

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 7
Suivi des sociétés analysées	page 9
News de nos sociétés	page 10
Analyse de la société Sofragi	page 17
Analyse de la société Vet'Affaires SA	page 20
Analyse de la société RadioShack Corp.	page 24
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 28

Edito



La psychologie de l'investisseur

Nous vous avons déjà parlé de nombreuses fois de Monsieur le Marché. Cet être à l'humeur exubérante, tantôt euphorique, tantôt dépressive, cher à Benjamin Graham pour représenter le marché dans son ensemble. Il peut prendre des facettes très différentes avec toujours autant d'appoint et répéter systématiquement les mêmes exagérations sur différents laps de temps. Ainsi les périodes de surévaluations succèdent aux périodes de sous-évaluations et vice-versa et bis repetita.

Tout ça, vous le savez déjà et nous en avons assez débattu en long et en large dans nos précédentes lettres et sur [notre blog](#).

Nous souhaitons dans cette lettre estivale apporter une nouvelle approche à ce concept de marché lunatique. Il ne faut pas oublier que derrière chaque investisseur, chaque décision d'investissement, il y a toujours un Homme. Et cet homme, quel qu'il soit, est lui aussi sujet à des périodes euphoriques ou dépressives. Il nous semble essentiel de savoir quel profil d'investisseur nous sommes, comment nous réagissons face aux humeurs de Monsieur le Marché et quelles armes nous avons à disposition pour nous aider dans cette lutte pour le rendement.

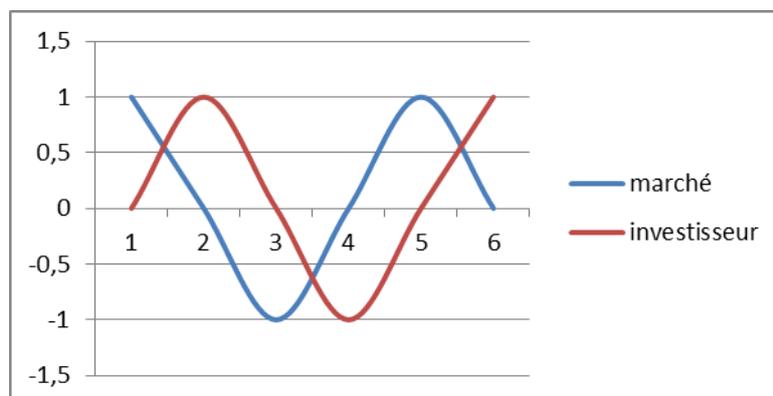
Identifions aussi au préalable trois profils d'investisseur :

- le suiveur
- le colleur
- le contrarian

Edito

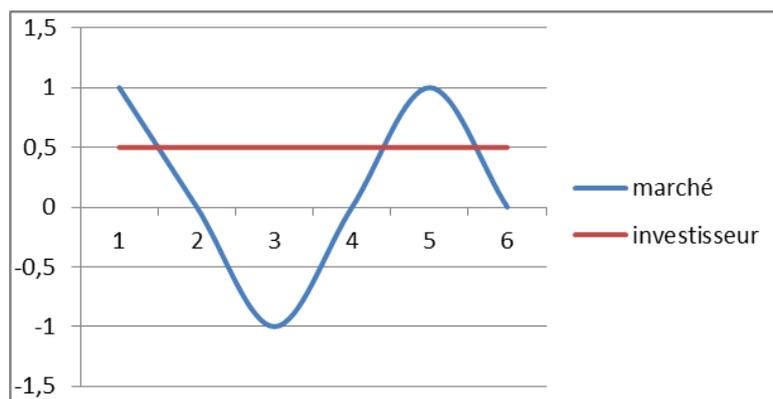
Nous illustrons nos propos avec des graphiques. En bleu, le marché. Quand la courbe est au-dessus de 0, nous sommes en phase de surévaluation (1 = surévaluation maximale, -1 = sous-évaluation maximale, 0 = valorisation rationnelle) et en dessous de 0, en phase de sous-valorisation. En rouge, nous avons l'attitude de l'investisseur (1 = l'investisseur est investi à 100%, il achète tout ce qu'il peut, -1 = l'investisseur vend toutes ses lignes, il est 100% cash). Quand la courbe franchit le 0 à la hausse l'investisseur devient acheteur et commence à vendre lorsque la courbe est en phase descendante.

Le suiveur



Le suiveur est le profil type de l'investisseur qui lit la presse financière spécialisée et qui suit le conseil des autres sans faire ses devoirs. Il achète et vend davantage en fonction des modes que de ses propres calculs financiers ou de ses convictions. Résultats, il commence à acheter quand le marché commence à devenir surévalué, donc trop tard, et vend quand tout le monde a déjà commencé à vendre. En résumé, il a toujours un temps de retard sur le marché. Difficile de s'identifier comme ayant le profil de suiveur, mais il nous semble important de dissocier « l'humeur du marché » à un moment donné et l'ambiance afférente avec ses décisions d'achat / vente. Le symptôme typique du suiveur, c'est qu'il crie sur tous les toits que l'on ne l'y reprendra plus et que la prochaine fois il anticipera la vague de hausse et vendra avant que les marchés s'effondrent. Vous connaissez la suite...

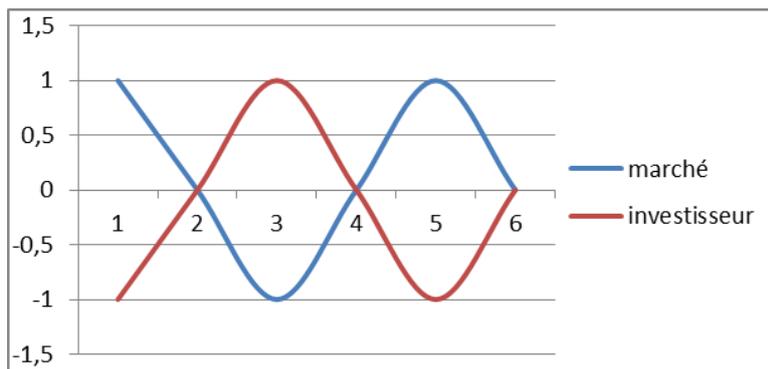
Le colleur



Edito

Le colleur est un investisseur relativement averti qui a peut-être été un « suiveur » peu performant. Il sait par expérience qu'il est difficile de prévoir le marché. Alors il a mis en place une tactique simple, qui ne demande aucune anticipation mais qui nécessite une certaine rigueur d'esprit. En fait, il a mis en place une règle et ne doit jamais y déroger au risque de faire capoter toute sa stratégie. Comme il ne sait pas quand le marché est cher ou bon marché, il décide d'acheter « le marché » dans son ensemble. Par exemple avec un *tracker*. Pour le marché français, ce pourrait être un tracker CAC 40. Ainsi, il achète un panier de valeurs représentatives du marché à fréquence répétée. Ainsi, il lisse son prix de revient, il achète au plus bas comme au plus haut avec des frais de courtage réduits. Bien entendu, il ne pourra jamais battre le marché sur le long terme, mais il ne pourra néanmoins pas non plus sous-performer significativement le marché. C'est une stratégie qui présente de nombreux atouts : simplicité, peu de temps consacré et une liberté de pensée sur la valorisation des marchés.

Le contrarian



Psychologiquement, c'est le profil d'investisseur le plus complexe... mais qui présente un potentiel de rendement élevé. En effet, sur le schéma il est capable d'acheter quand le marché est au plus bas et de vendre quand le marché est plus haut. Bien-entendu, c'est une vision utopique. Il est impossible de systématiquement, quelle que soit la période de marché, réussir une telle prouesse. Le but est davantage de s'en rapprocher et de développer des outils pour y parvenir.

La notion de valorisation de marché est peu évidente et nul ne peut dire à un moment donné que le marché a atteint un sommet ou un creux. Aussi, nous pensons que l'investisseur qui veut tendre vers ce profil d'investisseur doit faire fi de tout le contexte de marché. C'est ici que la bataille psychologique commence.

Au sein du club des Daubasses, c'est vers ce profil d'investisseur que nous essayons de nous approcher. Et au fur et à mesure de notre expérience commune, nous avons appris à utiliser nos propres outils pour nos décisions d'achat / vente. Ainsi, nous basons nos décisions d'investissement uniquement sur des conditions financières en valorisant les patrimoines des sociétés et en

Edito

les rapprochant des valorisations offertes sur le marché. Nous laissons parler les ratios. Seule une approche construite sur un *process* clair et sans aucune dérogation exceptionnelle peut permettre à l'investisseur de passer un peu plus entre les mailles du filet du retour à la moyenne et un rendement moyen proche du rendement du marché.

Il est aisé d'acheter quand tout le monde achète, mais beaucoup plus compliqué de se porter acquéreurs d'actions quand la presse, vos amis, votre famille vous rabâchent à longueur de journée que « les actions... c'est risqué », qu'il ne faut pas investir en ce moment. Dans ces moments-là, nous prenons du recul, nous nous concertons, regardons les chiffres et prenons notre décision. A froid.

Chaque investisseur, avec son bagage, ses objectifs, se construit son propre *process* d'aide à la décision. Sans ce garde-fou, nous pensons effectivement qu'il est difficile de ne pas virer maniaco-dépressif à l'image de Monsieur le Marché.

Au cours du mois écoulé, nous pensons avoir fait preuve d'une belle contrariété en achetant, maintenant que plus personnes n'en veut, quelques actions Vet'Affaires... actions que nous avons précédemment vendues quand personne n'en voulait. Vous trouverez ci-après les raisons qui nous ont poussées à faire ce retour sur le distributeur français de textiles low cost ainsi d'ailleurs que les présentations de nos autres achats dans une lettre qui fait une fois de plus la part belle à la France et donc, à la zone euro éligible au PEA, une autre manière d'être contrarian...

L'Equipe des Daubasses



Portefeuille

www.daubasses.com

Portefeuille au 10 août 2012

	%	Ticker	Société	Prix de Revient		10 août 2012				RendTota		
				Unitaire	Devisé	Euro	Action	Cours	Devisé		Euro	Euro
Société Net-Net				75.899,35	Euro	35,22%						
1	USD	0,31%	SPOR	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,55	826,65	673,50	40,10%
2	USD	0,14%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,44	360,00	293,30	-38,29%
3	USD	2,47%	CRV	Coast Distribution System	2,11	7.384,07	5.745,75	3500	1,87	6.545,00	5.332,41	-7,19%
4	GBP	0,77%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	142,10	1.300,22	1.652,75	182,22%
5	USD	0,69%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	0,97	1.814,65	1.478,45	-7,36%
6	USD	4,26%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	12,48	11.281,92	9.191,72	87,77%
7	USD	1,74%	CRC	Chromcraft Revington	1,05	3.719,39	2.809,50	3550	1,30	4.614,65	3.759,69	33,82%
8	USD	1,64%	TwMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,21	4.333,50	3.530,63	380,97%
9	USD	0,02%	XING	Qiao Xing Universal Ressource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,07	45,50	37,07	-96,59%
10	USD	1,43%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	3,45	3.788,10	3.086,28	11,00%
11	Euro	2,44%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	1,12	5.264,00	5.264,00	76,68%
12	USD	3,26%	SGMA	Sigma Tron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	3,75	8.625,00	7.027,05	13,70%
13	GBP	1,56%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	15,00	2.647,50	3.365,32	-14,62%
14	USD	1,05%	ENTN	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	2,16	2.786,40	2.270,16	-16,86%
15	Euro	1,63%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,09	3.517,47	3.517,47	-17,50%
16	USD	0,29%	CCTR	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	779,00	634,67	-83,24%
17	GBP	0,52%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	3,52	880,00	1.118,60	-53,77%
18	GBP	3,98%	PYCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	7,80	6.747,00	8.676,33	44,50%
19	Euro	2,03%	LNC.PA	Les Nouveaux Constructeurs	5,18	4.012,99	4.012,99	775	5,65	4.378,75	4.378,75	9,11%
20	USD	2,71%	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	2,97	7.283,68	5.624,78	2455	2,92	7.168,85	5.840,68	3,84%
21	USD	1,56%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,75	4.125,00	3.360,76	27,38%
22	Euro	0,70%	VET.PA	Vet Affaires	9,09	1.499,07	1.499,07	165	9,15	1.509,75	1.509,75	0,71%
Société Net-Estate				72.957,33	Euro	33,85%						
23	USD	2,76%	AwX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,78	7.295,40	5.943,78	64,35%
24	USD	0,78%	BBCZ	Bodisen Biotech	0,22	1.704,99	1.078,85	7598	0,27	2.051,46	1.671,39	54,92%
25	USD	1,08%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,04	2.860,00	2.330,13	26,30%
26	Euro	1,78%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	80,09	5.126,35	5.126,35	64	60,00	3.840,00	3.840,00	-25,09%
27	Euro	2,15%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	54,50	4.632,50	4.632,50	183,14%
28	Euro	1,71%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	38,83	3.688,85	3.688,85	76,54%
29	USD	0,56%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,17	1.473,56	1.200,55	-35,00%
30	Euro	1,64%	IRC.MI	Iree	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,57	3.534,75	3.534,75	16,08%
31	USD	2,21%	HTCH	Hutchinson Technology	1,98	8.336,92	6.267,44	4200	1,39	5.838,00	4.756,40	-24,11%
32	USD	1,29%	NTZ	Natuzzi	3,24	5.110,08	3.793,11	1575	2,17	3.424,52	2.790,06	-26,44%
33	USD	2,41%	ALCS	Alco Store	9,01	8.290,44	6.113,10	920	6,94	6.380,84	5.198,67	-14,96%
34	Euro	2,25%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	5,10	4.844,05	4.844,05	24,65%
35	GBP	2,11%	PHO.L	Peels hotel	38,76	4.612,77	5.370,36	11900	30,00	3.570,00	4.537,94	-15,50%
36	USD	2,42%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,07	6.409,75	5.222,21	8,00%
37	Euro	1,58%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,16	3.486,01	3.486,01	21328	0,16	3.412,48	3.412,48	-2,11%
38	Euro	1,64%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	0,68	3.538,60	3.538,60	-31,87%
39	Euro	1,89%	PVL.PA	Plastivaloire	19,39	5.819,08	5.819,08	300	13,61	4.083,00	4.083,00	-29,83%
40	Euro	0,66%	COTT.PA	Cottin Frères	3,06	1.137,13	1.137,13	372	3,80	1.413,60	1.413,60	24,31%
41	Euro	2,93%	CSP.MI	CSP International Fashion	0,83	6.257,22	6.257,22	7504	0,84	6.318,37	6.318,37	0,98%
Société VANTre				13.074,37	Euro	6,07%						
42	CAD	0,86%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,61	2.272,25	1.864,18	-20,81%
43	CAD	1,79%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédia	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,20	4.699,50	3.855,53	2,98%
44	Euro	1,67%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	156,79	3.606,17	3.606,17	5,31%
45	NOK	0,51%	REC.DL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	1,98	7.983,43	1.099,93	-42,39%
46	USD	1,23%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	4,85	3.250,84	2.648,56	-2,34%
Fond Décoté				8.229,12	Euro	3,82%						
47	USD	1,28%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,08	3.380,00	2.753,79	-21,73%
48	GBP	0,59%	EEP.L	Eastern European Property	61,76	870,83	978,74	1410	71,00	1.001,10	1.272,53	30,02%
49	GBP	0,42%	ECAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	29,00	710,50	903,14	-13,14%
50	USD	1,53%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	1,08	4.050,00	3.299,66	59,12%
Diversification v.a.l.a.				25.747,39	Euro	11,95%						
51	Euro	1,46%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	22,51	3.151,40	3.151,40	-9,06%
52	CAD	1,44%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	2,29	3.789,95	3.109,32	-3,65%
53	CAD	1,77%	DP.M.TO	Dundee Precious Metal	7,41	4.334,95	3.227,28	585	7,97	4.662,45	3.825,13	18,52%
54	SEK	2,52%	INVE-A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	137,60	44.720,00	5.441,38	19,69%
55	DKK	1,21%	FFARMS.CO	First Farms	46,56	21.184,86	2.849,38	455	42,60	19.383,00	2.604,16	-8,61%
56	Euro	2,54%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	27,33	5.466,00	5.466,00	-3,04%
57	Euro	1,00%	SOFR.PA	Soiragi	1,081	2.162,23	2.162,23	2	1,075	2.150,00	2.150,00	-0,57%
Emission d'Option				532,83	Euro	0,25%						
57	USD	-0,02%	FSLR120922P00013000	Option Put : First Solar	13,00	-460,06	-349,82	400	0,15	-60,00	-48,88	-86,03%
58	USD	-0,03%	ECA130119P00015000	Option Put : Encana	15,00	-355,05	-269,49	300	0,30	-90,00	-73,33	-72,79%
59	USD	-0,19%	RSH130119P00002000	Option Put : Radioshack	2,00	-390,00	-318,21	1200	0,42	-504,00	-410,62	29,04%
Liquidité				20.148,35	Euro	9,35%						
		4,08%		Compte Courant							8.790,11	
					Euro						0,00	
					USD						0,00	
					GBP						0,00	
					CAD						0,00	
					Euro						0,00	
					USD						5.200,00	
					USD						4.236,60	
					USD						4.500,00	
					USD						3.666,29	
		95%		Total		3,33%	Egal	7.112	Euro		213.567,71	

News de nos sociétés



ADDvantage Technologies (USA) Ticker : AEY

La société a publié ses résultats pour le 3e trimestre 2012, clôturé le 30/06. Ils sont assez stables même si la société souffre toujours du ralentissement conjoncturel dans le secteur de la télévision par câble. Néanmoins, sur les 9 premiers mois, le grossiste a généré un profit de 0,08 usd par action.

Aker ASA (Norvège) Ticker : AKER.OL

En fonction des cours au 7 août 2012, nous évaluons la valeur de marché de notre holding pétrole-gaz-marine à 272 NOK.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

Les ventes du mois de juillet de la société ont augmenté de 3.33%. La direction se dit confiante pour l'année 2012.

AV Homes (USA) Ticker : AVHI

La société a renouvelé son prêt convertible à un prix d'exercice plus faible en échange de la fin de l'obligation pour la société de racheter ce prêt en 2014. Le nouveau prix d'exercice est de 18 usd, ce qui correspond à la VANT de AV Homes. Autrement dit, pour nous, il n'y a pas grand-chose qui change puisque la VANT constitue notre seuil de vente et que la dilution se fera à un prix qui nous convient parfaitement. Le fait que la société ne sera plus obligée de racheter son prêt avant l'échéance lui permet de conserver sa trésorerie pour d'autres opérations (peut-être des rachats d'actions justement). Autrement dit, pour cette opération, il y a « à boire et à manger » : il y a une dilution des actionnaires en place par rapport au prix d'exercice de l'ancien prêt certes mais aussi une pérennisation de la force de frappe actuelle d'AV Homes.

Les résultats du S1 ont également été publiés et le redémarrage de la société n'a toujours pas été enclenché (comme la direction l'avait d'ailleurs annoncé fin 2011). La destruction de valeur se poursuit donc et cette dichotomie entre le début de reprise du marché immobilier américain et l'absence de retour à la rentabilité d'AV Homes nous interpelle. La direction ne prévoit d'ailleurs pas d'amélioration sensible pour le reste de l'année. Bref, une année 2012 pour rien ...une de plus.

News de nos sociétés

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Notre constructeur britannique ne connaît pas la crise. Dès le 11 juillet, il annonçait ses résultats pour l'exercice complet se terminant le 30 juin. Et quels résultats ! Chiffre d'affaires en hausse de 14 % et résultat opérationnel en hausse de 41 %. Nous apprenons aussi un accord avec un gros fonds d'investissement immobilier qui prévoit l'acquisition par le fonds des maisons-témoins de Barratt qui seront ensuite louées à des particuliers lorsque l'ensemble des lots du projet sont commercialisés. On parle quand même ici d'un projet de 22 millions de livres.

China Crescent (Chine) Ticker : CCTR

Plus aucune nouvelle depuis le mois de septembre pour cette société. Ce délai commence à devenir un peu long.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

En raison du respect de certains ratios financiers, la société va devoir payer un intérêt bancaire légèrement majoré (0,25 %) par rapport à ce qu'elle payait jusqu'à présent. Ce n'est pas une bonne nouvelle mais l'impact devrait être assez réduit compte tenu de la légèreté de l'endettement financier de l'entreprise.

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

Sur le premier semestre 2012, le papetier hollandais a généré un bénéfice de 1,8 M EUR contre -1,2 M EUR au premier semestre 2011. Cette performance s'explique essentiellement grâce au positionnement de l'entreprise sur ses nouveaux produits et une baisse du coût des matières premières. L'entreprise s'attend à un second semestre moins profitable, mais au moins avec un exercice 2012 bénéficiaire. En ce qui concerne le rapprochement avec un autre acteur du marché, c'est une piste toujours d'actualité.

CSP International Fashion Group (Italie) Ticker : CSP.MI

Notre vendeur de lingerie italien préférée a annoncé le rachat de la marque CAGI de l'entreprise italienne Cagi Maglierie SpA en liquidation judiciaire pour 2 M EUR. CSP détenait déjà un contrat de licence de cette marque depuis 2011. Au niveau des résultats, sur le premier semestre 2012, CSP a généré une perte de -0,4 M EUR contre -2,7 M EUR au 30 juin 2011. L'entreprise a racheté, sur les 6 premiers mois de l'année 2012, 375 957 actions et détient désormais 550 569 de ses propres actions.

Dundee Precious (Canada) Ticker : DPM.TO

Les résultats du T2 2012 sont en demi-teintes du fait de coûts d'extraction en hausse et d'une baisse des cours de l'or. Le groupe minier réussit à générer un résultat opérationnel de bonne facture et continue à disposer d'une importante trésorerie qui s'élève à 140 M CAD.

News de nos sociétés

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

En juillet, le fonds qui gère de l'immobilier principalement en Turquie a annoncé la vente des appartements Ravuna pour la somme de 8,5 M USD au-dessus de la valorisation comptable du rapport annuel au 31/12/2011. Le gain sur cette vente est de 5,0 M USD avant frais de transaction.

Les ventes effectuées sur ces derniers mois permettent au fonds de réduire sa dette bancaire de 13 M USD à 4 M USD.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK

Le T2 2012 se solde par un petit bénéfice de 0,1 M USD. Ce que nous retenons surtout, c'est une hausse de l'activité et surtout une marge brute en hausse sensible sur le semestre et une trésorerie qui atteint désormais 22,3 M USD pour une capitalisation de 10,5 M USD.

Le management se veut confiant pour la fin de l'exercice.

FFP (France) Ticker : FFP.PA

La holding a connu un mois chahuté, lié aux turbulences de sa participation dans Peugeot. Rappelons à toutes fins utiles que nous avons acheté l'action pour un prix inférieur à sa valeur de marché **amputée** de la participation dans le constructeur automobile. En fonction des cours au 07/08/2012, nous évaluons la valeur intrinsèque de FFP à 47,71 euros et à 30,49 euros si on valorise Peugeot à 0.

HF Company (France) Ticker : HF.PA

La société nous annonce dans un communiqué que son chiffre d'affaire sur les 6 premiers mois de l'année est en recul de 15.9%. Cette baisse est principalement due à l'interruption d'un contrat CPL avec un opérateur télécom français.

La direction semble confiante pour redresser la barre au second semestre, aidée par de nouveaux produits, comme la « Netsocket » et la « box pour la maison connectée », dans son segment domotique.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Encore un trimestre clos sur une lourde perte au 24 juin 2012 : -13,9 M USD sur le seul troisième trimestre 2011-2012 !

Cependant, nous remarquons tout de même quelques bonnes nouvelles :

- des dépenses en R&D toujours importantes : 4,2 M USD sur le T3 2012
- encore plus de 60 M USD de cash dans les caisses
- une année 2013 qui devrait voir le site thaïlandais tourner à plein régime avec de fortes économies attendues.

Enfin, le vice président du Groupe, Richard Penn, 56 ans, également président de la division disques durs, dans le groupe depuis 30 ans, a été nommé CEO et intègre le board. Il succède à Wayne Fortune. Le cofondateur de la société en 1965, Jeffrey Green est évincé du board. Changements de bon augure ?

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

En fonction des cours au 7 août 2012, nous évaluons la valeur intrinsèque d'Investor à 212,44 SEK. La décote reste belle.

News de nos sociétés

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L

Le groupe a publié son rapport annuel à fin mai 2012. Tout d'abord, les mauvaises nouvelles. Sa participation de 29% dans l'entreprise Dawson International se tend vers une valeur nulle du fait d'encours de pensions de retraite trop lourd. A cela, ajoutons que les terrains détenus à Haw Lane, Yeadon n'ont pas été transformés en terrains constructibles et sont donc valorisés pour « 0 » dans les comptes.

Pour ce qui est des bonnes nouvelles, 250 000 titres ont été rachetés sur le marché et 500 000 titres ont été annulés sur la période. Depuis 2005, ce sont 8 804 261 actions qui ont été rachetées sur le marché, dont 4 998 603 actions annulées. Leeds Group détient aujourd'hui encore 12% de son capital, soit 3 805 658 actions. Nous avons calculé la VANT du groupe à 41,34p par action.

Les Nouveaux Constructeurs (France) Ticker : LNC.PA

Le promoteur immobilier a présenté un excellent rapport d'activité au 30/06. Manifestement, l'hypothétique bulle immobilière française n'est pas encore en train d'éclater. Jugez vous-même : un chiffre d'affaires en hausse de 19 % et un carnet de commandes en hausse de 14 %. Et une direction toujours prudente dans la gestion de son besoin de fonds de roulement puisque le portefeuille foncier dégonfle doucement à - 14 %.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Encore du mouvement pour notre holding luxembourgeoise. La société a décidé de participer à l'augmentation de capital de sa dernière participation, l'Espagnol Pescanova pour 25 millions d'euros mais aussi de vendre une de ses participations historiques, le groupe Wurth. Le montant de la vente n'a pas été révélé mais la valeur de la participation dans les comptes de Luxempart est de 41 millions d'euros. En fonction des cours de bourse du 07/08, nous évaluons la valeur intrinsèque de Luxempart à 36,23 euros.

MBL Group (USA) Ticker : MUBL

La direction annonce la poursuite du démantèlement du groupe, de son recentrage sur le « B to C » et une perte vraisemblablement supplémentaire pour le 2e semestre 2012 (terminé le 31/03/2012). Les résultats définitifs devraient être disponibles dans un mois.

Meade Instruments (USA) Ticker : MEAD

Lors de l'assemblée générale, les actionnaires ont approuvé la demande de la direction d'augmenter de 115 000 actions, le plan de stocks options qui a été prolongé de 3 ans.

L'incidence de ce plan de stocks options sur la valeur patrimoniale de la société est tout a fait négligeable.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Sur le deuxième trimestre 2012, l'entreprise minière a dépensé énormément de cash pour ses investissements miniers, notamment Didipio. 134 M USD sur le seul S1 2012 versus 61 M USD sur le S1 2011. Les liquidités sont donc en chute

News de nos sociétés

libre de -50 M USD sur le T2 2012 et atteignent 73 M USD. Le résultat sur la période est quasiment nul. Nous restons néanmoins confiants sur cette valeur car nous l'avons achetée pour ses réserves d'or et aussi dans une perspective de protection contre l'inflation.

Le projet minier Philippin Didipio respecte le timing prévue, avec une ouverture attendue au T4 2012.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO

Depuis début juillet, le titre a chuté de près de -20% pour atteindre les 34p. Nous n'avons trouvé aucune information justifiant cette chute du cours. Une déprime de Monsieur le Marché dont peut profiter l'investisseur dans la valeur patient.

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

Sur le dernier trimestre, il y a eu 2 gros événements majeurs dans la vie de l'entreprise. Tout d'abord une restructuration de la dette et une augmentation de capital qui a fortement dilué les actionnaires mais sans doute assuré la pérennité de l'entreprise. Enfin, une réduction de valeur de 3,5 M NOK sur les actifs de l'entreprise Singapourienne du groupe. Le management estime que désormais le groupe, un des seuls au monde à être quasiment totalement intégré, a tous les atouts en main pour profiter d'un retour en force du marché photovoltaïque.

D'un point de vue financier, la valeur tangible des actifs par titre a fortement chuté à 3,88 NOK par action mais représente toujours une prime intéressante par rapport au cours actuel.

SAM (France) Ticker : SAMP.PA

Chiffre d'affaires en hausse de 21 % au premier semestre pour notre fabricant d'outillage à main mais, si on ne tient pas compte des acquisitions effectuées l'année dernière, il est plutôt stable.

SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA

A l'heure où nous écrivons ces news, nous ne disposons toujours pas du rapport annuel (Sec Filing 10K) de l'année fiscale clôturée en avril 2012. Il semblerait que le gendarme boursier américain ait demandé à la société d'y inclure l'acquisition de la société « Spitfire Control » dont nous avons été informés au mois de juin.

Nous disposons toutefois de quelques informations sur ces résultats qui resteront à vérifier quand le rapport annuel sera publié. Il semblerait donc que le chiffre d'affaire de la société ait augmenté de 3.20% sur l'année 2012. Tandis que les profits ont chuté de 43%, pour s'établir à 0.29\$, comparé à 0.51\$ l'année précédente. Ce qui est sans doute normal, vu les probables coûts liés à l'acquisition de « Spitfire Control ».

Dans l'article du « Globenewswire », il est mis l'accent sur la croissance assez fulgurante des profits au dernier trimestre de 2012, par rapport à la même période en 2011, ces profits net sont de 0.17\$, alors qu'un an plutôt ils étaient de

News de nos sociétés

0.07\$. Dans une déclaration, le directeur de la société met l'accent sur ce trimestre évidemment. Ce qui ne nous impressionne guère.

Nous préférons nous faire une idée sur le prix d'acquisition de la société « Spitfire Control », pour mesurer les conséquences de cette acquisition sur la valeur patrimoniale de la société.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1717.72 euros au moment de la rédaction des news.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Peu de temps après la publication de notre lettre précédente, soit le 12 juillet, la société Taitron recevait de la part du Nasdaq, une menace de délistement, si dans les 180 jours le cours de la société ne repassait pas le prix de 1\$. La société a donc jusqu'au 13 janvier 2013 pour éviter le délistement.

Nous notons également qu'après cette nouvelle les deux directeurs, qui n'avaient cessé de racheter des action depuis novembre 2011, n'ont plus acheté aucune action. Un peu comme tétanisés par la menace, à moins que leur tirailleur pour effectuer de nouveaux rachats au-dessus de 1\$ ne soit désormais vide...

Cette nouvelle ne nous enchante guère, car délistement rime souvent avec absence d'information !

Comme à chaque fois, nous attendons le prochain rapport trimestriel qui devrait sortir à la mi-août, en espérant une bonne surprise, qui serait certes une première depuis que nous possédons la société en portefeuille, mais qui pourrait alors résoudre rapidement le problème de cotation, puisque la société cote actuellement à 0.97\$, soit à moins de 3% de la frontière fatidique de 1\$. L'espoir fait vivre, murmure le dicton, même si nous ne nous faisons pas trop d'illusion.

Techniline (France) Ticker : ALTEC.PA

Le 16 juillet, nous apprenions que Techniline cédait ses activités Audiovisuel et Audio Vidéo à la société capital Alténia. Le communiqué enchaîne en nous disant que la société veut se recentrer sur son activité historique de distribution d'appareils photo aussi bien pour les professionnels que pour le grand public.

Le 27 juillet, Techniline annonce la distribution exclusive de la marque d'optique Carl Zeiss sur le marché Français.

La gamme Carl Zeiss comprend de nombreuses optiques pour les boîtiers Reflex et Télémétriques, ainsi que des accessoires.

Cette gamme de produits de très haute qualité vient compléter les marques existantes.

Tegal Corporation (USA) Ticker : TGAL

Belle hausse du cours puis dégonflement pour notre coquille de moins en moins vide. Les abonnés attentifs et rapides qui détiennent l'action ont eu la possibilité de vendre à 5,18 usd, soit bien au-delà de la VANT et de 2,08 usd, cours auquel cotait l'entreprise lorsque nous vous l'avions présentée. En effet,

News de nos sociétés

Tegal a annoncé son intention d'acquérir, par échange d'actions, CollabRx, une entreprise spécialisée dans la génétique. La mue de la société se poursuit donc.

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

Fabien Pictet toujours aux abonnés absents, ne laisse filtrer aucun news.
La VL de son fond est de 5.27\$, en recul de 1.31% par rapport a la VL de Juin.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Au 30 juin 2012, c'est un résultat à l'équilibre qui nous a été dévoilé. Ce n'est pas aujourd'hui encore la corne d'abondance. Mais nous restons patients sur cette entreprise qui détient des actifs de qualité : titres, immobilier, cash, ... sans aucune dette. La VANT ressort à 3,14 EUR.

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

En juillet, le fonds fermé a encore racheté sur le marché des titres et détient maintenant 365 000 de ses propres actions. Nous attendons maintenant des gérants qu'ils annulent ces actions au bénéfice des actionnaires.
Son actif net par action au 31 juillet était de 1,267 USD.



Analyses de société

Sofragi

(Paris, Ticker: SOFR.PA / ISIN : FR0000030140)

[*Eligible au PEA*](#)

Introduction:



La Société Française de Gestion et d'Investissement (SOFRAGI) est en réalité un fonds fermé détenu par deux compagnies d'assurance : AVIVA pour 55 % et AGRICA pour 23 %.

Ce fonds est géré par Thiriet Gestion, une société de gestion liée en partie à la Banque de la Poste. Sur les 5 Sicav qu'elle commercialise, cette société de gestion a obtenu des rendements corrects, sans plus.

Ce n'est pas le genre de l'Equipe des Daubasses de s'intéresser à des fonds de placement ... sauf lorsqu'ils sont fermés. Un petit rappel : en principe, un fond de placement cote toujours à la valeur de marché des investissements qu'il détient. En effet, son capital est dit « ouvert », c'est à dire que chaque fois que vous souscrivez à des parts d'un fonds, les liquidités sont directement affectées à ce fonds et le prix payé est fonction de la valeur de marché des actifs sous-jacents au moment de la souscription. Et inversement, lorsque vous vendez vos parts, c'est en réalité le fonds lui-même qui vous les rachète en payant la valeur de marché de ces actifs sous-jacents.

Cependant, il existe des fonds dit « fermés » : leur capital est fixe et lorsque vous achetez ou vendez des parts, ce n'est pas au fonds lui-même que vous le faites mais à un autre investisseur sur le marché comme de vulgaires actions. Le prix auquel vous négociez ce type de fond n'est donc pas fonction de la valeur intrinsèque de la part mais simplement de l'offre et de la demande.

Et il peut donc, parfois, exister de grosses disparités entre ces deux valeurs... exactement ce que des chasseurs de daubasses recherchent. Ainsi, certains d'entre eux sont totalement délaissés par Mr Market, voire carrément snobés. Nous vous avons déjà proposé plusieurs fonds de ce type dans nos différentes analyses : Ukraine Opportunity, Eastern European Property, Elephant Capital, Vietnam Holding, ...

Et avec Sofragi, nous pensons détenir une autre opportunité moins exotique que les précédentes qui pourrait offrir à notre portefeuille une diversification « value » sur des big caps, un segment bien peu présent parmi les investissements « daubasses ».

Les points positifs de Sofragi, c'est que la direction met à disposition, chaque jour, la valeur liquidative du portefeuille : il est donc très facile de comparer son

Analyses de société

cours de bourse avec sa VL.

Mais procédons avec ordre.

D'abord les frais :

Au cours des 4 derniers exercices, les frais de gestion se sont élevés à 0,7 % des en-cours gérés, ce qui nous semble en ligne avec les holdings que nous suivons mais surtout bien plus faibles que la majorité des fonds de placement. Nous vous renvoyons à [cet article de notre ami Michaël](#) qui expliquait très bien l'importance de la maîtrise de ce poste.

Ensuite le portefeuille :

Comme nous vous l'avions expliqué ci-dessus, Sofragi est essentiellement investi en big caps. Jugez-en vous-mêmes : les 10 principales lignes du portefeuille au 31/12/2011 étaient Total (4,52 %), Michelin cat B (2,24 %), Saint-Gobain (1,99 %), Vinci (1,94 %), Air Liquide (1,54 %), Remy Cointreau (1,52 %), Sanofi (1,43 %), LVMH (1,39 %), Gdf Suez (1,37 %). Comme vous le voyez, le portefeuille est très « français », ce qui est confirmé par une vision plus globale : près de 70 % des investissements en actions sont des sociétés françaises et 95 % dans des pays de la zone euro.

Une autre particularité du fonds, c'est sa gestion prudente (à l'excès ?) : en effet, au cours des 6 dernières années, la société n'a été investie en action qu'à raison d'une moyenne de 55,67 % (avec un pic à 66,74 % fin 2006 et un plus bas à 48,79 % fin 2007). Au 31/12/2011, la société est investie pour 50,06 % en actions, le solde étant essentiellement placé en instrument de placement à court terme ; la direction évite les obligations les estimant trop chèrement valorisées et trop dangereuses pour le moment. Notons tout de même une petite pointe de déception : la direction ne semble pas avoir profité du « trou » de fin 2008-début 2009 pour investir massivement et profiter des opportunités. Domage ...

A présent, le rendement obtenu :

Notons tout d'abord que si la société n'a pas distribué de dividende cette année, ce fut le cas toutes les autres années. Au cours des 10 dernières années, son montant brut a varié entre 30 et 55 euros.

Le rendement au cours de bourse du fonds depuis le 31/12/2003 à ce jour, dividende brut inclus, a été de 3,4 % par an, ce qui est très légèrement supérieur au rendement du CAC40.

Néanmoins, comme la décote s'est creusée depuis ce moment, on peut penser que la VL du fonds a, en réalité, généré un rendement un peu supérieur au rendement boursier. Néanmoins, nous ne disposons pas des données pour calculer ce « vrai » rendement.

Analyses de société

Et le plus important : la valorisation :

Le 25 juillet, nous avons acheté des actions Sofragi à un coût de 1 081,12 euros, frais de courtage inclus. Avec une VL qui, ce jour là, s'établissait à de 1 665,44 euros, la décote s'établit à 35,1 %. Si nous calculons la décote moyenne sur la période 31/12/2006 au 30/06/2012, nous obtenons 24,95 % avec un pic à 38,2 % fin 2008 et un plus bas à 16,8 % fin 2007. On peut donc dire qu'historiquement, nous nous trouvons très près des plus haut historique en terme de décote et que le timing pour un achat n'est pas mauvais.

Et pour conclure :

Nous pensons que Sofragi ne présente pas le potentiel d'appréciation le plus « détonnant » parmi les sociétés que nous vous avons proposées jusqu'à présent. Pour nous, celui qui achète Sofragi achète un tracker indiciel avec plein de cash avec une ristourne de près de 35 % (ce qui revient, avec le niveau des marchés le jour de notre achat, à investir dans un CAC40 à 2090 points).

Nous voyons deux manières d'envisager un achat : soit à titre de « fonds de portefeuille » comme diversification sur des big caps ou alors comme investissement « daubasses » en décidant de revendre lorsque la décote a rejoint des minimums historiques (donc autour de 17 %).

Comme c'est souvent le cas avec des holdings, lorsque les décotes fondent et se réduisent à peau de chagrin, c'est souvent un signe que l'on a atteint un plus haut et qu'il convient de vendre.

Dans le cas présent, cela permettrait de jouer un petit effet de levier en profitant à la fois de la hausse des actions sous-jacentes et de la réduction de la décote.



Analyses de société

Vet'Affaires SA

(Paris, Ticker: VET.PA / ISIN : FR0000077158)

Eligible au PEA

I. Introduction



« Ca s'en va et ça revient »

Eh oui, chère(e) lecteur(trice), vous avez pu assister il y a quelques semaines au grand come-back de Vet'Affaires.

En effet, pour la première fois, nous venons d'acheter une position que nous avons déjà détenue dans le passé. Il s'agit de Vet'Affaires. Nous avons acheté cette société au lancement de notre portefeuille en 2008 à un coût de revient de 7,73 euros. En mars 2011, nous liquidions notre ligne pour un prix de 28 euros. Même si le cours a continué à grimper par la suite, nous ne disposions plus, à ce prix, de collatéral suffisant en garantie de notre investissement.

A de multiples reprises sur notre blog, nous vous avons présenté cette société « modèle », non pas comme modèle de bonne gouvernance mais simplement à titre *exemplatif* de diverses notions d'analyses financières.

Pour rappel, Vet'Affaires est une chaîne de distribution de vêtements active dans le « hard discount ». Créée en 1987, le groupe comptait, au 31/12, 141 magasins situés en France.

Les magasins sont détenus et gérés par des franchisés mais qui ne sont pas propriétaires des stocks car un contrat de « dépôt-vente » est couplé au contrat de franchise. Cette non-responsabilisation des exploitants quant à la valorisation des inventaires de vêtements n'est pas pour nous plaire outre mesure : nous aurions préféré des franchisés 100 % responsables de la rotation de leurs stocks en magasin.

Nous notons aussi que la croissance agressive de 2011 a obéré la haute qualité du bilan de Vet'Affaires : alors que lors de notre premier achat, la société présentait une trésorerie nette, elle présente aujourd'hui un endettement net. Et la solvabilité, même si elle reste raisonnable, est tombée à 60 %.

Le 16 juillet, nous avons constitué une petite position en Vet'Affaires à un coût de revient, frais de courtage inclus de 9,09 euros.

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

Au 31/12/2011, la société détenait un actif courant de 40,10 euros par action duquel nous avons déduit le passif pour 25,21 euros par action. Notre formule « automatique » a amputé la valeur des créances de 1,20 euros en raison d'un allongement anormal de la durée de paiement des clients. La Valeur d'Actif Net

Analyses de société

Net de Vet'Affaires s'établit donc à 14,48 euros.

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

Nous notons que Vet'Affaires détient, à sa valeur d'acquisition, pour 2,97 d'immobilier par action. Lors du calcul de la VANE, nous prenons une marge de sécurité de 20 % sur cette valeur d'acquisition et ajoutons la valeur obtenue à la VANN. La VANE de Vet'Affaires s'établit donc à 15,65 euros.

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

Nous revenons sur l'actif courant. Le principal poste est évidemment constitué du **stock**. Tout d'abord, nous constatons dans le temps, une forte augmentation de son taux de rotation : alors qu'un article restait en moyenne 228 jours en stock en 2009, fin 2011, nous arrivons à une durée moyenne de détention en stock de 262 jours. Même si cette augmentation est insuffisante pour enclencher une réduction de valeur automatique, cela nous semble très élevé pour un domaine dans lequel le goût du moment des consommateurs joue un rôle très important (même pour un hard discount).

La direction a acté des réductions de valeur de 1 % sur ce poste, ce qui nous semble bien peu en fonction du type d'articles stockés. Par contre, nous notons les énormes marges brutes qui sont générées par l'activité : en moyenne, un vêtement acheté 100 euros est revendu pour 228 euros (et les marchandises vendues aux périodes de solde sont incluses dans cette moyenne).

Malgré l'importance de ces marges, nous pensons qu'il est prudent de prendre une marge de sécurité de 40 % par rapport à la valeur reprise aux comptes. Nous amputons donc le montant de la VANE de 10,73 euros.

Les **créances commerciales** représentent un autre montant devenu important : 4,14 euros par action. Comme nous l'avions signalé, la dégradation du délai moyen de paiement des clients (qui sont en réalité les franchisés) a entraîné une diminution automatique de la valeur de ce poste dans le calcul de la VANE. Néanmoins, nous estimons que cette dégradation est due uniquement au changement de structure de Vet'Affaires qui, de distributeur intégré, est devenu franchiseur. Pour cette raison, nous redressons le ... redressement et ne prenons une marge de sécurité que de 10 % sur ce poste (au lieu des 20 % automatique) et ajoutons donc à la VANE la somme de 0,79 euros.

Les **autres créances** sont des créances fiscales et n'appellent, selon nous, aucun redressement.

Parmi les **actifs fixes**, nous ne tenons jamais compte des **impôts différés** dans une optique de mise en liquidation.

Par contre, nous reprenons telles quelles les **cautions versées**, soit 1,91 euros par action.

Analyses de société

Outre l'**immobilier** que nous avons valorisé dans la VANE, nous pensons qu'il convient de ne pas tenir compte des autres actifs corporels : il s'agit essentiellement d'**aménagements de magasins pris en location** et nous pensons qu'en cas de liquidation, même volontaire, ces aménagements ne vaudront rien.

Il reste le problème des **immobilisations incorporelles**. En règle générale, nous ne valorisons pas ce type d'actif. Cependant, nous constatons ici que la grande majorité de ces actifs consiste en « droit au bail ». En gros, le **droit au bail** s'exerce quand l'espace est cédé à un autre commerçant. Le cédant demande à l'entrant, un petit plus, qui peut être justifié par un loyer inférieur (dû au loyer fixé dans le bail antérieur) en rapport au prix actuel des loyers.

Nous pensons que ces droits au bail présentent surtout de la valeur quand l'immobilier est en croissance et surtout, il ne vaut que pour autant que le bail perdure encore un certain temps. Dans cette optique, il nous semble qu'il convient de se montrer extrêmement prudent avec cette valeur et décidons de la reprendre pour 20 % de sa valeur nette d'amortissements, soit 0,57 euros par action (page 48 du rapport financier).

Dans l'optique d'une mise en liquidation de la société, il existe encore un engagement, non repris au bilan, que la société devrait honorer : il s'agit de l'ensemble des **loyers restant à courir** sur les baux en cours. Ceux-ci représentent 14,9 millions d'euros. Évidemment, il serait probablement possible de sous louer ou de trouver un repreneur pour une partie de ces baux mais on peut néanmoins penser que Vet'Affaires devrait assurer elle-même une partie de ces coûts. Nous allons décider, de manière arbitraire (mais comment faire autrement ?) que notre hard discounter de la fringue devrait supporter un coût équivalent à 70 % des baux en cours dont l'échéance est supérieure à un an, soit une somme de 2,13 euros par action (page 54 du rapport financier).

La valeur de mise en liquidation volontaire de Vet'Affaires s'établit donc à :

- VANE : 15,65 euros
- Marge de sécurité sur stock : – 10,73 euros
- Cautionnements : + 1,91 euros
- Droits au bail : + 0,57 euros
- Loyers à payer : – 2,13 euros

Soit 5,27 euros.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 dernières années, la société a généré un résultat d'exploitation de 3,05 euros en moyenne. Nous amputons ce montant de 35 % à titre d'impôt sur le résultat et actualisons à 12 % et obtenons un montant de 16,5 euros. Nous ajoutons la trésorerie, déduisons les dettes financières et les intérêts des minoritaires et obtenons une valeur pour la capacité bénéficiaire de

Analyses de société

Vet'Affaires de 5,32 euros.

VI. Conclusions

A notre coût d'acquisition de 9,09 euros, nous avons obtenu une marge de sécurité de:

37,2 % sur la VANN

41,9 % sur la VANE

Par contre, on remarque bien la dégradation de la structure *bilantaire* avec l'absence de marge de sécurité tant sur la VLMV que sur la VCB (ce qui n'était pas le cas lors de notre premier achat). C'est la raison pour laquelle, cette fois-ci, nous y allons avec prudence, en commençant par initier une petite position, quitte à renforcer si la chute se poursuit.

Évidemment, si la reprise se déroule une fois de plus comme en 2010, un retour à la VANT est tout à fait probable et, dans ce cas, nous pourrions bénéficier d'un joli triplement de notre investissement.



Analyses de société

RadioShack Corp.

(Nasdaq, Ticker: RSH / ISIN : US7504381036)

I. Introduction



RadioShack[™]

RadioShack est une société américaine constituée en 1967. Elle est active dans le segment de la distribution d'électronique grand public et plus particulièrement les téléphones mobiles mais aussi des ordinateurs, des lecteurs audio, des téléviseurs, des appareils photos, des GPS, ...

La grosse majorité des magasins se situent aux Etats-Unis mais l'entreprise en exploite également à Puerto Rico et au Mexique. La majorité des points de vente est exploitée « en propre » mais la société travaille également avec des concessionnaires indépendants et effectue également des ventes par l'intermédiaire de son site internet. Pour la petite histoire, c'est le sponsor principal de l'équipe cycliste des frères Schleck et de Fabian Cancellara.

Après un premier ralentissement au cours du 1er trimestre, RadioShack a annoncé des résultats Q2 réellement catastrophiques et décidé de suspendre son dividende. Le cours de l'action ne put donc faire qu'une seule chose : plonger.

Le 1er août, nous avons émis des options put sur l'action à un prix d'exercice de 2 usd à l'échéance janvier 2013. Nous vous renvoyons à [cet article de notre blog](#) pour plus de détails techniques sur les émissions d'options.

Dans la présente analyse, à la demande d'un de nos abonnés, nous allons détailler nos calculs de manière un peu plus précise.

Nous travaillons avec les comptes du 2q2012 ou, lorsque les infos n'y sont pas indiquées, avec les comptes annuels 2011 dans les « sec fillings ».

Le nombre d'actions pris en compte se trouve dans la « balance sheet » en page 4. Nous tenons compte des actions émises (146 033) dont nous déduisons les actions détenues en propres (46 591). Le nombre d'actions prises en compte est donc de 99 442.

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

La société détient un actif courant de 1 741,2 (page 4 du rapport) duquel nous retirons le passif de 1 383,1 (page 4). La VANN de RadioShack s'élève donc à 358,1 ou 3,60 usd par action.

Analyses de société

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

Nous remarquons que l'entreprise est propriétaire d'immeubles : ses centres de distribution et deux usines. Par contre, tous les magasins sont pris en location. Nous reprenons la valeur d'acquisition des immeubles de 62,4 (page 50 du rapport annuel), des terrains pour 2,5 et l'ajoutons à la VANN après application de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 %. La VANE de RadioShack s'élève donc à 410,02 ou 4,12 usd par action.

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

Revenons sur l'**actif courant** et son poste principal : **les stocks**. Leur rotation moyenne est de 125 jours, en légère augmentation par rapport aux années précédentes. En raison de la durée de détention qui nous paraît tout de même un peu longue et de la nature des produits détenus (produits techno relativement rapidement obsolètes), nous prenons une marge de sécurité de 30 % sur ce poste et amputons la VANE de 248,61 ou 2,50 usd par action.

Le **cash** représente 517,7 auquel il faut ajouter les sommes bloquées à titre de cautionnement pour 144,8 (page 4 du sec filling 2q2012) soit 662,5 ou 6,69 usd par action. Il n'appelle aucun commentaire si ce n'est qu'il représente plus de 2,5 fois le cours actuel.

Les **créances** sont en moyenne payées à 23 jours. Ce chiffre bas nous semble normal pour une société dont l'essentiel des ventes sont des ventes « comptant ». Nous prenons une marge de sécurité de 10 % sur ce poste et amputons donc la VANE de 25 ou 0,25 usd par action.

Parmi les **actifs fixes**, nous reprenons le **matériel et les installations** pour 5 % de leur valeur d'acquisition, soit 5 % de 663 (page 50 du rapport financier au 31/12/2011), ce qui donne 33,15 ou 0,33 usd par action.

Par contre, nous ne tenons pas compte des **aménagement de magasins**. Ceux-ci étant pris en location, dans le scénario d'une cessation d'activité, les aménagements pris en charge par RadioShack ne vaudraient sans doute pas grand-chose.

En termes de **dilution**, nous n'avons rien relevé si ce n'est des **stocks options** (page 55 du rapport financier au 31/12/2011) et des **emprunts convertibles** (page 51 du rapport financier au 31/12/2011) dont les prix d'exercice sont très éloignés des cours actuels.

Par contre, plusieurs **litiges non provisionnés** et non évalués par la direction (page 63 du rapport financier au 31/12/2011) sont en cours. Nous sommes ici dans l'incertain car aucun ordre de grandeur concernant les montants en jeu n'a été donné. Faute d'éléments tangibles, nous n'allons pas en tenir compte dans le calcul de la VLMV mais nous devons bien garder cet élément dans un coin de notre tête.

Analyses de société

Enfin, **hors bilan**, nous relevons les **engagements de loyers à payer** (page 63 du rapport annuel) sur les magasins pris en location. Nous estimons qu'en cas de mise en liquidation volontaire, la moitié de cette somme serait perdue, ce qui représente 2,90 usd par action.

En fonction de ce qui précède, nous évaluons la valeur de RadioShack en cas de mise en liquidation volontaire et sans tenir compte de l'éventuel impact des différents litiges en cours à 0.

V. La Valeur de la Capacité bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 dernières années, la société a généré, en moyenne, un résultat d'exploitation de 2,54 usd. Amputé de 35 % à titre d'impôt sur le résultat, après actualisation au taux de 12 % et ajout de la trésorerie ainsi que déduction des dettes financières, nous obtenons une valeur pour la capacité bénéficiaire de RadioShack de 12,13 usd.

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

Comme en témoigne le niveau de la VCB de RadioShack, la société a généré de hauts rendements sur capitaux investis ces 5 dernières années : 25 % par an ! Elle est donc largement éligible à la VANTre. Sa VANT s'élève à 6,70 usd.

VII. Conclusions

En émettant des options put sur RadioShack, nous nous engageons à payer, au mois de janvier 2013, 2 usd pour acquérir des actions de la société et ce, même si le cours de l'action est à ce moment-là, largement inférieur au cours actuel.

En contrepartie de cette assurance que nous proposons à notre contrepartie, nous avons encaissé la somme de 0,329 usd par option émise. Autrement dit, pour 2 usd que nous devons immobiliser en garantie de notre engagement, nous obtenons un rendement de 16,5 % en un peu moins de 6 mois.

Si nous sommes exercés, le prix de revient de nos actions sera donc de 2 usd - 0,329 usd soit 1,67 usd.

A ce prix, nous obtenons une marge de sécurité de :

- 54 % sur la VANN
- 59 % sur la VANE
- 86 % sur la VCB
- 75 % sur la VANTre

Investir dans RadioShack revient, comme avec notre investissement en Duck-wall, à miser sur un retour en confiance du consommateur américain.

La société ne dispose apparemment d'aucun avantage concurrentiel et se trouve à la merci de ses fournisseurs dont certains disposent, quant à eux,

Analyses de société

d'une vraie force de négociation sur leurs distributeurs.

Nous pensons aussi que la direction de la société n'est pas « clean » notamment en ne donnant aucune idée du risque financier représenté par les différents litiges (dont le dernier en date n'est autre qu'une plainte en cours contre la direction pour avoir « caché » selon les plaignants, les résultats désastreux du dernier trimestre). Relevons aussi la publicité désastreuse offerte par l'équipe cycliste montée à grand renfort de monnaies sonnantes et trébuchantes pour des résultats sportifs décevants et une exclusion pour dopage lors du dernier Tour de France.

Néanmoins, nous pensons que le réseau de magasin de l'entreprise pourrait peut-être intéresser un concurrent. On peut aussi espérer un retour à une rentabilité suffisante pour faire remonter le cours ... oh pas les 25 % passé non ... un ROCI de 8 ou 9 % serait largement suffisant pour nous combler de bonheur et, sans doute, ramener le cours de l'action au niveau de sa VANT.



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