

# INVESTIR INTELLIGEMMENT



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 6</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 8</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 10</a>
Analyse de la société Henderson Land Development Co. Ltd. ....	<a href="#">page 16</a>
Analyse de la société Infosonics Corp. ....	<a href="#">page 21</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 26</a>

# Edito



## Apocalypse Now

En 1979, le réalisateur américain Francis Ford Coppola adaptait librement le roman de Joseph Conrad « Au cœur des ténèbres » au cinéma, et intitulait son film « Apocalypse now ». Cela ne nous rajeunit pas puisque nous avons vu ce film déjanté sur la guerre du Vietnam au cinéma! Les principaux acteurs étaient Marlon Brando, Denis Hopper, Martin Sheene, Robert Duval et Harrison Ford. Film déjanté parce qu'il allait bien plus loin que la guerre du Vietnam et ses horreurs. Film déjanté parce qu'il narrait surtout les conséquences de la guerre sur l'esprit et sur les comportements humains. Pour échapper à la dure réalité de la guerre, les hommes parviennent à créer un monde parallèle, un monde irréel, un monde où la folie imbibée d'alcool, de drogue, de rites obscurs et de violence, devient réel!

Nous ne voulons évidemment pas gâcher vos vacances cher abonné, mais simplement essayer de comprendre ce qui pourrait se passer sur les marchés, après l'annonce de Ben Bernanke de réduire, voire de couper, le « langage » de « tombereaux » de dollars, sur le monde. Et surtout les conséquences que cela pourrait avoir pour notre portefeuille. Quelle attitude adopter, quelles précautions prendre? En gros, que faire quand on est un investisseur de Daubasses, si nous étions obligé par la force des choses d'être acteur d'un second épisode de « Apocalypse Now », sur les marchés boursiers?

Ce qui nous énerve toujours dans l'équipe des « Daubasses », c'est que si nous comprenons ce que les différents et éminents spécialistes racontent au sujet de la macro, de Charles Gave à Marc Faber, en passant par Bill Gross et d'autres, nous avons un mal fou, voire un blocage continu, pour relier ces conséquences macro à notre manière d'investir, voire à notre portefeuille.

Nous n'allons évidemment pas revenir en détail sur tous les faits avancés par les



# Edito

différents analystes macro, mais simplement rappeler de manière synthétique ce qui ce passe depuis le jeudi 20 Juin.

Ben Bernanke annonce donc la fin prochaine du déversement de liquidités sur les marchés, soit 80 milliards et quelques de dollars américains par mois.

Les liquidités sur le marchés vont donc s'assécher et les taux obligataires remonter. Nous allons par conséquent passer d'un marché abreuvé de liquidités à un retour à la réalité économique. Finalement, avec toutes ces liquidités, le marché semblait se moquer complètement de la réalité économique.

Paradoxe, ou monde à l'envers, si Ben Bernanke a décidé de ne plus arroser le monde de dollars, c'est tout simplement parce qu'il pense que l'économie américaine se porte mieux. Or sur les marchés, drogués et alcoolisés aux flots des dollars, et vivant dans un monde irréel, cela semble être une mauvaise nouvelle. Et plus encore. Plus afflueront les signes de meilleure santé de l'économie réelle US, plus les marchés pourraient aller mal, dans le sens d'une chute, bien entendu. Mais pourquoi donc ?

En gros ce serait tout simplement parce que les valorisations boursières des sociétés, traduites par les cours actuels, seraient gonflées à l'hélium "vert dollar" ou que la valorisation des actifs serait grossièrement surestimée. De plus, si nous y ajoutons une remontée des taux, directement en corrélation de l'actualisation des flux de trésoreries, c'est détonnant à la baisse!

Enfin, au niveau européen, de sommets en sommets, on attend toujours qu'il se passe réellement quelque chose pour une Europe plus forte, plus soudée, avec une vraie direction centrale! A terme, cela pourrait aussi être catastrophique!

Ce que nous avons observé sur la période allant de début juin au 21 juin, c'est que notre portefeuille a reculé de 2.80% alors que les marchés, représenté par le notre benchmark le tracker MSCI World, a quant 'à lui perdu plus de 7.50%. Et cela nous interpelle, car les marchés et les *big caps* on perdu plus du double qu'un panier de société (notre portefeuille) qui ne valent, pour le marché, pas même la valeur de leurs fonds propres! Bien entendu, la remontée du marché sur les trois derniers jours du moi de juin a resserré cette écart, puisque notre portefeuille a perdu sur le mois de juin -2.14% et le MSCI World -3.10%.

Mais nous en venons quand même à nous demander, avec ce début de panique constaté sur les 21 premiers jour du mois de juin, dans quel camp est la réalité, ou formulé de manière différente, quelle catégorie de société possède des actifs gonflés à l'hélium, des liquidités qui ne correspondraient plus a la réalité économique! Et immanquablement, si nous nous basons sur cette première vague de recul, on peut parler de toutes les sociétés qui font des profits, qui ont des avantages concurrentiels et qui se portent plutôt bien. Une daubasse nous semble donc immanquablement liée à sa réalité économique, puisque les difficultés bien réelles qu'elle rencontre, font dire au marché qu'elle ne vaut même

# Edito

pas ses fonds propres. Dans la semaine du 17 au 21 juin, vous aurez par exemple remarqué que pendant que le marché perdait plus de 2% sur la semaine, une société comme Amtech, affichant de bons résultats et de meilleures perspectives grâce à son activité dans le solaire, s'est appréciée de plus de 30% sur la semaine, atteignant sa VANT. En gros, l'explosion due à des faits bien réel en pleine déprime, ne se souciant pas de la déprime du marché!

Nous ne disons évidemment pas que l'investisseur de Daubasse est à l'abri d'un choc, bien au contraire, plus la peur montera, plus nous serons également exposés à un recul de notre portefeuille et nous n'excluons jamais un -20%, voire plus.... Mais ce que nous disons, c'est que les actifs que nous détenons sont nettement plus liés à la réalité économique de nos sociétés que tout autre catégorie, et en aucun cas surestimés ou valorisés par le flot de liquidités.

Dernier point, si nous observons le déroulement naturel de notre *process* sur notre portefeuille depuis plusieurs mois, on constate que nous avons plus vendu parce que nos sociétés ont atteint leur VANT, qu'acheté. Tout simplement parce que les occasions à très bon prix se sont raréfiées. Nous disposons donc actuellement d'un beau matelas de liquidités, nous permettant de profiter de sociétés dont le cours serait à l'avenir massacré par la peur. En fait, nous n'avons jamais, en presque 5 ans, disposé d'autant de liquidités hors AK! Comment dans ce cas éprouver la moindre peur d'un possible nouvel « Apocalypse now », signé cette fois Ben Bernanke?

Avant de vous laisser découvrir nos deux dernières trouvailles, nous espérons que cet éditto vous permettra de dormir tranquille pendant vos vacances, quoiqu'il se passe sur les marchés. Et surtout, de vous réjouir si de très belles occasions venaient à pointer le bout du nez.

Excellentes vacances à tous!

L'Equipe des Daubasses



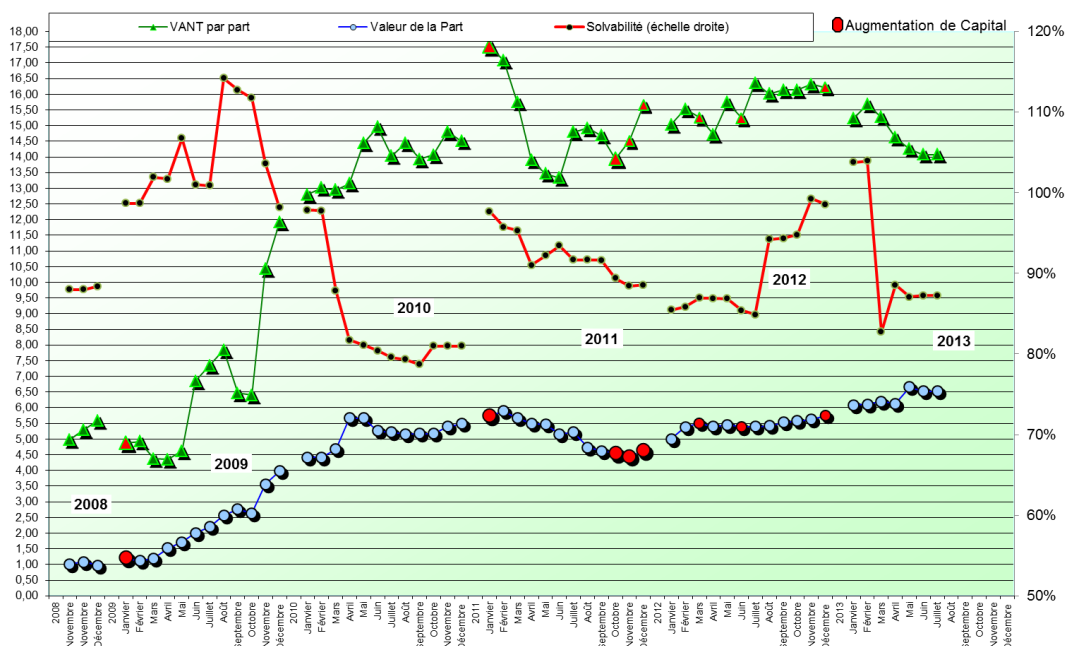
# Portefeuille

Comme nous vous l'expliquions dans notre précédente lettre (mai 2013, n°25), nous ne vous présentons plus l'entièreté de notre portefeuille puisque vous le recevez par email chaque début de semaine.

Dans cette nouvelle rubrique, nous vous présentons quelques points de repères du portefeuille du club que nous jugeons dignes d'intérêt. Ils nous permettent d'avoir une idée nuancée sur notre portefeuille, et de mesurer rapidement un ensemble de paramètres, en perpétuelle évolution.

Si vous désirez plus de détails sur l'ensemble de ces paramètres, nous vous invitons à lire ou à relire l'édito de notre lettre n°25.

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
28 juin 2013	
Valeur d'une Part	6,52 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,08 €
Potentiel	115,94%
Solvabilité pondérée	87,27%
3,33% Pondération Max	9.472,68 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	42,95%
Dollar Américain	35,70%
Livre Sterling	10,77%
Dollar Canadien	5,70%
Courone Norvégienne	0,40%
Courone Suédoise	2,30%
Courone Danoise	0,79%
Franc Suisse	1,39%
Variation des devises Yield	-0,38%
Nombre de société vendue	74
Gain Moyen	2.070,39 €
Perte Moyenne	- 712,50 €
Société en Gain	49
Société en Perte	25
1 Euro investi a rapporté	5,70 €



# Portefeuille

Ci-dessous, notre portefeuille, ainsi que les ratios et des notations des sociétés.

Chacune des sociétés a été notée par les membres de l'Equipe des Daubasses. Deux notations, sur une échelle allant de 0 à 3, sont attribuées à chaque société: le potentiel et le risque.

Plus la note globale est élevée, plus le rapport rendement potentiel/risque nous semble bon. Ainsi, les sociétés avec une note de 6 présentent selon nous le meilleur potentiel avec un risque modéré. Cette cote représente la synthèse des visions subjectives de l'Equipe mais ne vous dispense pas de vous faire votre propre opinion.

Portefeuille au 28 juin 2013 / Notations													
	Notation		Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio	ROIC
			(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate		VANTre	
Potentiel	Risque	Globale	Risque					Cours					
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)										
Net-Net	3	0	3	Sport Haley Inc	1,6305	0,31	76,52%	24/11/08	246%	1,7623			
	0	2	2	Coast Distribution System	3,7475	0,93	46,46%	25/11/08	63%	5,6955			
	3	0	3	Taitron	2,1181	0,44	99,33%	26/11/08	247%	3,2151	3,0399	0,3046	
	0	3	3	Trans World Entertainment	5,1377	0,95	103,21%	08/06/09	17%	5,6685			
	3	1	4	SigmaTron International	3,5102	1,21	48,00%	13/11/09	139%	10,2024	6,0162	0,7081	
	3	2	5	Leeds Group PLC	32,2600	0,65	77,99%	27/08/10	100%	41,95	40,56	0,5178	
	3	0	3	Vianini Industria	1,1542	0,84	163,01%	19/10/10	236%	3,2800	1,7001	0,5735	
	3	1	4	MBL Group	17,4300	0,59	95,93%	05/07/11	181%	28,7600			
	0	3	3	PV Crystalox Solar	12,3720	0,97	96,21%	05/11/11	62%	19,4307			
	3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	7,4149	0,47	54,06%	15/03/12	230%	11,4913			
	3	1	4	Deswell Industries Inc	3,5569	0,70	141,37%	15/03/12	148%	6,1685			
	3	1	4	Vet Affaires	10,6337	0,82	58,93%	16/07/12	194%	25,6541			
	0	1	1	Velcan Energy	14,2220	0,94	317,60%	22/08/12	34%	17,7954			
	3	0	3	Plaza Centers NV	120,43	0,24	50,26%	27/09/12	354%	129,32			
	2	2	4	Global Tech Advanced Inovation	17,70	0,53	115,66%	17/10/12	172%	25,34			
	0	1	1	Performance Technologies	1,42	0,87	128,84%	30/11/12	45%	1,80			
	0	1	1	Electronic Sytem Technology	0,55	0,70	135,24%	02/01/13	46%	0,57			
	3	1	4	Semileds	1,57	1,10	142,88%	09/01/13	96%	3,38			
	3	0	3	Zoom Telephonics	0,36	0,43	57,71%	02/04/13	139%	0,37			
Net-Estate	3	3	6	Avalon			88,96%	02/09/09	179%	10,45	8,6461	0,4326	
	1	0	1	Bodisen Biotech			88,86%	10/11/09	1459%	0,7033	0,1539	0,2930	
	3	0	3	Blonder Tongue Laboratories			64,96%	16/11/09	92%	2,0500	1,5606	0,6856	
	3	1	4	Exacompta - Clairefontaine			68,02%	30/11/09	572%	301,18	202,33	0,2215	
	3	3	6	Gevelot			71,43%	09/12/09	207%	148,10	78,80	0,6117	
	0	3	3	SAM			70,08%	11/01/10	72%	49,92	48,83	0,5937	
	0	1	1	Scott Liquid Gold			48,66%	14/04/10	40%	0,5580	0,0000	0,0000	
	3	2	5	Irce			52,62%	31/05/10	267%	5,3321	3,3834	0,4294	
	0	1	1	Hutchinson Technology			57,38%	31/08/10	47%	6,9647	5,9235	0,7985	
	3	2	5	Natuzzi			68,36%	19/01/11	205%	6,6096	6,4690	0,3354	
	2	2	4	Alco Store			37,91%	27/07/11	167%	29,635	17,9911	0,6170	
	3	2	5	Crown van Gelder			74,72%	12/10/11	297%	15,646	14,0468	0,2805	
	3	3	6	Peels Hotel			57,45%	12/10/11	248%	156,560	84,3300	0,5336	
	2	2	4	ADDvantage Technologies			108,20%	23/11/11	60%	3,654	3,6058	0,6323	
	3	2	5	Ceramiche Ricchetti			42,13%	09/01/12	958%	1,808	1,8008	0,0945	
	3	3	6	Panaria Group			43,23%	12/01/12	171%	2,967	1,1838	0,9241	
	3	0	3	Plastivale			35,47%	27/02/12	343%	52,077	34,3697	0,3419	
	1	1	2	Cottin Frères			50,37%	14/06/12	76%	6,602	0,0000	0,0000	
VANTre	0	3	3	CSP International Fashion			65,72%	20/06/12	20%	1,553	1,5530	0,8364	
	0	3	3	Coil			56,31%	14/11/12	79%	7,871	4,9805	0,8834	
	2	3	5	Loeb Holding			80,63%	23/04/13	98%	333,425	245,61	0,6840	
	3	1	4	Hammond Manufacturing			55,92%	04/06/13	145%	2,647	1,87	0,5775	
	3	0	3	Jemtec			1238,19%	25/01/11	112%	1,4622		1,4622	0,4719 76%
	2	0	2	BFS Entertainment&Multimédia			63,80%	25/01/11	139%	0,4782		0,0000	0,0000 0%
	0	2	2	Malteries Franco-Belge			83,01%	14/04/11	38%	256,36		256,36	0,7255 27%
	3	0	3	Renewable Energy Corp ASA			201,96%	30/11/11	116%	4,82		4,82	0,4635 8%
	3	0	3	Universal Security Instruments			107,03%	26/03/12	98%	10,68		10,68	0,5055 11%
	3	0	3	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	152%	5,6700			
	1	1	2	Eastern European Property				28/04/11	46%	118,43			
	2	0	2	Elephant Capital PLC				28/06/11	81%	49,00			
	1	0	1	Vietnam Holding				04/11/11	28%	1,54			
Diversification	0	3	3	Luxempart				28/06/11	19%	33,30			
	2	1	3	Oceana Gold Corp				14/10/11	92%	2,49			
	3	3	6	Dundee Precious Metal				14/10/11	193%	12,61			
	0	3	3	Investor AB				29/12/11	31%	230,08			
	2	1	3	First Farms				25/01/12	66%	61,52			
	2	3	5	FFP				15/05/12	70%	59,40			
	0	3	3	Sofragi				27/07/12	23%	1524,01			
	2	1	3	(ADR ) First Pacific LTD				11/02/13	100%	10,97			
	2	3	5	(ADR ) Jardine Strategic LTD				11/02/13	49%	26,90			

# 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.

Sociétés Analysées								
		Ticker	Société	Cours	Ouverture	Date	Cours Actuel	RendT
				Devise	Euro		Devise	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10.50	0.14	09/05/11	10.25	0.12 -12.57%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72.00	0.68	09/05/11	81.00	0.95 39.94%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70.00	0.79	09/06/11	45.00	0.53 -33.20%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34.50	0.40	05/07/11	27.00	0.32 -20.75%
5	USD	ALCS	Alco Store	10.30	7.34	09/08/11	11.10	8.53 16.22%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2.71	2.08	09/08/11	3.50	2.69 29.05%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4.05	4.05	08/09/11	3.94	3.94 -2.72%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14.69	11.06	07/10/11	26.00	19.98 80.67%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8.40	0.10	09/11/11	12.00	0.14 41.96%
10	USD	AEY	ADDvantage	2.04	1.52	07/12/11	2.28	1.75 15.12%
11	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1.01	1.01	08/02/12	1.09	1.09 8.32%
12	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0.18	0.18	08/02/12	0.17	0.17 -5.44%
13	Euro	PVL.PA	Plastivoloire	19.65	19.65	08/03/12	11.75	11.75 -40.20%
14	DKK	FFARMS	First Farms	47.00	6.32	08/03/12	37.00	4.96 -21.54%
15	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3.30	2.52	09/04/12	3.48	2.67 6.24%
16	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2.51	1.91	09/04/12	2.49	1.91 -0.06%
17	USD	UUU	Universal Security Instrumer	5.35	4.08	09/04/12	5.40	4.15 1.69%
18	Euro	FFP.PA	FFP	25.69	25.69	05/06/12	34.90	34.90 35.85%
19	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0.23	0.23	05/06/12	0.27	0.27 17.39%
20	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155.50	20.48	05/06/12	170.00	21.53 5.12%
21	Euro	HF.PA	HF Company	5.15	5.15	06/07/12	5.08	5.08 -1.36%
22	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0.84	0.84	06/07/12	1.30	1.30 54.64%
23	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3.90	3.90	06/07/12	3.75	3.75 -3.85%
24	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9.19	9.19	15/08/12	8.72	8.72 -5.11%
25	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1235.98	1236 17.04%
26	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9.00	9.00	07/09/12	13.32	13.32 48.00%
27	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1.06	1.06	07/09/12	0.98	0.98 -8.02%
28	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2.94	2.94	07/09/12	3.32	3.32 12.93%
29	GBP	JXX.L	JXX Oil	79.50	1.00	07/09/12	56.81	0.66 -33.77%
30	USD	JSHLY	Jardine Stratégic LTD	18.11	13.90	08/10/12	18.09	13.90 0.00%
31	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47.25	0.59	08/10/12	28.50	0.33 -43.09%
32	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8.42	6.57	07/11/12	10.06	7.73 17.66%
33	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5.84	4.56	07/11/12	9.30	7.15 56.82%
34	Euro	ALCOL.PA	Coil	3.10	3.10	07/12/12	4.40	4.40 41.94%
35	USD	PTIX	Performance Technologies	0.84	0.65	07/12/12	1.24	0.95 47.15%
36	USD	ELST	Electronic System Tech	0.35	0.27	08/01/13	0.39	0.30 11.51%
37	USD	LEDS	SemiLed Corp	0.71	0.52	06/02/13	1.72	1.32 152.89%
38	GBP	APT.L	Axa Property Trust	37.00	0.43	06/02/13	37.78	0.44 3.51%
39	USD	FPAFY	First Pacific LTD	7.14	5.45	08/03/13	5.50	4.22 -22.46%
40	Euro	GIRO.PA	Signaux Girod	28.92	28.92	08/03/13	24.70	24.70 -14.59%
41	USD	ZMTP	Zoom Telephonics	0.17	0.13	05/04/13	0.16	0.12 -9.34%
42	CHF	LOEP.SW	Loeb Holding	166.10	134.93	09/05/13	168.00	137 1.27%
43	USD	UPG	Universal Power Group	1.69	1.28	09/05/13	1.48	1.14 -11.14%
44	CAD	HMM-A.TO	Hammond Manufacturing	1.15	0.85	06/06/13	1.08	0.79 -6.73%
45	USD	LAKE	Lakeland Industries	4.52	3.41	06/06/13	4.72	3.63 6.28%
Opération clôturée								
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1.30	0.9397	09/11/11	1.50	1.15 22.44%
2	USD	KTC	Key-Tronic (Vendu)	4.43	3.34	07/10/11	9.73	7.44 122.85%
3	USD	BAUM	Book-A-Million (Vendu)	2.38	1.78	07/12/11	3.19	2.54 42.80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1.26	0.99	09/01/12	1.45	1.18 19.60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5.56	5.56	08/09/11	5.99	5.99 7.73%
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2.08	1.44	09/06/11	3.74	2.87 99.31%
7	GBP	PDX.L	Pursuit Dynamic (Vendu)	2.90	0.04	07/12/12	1.70	0.02 -45.56%
8	USD	AVHI	AV Homes (Vendu)	7.24	5.67	09/01/12	13.29	10.34 82.31%
9	USD	ASYS	Amtech (Vendu)	3.94	3.01	08/01/13	6.64	5.09 69.01%
				Total pondéré a part égal				16,55%



# Suivi des sociétés analysées

Ci-dessous, le tableau des ratios et des notations des sociétés analysées mais non détenues en portefeuille.

Sociétés Analysées - Ratios et Notations											
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC	
			Risque			Cours					
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
			MBL Group								En Portefeuille
			Eastern European Property								En Portefeuille
			Peels Hotels								En Portefeuille
			Elephant Capital								En Portefeuille
			Alco Store								En Portefeuille
			Coast Distribution System								En Portefeuille
			Crown Van Gelder								En Portefeuille
1	1	2	Paradise Inc	28,434	0,9144	80,56%	49%	38,7	40,3033	0,55	
			PV Crystalox Solar								En Portefeuille
			ADDvantage								En Portefeuille
			Panaria Group								En Portefeuille
			Ceramiche Ricchetti								En Portefeuille
			Plastivoloire								En Portefeuille
			First Farms								En Portefeuille
			Asian Pacific Wire & Cable								En Portefeuille
			Deswell Industries Inc								En Portefeuille
			Universal Security Instrument								En Portefeuille
			FFP								En Portefeuille
2	0	2	Techniline	0,5689	0,4746	40,90%	157%	0,6952			
1	2	3	AKER -A-				79%	304,00			
0	2	2	HF Company	6,1727	0,8230	60,49%	66%	8,4228	7,9346	0,56	8,4228 0,6580 7%
			CSP International Fashion								En Portefeuille
			Cottin Frères								En Portefeuille
			Vet Affaires								En Portefeuille
			Sofragi								En Portefeuille
			Velcan Energy								En Portefeuille
			Vianini Industria								En Portefeuille
1	1	2	Vianaini Lavori				37%	4,54			
3	0	3	JKX Oil				302%	228,35	173,789	2,06	
			Jardine Stratégic LTD								En Portefeuille
			Plaza Centers N.V								En Portefeuille
			Xyratex Ltd								En Portefeuille
			Global Tech Advanced Ino								En Portefeuille
			Coil								En Portefeuille
			Performance Technologies								En Portefeuille
			Electronic System Tech								En Portefeuille
			SemiLed Corp								En Portefeuille
0	3	3	Axa Property Trust				55%	58,55			
			First Pacific LTD								En Portefeuille
3	2	5	Signaux Girod			59,33%	131%	56,98	44,04	0,78	
			Zoom Telephonics								En Portefeuille
			Loeb Holding								En Portefeuille
3	1	4	Universal Power Group	3,8098	0,3885	47,25%	179%	4,1267	3,8094	1,57	
			Hammond Manufacturing								En Portefeuille
1	2	3	Lakeland Industries	4,9783	0,9481	60,06%	77%	8,3723	6,8555	0,45	
			Opération clôturée								
			GigaTronics (Vendu)								Vendu le 24 Janvier 2012
			KeyTronic (Vendu)								Vendu le 13 Mars 2012
			Book-A-Million (Vendu)								Vendu en 3 fois le 30 Avril , 7et 24 Mai 2012
			Networks Engine (Vendu)								Apporté a l'OPA le 18 Juillet 2012
			LNC (Vendu)								Vendu le 1 Octobre ( solvabilité inférieur a 40%)
			CollabRx (Tegal) (Vendu)								Vendu le 30 Novembre 2012
			Pursuit Dynamic (Vendu)								Vendu le 28 Février 2013
			AV Homes (Vendu)								Vendu le 1 Avril 2013
			Amtech (Vendu)								Vendu le 27 Juin 2013

# News de nos sociétés



## **AKER (Norvège) Ticker : AKER.OL**

Notre holding énergétique norvégien annonce l'introduction en bourse d'une de ses filiale, *Ocean Yield*. De quoi permettre de calculer de manière encore plus fiable sa vraie valeur de marché ?

## **Alco Stores (USA) Ticker : ALCS**

Le bilan du deuxième trimestre des magasins Alco reste en demi-teinte. Nous observons tout d'abord un léger tassement de la valeur net-estate à 17.9911\$, et également de la VANT à 29.6351\$. Une nouvelle fois, après les chiffres de ce bilan, la solvabilité repasse sous les 40% (notre limite) à exactement 37.91%. Mais tout comme la fois précédente, nous avons identifié la cause de cette solvabilité insuffisante, en notant que les stocks ont augmenté de 14%. Cette augmentation des stocks n'a pas donné lieu à un retraitement de la valeur Net Estate de la société, car même si la durée est légèrement supérieure aux trois derniers exercices, 209 jours pour 181 jours (3n), elle reste dans les limites que nous avons fixées avant de retraiter. Et nous savons également que la société a lancé voici un peu plus de six mois des rayons congélations, demandant sans doute un stock plus important de certains produits pour l'été, comme les glaces...

Le plus décevant se situe au niveau du compte de résultats où les ventes du trimestre n'ont augmenté que de 0.86%, annulées par un coût des produits en hausse de 1.20%. Les frais généraux sont quant à eux, stables. Résultats des courses, ce trimestre se solde avec une perte de 0.51\$ par action, alors que sur la même période un an plutôt, la perte était de 0.29\$.

La direction nous explique que la situation économique est responsable, mais également les conditions climatiques, où certains états où sont installés leurs magasins ont subi des tempêtes de neige, du verglas, des tornades... qui auraient perturbé à certains endroits l'approvisionnement de marchandise et l'achalandage! C'est bien qu'elle n'ajoute pas également que les résultats ont été impactés par la maladie du chat du CEO et la toux du cheval du directeur financier... Mais elle ajoute aussi qu'une légère hausse de l'inflation, sans donner plus de détails, a également pesé! Et conclut en disant que ses résultats sont en ligne avec les détaillants régionaux du même secteur...

Nous n'apprécions pas beaucoup ce discours minimaliste qui se contente de peu et qui préfère trouver des causes extérieures, plutôt que chercher un

# News de nos sociétés

moyen d'améliorer la compétitivité de l'intérieur. Mais bon, les directions « nul-lissimes » sont plutôt la norme chez les Daubasses. Espérons quand-même qu'à terme la direction d'Alco ne s'enfonce pas dans cette catégorie.

## **Amtech Systems (USA) Ticker : ASYS**

Très beau boost ce mois-ci pour notre « techno-photovoltaïque » qui bénéficie d'un début de *recovery* du secteur mais aussi d'un partenariat avec Nexolon, un des leaders mondiaux dans le domaine des cellules solaires. Comme vous l'avez appris par email, notre stop-suiveur a été enfoncé et notre ligne a été vendue avec une coquette plus-value.

## **Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L**

Comme nous vous l'avions annoncé par mail, nous avons vendu cette participation historique de notre portefeuille avec un petit pincement au cœur mais aussi le sentiment du devoir accompli.

## **Deswell Industries (Chine) Ticker: DSWL**

Le premier trimestre de notre chinoise de Macao n'est pas des plus brillants. La Valeur net-net à 3.5569\$ et la valeur net-estate de 5.2131\$ sont en baisse. La VANT passe de 6.3451\$ à 6.1685\$. Sur les trois premiers mois de l'année, les ventes ont reculé de 21%. Nous observons toutefois que le coût des produits a également baissé de 15%. Et que les coûts administratifs et de vente ont eux aussi baissé de 5%, ce qui n'est pas suffisant pour garder la tête hors de l'eau. La société accuse donc une perte de 0.12\$ par action, alors qu'un an plutôt sur la même période elle enregistrait une perte de 0.04\$.

Le directeur général Francki Tse nous explique que ce résultat est principalement dû à la faiblesse de la demande sur les marchés où Deswell est actif, mais également dû à une augmentation des salaires de 19% des ouvriers chinois des unités de production en Chine continentale.

Au chapitre déclaration, monsieur Tse annonce un renforcement des équipes de vente et d'ingénieurs, une amélioration des capacités de développement des produits et l'amélioration des relations avec les clients actuels tout en conservant un œil attentif à la réduction des dépenses.

Le ton est plaisant et concis. Mais vous savez que chez les Daubasses, les belles déclarations ne nous impressionnent guère et que nous préférons toujours les faits traduits en chiffres.

## **Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L**

Le fonds a mis en place un programme de rachat d'actions pour un maximum de 585 000 titres et au prix maximal de 105% des 5 derniers jours de cotation. Étrange limite d'achat. En tout cas, le programme a été utilisé 2 semaines suite à son annonce avec l'achat de 350 000 titres à un cours moyen de 81p. Titres qui ont été ensuite annulés. Pour rappel, la dernière NAV ressort à 105,03p. Ces achats ont donc créé de la valeur pour l'actionnaire.

Le 13 juin, le fonds a encore vendu un immeuble, le Taka, pour une valeur supérieure de 18% à sa valorisation comptable du 31 décembre 2012, soit 1,25 M USD.

# News de nos sociétés

## First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Le mois dernier, nous vous annonçons la holding essentiellement investie sur les Philippines allait émettre de nouvelles actions pour financer des acquisitions. A l'époque, nous ne savions pas si les détenteurs de certificats ADR pourraient également bénéficier des droits de souscription à cette augmentation de capital. Il semble qu'en réalité, les détenteurs de certificats ADR recevront du cash pour la valeur de marché des bons de souscription à l'AK et non les bons de souscriptions eux-mêmes : ce qui devrait signifier que ceux-ci seront bel et bien dilués mais qu'ils devraient de l'argent pour compenser cette dilution.

## Gevelot (France) Ticker : GVLTPA

Nous avons encaissé ce mois-ci nos 1,8 EUR de dividende par action. Soit un rendement brut de près de 4%.

Publicité



[Pour en savoir plus, cliquez ici](#)

## JKX Oil & Gas (UK) Ticker : JKL

Un actionnaire minoritaire - *Eclairs Group and Glengary* - a tenté de faire passer une résolution pour sortir l'actuel CEO et de nommer des membres au *board*. La tentative a échoué, les actionnaires s'étant ralliés à l'actionnaire principal actuel. La stratégie suit donc son chemin pour notre junior pétrolière / gazière d'Europe de l'Est.

Pour tout vous dire, nous sommes plutôt méfiants du management, de la qualité de l'information financière publiée ainsi que du potentiel de l'entreprise de créer à long terme de la valeur pour l'actionnaire. Car non seulement les pays où résident les principaux actifs ne sont pas des modèles de respect des actionnaires en général, des actionnaires minoritaires encore moins. Affaire que nous suivons de loin avec un œil très critique.

## OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Le titre chute encore en symbiose avec le cours de l'or. Résultat : -31% sur le mois. La direction tente de rassurer les investisseurs avec un communiqué dans lequel elle indique que la nouvelle mine d'or mise en service aux Philippines va bien avoir des coûts d'extraction d'or négatifs. Du fait d'une extraction aisée car l'exploitation se fait à ciel ouvert et aussi du fait de la présence d'autres minerais comme le cuivre et l'argent.

## Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

La société a publié ses résultats annuels clôturés au 3 février 2013. Le management en profite pour préciser que son refinancement bancaire à moindre coût va permettre de (i) augmenter les investissements, (ii) accélérer la réduction de sa dette et (iii) pouvoir enfin récompenser les actionnaires qui souffrent depuis



# News de nos sociétés

plusieurs années - ce sont les mots du management - avec un dividende. Rien que ça. Nous sommes impatients de constater de tels miracles.

Enfin, chez les Daubasses, nous ne croyons que ce que nous lisons, pas dans le marc de café, mais sur le bilan. Et au cours actuel de 45p, du fait d'un immobilier important, la décote sur les actifs tangible reste importante. Le ratio VANE ressort à 0,53 ou encore une valeur de la VANE de 84p par action. Le potentiel sur la VANT est de +248%. Une daubasse à l'anglaise, que nous gardons précieusement au chaud, le temps que le marché se rende compte de son erreur d'évaluation.

## **Performance Technologies (USA) Ticker : PTIX**

Grâce au gain de +27% en 3 mois, le titre cote désormais à 1,24 USD. Ce qui permet donc à l'action de respecter la règle 5450(a)(1) du marché réglementé NASDAQ de coter au dessus des 1 USD. Le risque de *delisting* s'éloigne donc. Plutôt une bonne nouvelle en terme de garantie de diffusion de l'information pour l'actionnaire minoritaire.

## **Plastivaloire (France) Ticker : PVL.PA**

Après les ventes, ce sont les résultats du 1er semestre (clôturé le 31/03) qui sont disponibles. Sans surprise, ce semestre est déficitaire, la baisse des dépenses opérationnelles n'ayant pas permis de compenser la baisse du chiffre d'affaires. La direction ne reste cependant pas les bras croisés en poursuivant la restructuration de la filiale à problème (Bourbon). Elle espère aussi que le résultat opérationnel final de l'exercice sera positif. Malgré un léger tassement, la VANT s'établit à 48,77 euros par action, ce qui laisse une belle marge de sécurité sur le cours actuel.

## **PV Crystalox Solar (UK) Ticker : PVCS.L**

Pas de nouvelle sur la date du versement du dividende exceptionnel de 7.25 GBp.

## **Scott Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD**

Il semblerait, d'après le compte rendu de l'assemblée générale, que Timothy Stabosz a perdu sur toute la ligne, aussi bien sur la proposition de vendre la société que de virer la direction. Il dit vouloir désormais tenter une action en justice, pour continuer à mettre la pression sur la direction, mais nous restons sceptique...

## **SemiLeds (USA) Ticker : LEDS**

La société a annoncé le lancement de deux nouvelles familles de produits, le 10-watt haute puissance série N9 et la série P50N mi-puissance de 0,17 à 0,50 watts. Les deux familles de produits vont profiter de la structure verticale de la société.

Espérons surtout que ces deux produits tirent les profits à l'avant.

## **Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA**

La valeur liquidative de la société est de 1693.34 Euro.

# News de nos sociétés

## **Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC**

Le bilan des trois premiers mois de l'année 2013 clôturé le 4 mai, est sans grandes surprises et toujours positif. Dans l'actif courant, le cash pèse 40% et le stock 55%. En 2012, à la même époque, le cash pesait 25% et le stock 75%. Nous ne serions pas étonnés d'un nouveau dividende exceptionnel en fin d'année, avec tout ce cash en caisse. La VANT s'établit à 5.6685\$, en très légère baisse. Par rapport aux 3 premiers mois de 2012, les ventes sont en recul de 17%.

Les profits ressortent sur les 3 premier mois de l'année à 0.05\$, alors qu'ils étaient de 0.09\$ à la même époque un an plutôt.

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

La NAV du fond est de 5.67\$, en hausse de 1.06% par rapport au mois précédent.

## **Universal Security Instruments (USA) Ticker : UUU**

Le rapport du premier trimestre 2013 étant disponible, nous observons une légère amélioration de la situation patrimoniale de la société. La VANT en légère augmentation, s'établit à 10.6836\$. Les profits on augmenté de 16% par rapport à la même période un an plutôt et rapporté sur 12 mois.

Universal Security envisage de continuer à élargir sa gamme de produits de nouvelle génération avec l'introduction de nouvelles technologies de pointe pour la détection de la fumée et du monoxyde de carbone.

Même si le cours de la société a stagné depuis notre achat, nous pensons toujours que la valeur minimum de la société est de 10.6836\$ (sa VANT) et donc recèle un potentiel de plus ou moins 100% au cours actuel.

## **Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA**

La société annonce une augmentation des prix sur sa production brésilienne. Et également l'acceptation formelle, par l'Autorité Centrale de l'Electricité (CEA) Indienne, du dépôt de Dossier de Projet Détaillé de la centrale hydroélectrique Tato-1 (186MW) dans l'Etat de l'Arunachal Pradesh.

Suite à la soumission de ce dossier, Velcan Energy est confiant quant à l'obtention au début de 2014 de l'autorisation Techno-économique, délivrée par le CEA. Cette autorisation permettra à Velcan d'entamer les négociations pour un contrat de vente d'électricité à long terme.

Cela semble pas mal, en attendant le véritable démarrage de cette centrale.

## **Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L**

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,589 USD au 21 juin 2013, en hausse de +7,1% par rapport au mois dernier (1,589 USD au 24 mai 2013).

Sur le mois de juin, la société a (encore!) racheté 175 000 de ses titres sur le marché à un cours moyen de 1,29 USD. Soit avec un rabais de 24% sur la dernière NAV.

# News de nos sociétés

## Que faire avec les mines d'or ?

De nombreux abonnés nous interrogent au sujet des mines d'or, sur les fluctuations de leur cours bien supérieures à celles de l'or proprement dite et sur l'opportunité ou non de renforcer. Comme vous le savez, nous ne conseillons rien à nos aimables abonnés mais nous leur disons ce que nous faisons et pourquoi nous le faisons.

Ce qu'il faut bien comprendre avec les mines d'or, c'est l'effet de levier qu'elles procurent par rapport aux cours de l'or.

Imaginons une mine d'or dont les coûts d'extraction seraient de 1 000 usd l'once et qu'elle détiendrait des réserves pour 50 000 onces.

Sa valeur avec un cours de l'or à 1 500 est de  $(1\,500 - 1\,000) \times 50\,000 = 25\,000\,000$ .

Si le cours de l'or perd 30 % et s'établit à 1 050, sa valeur est de  $(1\,050 - 1\,000) \times 50\,000 = 2\,500\,000$ , soit 10 fois moins.

Si le cours de l'or prend 30 % et s'établit à 1 950, sa valeur est de  $(1\,950 - 1\,000) \times 50\,000 = 47\,500\,000$ , soit presque 2 fois plus.

Et si le cours de l'or tombe durablement sous 1 000 usd ... la mine doit restructurer et fermer provisoirement ou définitivement.

Ceci pour dire qu'il n'est pas étonnant que les cours des mines d'or fluctuent beaucoup plus que ceux de l'or et surtout l'importance de choisir des mines dont les coûts d'extraction sont faibles et qui pourront « tenir » aussi longtemps que les cours de l'or seront sous pression.

Pour l'heure, nous tablons dans nos modèles de valorisations sur des coûts directs d'extraction de 200 usd pour **Dundee** et 800 usd pour **Oceana**. Ce qui signifie probablement, en tenant compte des frais indirects (administratif et commercial), et en dehors des effets de couverture qu'au cours actuel du métal jaune, **Oceana** présente un compte de résultat déficitaire.



# Analyses de société

## Henderson Land Development Co. Ltd.

(OTC Markets, Ticker: HLDCY / ISIN : US4251663039)

### I. Introduction



恒基兆業地產有限公司  
HENDERSON LAND DEVELOPMENT COMPANY LIMITED

La période « bullesque » que nous traversons (du moins au dire d'un certain nombre d'analystes financiers) laisse apparaître de moins en moins d'opportunités pour les investisseurs « value ».

Il semble que, pour l'heure, il subsiste une zone géographique qui ne fasse pas tout-à-fait l'unanimité et on peut penser que c'est là qu'on peut encore acquérir quelques entreprises à des prix, si pas bon marché, à tout le moins corrects.

Cette zone, c'est la Chine continentale.

*« Quoi ? Après vos déboires chinois, vous voulez toujours investir dans l'Empire du Milieu ? »*

Nous comprenons votre interrogation, ami(e) lecteur(trice).

Ce qui nous pose essentiellement problème avec les entreprises chinoises, c'est le manque de respect des actionnaires et l'aspect nébuleux des informations financières.

Mais, comme nous l'avions déjà souligné, ce genre de phénomène ne se retrouve pas dans les zones de Chine « insulaires » : Macao, Hong Kong ou Taïwan sont autant de places financières dans lesquelles le respect de la propriété privée et la sécurité juridique sont érigés en points cardinaux de leur culture capitaliste et ce, au même niveau que la plupart des pays anglo-saxons. Ainsi, nous estimons qu'une société qui aurait son siège dans un de ces états présente des garanties suffisantes pour les investisseurs « value » et ce, même si une partie de ses actifs sont situés en Chine Populaire.

Justement la Chine, revenons-y si vous le voulez bien. Les éléments qui nous font dire que celle-ci n'est peut-être pas encore en situation de bulle sont les suivants :

- Tout d'abord, alors que les principaux indices occidentaux sont proches de leur plus haut de 2007, l'indice MSCI China se situe encore plus de 40 % sous son sommet de l'époque.



# Analyses de société

- Mais il est un indicateur que nous aimons utiliser (il le serait d'ailleurs, suivant la légende, par Warren Buffett lui-même) : il s'agit du rapport entre la capitalisation boursière totale d'un pays et son PIB. Au cours des 8 dernières années, le rapport entre la capitalisation boursière et le PIB chinois a été, en moyenne, de 131 %. Le plus haut en 2007 était de 322 % et le plus bas, début 2013 de 49 %. Aujourd'hui, ce ratio se situe à 56 %, soit tout près de son plus bas, nettement plus bas que sa moyenne et à une très grosse distance de son plus haut.

C'est une des raisons pour laquelle, à titre de diversification pour le portefeuille personnel de certains d'entre nous, nous nous sommes intéressés à la société que nous vous proposons aujourd'hui.

Cette société s'appelle Henderson Land Development Company. Elle ne correspond pas à nos critères « value » traditionnels (ni VANN, ni décote suffisante sur la VANE) mais elle nous semble, un peu dans l'optique de Jardine et de First Pacifics, consister en une bonne diversification « value » sur la zone Asie-Pacifique.

Henderson Land Development Company est un promoteur et investisseur immobilier dont le siège est établi à Hong Kong. Son terrain de jeu favori se situe à Hong Kong, bien sûr, mais aussi en Chine Continentale. La société a été fondée en 1976 et est cotée sur la bourse de Hong Kong depuis 1981.

Il est possible d'acquérir des actions sur l'OTC américain. Le CEO et fondateur, « l'honorable » Lee Chau Kee, 84 ans, contrôle 62 % du capital.

Comme nous l'avons signalé ci-dessus, la société déroule ses activités sur deux zones :



- A Hong Kong tout d'abord, où la société est détentrice de la plus grosse réserve de terrains agricoles (385 hectares). Au gré des opportunités, ces terrains sont destinés à être bâtis. Elle développe aussi d'importants projets immobiliers résidentiels dans le segment du luxe. Enfin, elle gère un patrimoine immobilier important, essentiellement composé de bureau et de surfaces commerciales. Elle détient notamment quelques immeubles de prestige à Hong Kong, notamment l'International Finance Center qui est un immeuble gigantesque combinant des espaces de bureaux, de commerces, de divertissement ainsi qu'un des plus beaux hôtels du monde.

- Cela fait 20 ans que Henderson a mis le pied en Chine continentale. Elle y développe des promotions sur des centres commerciaux ou du résidentiel, et est investie sur des immeubles tant résidentiels que de bureaux ou commerciaux.

# Analyses de société

Nous notons aussi que par l'intermédiaire de sa filiale entièrement consolidée, Henderson Investment, le groupe est également actif, de manière plus marginale, dans les activités d'infrastructure en Chine continentale. Le principal actif de Henderson Investment est une participation de 60 % dans un pont à péage qui relie Pékin à la province de Zhejiang.

Mais ce n'est pas tout : à l'instar du groupe italien « Vianini », Henderson Land Development est une sorte d'hybride mi-industriel mi-holding.

Ainsi, à côté de ses activités opérationnelles, elle détient d'importantes participations dans des sociétés cotées et non cotées.

Nous allons tenter de valoriser tout ce bric-à-brac.

## II. Valeur de Holding en cas de Mise en Liquidation

Nous allons commencer par les actifs opérationnels de la société.

Le principal poste de l'**actif courant**, ce sont les **stocks d'immeubles**. Les terrains « en portefeuille » représentent 13 % du total. Le solde est composé d'immeubles en construction ou déjà construits et destinés à la revente. 2/3 du stock est localisé à Hong Kong et 1/3 en Chine. Nous n'avons aucune idée du niveau de valorisation de l'immobilier dans cette région du monde. Si nous nous basons sur la dernière étude de The Economist (cfr tableau ci-dessous), l'immobilier résidentiel en Chine serait très légèrement surévalué sur base de son rendement locatif mais largement sous-évalué par rapport aux revenus des ménages. Par contre, à Hong Kong, la surévaluation locative serait démentielle.

**The Economist house-price indicators**

	Latest, % change		Under(-)/over(+) valued, against*:	
	on a year earlier	since Q4 2007	Rents	Income†
Hong Kong	21.8	86.8	69	na
Austria	10.1	23.3	-13	na
South Africa	5.0	12.2	-5	10
United States	4.3	-20.5	-7	-20
Switzerland	3.6	21.6	nil	-8
Canada	3.3	20.0	78	34
Singapore	2.8	24.1	57	na
Germany	2.7	8.8	-17	-17
Australia	0.3	10.4	45	23
China	-0.5	16.7	7	-35
Britain	-0.9	-11.2	21	12
France	-1.3	2.7	50	35
Sweden	-2.6	8.1	31	18
Japan	-2.6	-14.2	-37	-36
Italy	-4.0	-11.3	-1	12
Ireland	-5.7	-49.4	-1	-5
Netherlands	-6.8	-13.5	17	33
Spain	-9.3	-24.3	19	21

Sources: BIS; Haver Analytics; Hong Kong RV; Nationwide; OECD; Teranet and National Bank; Thomson Reuters; The Economist

\*Relative to long-run average  
† Disposable income per person

# Analyses de société

En fonction de ceci, nous prenons une marge de sécurité de 35 % sur le stock d'immeubles insulaires et de 10 % sur le stock continental. Nous reprenons donc les stocks pour 21,35 HKD.

Les autres postes de l'actif courant sont plus symboliques : nous tenons compte des **créances** en prenant une marge de sécurité de 20 % (soit 1,77 HKD), du **cash** (5,48 HKD) et des **acomptes versés en vue d'acquisition** (2,15 HKD).

Au niveau des actifs fixes, le poids lourd est évidemment le poste d'**immeubles détenus en vue d'être loués**. Leur statut « d'immeubles de placement » fait qu'ils sont valorisés dans les comptes à leur juste valeur et non au coût d'acquisition amorti comme nous avons l'habitude de le voir avec nos daubasses.

75 % des immeubles sont situés à Hong Kong et 25 % en Chine. Afin de tenir compte du phénomène de surévaluation à Hong Kong, nous prendrons une marge de sécurité de 30 % sur la juste valeur de ces immeubles et de 15 % sur la valeur de l'immobilier chinois. Nous reprenons donc l'immobilier détenu directement par Henderson Land pour la somme de 29,03 HKD par action.

Même s'ils ont certainement une certaine valeur, nous ne tenons pas compte des **droits emphytéotiques sur les terrains**. De même, fidèles à nos habitudes, nous reprenons les **actifs d'impôts différés** pour 0.

La société détient aussi des **intérêts dans des joint-ventures**. Nous reprenons ces intérêts pour 50 % de leur valeur aux livres, soit 5,64 HKD par action.

De même, nous tenons compte du poste « **autres actifs financiers** » pour la moitié de sa valeur aux livres, soit 0,84 HKD.

Nous déduisons l'entière des dettes financières ou non ainsi que les intérêts des minoritaires, ce qui représente 29,10 HKD.

**Hors bilan**, nous trouvons des **engagements futurs sur des chantiers** mais, comme ces engagements trouveront leur contrepartie avec des actifs nouveaux, nous décidons de ne pas en tenir compte. A toutes fins utiles, nous signalons que ces engagements représentent 12,32 HKD par action.

Par contre, nous reprenons les **engagements de loyers futurs à payer** pour la moitié de leur valeur, soit 1,73 HKD.

En fonction de ce qui précède, nous valorisons donc les activités opérationnelles de Henderson Land dans un scénario de mise en liquidation volontaire à 35,44 HKD.

Mais comme nous l'avons souligné ci-dessus, ce n'est pas tout : le groupe détient des **participations dans différentes sociétés** et, à leur cours de bourse actuel, elles ne sont pas du tout négligeables.

# Analyses de société



Commençons par le morceau de résistance : **The Hong Kong China Gas** dont Henderson détient 39,88 %. Cette société est active dans la distribution de gaz, d'eau et d'électricité à Hong Kong et en Chine. Au cours de 18,64 HKD, cette société pèse 27,07 HKD par action Henderson, soit pratiquement tout le poids des activités opérationnelles.

Les autres participations sont nettement moins importantes. Nous relevons néanmoins :



- Une participation de 44,21 % dans **Miramar**, une entreprise active dans l'hôtellerie, l'exploitation de centres commerciaux, la restauration, les agences de voyage et les boutiques de mode à Hong Kong. Au cours actuel de 9,42 HKD, cette ligne pèse 0,91 HKD par action Henderson.



- Une participation de 31,36 % dans **Hong Kong Ferry**, une compagnie de promotion immobilière et chantier naval à Hong Kong et qui détient aussi des agences de voyage à Hong Kong et Macao. Au cours actuel de 7,53 HKD, elle représente 0,29 HKD par action.

- Et enfin, une participation de 33 % dans un promoteur immobilier non coté du nom de **Star Play Development** que nous reprenons pour la moitié de sa valeur aux livres, soit 0,34 HKD.

## III. Conclusions

En résumé, avec Henderson Land Development Company, nous achetons :

- Des activités de promotion et de gestion immobilière, ainsi qu'un pont à péage pour 35,44 HKD
- Des activités dans les utilities (services aux collectivités) pour 27,07 HKD
- Des participations dans des sociétés cotées ou non pour 1,54 HKD

Soit, selon nous, une valeur de holding de 64,05 HKD ou, après conversion en USD, 8,25.

Pour l'heure, sur l'OTC, il est possible d'acquérir des actions Henderson Land à un cours de 5,86 USD, soit avec une décote de 29 %, intéressante sans être réellement attractive.



# Analyses de société

## Infosonics Corp.

(Nasdaq, Ticker: IFON / ISIN : US4567841071)

### I. Introduction



C'est la deuxième fois dans l'aventure Daubasse que nous avons l'occasion de croiser le chemin d'Infosonics. Nous avons acheté des titres le 7 mai 2010 à un prix de revient, frais de courtage inclus, de 0,637 USD. Nous les avons revendus le 5 mai 2012 avec un gain net de frais de 69,57%. Lors de notre premier achat, son ratio de solvabilité était de 52%. Il est aujourd'hui de 99%.

A l'époque, l'activité d'Infosonics était principalement la distribution de produits et accessoires téléphoniques. Principalement via des exclusivités de licence comme Samsung et en majorité en Argentine.

Le siège de la société se situe toujours à San Diego (Californie) et elle emploie 108 salariés.



Aujourd'hui, le modèle s'est quelque peu transformé puisque l'entreprise distribue uniquement ses propres produits qu'elle conçoit elle-même sous sa marque **verykool**. Ce sont des produits d'entrée de gamme en terme de prix, mais qui sont d'un bon niveau technique. Ils ont adopté le système d'exploitation de Google au petit bonhomme vert, Android.

Désormais, Infosonics répartit son activité sur l'ensemble des pays d'Amérique Centrale et d'Amérique Latine. La société sous-traite la production de ses produits en Chine. Elle assure le contrôle qualité et les frais de recherche et développement.

L'analyse actuelle est réalisée sur la base d'un capital composé de 14 184 146 actions ordinaires et à partir des comptes trimestriels arrêtés au 31 mars 2013, et parfois des données des comptes annuelles 2012 quand l'information n'était pas assez détaillée dans les comptes trimestriels. Nous ne tenons pas compte dans notre calcul des exercices d'options qui sont exerçables à un cours de 0,97 USD, soit plus du double de notre cours de référence.

Le cours de référence est le cours de clôture du vendredi 28 juin 2013, soit 0,45 USD.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 1,45 USD par action et l'ensemble de ses dettes représente 0,34 USD par action. Sa valeur d'actif net-net

# Analyses de société

est donc de 1,11 USD par action, que nous avons ensuite retraitée de 0,09 USD par action à cause d'une dégradation du paiement des créances, passant d'une moyenne de 82 jours sur les 3 dernières années à 110 jours en 2012. Après cet ajustement, nous obtenons une valeur d'actif net-net de 1,02 USD par action.

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

La société ne détient pas d'immobilier, terrain comme bâtiments. Nous ne pouvons donc calculer de valeur d'actif net-estate.

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



Dans cette évaluation, nous essayons d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble de ses actifs.

Avant de plonger au cœur du bilan comptable d'Infonics, nous souhaitons, cher(e) abonné(e), vous apporter une remarque préalable : quasiment l'ensemble des actifs est composé d'actifs courants, soit les actifs les plus liquides. En deux mots, ce sont ceux que nous préférons. Aussi, nous ne constatons aucune dette bancaire et aucun passif à long terme. A priori, tout ceci sent bon la Daubasse. Maintenant, allons-y !

Tout d'abord, dans l'**actif courant**, commençons avec **créances clients** inscrites au bilan pour une valeur de 0,70 USD par action. La société a été payée en moyenne en 82 jours sur les 3 dernières années et en 110 jours sur l'exercice 2012. Du fait de ces délais de paiement qui ont tendance à se rallonger, nous pensons qu'une marge de sécurité de 20% n'est pas exagérée et nous repreneons donc pour ces créances un montant de 0,56 USD par action.

Nous avons ensuite la **trésorerie**. Elle représente 0,33 USD par action et n'appelle aucun commentaire. Nous la repreneons telle quelle.

Le troisième poste est composé des **stocks** pour une valeur de 0,23 USD par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 21 jours et de 45 jours sur l'exercice 2012. Ces délais nous semblent relativement courts. La direction a déjà opté pour 8% de provision pour obsolescence potentielle des produits. Du fait de la technicité des produits, nous décidons de prendre une marge de sécurité supplémentaire de seulement de 10%. Ainsi, la valeur retenue pour ces stocks est de 0,21 USD par action.

La société a également payé en avance certains fournisseurs. Ces **paiements en avance** représentent 0,16 USD par action et les repreneons tels quels.

# Analyses de société

Enfin, les **autres créances vis-à-vis de tiers** représentent 0,02 USD par action. Par prudence et pour augmenter notre marge de sécurité dans notre calcul de la VMLV, nous ne tenons pas compte de leur valeur.



En ce qui concerne les **actifs non courants**, Infosonics possède des **machines, des équipements et du mobilier** acquis pour une valeur de 0,06 USD par action et amortis à hauteur de 0,04 USD par action (soit 66%), ce qui représente une valeur nette comptable de 0,02 USD par action. Nous constatons par ailleurs la présence dans l'actif non courant « **d'autres actifs** » comptabilisés pour 0,02 USD. Nous allons symboliquement prendre une valeur pour l'ensemble de ces actifs, dont une partie est localisée en Chine, pour 0,01 USD par action.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 0,34 USD par action.

En **hors bilan**, nous avons trouvé des **contrats de location** qui représentent des engagements de loyers pour 0,06 USD.

Enfin, pour être exhaustif, nous avons également trouvé des **litiges en cours** en République Dominicaine et Puerto Rico que nous évaluons à 0,09 USD en cas d'issues défavorables.

Pour résumer, nous obtenons en cas de mise en liquidation volontaire, la valeur suivante (en USD par action) :

## Actif courant

- + Poste client : 0,56
- + Trésorerie : 0,33
- + Stock : 0,21
- + Paiements en avance : 0,16
- + Autres créances : 0

## Actif immobilisé

- + Equipements et matériels : 0,01

## Passif

- Total passif : -0,34

## Hors bilan

- Loyers futurs : -0,06
- litiges en cours : -0,09

Nous obtenons donc une VMLV de 0,78 USD par action.



# Analyses de société

## IV. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société n'a généré qu'à une seule reprise un résultat opérationnel positif, en 2009.

Il nous est donc impossible de calculer une VCB.

## V. Conclusions

Au cours actuel de 0,45 USD, le titre Infosonics présente une décote de :

56% sur la VANN

42% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est de : **+154%**

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **99%**

### ***Nouveauté !***

Nous vous présenterons pour chaque analyse désormais le **Ratio Technologique**. Il s'agit en fait d'un ratio qui va nous permettre d'évaluer à la grosse louche le savoir-faire technique d'une Daubasse et ainsi de pouvoir la comparer avec une autre. Ce qui facilitera nos décisions d'investissement si nous hésitons sur plusieurs cibles à l'achat.

Ce ratio est calculé de la manière suivante :

$$\frac{\text{Dépenses de Recherche \& Développement des 5 dernières années}}{\text{capitalisation boursière}}$$

Ce qui nous donne un ratio technologique = 74%

Par exemple, dans notre cas présent, cela se lit ainsi : « les dépenses en recherche et développement des 5 dernières années représentent 74% de la valorisation de la société par le marché. »

Ce dernier ratio nous rappelle le changement de modèle stratégique avec le développement de la marque propre de smartphones Verykool.

Dans son dernier rapport trimestriel, la compagnie précise qu'elle possède la majeure partie de ses actifs ainsi que ses principaux partenaires aux Etats-Unis et en Asie. Ce qui nous rassure, car nous nous inquiétions sur le fait qu'elle soit très active en Argentine, pays peu enclin à faire des cadeaux aux entreprises



# Analyses de société

privées. Nous faisons ici allusions aux différentes nationalisations qui ont fait la une de la presse il y a peu de temps (à savoir la filiale pétrolière de l'entreprise espagnole Repsol qui a été nationalisée sans discussion. L'indemnisation en compensation est encore en pourparlers). En fait, son activité dans ce pays ne représente plus que 2% de son activité en 2012. Elle a représenté bien plus par le passé, c'était même le premier de ses marchés lorsque sa principale activité était la distribution sous licence de produits Samsung. Licence que l'entreprise n'a pas renouvelée lors de son expiration fin 2011. Et nous ne pouvons que nous en réjouir.

Il y a un autre élément quelque peu perturbant sur le titre Infosonics. Car il s'agit bien du titre et d'un souci clairement technique. Puisqu'à notre cours de référence de 0,45 USD, il existe un risque de *delisting* du NASDAQ. Un quoi ? En fait, si le titre ne remontait pas à plus de 1 USD au 10 juin 2013 ou au moins 10 jours de suite sur les 180 derniers jours, en vertu du Nasdaq Listing Rule 5810(c) (3)(A), le titre devait quitter le marché réglementé et se faire coter ailleurs... Sur un marché de gré à gré ou plus aucune obligation de publications de comptes n'est requise.

Cependant, nous estimons le risque faible. En effet, il s'agit plus selon nous d'une véritable volonté ouverte du management. Car un simple split permet de résoudre le problème : regrouper 2 actions en 1 action qui vaut 2 fois plus par exemple.

Enfin, nous rappelons que notre objectif de cours de 1,14 USD se situe au-delà des 1 USD.

Nous remarquons par ailleurs que le titre cote aujourd'hui - bien après le 13 juin - sous les 1 USD depuis octobre 2012 tout en restant coté sur le NASDAQ. Certainement que le comité du NASDAQ doit considérer la société Infosonics comme sérieuse.



## 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**