

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Diversification dans la valeur: Les Mines d'Or.....	page 5
Portefeuille	page 10
Suivi des sociétés analysées	page 12
News de nos sociétés	page 13
Analyse de la société Les Nouveaux Constructeurs	page 21
Analyse de la société Crown Van Gelder	page 25
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 31

Edito



Dans notre précédente lettre, nous avons souligné l'importance des liquidités détenues par les sociétés cotées.

Nous avons écrit, entre autres élucubrations, ceci : « *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.* »

Et peu après, nous apprenions, en vrac, une offre de rachat de Transatlantic par Berkshire Hathaway ainsi que la souscription par le conglomérat de l'oracle d'Omaha à des actions préférentielles de Bank Of America, mais aussi le rachat de Cable Operation Insight Communication par Time Warner et celui de Aker Drilling par Transocean. Enfin, *last but not least*, Google dénouait les cordons de sa plantureuse bourse pour s'offrir Motorola (on avait presque oublié qu'elle existait encore celle-là).

Et dans un autre style, plus près de chez nous, nous avons remarqué des rachats d'actions importants dont le plus impressionnant est celui de Bouygues qui rachète 11 % de son propre capital.

Ami(e) lecteur(trice), nous n'avons pas l'intention de mettre en avant notre extraordinaire don divinatoire. D'ailleurs, pour tout vous avouer, la survenue de ces événements ne nous a été d'aucune utilité. Mais ils mettent deux points en exergue : d'une part, les sociétés cotées détiennent bien d'abondantes liquidités (mais cela, nous le savions déjà) et, surtout, d'autre part, nous pensons que si les directions des sociétés acquéreuses déposent des petits pactoles sur la table des négociations pour ajouter des petits bouts d'entreprises à leurs propres entreprises, ce n'est certainement pas parce qu'elles les trouvent chè-

Edito

rement valorisées. Il est d'ailleurs symptomatique de constater que ces opérations se font, pour la plupart, en monnaie sonnante et trébuchante et non, comme c'est souvent le cas en période de marché « euphorique », par échange d'actions.

Bien sûr, vous nous connaissez, cher(e) lecteur(trice) : nous n'allons pas vous annoncer que nous avons touché un point bas ou que le marché ne peut que monter. Non, le marché peut descendre très bas lorsqu'il souffre de maniaque-dépression aiguë mais nous continuons à penser que sur le long terme, des actions de sociétés financièrement solides et achetées en solde constituent le meilleur des placements.

Et c'est ce que nous continuons à faire, que ce soit pour le portefeuille du club (nous sommes malheureusement « full invested » pour l'instant) ou au sein de nos portefeuilles personnels pour lesquels nous avons effectué quelques emplettes : ainsi, nous sommes retournés vers une vieille connaissance active dans la promotion immobilière (dont vous trouverez l'analyse en page 21). Certains d'entre nous ont également acheté une autre société, une réelle daubasse présentant un rapport risque/rendement qui nous paraît vraiment intéressant (dont vous trouverez l'analyse en page 25). Ces deux sociétés sont, cerise sur le gâteau pour nos abonnés français, éligibles au PEA.

Enfin, nous avons investi sur l'or... ou plutôt sur des sociétés profitant de la hausse de l'or.

Disons de suite pour rassurer nos abonnés que nous n'avons pas succombé à la mode « *goldique* » ... bien loin de là. Les sociétés sur lesquelles nous avons investi sont d'authentiques daubasses et, bien plus que leur secteur d'activité, c'est le prix d'aubaine auquel elles sont proposées qui nous intéresse.

Nous vous souhaitons une excellente lecture de ce qui est déjà **votre** 5ème lettre mensuelle.

L'Équipe des Daubasses



Diversification dans la valeur Les Mines d'Or



Non, rassurez-vous, cher(e) lecteur(rice) ! Nous n'avons pas « tourné goldeux » et restons des investisseurs « value » purs et durs.

Mais les différentes réflexions que nous lisons depuis quelques temps, expliquant que les cours des mines d'or n'ont pas profité de la hausse du métal jaune nous ont interpellés... et nous nous sommes lancés dans le challenge de tenter de comprendre ce secteur... mais bien évidemment, avec une approche purement value.

Alors, en retard les mines d'or ?

Si on regarde l'évolution des cours des mines d'or et de l'or au cours des 5 dernières années, on pourrait répondre par l'affirmative : l'or a gagné près de 200 % alors qu'au cours de la même période, les mines d'or ont gagné seulement 70 %.

Mais l'équipe des Daubasses ne peut se contenter de ce seul constat pour investir massivement dans ce segment parce que, après tout, rien ne dit que ce n'était pas les mines qui étaient trop chèrement valorisées il y a 5 ans et que leur cours actuel reflète leur juste prix tout au plus.

En effet, si on opère la même comparaison mais sur les 10 dernières années, le résultat devient sensiblement différent : l'or a gagné 560 % quand les mines d'or gagnaient... 1 080 % !

Finalement, pas si concluante cette histoire de retard...

Néanmoins, nous étions lancés... et ne comptons pas nous arrêter pour si peu. C'est ainsi que nous avons abordé une centaine de mines d'or, une par une, avec notre œil de chasseur « deep value ». Une chasse à la daubasse comme nous en avons l'habitude en quelque sorte.

Diversification dans la valeur

Les Mines d'Or

Notre but n'était pas de « jouer la poursuite de la hausse de l'or » mais, au contraire, de trouver des sociétés présentant des marges de sécurité tellement importantes que même une baisse importante des cours de l'or nous laisserait un collatéral suffisant en garantie de notre investissement. Et nous avons trouvé... et garni nos propres portefeuilles.

Mais tout d'abord, quelques précisions sur ce secteur :



1. Les mines d'or profitent de la hausse de l'or avec un certain levier. Prenons un exemple : le coût d'extraction de l'once d'une société donnée est de 1 000 usd par once. Si l'once se traite à 1 200 usd, la société génère une marge de 200 usd. Si l'once se traite 25 % plus haut, à 1 500 usd, notre mine « témoin » génère alors une marge de 500 usd soit 150 % de plus !

2. Contrairement à l'or et comme n'importe quelle société, les mines d'or génèrent des revenus

3. Une part importante des coûts de production sont dépendants des cours du pétrole, environ 20 % de ceux-ci

4. Souvent, les mines d'or extraient, en plus de l'or, d'autres métaux qu'elles peuvent valoriser

5. Une part importante des dépenses des mines d'or (surtout les juniors) est affectée à l'exploration, ce qui peut générer des revenus futurs... ou fortement obérer la rentabilité de l'entreprise « à fonds perdus »

6. Un grand nombre de mines sont situées dans des pays politiquement instables et une réquisition ou du « racket légal » sont des risques à ne pas négliger

7. Certaines sociétés ont mis en place des couvertures pour s'assurer d'un prix sur leur production. Dans ce cas, elles ne profitent évidemment pas de la hausse de l'or (ni ne sont pénalisées par sa baisse)

8. Les législations environnementales peuvent être un handicap sur le plan de la rentabilité de l'exploitation

Nous avons donc orienté nos recherches sur des entreprises minières « juniors », car ce sont de plus petites sociétés que les géants du secteur, et nous pen-

Diversification dans la valeur

Les Mines d'Or

sons que s'il existe des inefficiences de marché, ce doit bien être sur ce segment.

C'est donc dans un univers d'une centaine de valeurs que nous avons fouillé, retourné pierre après pierre pour trouver... nos pépites d'or.

Voici tous les critères de sélections retenus :

- ⇒ Pas de couvertures sur des devises ou sur le cours de l'or
- ⇒ La société minière doit déjà extraire, produire de l'or et générer une marge brute largement positive
- ⇒ Des pays de production relativement sécuritaires, démocratiques
- ⇒ Une solvabilité > 40%. Solvabilité = (capitaux propres - part des minoritaires - intangibles) / total du bilan

Résultat? Deux valeurs sont nettement sorties du lot : **OceanaGold Corporation** et **Dundee Precious Metals**.



Comment avons-nous calculé la valeur patrimoniale de nos valeurs aurifères ?

- ⇒ Nous avons valorisé les réserves prouvées à 100% et les réserves potentielles à 50%. Les réserves probables ne sont pas valorisées par mesure de sécurité et, surtout, pour ne pas spéculer sur du rêve
- ⇒ Nous retenons le dernier coût de production par once en USD pour chaque société pour calculer une marge
- ⇒ Nous tenons compte de la trésorerie et des créances clients
- ⇒ Nous retranchons tout le passif, soit l'ensemble des dettes
- ⇒ Nous avons estimé 5 années de dépenses de CAPEX (= investissements) que nous retranchons dans notre calcul

Ainsi, voici **la formule** :

(Réserves en once d'or X (cours de l'once d'or X (1-30%) - coût de production de l'once d'or) X (1-40%) + trésorerie + créances clients - total passif - 5 années de CAPEX) X (1-10%)

Le dernier cours de l'once d'or, le vendredi 2 septembre au soir est de 1 877,40 USD l'once.

Comme vous le remarquez, au-delà des marges de sécurité représentées par les réserves non prouvées que nous ne prenons pas en considération, nous avons

Diversification dans la valeur

Les Mines d'Or

appliqué des décotes supplémentaires comme suit :

- 30% sur le dernier cours de l'once d'or
- une imposition + royalties = 40%
- une baisse des coûts de production de 10% pour OceanaGold, le coût d'extraction étant anormalement élevé sur le dernier semestre. Pour Dundee, le niveau nous semble déjà très bas et n'avons pas anticipé de baisse
- une marge de sécurité liée au risque pays = -10%. Les pays nous semblent assez stables, que ce soit la Nouvelle-Zélande pour OceanaGold ou l'Arménie et la Bulgarie pour Dundee. Il y a aussi des pays un petit peu plus exotiques mais mineurs pour le moment dans la production : les Philippines pour OceanaGold et la Namibie pour Dundee.
- enfin, une nouvelle marge de sécurité générale globale de 10% pour se prémunir de tout défaut dans notre raisonnement

Cette valorisation ne prend en compte que les données liées à l'or. Or, nos deux pépites ont d'autres valeurs d'actifs : des participations cotées (pour Dundee) et des réserves de cuivres (pour les deux valeurs).

Pour les participations cotées, nous avons repris la quote-part de détention et que nous avons rapproché de la dernière valorisation boursière. Sur les montants ainsi obtenus, nous avons pris de nouveau une marge de sécurité de 50%.



Pour valoriser le cuivre, nous avons retenu le dernier cours du cuivre à 4,10 USD la livre, avons pris une marge de 50%, sauf s'il y avait des couvertures sur le cuivre sur une quote-part (chez OceanaGold). Nous avons considéré un coût d'extraction par livre identique pour les deux sociétés, à 1,10 USD la livre, soit un niveau relativement conservateur.

Enfin, en dernière marge de sécurité, nous ne valorisons pas le potentiel lié à l'extraction d'argent et du zinc. En effet, Dundee produit déjà de l'argent et du zinc, et a des réserves prouvées pour ces deux minerais.

Une fois que nous avons fait tourner notre moulinette en prenant en compte toutes les dilutions potentielles, nous avons obtenu les valorisations suivantes par action :

OceanaGold Corporation = 6,88 CAD

Dundee Precious Metals = 20,35 CAD

Diversification dans la valeur

Les Mines d'Or

Les derniers cours sont respectivement de 2,42 CAD et de 8,53 CAD.

D'un point de vue purement patrimonial, avec toutes les marges de sécurité que nous avons retenues, et sans anticiper une hausse du cours de l'or ou encore de nouvelles découvertes, nous estimons que le potentiel pour nos deux trouvailles est de :

OceanaGold Corporation = +184%

Dundee Precious Metals = +139%

Ce qui est intéressant pour nous, c'est que nous sommes restés dans le concept d'achat "value". En effet, sur base des hypothèses retenues ci-dessus, nous considérons que le marché anticipe un cours de 921 usd l'once pour Oceana Gold et de 532 dollars l'once pour Dundee Precious Metal. C'est en tout cas à ces niveaux de prix qu'il faudrait descendre pour que la valeur du collatéral tangible qui garantit notre investissement (c'est à dire essentiellement les réserves d'or) soit entièrement épuisé.

Ces deux sociétés nous semblent une excellente diversification pour nos portefeuilles, diversification obtenue tout en conservant l'approche "daubasse".

Nous ne détenons pas ces titres dans le portefeuille du club, mais plusieurs membres de l'équipe des Daubasses détiennent ces titres dans leurs portefeuilles personnels.



Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille 2 septembre 2011

55	%	Ticker	Société	Prix de Revient			2 septembre 2011				RendTotal	
				Unitaire	Devisé	Euro	Action	Cours	Devisé	Euro	Euro	
Société Net-Net				36.987,03	Euro	38,88%						
1	USD	0,64%	ACMR	Moore Art & Craft	0,94	621,65	483,60	660	2,5	870,54	611,52	26,45%
2	USD	1,00%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,91	1.350,00	948,32	97,27%
3	USD	0,29%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,96	397,50	279,23	-41,25%
4	USD	1,13%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	2,9	1.529,00	1.074,06	118,21%
5	GBP	0,90%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	114,5	752,59	859,12	46,70%
6	USD	1,50%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.696,92	1865	1,24	2.032,85	1.427,99	-10,52%
7	USD	0,69%	AVTR	Avatar Holding	19,34	1.818,23	1.293,40	94	15,21	931,54	654,37	-49,41%
8	USD	1,67%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,51	2.262,00	1.588,96	27,40%
9	USD	1,94%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,04	2.632,37	1.849,13	151,90%
10	USD	0,49%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	1,06	669,50	470,30	-56,70%
11	USD	1,96%	PARL	Parlux Fragrance	1,87	1.525,08	1.075,29	815	3,21	2.648,75	1.860,64	73,04%
12	USD	3,40%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	4,87	4.600,62	3.231,75	16,24%
13	Euro	2,71%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,539	2.580,30	2.580,30	-13,39%
14	USD	1,65%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,6	2.238,70	1.572,60	-28,46%
15	USD	1,23%	SGMA	SigmaTron International	3,33	1.332,17	890,77	400	4,59	1.660,00	1.168,08	30,91%
16	USD	3,24%	IFDN	Infosonics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,75	4.390,39	3.084,07	-14,09%
17	GBP	4,24%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	20	3.530,00	4.029,68	2,24%
18	USD	3,43%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	3,66	4.644,00	3.262,22	19,48%
19	Euro	2,60%	VINMI	Vianini Industria	1,35	2.742,00	2.742,00	2030	1,257	2.476,60	2.476,60	-9,68%
20	USD	0,86%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	3895000	0,0005	1.168,50	820,82	-78,33%
21	GBP	3,30%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,18	2.419,74	25000	0,0005	2.750,00	3.139,27	29,74%
Société Net-Estate				41.107,89	Euro	43,21%						
22	USD	2,36%	BXG	BlueGreen	2,31	2.884,80	1.914,52	1250	2,93	3.200,00	2.247,87	17,41%
23	USD	3,78%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	2,7499	5.114,50	3.592,73	-0,66%
24	USD	2,66%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,47	3.600,00	2.528,85	80,77%
25	USD	2,68%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,64	3.630,00	2.549,93	38,21%
26	USD	1,67%	ATC	Cycle Country Assecoires	0,40	2.834,58	1.902,96	7000	0,36	2.256,80	1.585,31	-16,69%
27	Euro	3,16%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	88,39	3.889,33	3.889,33	44	79	3.005,64	3.005,64	-22,72%
28	Euro	5,26%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	58	5.005,65	5.005,65	205,95%
29	Euro	3,85%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	38,79	3.665,10	3.665,10	75,41%
30	USD	2,24%	TRAC.PK	Track Data	82,29	3.126,95	2.271,99	38	85	3.040,00	2.135,48	-6,01%
31	USD	1,38%	SLGD.OB	Scott Liquid Gold	0,31	1.896,22	1.394,60	6050	0,35	1.875,50	1.317,46	-5,53%
32	Euro	4,97%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	2,2	4.725,00	4.725,00	55,17%
33	USD	2,24%	HTCH	Hutchinson Technology	2,75	3.548,85	2.624,91	1400	2,27	3.038,00	2.134,07	-18,70%
34	USD	3,22%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	3,52	4.362,75	3.064,65	-19,20%
35	USD	1,55%	CONN	Conn's	4,46	1.783,31	1.296,64	400	8,65	2.096,00	1.472,35	13,55%
36	USD	2,18%	DUCK	Duckwall-Alco Store	11,23	3.527,58	2.472,89	314	8,65	2.957,88	2.077,79	-15,98%
Société VANTre				8.596,31	Euro	9,04%						
37	CAD	1,96%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,7	2.607,50	1.862,10	-20,90%
38	CAD	3,26%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,2	4.338,00	3.097,91	-17,26%
39	Euro	3,82%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	158	3.636,30	3.636,30	6,19%
Fond Décoté				5.216,74	Euro	5,48%						
40	USD	3,30%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	3,15	4.468,75	3.139,12	-10,77%
41	GBP	1,18%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	70,00	987,00	1.126,71	15,12%
42	GBP	1,00%	ACAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	36,75	833,00	950,91	-8,55%
Holding Décoté				3.220,00	Euro	3,38%						
43	Euro	3,38%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	23,00	3.220,00	3.220,00	-7,08%
Emission d'Option				0,00	Euro	0,00%						
					Limite			Nbr				
0	0	0,00%	0	0	0,00	0,00	0,00	0	0,00	0,00	0,00	#DIV/0!
Liquidité				0,45	Euro	0,00%						
		0,00%		Compte Courant		Euro						0,00
						USD			0,64			0,45
						GBP			0,00			0,00
						CAD			0,00			0,00
			0 janvier 1900		0		0		0,00			0,00
		100%		Total		3,33%	Egal	3.168	Euro			95.128,41

Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le 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	
				Devises	Euro		Devises	Euro	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	12,00	0,14	09/05/11	11,00	0,13	-8,35%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	73,00	0,68	09/05/11	70,00	0,80	18,12%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	57,00	0,79	09/06/11	50,90	0,58	-26,21%
4	USD	TGAL	Tegal	2,25	1,44	09/06/11	2,78	1,96	35,79%
5	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	35,00	0,40	05/07/11	34,00	0,39	-2,53%
6	USD	DUCK	Duckwall Alco	10,57	7,34	09/08/11	9,42	6,62	-9,85%
7	USD	CRV	Coast Distribution System	3,00	2,08	09/08/11	2,78	1,95	-6,31%

Société Analysée Ratio et Notation										
Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio
Potentiel	Risque	(0 = faible , 3 = élevé)		Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	
		Risque				Cours				
		(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
										En Portefeuille
										En Portefeuille
3	3	6				208%	156,80	71,20	0,8006	
3	0	3		5,084	0,5475	190,62%	86%	5,17		
										En Portefeuille
										En Portefeuille
										En Portefeuille

News de nos sociétés



Avalon (USA) Ticker : AWX

Cette société exploitante de terrains de golf et active dans le traitement des déchets a publié ses résultats pour le 2Q2011. Nous les trouvons très honnêtes : le 2Q est bénéficiaire mais surtout, l'Ebitda pour l'ensemble du semestre est assez conséquent : en hausse de 70 % par rapport au 1er semestre 2010, il s'élève à 0,15 usd par action. De quoi avoir l'assurance que la « valeur actionnaire » ne se détruit avec le temps en attendant, enfin, une vraie « recovery ».

Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.DE

Notre promoteur immobilier allemand, qui ne présente malheureusement plus de rapport financier en anglais, présente un premier semestre avec une perte coupé en 3 par rapport au même semestre de l'exercice précédent. Par contre, l'Ebitda devient positif et la solvabilité s'est encore améliorée. Nous remarquons aussi que Third Avenue Real Estate Value Fund détient 5 % du capital d'Adler. Pour rappel, Third Avenue est la maison de gestion du légendaire Martin Whitman.

Avatar Holding (USA) Ticker : AVTR

Les pertes se sont alourdies chez Avatar Holding au cours de ce premier semestre : 2,14 usd par action. Un peu plus de la moitié de cette perte est due à des réductions de valeur actées sur des terrains et projets détenus en stocks. Nous soupçonnons la nouvelle direction de vouloir « nettoyer » les bilans de l'entreprise afin de « faire porter » le chapeau à l'ancien CEO. Quant à savoir si cette nouvelle direction parviendra, dans un contexte de marché aussi déprimé que celui des USA à enfin créer de la rentabilité, c'est une autre histoire. Néanmoins, l'importance du collatéral tangible (30 euros par action) et l'excellente solvabilité de l'entreprise nous permet de dormir sur nos deux oreilles avec cet investissement.

Barrat Development PLC (UK) Ticker : BDEV.L

Un message sibyllins sur le site de la société met en garde les actionnaires de l'entreprise contre des appels téléphoniques qu'ils pourraient recevoir d'appelants tentant soit de prendre le contrôle de Barratt, soit de soutirer des renseignements financiers personnels. Évidemment, dans le cas de la première hypothèse, cela ne nous dérangerait pas trop.

News de nos sociétés

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

Les comptes annuels de ce producteur et distributeur de « home video » ont laissé apparaître une perte de 0,03 CAD par action. Il s'agit d'une certaine déception pour nous : les 3 premiers trimestres avaient été tout-à-fait corrects mais on a assisté à un effondrement au cours du 4e trimestre. Selon la direction, ce serait dû à une baisse des ventes à l'un de leur plus gros distributeur, et aussi à la faiblesse du dollar américain par rapport au dollar canadien. Denis Donnelly (le CEO) se dit néanmoins confiant pour l'année 2012.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Léger bénéfice pour Blonder Tongue au cours du 2e trimestre 2011, boni qui ne compense que partiellement le mali du 1er trimestre. Néanmoins, hors frais de recherche et développement (que, comme vous le savez, nous considérons, au moins partiellement, comme de l'investissement pour l'avenir), l'entreprise aurait présenté un bénéfice de 0,18 usd (sur un semestre seulement).

BlueGreen (USA) Ticker : BXG

La société a présenté une perte assez conséquente pour la première moitié de 2011, de 0,83 usd par action. Néanmoins, il faut relativiser cette perte : la société a acté pour 1,76 usd par action de réduction de valeur sur le segment « logement résidentiel » qu'elle souhaite vendre.

Nous pouvons espérer qu'en ayant procédé de la sorte, nous ne connaîtrons plus de mauvaise surprise au moment de la cession effective de ce département. Si c'est le cas, nous nous retrouverions donc avec une société structurellement bénéficiaire et qui propose un collatéral tangible qui représente le triple du cours actuel. Restons prudent cependant : la société utilise un peu trop à notre goût le levier de l'endettement et, même si c'est dans la nature de ses activités, c'est le genre de chose que nous n'aimons qu'à moitié.

Bodisen Biotech (Chine) Ticker : BBCZ.OB

Ce producteur chinois d'engrais peine un peu à tenir ses promesses. Certes, la perte du 2e semestre a été divisée par trois mais l'Ebitda reste négatif et, par la force des choses, les réserves de liquidité diminuent à due concurrence. Notamment, la direction attribue la baisse du chiffre d'affaires à... l'inflation « galopante » en Chine. Et nous qui pensons que l'inflation augmentait mécaniquement les chiffres d'affaires des entreprises...

Brederode (Belgique) Ticker : BREB.BR

Au cours du premier semestre, sa valeur intrinsèque a augmenté de 2,2 %, plus ou moins en ligne avec le marché. Cependant, c'est essentiellement le portefeuille de private equity qui a porté cette hausse, les actions cotées détenues ayant perdu, en moyenne, 1,8 % durant le semestre. Ce qui n'est pas étonnant en soit : un quart du portefeuille coté est investi dans des sociétés pétrolières. Brederode a d'ailleurs renforcé sa position en Royal Dutch qui devient, derrière... Sofina, la 2e position du portefeuille coté.

News de nos sociétés

Conn's (USA) Ticker : CONN

Pas encore de résultat trimestriel. Juste l'annonce de l'extension du partenariat avec General Electric pour fournir du crédit à la consommation aux clients de Conn's.

Chromcraft Revington (USA) Ticker : CRC

La destruction méthodique de valeur se poursuit chez Chromcraft. Augmentation de la perte, Ebitda négatif : même si nous détenons un actif tangible solide comme collatéral, il serait temps d'arrêter de le dissoudre !

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR.PK

Ça bouge un peu pour cette daubasse au potentiel à la fois détonnant et déroutant. Philippe Verges, le big boss, a publié une lettre dans laquelle il annonce qu'il va rencontrer des investisseurs « en vrai ». Ce meeting est ouvert à toute personne qui s'inscrit préalablement et se tiendra le 13 septembre. Il s'en prend aux médias sociaux qui, dit-il, ont alimenté la peur des investisseurs et permis à certains spéculateurs peu scrupuleux d'en profiter. Au niveau des résultats du 1er semestre, ils restent comme de coutume excellents même s'ils se sont tassés légèrement. Le bénéfice par action du semestre s'élève malgré tout à 0,00026 usd par action, soit quasiment l'équivalent du cours actuel et ce, malgré les dilutions liées aux émissions de nouvelles actions. Nous restons évidemment méfiants vis-à-vis de cette société quant à la consistance réelle de ses actifs et de ses profits : un investissement, reconnaissons-le, très spéculatif.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Comme nous nous y attendions, le 2e trimestre de la société fut largement bénéficiaire, compensant presque totalement la perte encourue au cours du 1er trimestre. Le tassement général des ventes observées au cours du 1er semestre nous rappelle que l'entreprise reste tributaire du moral du consommateur américain.

Cycle Country Accessories (USA) Ticker : ATC

Gros coût de chaud sur notre producteur d'accessoires pour quad : après la sortie de résultats semestriels une nouvelle fois déficitaire, mais toujours avec un bilan impeccable (plus de 5 M USD de fonds propres pour une valorisation de 2 M USD), voilà que le management annonce la vente de sa division d'accessoires pour quad à Kolpin Outdoors pour 9,7 M USD. On comprend maintenant un peu plus les rachats massifs d'action de la direction sur les derniers mois...

Alors, une valorisation de 2 M USD, et une vente qui pourra atteindre sur 3 ans 9,7 M USD: l'affaire semble excellente et explique que le cours ait grimpé jusqu'à 0,55 USD en séance du 1er septembre. Néanmoins, dans un premier temps, seuls 3,2 M USD vont être payés directement en cash lors du closing et 1 M USD supplémentaire en janvier 2012. Le delta avec les 9,7 M USD annoncés sont des earn-out payables sur 3 ans, c'est-à-dire fonction de la rentabilité future de la société. Aujourd'hui, difficile de dire ce qu'il reste comme actifs tangibles pour la société et de juger si au cours actuel Cycle Country Accessories est ou non une opportunité en or. Nous attendrons donc patiemment le pro-

News de nos sociétés

chain rapport trimestriel au 30 septembre 2011 pour nous fixer sur cette daubasse.

Duckwall-ALCO Stores (USA) Ticker : DUCK

A périmètre comparable, l'activité est en hausse de 7,2% par rapport à la même période de 2010. Sur juillet, la hausse est de 7,6% par rapport à juillet 2010.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK

Avec Entorian, c'est un éternel bis repetita : le premier semestre est en perte, mais avec une marge de plus de 10%. Les dépenses en R&D sont encore impressionnantes : 3,3 M USD sur le semestre. La valorisation actuelle de la société équivaut à 2 années de recherches !

Le bilan est toujours impeccable : 26,6 M USD de cash et de créances clients, des capitaux propres de 34,7 M USD pour une valorisation de 14 M USD. Mais qu'attend donc Dell, son premier client, pour racheter cette pépite ?

Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Les résultats semestriels sont en forte baisse à 0,5 M EUR. Ils sont presque divisés par 4 par rapport au premier semestre 2010. Dans un secteur en crise où la demande ne cesse de baisser, le papetier vosgien a tout de même réussi à augmenter son activité. Si ses marges sont en fortes baisses, c'est essentiellement dû au coût record des matières premières, soit la pâte à papier. Le management reste prudent sur le reste de la fin de l'année, mais espère tout de même répercuter davantage aux clients les coûts en hausse de pâte à papier. Le bilan reste excellent, le potentiel théorique sur la valeur d'actifs tangibles ressort à +337%.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Nos options qui nous permettaient d'acheter des actions à 2,50 USD au 19/08/2011 ont été exercées. Nous avons encaissé une prime brute de 0,40 USD par action, ce qui nous a permis d'avoir un prix de revient de 2,10 USD hors frais de transactions.

Infsonics (USA) Ticker : IFON

La société a publié ses résultats semestriels. Comme prévu, l'activité est en forte baisse. Elle est divisée par 3 du fait de l'arrêt en cours de la distribution des produits de tiers. Mais la marge brute est en forte hausse à 10,9% du CA vs. 6,0% du CA en 2010. Le recentrage vers une activité plus rentable est en cours. Les frais de structure sont en baisse de 51% et les frais de R&D sont multipliés x3. Ce qui témoigne du développement des produits en propre. Malheureusement, les pertes sont encore élevées, à 1,7 M USD.

La structure financière reste cependant solide : 14,3 M USD de cash dans les caisses et des fonds propres de 19,7 M USD pour une capitalisation boursière de 9 M USD.

News de nos sociétés

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Leeds nous fait le coup du changement des dates d'exercice comptable. Ce qui a un double intérêt pour la société : présenter des chiffres qui sont incomparables avec les autres périodes et de publier comme cela l'arrange, et de bons gros jolis profits pour jouer sur la saisonnalité. Bon, arrêtons de râler et regardons un peu ce qu'elle a dans le ventre notre petite anglaise avec son rapport annuel 2011 arrêté au 31 mai 2011 sur 8 mois (!).

Les profits sont en très fortes hausse, à 0,8 M GBP, et la dette bancaire en réduction de 59% à 1,8 M GBP. Avec les rachats d'actions, l'actif net par action évalué par le management ressort à 0,46 GBP vs cours de 0,19 GBP.

Concernant le terrain qu'elle souhaite exploiter à Haw Lane, Yeadon, le management attend une décision en octobre pour le transformer en "village vert". 500 000 actions ont été annulées sur la période, et l'entreprise détient près de 10% de son capital. Elle n'exclue pas de continuer à racheter sur le marché en fonction de la décote offerte.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEM

Le rapport financier semestriel n'est pas encore disponible mais la direction annonce déjà pas mal d'éléments financiers intéressants arrêtés au 30/06. On note notamment que la holding a bien profité de la hausse des marchés financiers au cours de ce premier semestre puisque sa valeur intrinsèque a gagné 3,7 % sur la période (dans le même temps, l'Euro Stoxx 50 ne gagnait que 2 %). Des petites participations de private equity ont notamment été vendues, générant une plus-value pour Luxempart de 0,29 euros par action.

MBL Group (UK) Ticker : MUB.L

Comme prévu, l'entreprise a présenté des comptes annuels, clôturé le 31/03, franchement déficitaires. Une perte de 1,21 GBP par action ! Excusez du peu. Néanmoins, en examinant ces résultats de près, nous les trouvons tout-à-fait encourageants. Tout d'abord, la plus grosse partie de la perte provient d'une réduction de valeur actée sur le goodwill, pour 0,97 GBP. Or, le meilleur de cette histoire, c'est que nous ne tenons jamais compte des goodwill dans nos évaluations de société. Cette réduction de valeur ne change donc strictement rien pour nous. Mais nous relevons aussi toute une série de charges, en principe non récurrentes, comme des réductions de valeur sur des actifs tangibles, des frais exceptionnels afférents à des ruptures de contrat de bail et des frais de restructuration. Ces frais exceptionnels représentent 0,33 GBP par action. Autrement dit, sur une base récurrente, la société génère toujours des profits. Ce qui n'est d'ailleurs pas étonnant puisque la rupture du contrat avec son principal client n'aura d'effet qu'à partir du mois de septembre. La société présente toujours un actif net tangible 6 fois supérieur au cours actuel. Le tournant décisif résidera, selon nous, dans la manière dont la direction parviendra à négocier le stock de produits de MBL, stock qui constitue sa principale richesse.

Moore Art & Craft (USA) Ticker : ACMR

La société de distribution a publié des semestriels d'un niveau décevant : encore 7,8 M USD de pertes pour le deuxième trimestre de 2011, ou encore 15,3

News de nos sociétés

M USD sur le premier semestre. Une daubasse dans toute sa splendeur. A vrai dire, le marché n'attend plus rien de cette société valorisée moins de 34 M USD.

Mais ce que le marché semble oublier, c'est qu'il y a des actifs en collatéraux : du cash, du stock et de l'immobilier. Une fois retraité de toutes les dettes, nous obtenons 117 M USD d'actifs tangibles. Ce qui signifie que le potentiel est proche de 350%. Ce serait une bien mauvaise idée de vendre dans ces conditions !

Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD.OB

Les résultats semestriels publiés au 12 août de notre « marchand de savon » et produits d'entretien sont très stables et en légère amélioration. La situation patrimoniale n'a pas beaucoup changé depuis le mois de mars. Par contre, nous notons des ventes en progression d'un peu plus de 10% sur les six premiers mois de l'année, comparé à l'année précédente. Et cerise sur le gâteau, la société sort de ces 6 premiers mois avec un petit profit de 0,02\$ par action, alors que sur la même période l'année passée, elle accusait une perte de 0,02\$.

Nous ne désespérons donc pas de voir le cours de la société atteindre un jour sa valeur d'actif net tangible et réaliser ainsi ce que nous considérons comme son potentiel à 1,0322\$ par action alors que le cours est aujourd'hui à 0,31\$, soit 232%.

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

Nous apprenons le 8 août la démission de John P. Chen du « Board » de SigmaTron, pour des raisons personnelles. Monsieur Chen faisait partie de la direction de la société depuis 1994.

Le 22 août nous apprenons également le départ de Carl A. Zemenick.

Ces deux membres de la direction ont été remplacés par Barry R. Horek and Paul J. Plante. Le premier a travaillé chez Ernst & Young. Le second a fait partie de la direction de plusieurs sociétés non cotées dans le domaine médical, comme Medical Industry Solutions of Kimball Electronics Group Company. Ou encore dans l'électronique comme Reptron Electronics, Inc.

Un changement dans la direction d'une société qui génère des cash-flow peut-être un signe de problème. Mais un changement de direction dans une société à problème estampillée « Daubasse » crée généralement un espoir, l'espoir d'une réorganisation de la société ou encore de nouvelles idées pour sortir du borbier. Mieux gérer les actifs, réduire les dépenses.

Votre équipe préférée accueille donc toujours ce type de nouvelles avec un certain enthousiasme, d'autant plus que le cours de la société doit encore prendre 209%, pour atteindre sa Valeur d'Actif Net Tangible.

Sofina (Belgique) Ticker : SOF.BR

Au cours du premier semestre, sa valeur intrinsèque n'a augmenté que de 1,7 % (une légère sous performance par rapport à l'Euro Stoxx 50 qui gagnait 2 % sur la période).

News de nos sociétés

Tandy Brand Accessories (USA) Ticker : TBAC

Avec le bilan annuel du 30 juin, publié ce premier septembre, nous constatons que la valeur patrimoniale de la société s'est détériorée. La valeur Net-Net est passée de 4,1446\$ par action à 2,6790\$ par action. Tandis que la valeur d'actif net tangible est passée de 5,2810\$ par action à 3,7282\$ par action, soit une perte de valeur de plus de 30%.

Un recul des ventes de 13%, combiné à des marges brutes rabotées de plus de 30%, ont débouché sur une perte de 13.475 millions de \$, soit 1,93\$ par action. Ce qui explique complètement, la détérioration de la valeur patrimoniale de la société.

La direction avance une autre explication, qui nous semble facile et d'une mauvaise fois « patentée », en parlant de contexte économique difficile et d'une charge de restructuration qui viendrait peser sur les résultats. Or, cette charge est de 1.109 million soit 0,16\$ par action contre pratiquement le double en 2010, à 2.197 millions, soit 0,31\$ par action. Quant au contexte économique difficile, c'est l'excuse numéro 1 pour se défilier face à ses incompétences. Dans le contexte actuel, doublé de la complaisance facile de la direction, nous sommes prêt à penser que sans changement majeur dans les prochains trimestres, Tandy Brand Accessoire, pourrait passer du statut de « Daubasse d'un jour » à celui de « Daubasse pour toujours ».

Tegal (USA) Ticker : TGAL

L'entreprise continue de creuser ses pertes au cours du 1er trimestre 2012 (clôture au 30/06) dans l'attente d'un partenariat ou d'un rachat total ou partiel. Néanmoins, tant l'abondante trésorerie que la Valeur d'Actif Net Tangible ont été peu érodés.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Le bilan trimestriel du 30 juin, publié le 25 août, nous apprend que rien ou presque n'a changé sous le ciel de la société Taitron. La valeur patrimoniale de la société est stable avec une VANT de 3,4014\$ par action. Sur les 6 premiers mois de l'année, les ventes sont en légère augmentation de 2,5% par rapport à la même période de l'année passée. Par contre, les frais généraux de vente et d'administration, ont littéralement explosé de 20% par rapport aux 6 premiers mois de 2010. Ce qui débouche sur une perte 0,06\$ par action, alors que cette perte était de 0,03\$ par action sur la même période en 2010.

La direction de Taitron que nous connaissons depuis presque 3 ans, ressert toujours la même « soupe » explicative à son manque de dynamisme, tout en alimentant un espoir verbal qui ne s'est jamais concrétisé dans les faits. En gros, le contexte économique, c'est assez original et nouveau, vous en conviendrez et une « encore meilleure » variété de produits, pour répondre à la demande de leurs clients. La seule question que nous nous posons chez les « daubasses », c'est : quand est-ce que cette direction va se décider à créer un peu de valeur pour l'actionnaire? En espérant que ce ne sera pas durant la semaine des 4 jeudis... !!!

News de nos sociétés

Winland Electronics (USA) Ticker : WEX

Les résultats du deuxième trimestre, publiés le 15 août, nous montrent une amélioration significative de la valeur patrimoniale de la société, résultant de la vente du stock lié à EMS - Nortech. La valeur Net Estate de la société plus élevée que la VANT, passe de 1,2223\$ par action à 1,2891\$ par action. Ce qui permet d'améliorer le potentiel de la société de près de 11%, à 111%.

Nous notons également que les ventes par rapport à la même période de 2010 ont bondi de 20%, ce qui permet de ramener la perte sur les 6 premiers mois de l'année à 0,12\$ par action (hors vente de ce stock, qui ne sera évidemment pas récurrente), alors qu'en 2010 sur la même période, les pertes étaient de 0,24\$ par action.

La direction explique ce redressement à 90 degrés par la vente à un client d'un projet d'envergure. Cela nous semble démarrer enfin dans la bonne direction puisque nous détenons Winland en portefeuille depuis le 5 novembre 2009.

Mais nous attendons quand même les 90 degrés suivants, ce qui permettrait de penser enfin qu'un changement à 180° est bel et bien réel et emmènera le cours de la société à la hauteur de sa valeur Net-Estate.



Analyses de société

Les Nouveaux Constructeurs

(Euronext Paris, Ticker: LNC.PA / ISIN : FR0004023208)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS
CONCEVONS VOTRE ESPACE DE VIE

Cette société ne constituera sans doute pas un scoop pour la majorité d'entre vous : nous lui avons déjà consacré un article sur notre blog et un grand nombre de lecteurs ou d'abonnés se sont interrogés sur l'absence de cette société au sein de notre portefeuille.

Au moment de la création de notre club, ce promoteur immobilier aurait très bien pu prétendre à une place parmi toutes nos daubasses... si ce n'est qu'il ne répondait pas à notre critère d'une solvabilité de 40 %, ce qui l'excluait automatiquement de toute prétention.

Néanmoins, plusieurs parmi nous détenaient cette société dans leur portefeuille personnel (le premier à acheter l'a fait en janvier 2008 !) et ils ont renforcé tout au long de la baisse et allégé tout au long de la hausse.

Depuis, la direction a bien restructuré le bilan de l'entreprise et, depuis la fin 2010, elle répond enfin à notre critère de solvabilité... mais, en raison de la hausse du cours, plus au critère de sous-évaluation !

La récente chute des marchés, un chiffre d'affaires S1 décevant et un « demi profit warning » de la direction ont enfin permis au cours de l'action de baisser, la rendant à la fois attrayante et financièrement solide. Pour nos propres portefeuilles, nous avons commencé à recharger.

Les Nouveaux Constructeurs a été constituée en 1972. Elle est essentiellement active en France, mais développe aussi des activités en Allemagne et en Espagne, ainsi que marginalement et par l'intermédiaire d'une « joint-venture », en Indonésie.

Par l'intermédiaire de ZAPF, sa filiale allemande, LNC construit des maisons et garages préfabriqués. Depuis mi-2010, cette filiale réalise également pour le compte de tiers, des caves et fondations.

La société a connu deux grandes crises : la crise immobilière du début des années 90 qui a failli lui être fatale et la récente crise financière au cours de laquelle la direction a parfaitement piloté le besoin en fonds de roulement du groupe, lui permettant de s'en sortir presque indemne.

Analyses de société

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

Sur base des comptes arrêtés au 31/12/2010, l'actif courant s'élève à 36,40 euros. Nous déduisons les dettes et les intérêts des minoritaires et obtenons une valeur d'actif net net de 9,94 euros par action.

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

Nous ajoutons la valeur des immeubles qui ne sont pas détenus dans l'intention de les revendre à leur prix d'acquisition, prenons notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et établissons la VANE à 11,97 euros par action.

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

Nous revenons sur l'**actif courant** avec son poste principal : le **stock**. Celui-ci est composé des immeubles en cours de construction et des terrains détenus non vendus. Ceux-ci s'élèvent à 17,81 euros. Nous constatons d'abord avec plaisir la prudence de la direction qui a acté des réductions de valeur équivalentes à 8 % de leurs coûts d'acquisition. Comme toujours, nous aimons nous prémunir un maximum :



un stock d'immeubles n'est pas un produit « high tech » rapidement démodé mais les fluctuations des cycles immobiliers peuvent être violentes et nous arrondissons la marge de sécurité à 25 % du coût d'acquisition en diminuant le coût brut de constitution du stock de 17 % supplémentaire, soit 3,30 euros.

L'autre grand poste de l'actif courant, c'est la **trésorerie** qui représente 11,75 euros par action. Nous n'avons pas de commentaires particuliers à faire si ce n'est que nous pensons que ce poste va fondre prochainement en raison de la baisse du chiffre d'affaires annoncée mais aussi de l'augmentation du besoin en fonds de roulement qui sera la conséquence logique de l'augmentation du portefeuille foncier, c'est-à-dire des terrains maîtrisés par notre promoteur valorisés, hors bilan, à leur prix de vente futur.

Nous nous attardons évidemment sur les **créances** pour lesquelles des provisions ont été actées pour 2 % du montant brut. Le montant est en forte régression mais c'est essentiellement dû à l'encaissement d'une facture émise antérieurement sur un gros projet. Même si nous ne voyons pas de risque particulier sur ce poste, par prudence, nous prenons une marge complémentaire de 10 %, soit 0,34 euros.

La société a également octroyé des **avances à des sociétés de promotion immobilière** dans lesquelles elle est actionnaire mais ne détient pas le contrôle.

Analyses de société

Nous prenons également une marge de sécurité de 10 % sur ce poste, soit 0,09 euros.

Reste un poste comprenant des **avances versées à des fournisseurs** pour lesquelles nous prenons également une marge de sécurité de 10 % (0,06 euros) ainsi que des **créances à caractère fiscal** que nous reprenons pour 100 % de leur valeur aux livres.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre les **immeubles** abordés dans le calcul de la VANE, nous ne prenons en compte que quelques **actifs financiers** amputés d'une marge de sécurité de 10 %, soit 0,13 euros.

Hors bilan, nous remarquons des loyers non échus pour 1,41 euros par action (dont nous retenons 75 %) ainsi que des engagements d'acquérir des terrains pour 0,49 euros (dont nous retenons 50 %).

Compte tenu de tous ces éléments, nous établissons la Valeur de LNC en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 7,01 euros, desquels nous soustrayons le dernier dividende payé, pour finalement retenir le montant de 6,51 euros par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Fait rare pour une daubasse : Les Nouveaux Constructeurs font régulièrement des bénéfices et même des bénéfices relativement intéressants.

Pour calculer la VCB de cette société, nous moyennons les résultats d'exploitation disponibles (soit 6 années de 2005 à 2010), leur appliquons un taux d'imposition « standard » de 34 % (le taux d'impôt réellement payé par la société s'élève en moyenne à 20 % mais nous préférons nous montrer prudent) et actualisons le résultat obtenu au taux de 12 %. Nous obtenons ainsi une VCB de 11,88 euros.

En principe, nous ajoutons à ce montant la trésorerie de l'actif et déduisons les dettes financières et les intérêts des minoritaires du dernier bilan disponible. Néanmoins, ce dernier bilan nous semble exceptionnellement favorable en termes d'endettement financier. Comme nous l'avons signalé plus haut, le besoin en fonds de roulement va augmenter, tant en raison du ralentissement du chiffre d'affaires que de l'augmentation du portefeuille foncier.

Nous allons anticiper une augmentation de l'endettement financier de 100 millions. Vous nous direz, cher lecteur, que c'est assez arbitraire et vous avez raison. Mais comme vous le savez, nous préférons de « l'à peu près juste » à du « tout-à-fait faux ». Compte tenu de cela, l'endettement financier net de LNC s'élèverait donc à 5,33 euros par action.

Analyses de société

Notre VCB pour Les Nouveaux Constructeurs s'établit donc, en fonction de ces paramètres, à 6,55 euros.

Au passage, nous notons que si le chiffre d'affaires du 1er semestre s'avère décevant, le carnet de commandes est, quant à lui, en augmentation.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 5,70 euros, il est donc possible d'acquérir des actions de LNC avec une marge de :

- ⇒ 42,6 % sur la VANN
- ⇒ 52,4 % sur la VANE
- ⇒ 12,4 % sur la VLMV
- ⇒ 13 % sur la VCB

Il est assez rare pour nous d'avoir la possibilité d'acquérir des « daubasses » présentant des marges de sécurité sur chacune de nos 4 valeurs de référence. Mais ce qui nous intéresse pour notre part, c'est la capacité de résistance de notre promoteur en cas de très grosse crise immobilière.

Pour mémoire, la Valeur d'Actif Net Tangible s'élève, pour LNC, à 12,84 euros. Nous considérons que le stock d'immeubles « normal » pour LNC n'est pas de 262 millions d'euros comme indiqué dans le dernier rapport financier, mais qu'en moyenne il serait plutôt de 340 millions d'euros ou 23,15 euros par action. Au cours de 5,70 euros, on considère donc que le marché estime que les immeubles détenus ou en voie de construction valent en réalité 7,14 euros de moins que leur valeur réelle (12,84 – 5,70), soit 31 % plus bas que la valeur « standard » de stock que nous avons retenu.

Ce qui signifie qu'en achetant LNC au cours actuel, nous sommes assurés de conserver un actif tangible en garantie de notre investissement tant que le marché immobilier français (et accessoirement allemand) ne s'effondre pas de plus de 31 %. Un « cygne noir » qui n'est pas impossible évidemment... mais, finalement, si l'effondrement de l'immobilier est supérieur à 31 %, nous avons l'impression que LNC ne sera pas la seule société à perdre de la valeur et nous ne pensons pas ici uniquement aux entreprises actives dans ce secteur.



Analyses de société

Crown Van Gelder

(Euronext Amsterdam, Ticker: CVG.AS / ISIN : NL0000345452)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Crown Van Gelder est un papetier hollandais qui n'a aucun actionnaire de référence. En quatre ans, le cours de l'action a été divisé par 6, d'un plus haut de 20,00 euros en 2007, le titre s'échange aujourd'hui sur la place

d'Amsterdam 4,05 euros (cours de clôture du vendredi 3 septembre).

Cette incroyable chute de l'action s'explique essentiellement par une concurrence forte dans un secteur mature qui subit également un renchérissement de la pâte à papier.

La société emploie 290 personnes sur les bords du canal de la Mer du Nord à Velsen.

Il n'y a aucun plan d'options ou d'obligations convertibles qui pourraient diluer le capital.

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

Sur base des comptes arrêtés au 30/06/2011, l'actif courant s'élève à 12,85 euros. Nous déduisons les dettes et les intérêts des minoritaires, et obtenons une valeur d'actif net-net de 2,43 euros par action. Nous n'avons aucune marge de sécurité sur la VANN.

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

Nous ajoutons au calcul de la VANN la valeur des immeubles à leurs coûts d'acquisition historiques tels qu'indiqués dans le rapport annuel du 31/12/2010, soit 5,08 euros par action. Nous amputons cette valeur d'une marge de sécurité de 20% et obtenons une VANE de 6,49 euros par action.



Analyses de société

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



Commençons par l'**actif courant** avec son poste principal : le **stock**. Il représente 7,47 euros par action. Les stocks se sont écoulés en moyenne en 71 jours en 2010, un peu plus que sur les trois dernières années : 66 jours. Par prudence, nous allons ajouter une marge de sécurité de 20% à cette valeur et retenons donc un montant de 5,98 euros.

L'autre grand poste de l'actif courant, ce sont les **créances clients** qui représentent 5,26 euros par action. Elles ont été payées à 39 jours en 2010, en amélioration de 6 jours par rapport à la moyenne des trois dernières années. Nous re-pre-nons donc ce montant tel quel.

Enfin, la **trésorerie** est le dernier élément de l'actif circulant. Elle représente 0,13 euro par action et n'appelle aucun commentaire.

Passons maintenant à l'**actif non courant**. Son principal poste est composé des **actifs corporels**. Tout d'abord, nous reprenons la valeur des **immeubles et terrains** comme calculée dans la VANE avec une décote de 20% sur leurs coûts d'acquisition, soit 4,07 euros par action.

Ensuite, les **machines et équipements**, amortis à hauteur de 82% au 31/12/2010, ont une valeur nette de 8,18 euros. Etant donné la surcapacité du secteur et la forte spécialisation des outils qui génèrent peu de cash flow, nous appliquons une marge de sécurité de 50% et retenons une valeur de liquidation de 4,09 euros. C'est un montant qui nous semble prudent du fait de la dépréciation en 2008 et en 2010 pour un montant total de 33,5 M euros (cf. le calcul de la Valeur de la Capacité Bénéficiaire ci-dessous), soit 2 x la valeur de la capitalisation boursière actuelle de la société !

L'entreprise détient une **participation** intéressante de 50% de International Forwarding Office, une entreprise hollandaise qui fait du courtage en transport maritime. C'est une entreprise extrêmement rentable, avec une rentabilité nette de plus 30% et un CA moyen ces 5 dernières années de l'ordre de 2,2 M euros. Cette participation a rapporté à Crown Van Gelder 416.000 euros en moyenne ces 5 dernières années et est valorisée dans le bilan de l'entreprise pour 1.342.000 euros. Nous estimons cette valorisation trop conservatrice et prenons un multiple relativement prudent de 5x les résultats de 2010, soit 470.000 euros x 5 = 2.350.000 euros ou encore 0,54 euros par action.

La catégorie « **autres actifs** » correspond à un contrat de location accordée par la ville de Velsen en 1982 pour une durée de 50 ans. Nous ne connaissons pas la

Analyses de société

valeur d'un tel contrat, qui équivaut à une sorte de droit au bail. Nous pensons que ce droit a une valeur. Néanmoins, pour rester conservateur, nous allons prendre une marge de sécurité de 50% ; ce qui correspond à 0,27 euro par action.

Les **actifs incorporels** et les **impôts différés** sont repris dans notre calcul pour 0.

Aucun élément en **hors-bilan**.

A tout cela, il faut retrancher l'**ensemble des dettes**, c'est-à-dire le total du passif retranché des capitaux propres part du groupe, soit 10,42 euros par action.

Résumons maintenant la VLMV de Crown Van Gelder, en euros par action :

- + le stock = 5,98
- + les créances client = 5,26
- + le trésorerie = 0,13
- + les terrains et bâtiments = 4,07
- + les équipements = 4,09
- + la participation dans International Forwarding Office = 0,54
- + les autres actifs = 0,27
- le passif = -10,42

VLMV = 9,92 euros

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Par prudence, la direction a acté en 2008 et en 2010 à des dépréciations d'actifs importantes pour respectivement 18,5 M euros et 15 M euros. Ces mesures conservatrices ont eu un impact important sur les comptes de résultats de l'entreprise qui a publié de fortes pertes pour les exercices 2008 et 2010, respectivement -14,9 M euros et -12,9 M euros. Ces exercices étaient déjà en perte et il nous semble que c'est un moyen « habile » de communiquer de très grosses pertes qui n'ont en fait aucun impact sur la trésorerie.



Comme dans notre calcul de la VCB, nous ne tenons compte que du résultat opérationnel, Crown Van Gelder a donc bien un potentiel lié à sa profitabilité. Avec un taux d'actualisation à 13%, la VCB de l'entreprise ressort à 2,63 euros par action. Nous n'avons aucune marge de sécurité sur la VCB.

VI. Conclusions

Analyses de société

Au cours actuel de 4,05 euros, il est donc possible d'acquérir des actions de Grown Van Gelder avec une marge de sécurité de :

- ⇒ 38 % sur la VANE
- ⇒ 59 % sur la VLMV

L'investisseur lambda qui lit rapidement les chiffres a l'impression que l'entreprise est au bord de la catastrophe... Mais cette daubasse qui nous vient des Pays-Bas cache quelques petites merveilles : sa participation à 50% dans un courtier en transports très profitable et un potentiel de profitabilité plus intéressant qu'il semble l'être a priori une fois qu'on retire des dépréciations d'actifs de plus de 30 M euros ces 3 dernières années.

Enfin, cerise sur le gâteau, dans le rapport semestriel au 30/06/2011, le management fait mention d'un éventuel partenariat à venir avec un industriel du secteur. Et qu'une communication sur cette démarche sera communiquée avant la fin de l'année.

Nous ne détenons pas de titres Crown Van Gelder dans le portefeuille du club, mais plusieurs membres de l'équipe des Daubasses détiennent des titres dans leurs portefeuilles personnels.

Nous avons pensé qu'il peut être pertinent de comparer Crown Van Gelder avec notre papetier « star » français détenu au sein du portefeuille des Daubasses.

VII. Bonus : Comparaison Crown Van Gelder / Exacompta Clairefontaine

A) Actionnariat

Crown Van Gelder n'a aucun actionnaire majoritaire, le cours en est d'autant plus volatile et il existe des possibilités capitalistiques du fait de la faible valeur actuelle de l'entreprise de seulement 17,6 M euros (OPA ?) qu'il est impossible d'imaginer sur Exacompta Clairefontaine détenue majoritairement par la famille Nusse. Néanmoins, la famille pourrait racheter les 20% du flottant du papetier français. Un retrait de la cote qui peut faire sens pour profiter de la faiblesse du cours actuel et économiser les coûts liés à la cotation.

Ex-aequo pour nos deux papetiers.

Résultats :

Exacompta Clairefontaine = 1 point / Crown Van Gelder = 1 point

B) Environnement économique

Dans le contexte de crise actuelle, le fort endettement de la France comparé à

Analyses de société

l'orthodoxie hollandaise fait pâle figure. En terme de solvabilité, les Pays-Bas sont classés à un niveau supérieur à l'Allemagne, un triple A qui n'est pas en discussion (source: http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating).

Le papetier hollandais remporte donc ce point.

Résultats :

Exacompta Clairefontaine = 0 point / Crown Van Gelder = 1 point

C) Décote patrimoniale

Crown Van Gelder part avec un sérieux handicap, car elle a réduit pour plus de 30 M euros ses actifs sur les trois dernières années. Néanmoins, si nous nous en tenons stricto sensu à nos calculs sur la VANN, la VANE et la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT), voici les résultats obtenus (pour Exacompta Clairefontaine, les calculs sont également effectués avec les données du 30/06/2011, dernières données publiées par la société) :

	 CVGPAPIER CROWN VAN GELDER	 EXACOMPTA
Cours au 26/08/2011	4,05 euros	68,31 euros
Ratio VANN	1,669	0,610
Ratio VANE	0,624	0,339
Potentiel VANT en %	237 %	337 %

Exacompta Clairefontaine a les ratios les plus faibles - ce qui signifie les plus fortes décotes - et le plus grand potentiel de valorisation par rapport à ses actifs et remporte donc ce point haut la main.

Résultats :

Exacompta Clairefontaine = 1 point / Crown Van Gelder = 0 point

D) Décote sur la valeur de la capacité bénéficiaire

Exacompta Clairefontaine, à un cours de 68,31 euros, cote aujourd'hui en dessous de sa VCB, que nous avons évaluée en juin 2010 à 70,6 euros par action avec un taux d'actualisation de 13%. Alors que Crown Van Gelder cote largement au-dessus de sa VCB.

Exacompta Clairefontaine remporte donc ce point.

Analyses de société

Résultats :

Exacompta Clairefontaine = 1 point / Crown Van Gelder = 0 point

E) Conclusion sur la comparaison

⇒ **Exacompta Clairefontaine : 3 points**

⇒ **Crown Van Gelder : 2 points**

Crown Van Gelder, sans être dénuée d'intérêt avec son management un poil « filou », d'un point de vue patrimonial pur, affiche une décote moins importante que Exacompta Clairefontaine. Néanmoins, de bonnes surprises ne sont pas exclues pour l'investisseur patient car il y a des actifs et une valorisation de l'entreprise, eu égard de ses actifs nets tangibles, qui présente un potentiel théorique de 264% !

Nul doute que dans un secteur du papier en crise, ces deux entreprises avec la qualité de leur bilan, ont les reins assez solides pour sortir gagnantes face à leurs concurrents.



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

Actifs qui ne sont pas destinés à être conservés, qui doivent « tourner » dans l'entreprise. Il s'agit essentiellement des stocks, des liquidités sur les comptes en banque et des créances commerciales.

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

Actifs destinés à être conservés « longtemps », c'est-à-dire plusieurs années. Il s'agit des immeubles, des installations, de brevets, de licences, de goodwill, de participations à long terme dans d'autres sociétés, de créances à plus d'un an...

Approche Bottom up :

Philosophie de sélection de titres sans attacher une grande importance à l'examen d'un secteur industriel ou à l'étude de la conjoncture économique... comme nous quoi...

Capitaux permanents :

Passifs mis à la disposition de l'entreprise pendant plus d'un an comme les fonds propres, des provisions à long terme (par exemple pour obligation de pension pour le personnel) et les dettes exigibles à plus d'un an.

Collatéral :

C'est la garantie offerte à l'actionnaire par les actifs de la société au cas où « les choses tournent mal ».

Délai moyen de paiement des clients :

Des créances payées de plus en plus tard sont, par la force des choses, de plus en plus difficilement réalisables. Pour calculer le délai moyen de paiement des clients, nous divisons le montant des créances commerciales par le chiffre d'affaires et multiplions par 365.

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

Pour nous, l'intérêt de le calculer, c'est qu'il nous permet de vérifier que la société analysée ne consomme pas, en période de basse conjoncture, trop de cash. en dehors de ses investissements de maintien qu'elle peut éventuellement repousser d'un an ou deux en attendant des jours meilleurs. Cet Excé-

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

dent Brut d'Exploitation se calcule en ajoutant au résultat d'exploitation, les charges non décaissées c'est-à-dire n'ayant pas donné lieu à une « sortie d'argent ». Comme son nom l'indique,, on calcule en ajoutant au résultat opérationnel les amortissements et les réductions de valeur sur actif.

Fonds de roulement :

Permet de vérifier que l'entreprise analysée finance bien ses actifs à long terme au moyen de ressources à long terme. Pour le calculer, on soustrait la valeur des actifs immobilisés de la valeur des capitaux permanents. Si le fonds de roulement est négatif, cela signifie que l'entreprise finance ses actifs à long terme au moyen de ressources à court terme, ce qui est un signal d'une société plutôt imprudente quant à sa gestion de financière.

Franchise :

Avantage compétitif durable détenu par une entreprise. Selon nous, difficile à déterminer et encore plus à valoriser.

Goodwill :

Ecart entre le prix payé par une société pour en acquérir une autre et la valeur des fonds propres de la société acquise. En résumé... du vent.

Ratio de solvabilité « maison » :

Il permet de vérifier qu'en cas d'arrêt de ses activités, la société pourra bel et bien faire face à ses engagements par la vente de ses actifs. Nous le calculons ainsi : fonds propres consolidés / (total du passif – liquidités et placement de trésorerie). De manière générale, nous exigeons un minimum de 40 % pour investir dans une société. Un ratio de solvabilité supérieur à 100 indique que le cash détenu par la société est suffisant pour lui permettre de rembourser immédiatement l'ensemble de ses dettes.

Rotation des stocks :

Un stock qui « tourne » de moins en moins vite se vend de moins en moins bien et qu'un stock qui se vend de moins en moins bien perd de sa valeur. Pour calculer la rotation des stocks, nous divisons le montant des stocks de l'exercice par la rubrique « coût des ventes » et multiplions par 365. Nous obtenons ainsi le nombre de jour moyen pendant lequel une marchandise ou une matière première reste dans le stock.

Triple net :

Société cotant sous la valeur de ses liquidités amputées de l'ensemble des dettes

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

Valeur d'Actif Net Net augmentée de la valeur des immeubles valorisés à leur coût d'acquisition amputé d'une marge de sécurité de 20 %

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

Cette valeur s'obtient en soustrayant des actifs courants l'ensemble des dettes de la société.

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

Société décoté d'au moins 30 % par rapport à sa Valeur d'Actif Net Tangible et qui génère, en moyenne, sur les 5 derniers exercices, un rendement sur les capitaux investis d'au moins 7 %

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

Valeur des actifs « que l'on peut toucher », autrement dit les fonds propres part du groupe amputés des actifs intangibles (immobilisations incorporelles et goodwill).

Valeur de Création d'une Entreprise Equivalente (VCEE) :

Somme que devrait déboursier un concurrent pour créer une entreprise équivalente à l'entreprise cible. A notre avis, c'est le prix maximum que l'on pourrait obtenir pour la grosse majorité des entreprises cotées.

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

Valeur actualisée des excédents de trésorerie générés par la société dans le cadre de son exploitation augmenté de ses actifs financiers et diminué de ses dettes financières.

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

Valeur de l'actif amputé de l'ensemble des dettes du bilan et hors bilan dans l'hypothèse d'une liquidation volontaire de la société, c'est-à-dire dans l'hypothèse que les liquidateurs disposent de suffisamment de temps pour réaliser au mieux les actifs de la compagnie en question.



Avertissements!

Cette lettre vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas des conseils en investissement.

Nous nous réservons le droit de prendre des positions à la hausse ou à la baisse sur les positions traitées ici que ce soit directement ou au travers de sociétés que nous gérons. Néanmoins, nous précisons que nous ne « jouons » pas contre nos lecteurs et que la publication des articles de cette lettre n'est en rien guidée par nos décisions d'investissement ou de désinvestissement.

Soyez bien conscients du fait que les performances du passé ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Daubasses.com

© Tout droits réservés