de prudence quant à la valorisation de ce poste : des réductions de valeur représentant 6,5 % ont été actées afin de tenir compte d'une certaine vétusté. Complémentairement à la direction, et par mesure de prudence, nous réduisons le montant que nous prenons en compte pour ce poste de 20 % supplémentaires, soit 1,33 usd par action.



L'autre poste important de l'actif courant, **les créances commerciales**, est, lui aussi, soumis à un facteur saisonnier. Nous remarquons que c'est traditionnellement fin mars que celui-ci est le plus élevé. Sur cette base, le délai moyen de paiement des clients de Coast est de 67 jours. Ce qui nous semble relativement élevé sans être totalement démesuré. Nous constatons cependant qu'au fur et à mesure que l'année comptable se déroule, le montant de ce poste a tendance à diminuer pour redescendre à un délai moyen de 30 jours au 31/12. Nous

voyons aussi que la direction a acté des provisions pour créances douteuses représentant 6 % du montant brut de ce poste, ce qui traduit ici aussi un esprit conservateur quant à la présentation du bilan. Enfin, malgré le fait qu'au vu du grand nombre de clients de Coast, les risques de pertes sur créance soient relativement « dilués », nous déduisons 10 % supplémentaires sur la valeur de ce poste, soit 0,41 usd.



Nous ne tenons pas compte des actifs d'impôts différés, soit 0,37 usd.

Au niveau de l'**actif fixe**, nous relevons du **matériel de stockage et de bureau**

Analyses de société

déjà amorti pour 90 %. Nous reprenons ces actifs pour la $\frac{1}{2}$ de leur valeur amortie (et donc, +/- 5 % de leur valeur d'acquisition), soit 0,17 usd.

Hors bilan, nous relevons essentiellement **les loyers futurs** à payer par l'entreprise. En cas de liquidation volontaire, nous estimons que celle-ci serait contrainte à assumer la moitié du coût de ceux-ci, soit 1,85 usd.

Enfin, en matière de **dilution**, pas mal de **stock-options** ont été décernées. Nous estimons le coût de ces opérations pour l'actionnaire à 0,13 usd.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la **VLMV** de Coast Distribution Systems à 1,56 usd. Il n'y a donc pas de marge de sécurité sur cette valeur au cours actuel.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 dernières années, Coast Distribution Systems a généré un résultat opérationnel moyen après impôt de 0,26 usd par action. Si nous actualisons ce résultat au taux de 12 %, nous obtenons une VCB de 2,17 usd. Nous n'avons donc pas de marge de sécurité sur cette valeur d'autant qu'il existe également une dette financière de 4,18 usd par action que nous devons, selon nos principes, également déduire.

VI. Conclusions

Au cours actuel, nous avons, certes, une marge de sécurité de 46 % sur la VANN de Coast mais aucune sur les autres valorisations que nous calculons.

Néanmoins, nous relevons que la société génère régulièrement des résultats d'exploitation positifs (en moyenne 8,8 % du cours actuel au cours des 5 dernières années). Ce qui nous semble assez rassurant quant à la capacité de la direction de ne pas détruire de la « valeur actionnaire » sur le long terme.

Nous remarquons également que la société a distribué un dividende régulier jusque fin 2008 et nous pouvons espérer qu'en cas de retour à une meilleure conjoncture, la direction pourra reprendre le paiement de ce dividende, créant ainsi un catalyseur à une hausse des cours.

Il est clair qu'un tel retour à la rentabilité est fortement dépendant de l'état d'esprit du consommateur américain mais également... des conditions météo. La canicule qui sévit actuellement sur une partie de l'Amérique du Nord est, peut-être, un élément favorable pour un redressement des résultats trimestriels... du moins à court terme.

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