

# INVESTIR INTELLIGEMMENT



# Sommaire

Edito .....	<a href="#"><u>page 3</u></a>
Portefeuille .....	<a href="#"><u>page 25</u></a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#"><u>page 27</u></a>
News de nos sociétés .....	<a href="#"><u>page 29</u></a>
Analyse de la société Amtech Systems Inc. ....	<a href="#"><u>page 37</u></a>
Analyse de la société Electronic Systems Technology Inc. ....	<a href="#"><u>page 41</u></a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#"><u>page 45</u></a>

# Edito



**R**étrospective sur l'année écoulée.

**L'Equipe des Daubasses vous souhaite ses meilleurs voeux pour 2013 ! Et un maximum de plus-values !**

Pour commencer 2013, avec enthousiasme, nous jetons un dernier regard sur l'année 2012 et toutes les Daubasses qui sont entrées et sorties de notre « parc à container » ou plutôt ... de notre portefeuille. C'est à la fois une rétrospective sur tous nos mouvements, mais également un petit voile levé sur l'intérieur de notre « cuisine », avec anecdotes, souvenirs de discussion, joies et aussi regret.

Nous avons effectué 52 mouvements dans le portefeuille en 2012. Nous avons réalisé 2 augmentations de capital pour ajouter des liquidités au portefeuille. Nous avons enregistré 2 ventes avec pertes, 8 ventes avec gains dont seulement 2 baggers (titre vendu avec un rendement supérieur à +100%).

**La performance annuelle au 31 décembre 2012 a été de 24%.** Nous la jugeons satisfaisante, même si nous aurions aimé que le « 4 » soit devant le « 2 » !



# Edito

Janvier 2012

4 janvier - Renforcement : Nous venions à peine de retrouver nos esprits, après les « gueules de bois » à répétition du 31 décembre et du premier janvier, quand nous avons décidé de renforcer la techno **ADDvantage** à un prix de 2.08 \$, légèrement plus élevé que lors de notre premier achat datant de novembre 2011, où nous avons acheté un premier lot à 1.93\$. Nous ne pouvons pas dire que la discussion a laissé un souvenir impérissable, mais cette Daubasse générerait et génère toujours des profits et en plus possède de l'immobilier.

9 janvier - Achat : Les choses sérieuses commencent. Rappelez-vous qu'après l'écroulement et la sortie de l'Euro annoncée de la Grèce et du Portugal, suivrait l'Espagne, l'Italie, la France... Et après le déluge, même le Luxembourg danserait la valse à mille temps osait affirmer avec force certains spécialistes ! En plus l'immobilier était toujours étalé de tout son long sur le boulevard de la déroute... C'est donc en plein incendie annoncé et virtuel de « Rome », qui en avait vu d'autre, que ce fabricant de carrelages qu'est **Ceramice Richetti**, dirigé par Alfonso Panzani - nous n'inventons rien, c'est le CEO de la boîte - nous est apparu, comme une opportunité des grands jours, avec sa décote de plus de 90% sur ses actifs net-estate et son potentiel de plus de 1 000%. Mais aussi de par son activité extérieure à l'Italie que nous avons jugée essentielle puisque la société exporte dans 34 pays.

12 janvier - Achats : Trois jours plus tard, comme Rome était toujours debout et que la Bourse de Milan n'avait pas flanché, nous avons remis le couvert, avec un nouveau fabricant de carrelage, le groupe **Panaria**, qui était nettement moins décoté que Richetti mais qui avait l'avantage de présenter des produits de luxe, sur une grande majorité de son offre, exportait au niveau mondial et était dirigé par la famille Mussini.

L'achat de **Benetton**, le même jour, a inauguré une première : le premier « Brand » estampillé Daubasses dans le portefeuille. L'analyse a été menée avec méticulosité, la chose était tout bonnement incroyable et surtout passée et repassée au peigne fin. Trouver une société qui est proposée par le marché sous ses fonds propres est toujours étonnant... Trouver une « marque » cotant sous ses fonds propres, c'est comme trouver un OVNI dans son potager et mettre un doigt timide sur l'aileron arrière. Et pourtant, cela a existé ce 12 janvier 2012, puisque nous avons acheté cet OVNI nommé Benetton sur la bourse de Milano à 2.9891 € exactement, frais inclus.

Du 13 au 23 Janvier, ce sont nos épouses respectives qui pourraient vous parler de l'esprit italien que nous avons tenté de vivre au quotidien, avec ses cannelloni - ricotta, ses tagliatelles - vongole, ses *pasta* à l'huile de truffe blanche, ses *pancetta* et ses *Chianti classico*, *Brunelo* et autre *Sassicaia*... véritables « délicatesses » gustatives... que nous avons savourées pendant 10 jours à chaque repas, en attendant avec détachement la prochaine chute de Rome.

24 janvier - Vente : Nous avons vendu **Giga-Tronics**. Cette vente qui a généré 18% en 105 jours, puisque nous avons acheté la société le 11 octobre 2011, ne nous a vraiment pas plu et nous a surtout permis de tirer la première leçon de

# Edito

l'année 2012. En fait, des impôts différés que l'on range dans les actifs courants, et qui en deux mots sont des « droits » pour une société de déduire, dans le futur, des charges constatées dans le présent, n'ont pas pu être réalisées. Résultat, la Valeur d'actif net tangible (VANT) de la société a baissé au niveau du cours, ce qui nous a obligés à vendre selon notre processus. Pour éviter cette surprise à l'avenir, nous avons décidé de ne plus considérer ces actifs, comme des actifs tangibles puisque la société Giga-Tronics nous a démontré qu'il existait une chance qu'ils s'évaporent à un moment ou à un autre. Tout comme le goodwill et les intangibles, nous avons décidé de déduire systématiquement à partir de cette date, ces impôts différés des fonds propres pour avoir une Valeur d'Actif Net Tangible.

25 Janvier - Achat : En cette fin janvier, nous étions à la recherche d'actifs encore plus solides, qui résisteraient à la production effrénée de monnaie papier, qui sauraient lutter contre l'inflation, la déflation et qui était fortement décotés. Une sorte de Graal de la Daubasse. Nous avons trouvé notre bonheur avec ces fermiers danois qui exploitent et possèdent des terrains agricole en Roumanie et produisent du lait en Slovaquie. Mais surtout, nous avons acheté à travers **First Farms**, des terrains arables parmi les plus fertiles d'Europe à 2 000€ l'hectare en Roumanie ! Nous n'avons pas la moindre idée du moment où ces terrains vaudront 4 ou 5 fois plus. Mais nous pensons que cet actif est sans doute un des plus solides que nous avons achetés depuis 2008. La discussion et les recherches que nous avons menées ont duré des jours entiers. Et nous avons tenté de vous les relater le plus fidèlement possible dans notre lettre mensuelle n°11 du mois de mars. Lettre qui fait 76 pages en format PDF... A cause de cette discussion interminable ! Nous avons pensé un instant à contacter le Guinness Book pour qu'il nous classe dans la rubrique « la plus longue lettre financière du monde » mais le plus petit des deux Louis a jugé futile cette idée. Nous avons donc laissé tomber.

30 janvier - Vente : Il nous aura fallu 805 jours pour générer une perte de - 34.32% sur **Cycles Country Accessories** produisant entre autre des quad et des pièces pour quad. Menacée de délistement par le gendarme boursier américain, car sa joyeuse direction avait « oublié » de mentionner le nombre exact d'actions en circulation dans son dernier rapport. A partir de ces faits, il faut bien dire que tout type d'analyse devient superflu. Nous avons donc viré cette Daubasse sans le moindre remord et en étant presque satisfaits de ne pas avoir dû encaisser -94.32%. Pour l'anecdote, Franck avait toujours trouvé cette activité de quad suspecte, voir ridicule. Il se demandait même comment nous allions pouvoir faire de l'argent avec ce type d'activité ! Bien entendu, nous avons trouvé quelques articles expliquant que les Américains des zones agricoles et forestières étaient assez friands de ce genre d'engin... Même le plus grand des deux Louis expliquait que des voisins agriculteurs belges utilisaient ce genre d'engins... pour modérer l'aversion subjective de Franck ! Qui a fini par avoir raison, bien que les machines à 4 roues, ne soient absolument pas en cause, dans ce naufrage boursier.

# Edito

Février 2012

9 février - Renforcement : Cette date marque véritablement un « schisme » au sein de l'équipe et dévoile des tendances que deux d'entre nous avait bien cachées jusque là. En fait, à peine un mois après l'achat de nos deux sociétés de carrelages italiens, persuadés que Rome ne tomberait pas cette fois-ci, nous décidons de renforcer. Surprise, surprise, alors que deux membres étaient favorables pour renforcer les deux sociétés à parts égales, deux membres ont mis en avant **Panaria**, en argumentant que le segment de luxe du carrelage de Panaria était plus solide que les carrelages de « plouc » de Richetti, d'autant plus que la solvabilité de Richetti tournait autour de 43%, donc assez proche de notre limite de 40%. Comme il était quand même difficile de trouver des contre-arguments d'investissement sérieux à ces goûts de luxe, brillamment masqués, pour tenter de repêcher Richetti, nous avons donc renforcé Panaria sans unanimité.

14 février - Renforcement : Nous renforçons notre mine d'or canadienne **Oceana Gold Corp** à 2.43 CAD, alors que nous avions acheté un premier lot à 2.83 CAD. Nos discussions reviennent, une nouvelle fois, sur le triple avantage de cet investissement. Par ordre croissant d'importance selon nous :

1° L'or et donc les réserves de nos sociétés sont une protection incontestable, en cas de nouveau cataclysme financier, mais aussi de déflation ou d'inflation, même les spécialistes ne sont pas d'accord. A vous donc de trancher, voir de perte de valeur des monnaies papiers.

2° Ce que l'on nomme les « juniors », pour les petites mines, affichent un retard assez important de leur cours, aussi bien par rapport au prix de l'or, que par rapport aux Big Caps du secteur.

3° Avec notre valorisation qui tient compte d'un prix de l'or de 1 511\$ l'once (cours actuel autour de 1650\$) et du cuivre de 3\$ (cours actuel autour de 3.50\$, nous avons renforcé avec un potentiel supérieur à 150% sur la valeur d'actif net tangible de la société. Nous avons « d'or » et déjà décidé de renforcer, en 2013, nos deux mines d'or du portefeuille, sur replis important des cours et de l'or.

24 février - Renforcement : 10 jours après Oceana Gold, nous décidions de renforcer **Scott Liquid Gold**, le producteur « d'or liquide » pour carrelage, à savoir le savon... Notre « savonneux » préféré qui ne possède malheureusement pas de mines de savon et donc de réserve, mais d'immobilier, est en portefeuille depuis le 14 avril 2010, où nous avions acheté un premier lot à 0.31\$. Nous renforçons donc ce jour-là à 0.22\$. Nous ne pouvons pas dire que la discussion fut animée, car malgré ses deux ans d'âge en portefeuille, nous n'avons guère vu le bilan se bonifier au cours des trimestres. Par contre, au moment de ce renforcement, la société possédait 1.59\$ d'immobilier au prix coutant. Un actif tangible plutôt solide, principal levier de notre décision.

# Edito

27 février - Achat : Après le carrelage, l'or, la terre et le savon, l'équipe des Daubasses s'intéresse au plastique à travers **Plastique Val de Loire (Plastivaloire)**. Nous aimons ce type de société industrielle qui possède de l'actif immobilier en collatéral et d'autre part qui est « percutée » par un problème concret et externe, assez facile à comprendre et qui bascule de manière incontrôlée dans la catégorie Daubasse. Pourquoi rassurant ? Tout simplement par le fait que ce type de société subit la cyclicité liée à son secteur. Dans ce cas de Plastivaloire, la société subit la cyclicité du secteur automobile. Maintenant, rassurant ne veut pas dire que c'est dénué de risques, au contraire. Dans chaque creux de cycle, on ramasse des sociétés à la petite cuillère et d'autres encore disparaissent tout simplement. Mais avec un peu d'expérience, on peut comprendre qu'avec le maintien d'un minimum de chiffre d'affaire, sans endettement excessif et avec une chasse aux coûts, il est possible d'atteindre le bout du tunnel. Au moment de notre acquisition, la société avait plus de 50€ d'immobilier au coût d'acquisition et le marché nous a permis de l'acheter à 19€ ! La seule chose qui ne nous ait pas vraiment plus, c'est la ligne de la direction qui a décidé de se développer par acquisition. Et nous n'allons pas nous étendre sur cela car nous pourrions remplir trois pages *rapido*. Mais tous les investisseurs dans la valeur savent que se développer par croissance externe rime dans 90% des cas avec cimetière des éléphants.

## Mars 2012

13 mars - Vente : Nous avons vendu **Key-Tronics**. C'est notre premier bagger de l'année et notre 29ème bagger depuis le début de l'aventure. Acheté le 11 octobre 2011, il nous aura fallu 154 jours pour encaisser 174% sur notre investissement. C'est surtout - pour rebondir sur ce nous venons de dire au sujet de nos motivations sur l'achat de Plastivaloire, et bien que ce soit dans un secteur différent, la technologie - l'exemple d'une société qui connaît un problème conjoncturel à un certain moment, qui possède de l'immobilier en collatéral et qui semblait lors de l'achat être à la fois plus ou moins bien gérée, même si on n'en est jamais certain à plus de 50% et c'est aussi une société qui investissait énormément en R&D.

14 mars - Renforcement : **Coast Distribution System** est ce que nous pourrions désormais appeler une de nos sociétés « historiques », présente dans notre portefeuille le 24 novembre 2008, il nous en reste encore 5 qui n'ont pas atteint leur VANT. Nous renforçons pour la deuxième fois ce distributeur de pièces et matériels pour les loisirs de plein air comme le camping, la mer, pour le remorquage et des groupes électrogènes. Qui écoule ses produits à partir de ses 15 centres régionaux et qui compte 15 000 clients disséminés dans toute l'Amérique du Nord.

Ce qui nous plaît bien avec cette société et qui nous a donc amené à redébattre de l'opportunité de renforcer une nouvelle fois, c'est d'abord le fait que nous avons remarqué que la société était très cyclique et surtout dépendante de la santé économique des USA et donc des dépenses qu'étaient prêt à consentir les citoyens américains et canadiens, pour leurs loisirs. Par exemple,

# Edito

au plus haut de 1996, la société cotait 8.25\$, fin 2002 elle a enregistré un plus bas de 0.49 \$. En octobre 2006, elle enregistrait un plus haut de 9.93\$, en novembre 2008, elle cotait 0.85\$. Elle a donc pris en pleine poire les deux crises de ces 10 dernières années. Le cours a ensuite fait mine de repartir en 2009 et a poussé une petite pointe de 4\$, mais en février 2011, le soufflé semble être de nouveau retombé. En gros, nous ne pensons pas que Coast redémarrera sérieusement avant une embellie économique solide. Ensuite, depuis que nous la détenons en portefeuille, nous avons aussi observé des trimestres de profits et de pertes. 2009 et 2010 a vu la société en légers profits, mais de belles pertes au dernier trimestre 2011 et au premier trimestre 2012 sont venues gâcher la fête, mais au deuxième, la société a renoué avec ses profits. Au moment où nous renforçons, nous avons également pu observer des capitaux propres en très légère hausse par rapport à 2009, nous dirons donc stable, et une VANT également stable.

Nous pensons donc qu'il suffira d'être patient pour réaliser le potentiel de la société de plus de 200%. Nous avons donc acheté, le 24 novembre 2008 un premier lot à 1.1563\$ et nous renforçons à 2.40\$, ce qui fixe notre prix de revient frais inclus à 2.09\$.

15 mars - Renforcement et achat : A cette date, nous renforçons **SigmaTron**, pour la troisième fois. Nous avons acheté un premier lot de la société le 13 novembre 2009 à 3.33\$. Presque 2 ans plus tard, le 13 octobre 2011, nous renforçons une deuxième fois à 3.60\$. Et le 15 mars 2012, nous renforçons donc une troisième fois à 3.84\$ et établissons notre prix moyen frais inclus à 3.68\$. Et le potentiel est bien supérieur à 200%. En fait, il s'agit pratiquement encore du même schéma que précédemment qui nous amène à notre décision. Un collatéral immobilier de plus de 3\$. Une société qui fait toujours des profits depuis notre achat, une société qui a vu augmenter depuis notre achat ses capitaux propres et donc sa valeur d'actif net tangible de plus de 10%. Et dont on peut penser aussi par conséquent qu'elle n'est pas trop mal gérée.

Ce que vous pouvez constater, avec les trois derniers mouvements dont nous venons de vous parler, c'est que ce que nous appelons ce même schéma qui est évident de chez évident après un bagger, l'est bien moins quand la société est toujours cotée à 30% de la valeur de ses actifs tangibles comme l'est SigmaTron. Notre discussion a évidemment tourné autour de la difficulté de comprendre le marché, sur le fait qu'il n'avait toujours pas rectifié le tir sur cette société, avec son collatéral immobilier, ses profits et la croissance de ses fonds propres ou de notre difficulté à comprendre la société. Nous avons donc bien « labouré » les derniers bilans à la recherche d'un élément nous permettant de comprendre et nous n'avons rien trouvé. Notre conclusion du moment, c'est que si nous admettons d'abord notre ignorance sur la spécificité du marché sur lequel évolue SigmaTron qui pourrait peut-être justifier une correction du cours, nous nous demandons néanmoins si cette ignorance n'est pas plus positive que négative : cette ignorance nous permet de nous concentrer sur l'essentiel, à savoir la solidité financière de la société à différent niveau, prouvée à de multiples reprises dans les rapports trimestriels mais aussi annuels. Ce qui nous fait émettre comme hypothèse que le marché se focalise sans doute sur ce que

# Edito

nous pourrions appeler un détail qui, certes, nous échappe mais dont nous sommes persuadés que son importance est mineure ... jusqu'à preuve du contraire, bien évidemment.

Le même jour, nous achetions **Asia Pacific Cable & Wireless**, cette chinoise de Hong Kong qui a suscité pas mal de recherches quelques jours plus tôt et aussi un long débat et qui a commencé par un retentissant « ha non, plus de chinoise dans le portefeuille ! » en raison de la déroute que nous avons subie et qui nous a vraiment poussé au rire "jaune" spécifiquement asiatique : des moins-values, au moins 5 fois ! Au-delà de l'analyse et de nombreuses recherches sur la législation, la situation politique, économique, la liberté d'entreprendre et sérieux du capitalisme insulaire chinois dont fait partie Macao, Hong-Kong et Taiwan, le débat fut avant tout à caractère psychologique... Tout le monde pourrait comprendre que si l'on vous propose une nouvelle et belle voiture de couleur jaune, après que vous ayez percuté 4 fois un mur avec vos 4 voitures jaunes précédentes, même si vous n'avez jamais été superstitieux à n'importe quel sujet et encore moins sur une simple couleur, et que vous n'avez pas la moindre envie de le devenir... Vous serez enclins à dire quand même quelque chose du style « oh, non pas une jaune cette fois ! » En investissement, cela s'appelle le biais négatif. Et s'en défaire n'est pas nécessairement une mince affaire si l'on ne tente pas de comprendre les causes réelles qui vous ont fait percuter le mur et qui bien entendu n'ont pas la moindre corrélation avec la couleur jaune de la voiture. Si nous avons acheté Asia Pacific Cable & Wireless, c'est que nous sommes parvenus à larguer notre biais négatif. C'était certes une chinoise de Hong Kong mais d'abord encadrée de la même manière que dans tout pays capitaliste digne de ce nom et répondant entièrement à nos critères et qui connaissait aussi des difficultés comme toutes les sociétés auxquelles nous attribuons le label Daubasse. En plus, ce qui nous a également intéressés, c'est l'activité de la société en Thaïlande, à Singapour, en Australie et en Chine, bien évidemment. Que des endroits où le présent économique est déjà la locomotive du monde !

16 mars - AK : Notre première augmentation de capital de l'année nous permet de disposer de nouvelles liquidités.

26 mars - Vente et achats: **Benetton**, notre OVNI « chéri », fait une figure inhabituelle dans le ciel, le plus grand des Louis parle carrément d'un bras d'honneur, les autres membres de l'équipe ont du mal à la repérer, avant de se désintégrer brutalement. Aujourd'hui encore, 7 mois plus tard, même si nous avons fait un profit de 54% en 74 jours, nous restons amer sur le fait que la Famille Benetton nous a pris pour des bonobos en offrant 4.60€ pour des actions de leur société dont la valeur d'actifs net tangible était de 6.76€... Pour être plus explicites, pour ceux qui n'ont pas eu la chance de suivre l'aventure affligeante en directe, la famille Benetton a décidé de racheter les actions Benetton sur le marché avec le rumeur de les revendre à la société Zara, brand du numéro un mondial du prêt à porter, l'espagnol Inditex. En plus de nous prendre pour des bonobos, la famille Benetton nous a également fait passer pour des demeurés

# Edito

devant tous nos abonnés en nous obligeant à présenter dans la lettre mensuelle d'avril, ce costard-cravate à la date périmée : l'analyse d'une société que nous venions de vendre !

Lors de notre réunion mensuelle, chose qui ne s'était jamais passée auparavant, nous avons décidé à l'unanimité de noyer notre amertume avec un Amarone della Valpolicella Classico de Dal Forno... L'ennui, c'est que nous ne sommes pas parvenus à parler d'autre chose avant d'avoir vidé la caisse de 12 bouteilles et en prenant la résolution de demander à nos épouses, leurs sœurs, nos filles, nos cousines, nos voisines et toutes leurs amies de boycotter Zara aussi longtemps qu'Inditex ne serait pas proposée sur le marché avec une décote de plus de 30% sur la valeur de ses actifs net tangibles... autant dire que nous serons sans doute tous mort d'ici là, a fait remarquer Franck, avec tact !

Le même jour l'achat d'une nouvelle chinoise, cette fois de Macao : **Deswell Industries**, prouve que notre biais négatif a bel et bien disparu. En plus de correspondre à nos critères, la société possède un collatéral immobilier de 2\$ et paie un dividende régulier. Ce dividende ne nous intéresse pas à proprement parlé avec la double taxation que nous subissons en Belgique mais est d'une manière assez évidente la preuve que les \$ inscrits dans les comptes sont bien réels et que l'entreprise génère des cash flows eux aussi bien réels.

**Universel Security Instrument** est notre troisième mouvement du jour. C'est une société US qui commercialise et installe du matériel de sécurité fabriqué uniquement en Chine dans une joint-venture hong-kongaise et c'est uniquement une VANTre. En gros elle est uniquement décotée sur sa Valeur d'Actif Tangible et d'environ 50% et est parvenue à réaliser un rendement sur le capital investi (ROIC) de 11% sur les 5 années précédentes. C'est une société peu endettée avec une solvabilité de plus de 100% et si ce n'est ni une net-net, ni une Net Estate au moment de notre achat, la société possède quand même 2\$ par action d'immobilier au prix coûtant. Ce qui nous plait dans cette société, c'est que son activité est relativement simple à comprendre et qu'il est aussi assez clair que son « Appellation Daubasse Contrôlée » est due en grande partie au secteur immobilier américain.

Ce 26 mars reste enfin, le jour de l'année 2012, le plus actif avec 3 mouvements dans le portefeuille du club.

30 mars - Vente : C'est une nouvelle déception avec la vente de **Winland Electronic**, achetée le 8 juin 2010 et qui ne correspond alors plus à nos critères de solvabilité. Nous réalisons un petit +4.81% en 661 jours, ce qui n'est pas fameux, vous en conviendrez.

## Avril 2012

5 avril - Emission de l'option put **First Solar** : Pour la petite histoire, c'est en août 2011, au bord d'une piscine en Toscane qu'a germé cette idée d'investisse-

# Edito

ment. Un membre de l'équipe en vacances dans cette superbe région d'Italie, avec sa famille et un couple d'amis « bavardait » investissement quand est arrivé dans l'air chaud, le nom de First Solar. Outre les aller-et-retours anecdotiques du « boursicoteur » qui en parlait, ce qui a réellement retenu l'attention du membre de l'équipe des Daubasses, c'était la chute vertigineuse du cours de la société : décembre 2007 : 280\$... août 2011 : 100\$ ! C'était évidemment trop cher quand nous en avons discuté une première fois, bien que fin octobre 2011 la société avait encore perdu 50% de sa valeur du mois d'août et cotait cette fois à 50\$. Et surtout que nous avons décidé de nous y intéresser 50% encore plus bas, soit autour de 25\$, ce qui devenait difficile à imaginer après la chute qui avait déjà eu lieu en cette fin octobre 2011. Nous avons donc rangé cette idée dans nos listes.

Ce qui était donc difficile à imaginer en octobre de l'année précédente s'est produit début mars 2012 quand le cours de First Solar a touché 25\$. Dans notre analyse nous avons calculé la Valeur d'Actif Net Tangible de 36\$, une Valeur de Capacité Bénéficiaire de 27\$ et une valeur de mise en liquidation volontaire (VMLV) de 12.48\$. Nous ne savons pas si vous vous rappelez, mais en avril, nous étions en pleine « bérézina » du secteur solaire, « dumpé » par nos amis chinois. Nous avions déjà en portefeuille dans ce secteur PV Crystalox, l'anglaise, et la norvégienne Renewable Energy. Deux positions qui tanguaient pas mal, au point qu'un de nos aimables abonnés, après le dévissage de 50% de PV Crystalox, nous a demandé si nos capacités d'analyse n'étaient pas définitivement passées en mode « avarie ».

Nous n'étions donc pas prêts à prendre le moindre risque dans ce nouvel investissement dans le secteur solaire et d'autant plus que le cours continuait à fondre puisque le 5 avril le cours était à 20\$. Nous avons donc décidé que First Solar nous intéresserait à 13\$, sa valeur de mise en liquidation volontaire, soit en un peu plus explicite, sa valeur en cas de presque faillite, mais une faillite où la société a le temps de réaliser (= vendre) ses actifs au meilleur prix possible. Et attendre que le cours atteigne 13\$ ne nous semblait vraiment pas réaliste...

Nous avons donc vendu à des investisseurs désireux de se protéger contre la poursuite de la chute du géant aux yeux « couleur soleil », une assurance stipulant qu'à date d'échéance du 21 septembre 2012, nous achèterions à n'importe quel prix sous 13\$. Et devinez à quel prix était la société à peine deux mois plus tard le 1 juin 2012 ? 11.77\$ ! Venant nous expliquer pour la deuxième fois qu'en investissement, tout est possible, aussi bien à la hausse qu'à la baisse et dans le cas présent à la baisse.

A 11.77\$, pourquoi n'avons-nous pas rechargé, vous demandez-vous ? C'est vrai que la question est pertinente quand on connaît la fin de l'histoire qui est que le 21 septembre, le cours de First Solar était de 20\$ et que l'on regrette même franchement quand le cours de fin d'année 2012 est autour de 30\$... Et c'est tout le problème lié à une émission d'option put et une descente parmi les « morts vivants » que même un romancier de science-fiction ne pourrait imaginer. Car lorsque le cours de First Solar le 1er juin est à 11.77\$, on se dit que nous allons certainement être exercés (à 13\$, le prix d'exercice de nos options), en tout cas le doute est permis. Et comme en cas d'exercice, nous recevrons pour environ 4 000€ d'action First Solar au cours fixe de 13\$, il n'est pas censé

# Edito

de renforcer sans connaître le prix exacte à la date ou nous pourrions être exercés, car par exemple si nous étions exercés au prix de 5\$, le 21 septembre, acheté à 11,47\$ le 1 juin était foireux, d'autant plus que notre limite de 3.33% sur une position, nous permettait d'investir seulement un peu plus de 2 000\$ supplémentaire. Vous comprenez donc que lorsque que l'on émet une option, il faut absolument attendre l'échéance... Ce qui fait parfois passer à côté d'un bagger à 300% !

23 avril - Emission de l'option put **Encana** : Les histoires de *put* se suivent et se ressemblent souvent, car cette histoire a germé d'encore plus loin, quand l'un des membres de l'équipe a repéré la partie de bobsleigh qu'a entamée le gaz naturel à partir de juillet 2008, et qui va durer presque 4 ans. Depuis 2010, nous avons recherché à plusieurs reprises un support nous permettant d'investir sur le gaz, dans l'esprit Daubasse, et donc de manière décotée. Et nous n'avons jamais rien trouvé, jusqu'à la mi-avril 2012.

Décidément, un investisseur qui ne cerne pas bien l'approche Daubasse, pourrait nous dire : vous avez du bol les gars, car avril 2012, c'est le creux, le plus bas de 4 ans, avant la remontée ! Et pourtant, nous serions bien obligés de lui dire qu'en fait, premièrement, nous ne pouvions sérieusement pas savoir où la fin de la chute se situerait exactement, puisque depuis juillet 2008 et un plus haut de 13.62\$, le gaz est descendu à 1.95\$, le plus bas de 4 ans, exactement, le 17 avril 2012... Et deuxièmement et surtout que nous n'avons pas trouvé de support décoté jusque là. Et on remarque avec ces deux émissions de put qu'il faut une terrible descente aux enfers pour trouver la décote dans certains secteurs. Et à chaque fois, sur le moment, il n'y a pas d'évidence mais plutôt de l'inquiétude car dans notre valorisation d'Encana, par rapport à ses réserves, il ne fallait plus que le prix du gaz soit une nouvelle fois divisé par deux ! Au contraire, comme nous l'avons expliqué dans notre analyse, si nous valorisions les réserves à 2\$, il n'y avait pas la moindre décote sur la valeur de mise en liquidation volontaire. A 4\$ par contre, soit le double du prix du gaz au moment de notre achat, la VLMV d'Encana montait à 21 CAD. Bien entendu, si nous nous tenions aux chiffres du passé, la VCB se situait à 27 CAD et le rendement sur capital investi étant de 8% sur les derniers 5 ans, la valeur d'actif net tangible d'Encana était de 19.93\$. En gros, nous avons jugé le 23 avril qu'il y avait un risque réel, sur Encana, lié au prix du gaz. Et même au cours de 18\$, nous avons choisi la décote supplémentaire en assurant acheter via une émission d'options put à n'importe quel prix, sous 15\$, à la date d'échéance du 13 janvier 2013.

On le voit donc avec ces deux émissions d'options put que la prise de décision par rapport au risque encouru est toujours difficile à prendre.

Et si nous avions eu des dons de voyance qui nous aurait permis de savoir que le cours des sociétés était à des creux de marché, il aurait mieux valu acheter directement des actions d'Encana, tout comme des actions de First Solar. Mais nous avons privilégié le rapport rendement / risque avec l'émission d'option put qui nous permettait un confort intellectuel satisfaisant : être payé pour acheter à un cours encore plus faible, cours qui nous assurait selon nos calculs et dans le respect de nos *process*, une marge de sécurité optimale. C'est donc

# Edito

sans regrets que nous avons opté pour les options, comme toujours fidèles à nos principes, sans effet de levier.

30 avril - Vente : Les copieurs de la direction de **Book-a-Millions** nous refont le coup de Benetton, en nous prenant cette fois pour des palourdes farcies au beurre d'escargot... Tout un poème que nous n'apprécions pas du tout. Cette direction d'invertébrés a donc décidé de racheter toutes les actions en circulation pour une bouchée de pain de 3.15\$... Alors que la valeur d'actif net tangible est de 7.28\$ au moment de l'annonce ! Que pouvons-nous faire sinon vendre et encaisser les maigres 21% réalisés en 171 jours.

Cette fois lors de notre réunion mensuelle, nous ne buvons sobrement que de l'eau. Et c'est sans doute pour cette raison que nous ne trouvons pas de mesure de rétorsion appropriée.

## Mai 2012

5 mai - Vente : Le retour aux bénéfices d'**Infosonics** qui sommeillait jusque-là en portefeuille, booste le cours qui atteint rapidement sa VANT. Nous sommes cette fois satisfaits de nos 69% réalisés en 730 jours.

15 mai - Achat : L'achat de **FFP** est placé sous le signe de la diversification dans la valeur. La valeur de la holding de la famille Peugeot s'élève à 56€ au moment de notre achat où nous déboursions 28€, nous obtenons donc une décote de 50% grâce aux déboires de la société Peugeot, fabricant de voitures dont la holding est actionnaire. Ce qui nous plait bien dans cette histoire, c'est que nous obtenons également une décote de 20% sur notre prix d'achat dans le cas de figure où la société Peugeot vaudrait 0€. Ce qui nous fait penser que le risque est relativement limité pour un potentiel très légèrement supérieur à 100%. Ce que nous jugeons assez attrayant.

17 mai - Renforcement : Nous avons acheté un premier lot de **Asia Pacic Cable & Wireless** deux mois plus tôt, le 15 mars, à 3.1650\$. Nous renforçons cette fois à 2.75\$, soit 14% plus bas. Pour établir un prix de revient frais inclus de 2.9668\$. Si avec l'achat de Deswell du 26 mars, nous étions encore suspicieux et où l'on sentait encore la présence de notre biais négatif sur les chinoises, avec le besoin de nous rassurer avec les dividendes. Ce renforcement sans hésitation est désormais la preuve que notre biais est bel et bien mort et enterré.

## Juin 2012

4 juin - Renforcement : Avec ce qui semble être une glissade des marchés qui a commencé le premier mai, nous en profitons pour renforcer **Dundee Precious Metal**, notre seconde minière junior canadienne. Nous avons acheté un premier lot le 14 octobre 2011 à 7.9585 CAD et nous renforçons cette fois 15% plus bas à 6.78 CAD. Ce qui nous permet d'établir notre prix de revient, frais inclus, à 7.4101 CAD. Nous suivons avec ce renforcement le même schéma qu'expliqué lorsque nous avons renforcé Oceana Gold, le 14 février. Et nous continuerons à

# Edito

renforcer, en 2013, si possible sur faiblesse des cours afin de tenter d'abaisser encore notre prix de revient si le marché nous fait un prix d'amis.

8 juin : Renforcement : Au delà de l'activité hôtelière de cette société anglaise qu'est **Peels Hotel**, notre renforcement est surtout une opération immobilière qui vise le patrimoine immobilier de la société qui représente 239 GBp par action et ceci au prix coûtant. Nous renforçons à un cours de 38 GBp, à peu de choses près, au même prix que notre premier lot qui avait été acheté le 12 octobre 2011 à 38.59 GBp.

Au-delà également de nos critères stricts et du potentiel de plus de 300%, nous pensons avoir détecté une embellie sur l'immobilier anglais, qui est entrain de se concrétiser, dans le bilan d'une autre de nos sociétés en portefeuille : le promoteur immobilier Barrat Developement PLC. Ce genre de considération est toujours à prendre avec des pincettes et c'est ce que nous avons fait, avec nos propres considérations. Néanmoins, le fait que le bilan d'un promoteur immobilier comme Barrat s'embellisse nous conforte dans l'idée que le marché sans doute concentré sur l'activité hôtelière de Peels et les profits qui battent toujours de l'aile, n'a pas encore découvert la valeur du trésor caché dans les sous-sols « bilancier » de notre hôtelier british préféré. Et nous sommes évidemment les derniers à nous en plaindre.

14 juin - Renforcement et achat: Après le renforcement du mois de mars, nous achetons pour la troisième fois des actions de notre distributeur **Coast Distribution System**. Petit rappel : nous avons acheté, le 24 novembre 2008 un premier lot à 1.1563\$ et nous renforçons une seconde fois le 14 mars à 2.40\$ et cette fois, nous achetons un troisième lot à 2.11\$ pour fixer notre prix de revient, frais inclus, à 2.1097\$. Nous n'avons pas exclu de renforcer une nouvelle fois à l'avenir la société dans la limite de 3.33% de la valeur totale du portefeuille. Elle pèse actuellement un peu plus de 2% du portefeuille.

Après ces renforcements en rafale, nous tentons d'acheter **Cottin Frères**, des frères « Petite ». Nous tentons (!) car nous voulions en fait acheter pour environ 5 000€ et nous ne parvenons à acheter que pour 1 137€ avant que le marché ne propulse le cours 40% plus haut... Qu'est-ce qui attire notre attention sur ce marchand de vins bourguignons qui ne figurait nulle part dans nos listes ? En fait le 12 juin, Cottin cote 5.50€ et le 13 juin, il ne vaut plus que 3.50€ : c'est donc un saut à l'élastique de -37% en un jour. Ce qui doit toujours éveiller l'attention de tout chasseur de Daubasses digne de ce nom. Après avoir pris connaissance du problème, le 13 pendant la journée : coupage de poivrot où ils avaient remplacé des premiers crus de Bourgogne par du gros rouge qui tache d'on ne sait où... Cela s'était passé de 2005 à 2008 sur une des marques phare du groupe « LeRoiBouuuuurré »... Et cela émergeait dans la presse du 13 juin qu'une enquête était en cours !

Après un coup d'œil rapide sur les comptes et conscients qu'il y avait quelques chose de dissonant entre aujourd'hui et la période des faits, nous décidons directement de travailler à trois mains pour boucler une analyse, le plus rapide-

# Edito

ment possible. Nous enfourchons nos calculettes turbos et nous nous mettons au boulot en charge de niveau différent. Nous vous renvoyons à l'analyse, pour plus de détails, sur les précautions et décotes que nous prenons. En fin de journée, bien après la clôture, nous tombons d'accord sur un prix d'achat autour de 3€, le lendemain.

Le lendemain à 9 heure 4 minutes et 18 secondes exactement, (notre extrait Keytrade indique cette heure), après un coup d'œil rapide sur le carnet d'ordre et le cours d'ouverture de 3.16€, nous lançons un ordre à 3.01€... qui est partiellement exécuté, assez rapidement, mais malheureusement qui le restera, même si nous sommes aussi d'accord pour remonter l'ordre à 3.20€ vers la fin de la journée. A la clôture, le cours de Cottin affiche 3.88€, soit +28.90% par rapport au plus bas, qui était de... 3.01€.

Pêcher au plus bas de cette manière est bien entendu un vrai coup de chance. Et nous pensons à posteriori que nous avons été un peu trop exigeants, et ce qui est souvent quelque chose de positif, se transforme ici en quelque chose de négatif. Mais bon, comme nous avons tenté de l'expliquer avec les options put, à posteriori, on a toujours raison et on sait exactement comment il aurait fallu agir...

Le cas de Cottin est exemplaire et explique une nouvelle fois, comment réagit l'équipe des Daubasses dans l'urgence, car ici, il y a un cours en train de ce « kracher » et une décision à prendre rapidement. Sans savoir où ce cours qui se *krache* va arrêter sa course. Alors, notre analyse nous donne trois repères. La Valeur d'actif Net-Net de 3.96€, la valeur d'actif Net-Estate de 5.73€ et la Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) de 2.88€. Pour un cadre complet, Cottin n'a été bénéficiaire que 2 ans sur les 5 dernières années et sa Valeur d'actif Net Tangible est de 6.60€.

En fait, la valeur la plus prudente est la VMLV et c'est elle que nous retenons, en concédant quelques %, pour fixer un prix d'achat autour de 3€. Pourquoi pas plus, nous direz - vous ? Et bien il y a plusieurs raisons. De 5.50€ à 3.01€, c'est - 45%, en deux jours, personne ne sait où cela s'arrête quand cela va si vite, cela s'est arrêté à 3.01€, mais cela aurait aussi pu s'arrêter à 1€ ou 0.75€. Ensuite à 3€, nous n'avons pas une marge de 30% sur la valeur net-net de 3.96€, nous avons seulement 21%. Et nous ne pouvons pas, face à ce raz de marée, raisonner dans l'urgence avec la valeur Net-Estate, car si la réputation de Cottin est vraiment abîmée et que son stock de vin finit par servir pour le vin chaud de la Noël 2012 à un prix de quelques cents, ce ne sont pas les 2.26€ d'immeubles au prix coûtant qui vont faire le poids...

Pour tout vous dire sur cette histoire de Picole qui n'a pas tourné comme nous voulions, et avec un peu de recul, nous pensons que nous avons réfléchi et agit correctement et que nous referions exactement la même chose si une affaire similaire se présentait. Car nous préférons passer à côté d'un bagger en ayant bien réfléchi et en exigeant un prix bas qui relativise le risque au maximum, que de jouer les trompe-la-mort de manière insensée et espérer glaner un ou deux bons coups par chance et finir par accumuler inéluctablement des pertes. C'est la leçon que nous retirons de ce mouvement du 14 juin.

# Edito

nous permettre de vous présenter la lettre mensuelle la plus sensuelle de notre production, sortie en début juillet. En effet, cette société italienne au nom anglo-saxon vend des collants, des bas, des corsets, de la lingerie, des linges de corps et des maillots de bain... dans 40 pays de par le monde. Et est dirigée par la famille Bertoni. Cette activité nous paraît simple et percutante, la société possède de l'immobilier au prix coûtant de 1€ et sur les 5 dernières années a réalisé un rendement sur le capital investi de 7%. Nous ne faisons pas la moindre comparaison avec les « gredins » de Benetton même si dans cette activité de niche du vêtement CSP International Fashion commercialise leurs produits sous des marques que les femmes doivent certainement connaître : Oroblu, Liberti, Lepel, Sanpellegrino, Le Bourget, Well, Cagi, ...

29 juin - seconde AK : Depuis tout début mai, les marchés ont commencé à fléchir et vers le 15 juin, les prix deviennent de plus en plus attractifs et nos listes se regarnissent bien. Nous jugeons donc qu'un apport de liquidité va nous permettre d'accélérer nos emplettes à beau prix, si nécessaire.

## Juillet 2012

3 juillet - Renforcement : En ce début des grandes vacances d'été, nous renforçons pour la quatrième fois, notre producteur de *hard disks*, **Hutchinson Technology**. Notre discussion tourne autour de la cyclicité de la société et surtout de son énorme collatéral immobilier de 8.94\$ par action au prix coûtant, qui nous fait dire que l'on pourrait presque oublier leur activité et sortir de cette opération gagnants. Nous avons acheté un premier lot le 30 août 2010 à 3.04\$ et émis une option Put où nous garantissons d'acheter à n'importe quel prix sous 2.50\$ à échéance le 19 août 2011. Le second lot le 19 août 2011 provient donc du fait que nous avons été exercés et avons dû acheter à 2.50\$. Le premier mars 2011, nous émettons à nouveau une option put à échéance du 13 octobre 2011 où nous garantissons d'acheter à n'importe quel prix sous 2.50\$. Le troisième lot le 13 octobre 2011 provient une nouvelle fois du fait que nous avons été exercés et dû acheter à 2.50\$. Et un quatrième lot ce 3 juillet à 1.56\$. Nous avons donc accumulé Hutchinson de manière mixte, en achat direct et en émettant des options où nous avons à chaque fois été exercés à 2.50\$, duquel il faut aussi déduire les primes que nous avons encaissées. En fin de course, notre prix de revient frais inclus est de 1.9849\$, soit 30% inférieur à notre premier achat. Et le potentiel de la société est toujours supérieur à 250%.

12 juillet - Renforcement : Nous poursuivons nos renforcements avec l'achat d'un troisième lot à 1.17\$ de **Chromcraft Revington**, notre fabricant et vendeur de mobiliers et d'objets pour la maison et les commerces. Dans la discussion qui précède, nous pointons une nouvelle fois la cyclicité de l'activité et le très beau collatéral immobilier au prix coutant de 3.70\$ l'action. Nous sommes aussi conscients, tout comme pour les autres cycliques, qu'il faudra plus que certainement rester très patient pour voir le potentiel se réaliser. Mais avec Chromcraft et ses plus de 350% de potentiel au moment de notre dernier achat, ça aide. Nous avons acheté un premier lot le 4 juin 2009 à 0.77\$ et un

# Edito

second lot le 16 novembre 2009 à 1.39\$. Et nous avons un prix de revient frais inclus de 1.0477\$.

16 juillet - Achat : Cette une première dans le portefeuille : ce hard discounter de vêtements qu'est **Vet'Affaires** faisait partie de nos 30 premières Daubasses, acquises le 24 novembre 2008, lors de la création de notre portefeuille, et était revendu 839 jours plus tard, le 15 mars 2011, après avoir multiplié notre investissement par x3.7, soit un rendement de +270%.

Nous rachetons la société car elle est de nouveau entrée dans nos critères, en déboursant cette fois 9.08€, alors que la première fois, en 2008, nous avions déboursé 7.73€. Nous payons donc un peu plus cher et la Valeur d'actif net tangible de 25.65€, nous offre un potentiel de plus de 150%, moindre qu'en 2008.

24 juillet - Renforcement : Ce jour restera dans nos mémoires comme le jour de la grande réconciliation de l'équipe des Daubasse. Rappelez-vous ce qui s'est passé le 9 février quand Panaria et ses carrelage de standing, avait été préférée à **Ceramic Richetti** et sa camelote trop bling-bling pour deux d'entre nous. Et où le goût de luxe de certains, bien cachés jusque-là, avait été dévoilés au grand jour par le choix de Panaria.

La solvabilité de la société, à la base réelle de notre décision de début d'année d'attendre un peu pour renforcer, s'est maintenue au-dessus de notre seuil obligatoire de 40%. La société possède également 2.04 € d'immobilier au prix coûtant et maintient un potentiel explosif de plus de 1 000%.

Après le premier lot acheté le 9 janvier à 0.1711€, nous renforçons cette fois avec un second lot à 0.1450€, pour fixer notre prix de revient à 0.1634€.

27 juillet - Achat : Nous ne pouvons pas parler de Daubasse à propos de cette société à portefeuille qu'est **Sofragi**, investie en actions de société du CAC40, en obligations et détenant aussi pas mal de cash. Mais d'une diversification dans la valeur décotée bien entendu, et au potentiel d'un peu plus de 50%, point qui a fait débat, avec la question, « n'y a-t-il pas mieux comme investissement ? » et auxquels nous avons répondu par : « oui ! » en cœur dans un élan mélodieux digne des « petits chanteurs à la Daubasse de bois »... Mais... oui bien entendu, il y a un « mais ». C'est qu'en investissement, il y a toujours mieux. Et qu'une diversification présentant une décote sur sa Valeur Liquidative de 30%, n'est pas nécessairement à négliger. Ce qui nous a aussi semblé intéressant était que Sofragi, avec ses liquidités importantes, avait les coudées franches pour renforcer à bon prix, si les marchés chutaient. Ce qui n'est pas négligeable et parfois rare sur les holdings ou les fonds fermés.

## Août 2012

1 août - Emission d'option put **RadioShack** : Cette nouvelle histoire d'options put relate une nouvelle descente aux enfers que personne, une fois encore, ne pouvait imaginer en mars 2010, quand le cours était à 23\$ et quelques cents. C'est début 2011 que le temps commence à se gâcher pour ce « retailers de produits électroniques », qui voit fondre ses profits de 65% sur l'année 2011. En

# Edito

2012, les choses vont en s'empirant et aussi en s'accélégrant, puisque le premier trimestre est carrément en perte et le second trimestre également. Comme tout s'enchaîne toujours dans la déroute, le point suivant est très douloureux psychologiquement pour une majorité d'investisseurs : la société annonce, avec les résultats du deuxième trimestre, que le dividende sera suspendu. Et c'est d'autant plus difficile psychologiquement que la société a payé de manière ininterrompue un dividende depuis 1988, soit pendant 24 ans ! Et comme tout ceci n'était pas encore suffisant, un membre de l'équipe cycliste qu'il sponsorise, et qui porte le nom de RadioShack sur leurs maillots est accusé de dopage lors du Tour de France 2012. RadioShack fait donc la une, mais la pub n'est pas top puisque l'on peut croire également qu'il sponsorise et l'équipe et la « dope » de l'équipe... ça fait « tache », de chez tache.

En digne élève du grand Walter Schloss, c'est à ce moment-là que l'équipe des Daubasses, qui reste sponsorisée par son seul bon sens, se penche sur le cas désespéré de RadioShack. La société cote autour de 2.80\$ quand nous arrivons à son chevet et c'est presque 90% plus bas qu'en mars 2010.

Nous sommes d'abord relativement déçus du collatéral immobilier de la société : malgré ses 4 700 magasins aux USA et au Mexique, ses 1 100 magasins à travers le monde et ses 1 500 magasins de téléphonie aux USA, l'entreprise ne possède que 0.69\$ d'immo en propre au prix d'acquisition. En plus, à 2.80\$, nous n'avons même pas nos 30% de décote sur l'actif net-net de 3.60\$. La valeur d'actif net tangible est de 6.70\$ et nous ne pouvons plus trop prendre au sérieux, à ce stade, le rendement sur capital investi des 5 dernières années, qui est de 29%.

En gros, pour l'équipe des Daubasses, à 2.80\$ et même à 90% plus bas que le sommet de mars 2010, c'est encore trop cher. De nouveau, nous ne savons absolument pas ou cela va s'arrêter et la décote est absente sur la valeur net-net et timide sur la valeur net estate.

Nous décidons donc d'assurer que nous achèterons à 2\$, si le cours est inférieur à ces 2\$ et quelques soit ce cours, le 13 janvier 2013... Contre cette assurance que nous proposons, nous obtenons une prime de 16.25%, sur le champ, sur la somme que nous devons bloquer jusqu'à la date d'échéance. A 2\$, la décote est de 45% sur la valeur net-net et de 55% sur la valeur net-estate, quant au potentiel, il est de plus de 200%.

15 août - Renforcement : C'est, vous l'aurez compris, l'année italienne des Daubasses, qui prépare « la Dolce Vita » *Fellinienne* des années à venir. Nous renforçons donc notre producteur de canapés **Natuzzi**, coté uniquement aux USA et actif dans 57 pays à travers le monde. Même si la société a du mal à redresser la barre depuis la crise de 2000 (elle cotait en 1998 à presque 30\$), force est de constater qu'elle maintient au moment de notre renforcement 1.91\$ de cash (cours à 2.15\$) et possède des actifs immobiliers au coût d'acquisition de 4.77\$. Nous considérons donc que malgré le naufrage de son cours, cette société reste solide. Et nous soupçonnons qu'en étant coté uniquement aux USA, elle est sans doute impactée par l'image d'une Italie en difficulté, vue d'aussi loin. Pour l'anecdote, un membre des Daubasses a même émis l'hypothèse que si elle s'appelait « Natchair » ou « Natcouch », son cours aurait sans doute une

# Edito

chance de doubler dans les 3 mois ?

Nous avons acheté un premier lot à 3.24\$ le 19 janvier 2011 et nous avons renforcé à 2.15\$, ce qui nous fait un prix de revient moyen, frais inclus, de 2.8662\$ et offre un potentiel de plus de 140%.

21 août - Nouvelle émission d'options put **RadioShack** : 20 jours après la première émission d'options put sur RadioShack, jugeant que la somme de 1 820€ qui représente environ 0.75% du portefeuille, en cas d'exercice est insuffisante, nous doublons presque notre position avec une nouvelle émission d'options où nous assurons le même prix de 2\$, à la même échéance. La prime que nous encaissons sur le champ est légèrement plus élevée, à 17.75%. Les deux émissions, en cas d'exercice, représentaient environ 1.50% du portefeuille. C'est donc un peu moins qu'une demi position. Ce qui nous permettra éventuellement de renforcer après l'échéance du 13 janvier 2013.

22 août - Achat et renforcement: Nous achetons **Velcan Energy**. Même si la société est française, c'est un investissement émergent, sur la production d'électricité. Sur le papier, la société correspond à nos critères de belle manière : c'est une net-net, une net estate, elle possède 14.45€ de cash (cours 8.94€) et sa valeur d'actif net tangible est de 17.47€. Un potentiel d'environ 100%. Le débat qui a lieu entre nous met au centre du terrain le peu de projets réalisés et l'instabilité politique des pays où elle essaie de s'implanter. Contre le potentiel explosif et sans doute plus important que la VANT, si une ou plusieurs nouvelles centrales électriques voient le jour et le besoin croissant d'électricité dans ces émergents.

Nous décidons à l'unanimité de rester prudent, en initiant une position valant autour de 0.75% du portefeuille, à un cours net de frais de 8.9462€. Nous renforcerons le cas échéant, sur bonne nouvelle, même si nous sommes bien conscients que nous avons de fortes chances que le *boost* du cours extrêmement rapide, ne nous le permette pas.

**Eastern European Property**, notre fonds fermé actif sur l'immobilier turc, annonce une liquidation de tous ses actifs. Comme les investisseurs à travers le cours semblent apathiques à la nouvelle, nous ne nous gênons pas pour renforcer et espérer cueillir au minimum les 50% supplémentaires qui nous séparent de la VL du fond, sachant que les opérations menées depuis que nous détenons ont généré des plus-values plus importantes que prévu.

## Septembre 2012

6 septembre - Renforcement : **Exacompta Clairefontaine**, le papetier français, détient en cet automne 2012, le record des renforcements, puisque c'est la cinquième fois que nous achetons à la baisse. Le débat qui a précédé ce 5ème renforcement n'a pas lieu sur les critères ou le potentiel de la société, mais sur la question : « peut-on se renforcer, jusqu'à ce que l'action aille à 0€ ?... » Ou posée autrement : « peut-on renforcer de manière continue en s'encadrant dans notre limite de 3.33% d'une position, le cours d'une société qui ne cesse de chu-

# Edito

ter, même si tous les critères sont remplis à la lettre ? ». Ce sont évidemment des petits détails à la marge que l'on n'a jamais traité au départ de l'aventure car ils ne nous sont pas venus à l'esprit. Mais qui peuvent dans le temps avoir toutes leurs importances. Impossible, bien entendu, de vous relater l'ensemble du débat, où nous nous sommes posé des questions sur le niveau de renforcement, doit-il être fixe ou de plus en plus élevé ? ... ». En conclusion, nous avons pris une décision arbitraire comme il faut parfois savoir en prendre, en fixant à 5 fois, tout renforcement dans la limite des 3.33%, sauf si le cours et le bilan montraient des signes évident et substantiel d'amélioration. C'est évidemment subjectif, tout comme le débat que nous avons mené publiquement sur notre blog, sur peut-on garder une Daubasse à vie dans le portefeuille ?

Nous avons donc acheté un premier lot de Exacompta, le 1 décembre 2009 à 93.90€. Un second lot le 8 juin 2010 à 85.95€. Un troisième lot le 9 juin 2011 à 78.88€. Un quatrième lot le 14 octobre 2011 à 61€. Et un dernier lot, ce 6 septembre à 46€. Notre prix de revient, frais inclus, s'élève à 68.92€ et le potentiel à ce prix est de plus de 300%.

7 septembre - Renforcement : Nous avons acheté un premier lot de **Vet'Af-faires** le 16 juillet à 9.08€ et nous renforçons avec un deuxième lot 9% plus bas à 7.68\$. Notre prix de revient, frais compris, est de 8.3855€.

27 septembre - Achat : Il s'agit d'une nouvelle opération immobilière ciblée sur les émergents d'Europe de l'Est dans 8 pays, mais aussi en Inde. La particularité de **Plaza Centers N.V.**, dont le siège social est à Amsterdam et qui est cotée à Londres, c'est qu'elle construit des centres commerciaux, qu'elle essaie de revendre et si elle n'y arrive pas, elle génère les locations, jusqu'à ce qu'elle y parvienne. Ce qui nous a le plus plu en dehors de nos critères, c'est la vente récente d'un centre commercial aux USA qui garnit le bilan de pas mal de cash, 46 GBp (cours d'achat 46 GBp) et permet de réaliser ses projets de construction à court et moyen terme, sans nouvel endettement ou augmentation de capital.

## Octobre 2012

1 Octobre - Vente : Nous décidons de vendre **LNC** qui ne correspond plus à nos critères de solvabilité. Nous ne vendons pas cette société de « gaité » de cœur. En effet, bien avant 2008, dans le groupe Valeur & Conviction, où nous discutions entre amis et investisseurs Value, LNC était au centre des débats sur ce que la crise venait de nous faire découvrir : les net-net. LNC est donc quelque part la première Daubasse qui a suscité analyse et commentaires, qui ont finalement débouché sur l'aventure qui dure depuis 4 ans. Mais le *process* doit prévaloir sur la nostalgie et certains sentiments. Nous n'avions déjà pas acheté LNC le 24 novembre 2008 à la création du portefeuille pour des raisons de solvabilité mais seulement 3 ans plus tard le 14 novembre 2011, quand tous les critères de décote et de solvabilité correspondaient exactement à ce que nous avons fixé comme règles. Voilà, en 332 jours, nous avons engrangé sur cet investissement un rendement de 15.09%. Rien à voir avec un jackpot à « Las Vegas », mais néanmoins bon à prendre !

# Edito

9 octobre - Achat : Nous remercions une nouvelle fois notre ami Thai, fidèle abonné, avec lequel nous échangeons souvent, qui nous a mis sur la piste de cette techno qu'est **Xyratex LTD**, active en Asie. C'est « grâce » à l'annonce d'un fameux « profit warning » au troisième trimestre, que nous avons pu pêcher cette Daubasse à bon prix. Ce qui nous fait dire que les « profits warning » étaient les meilleurs amis du chasseur de Daubasses. Cela dit, la société enregistrée aux Bermudes (espérons qu'elle ne se volatilise pas dans le triangle, un beau matin...) affiche sur les 5 dernières années un rendement du capital investi de 10%. En plus, elle paie un dividende et rachète ses propres actions... Et a consacré un budget en R&D sur les 5 dernières années de plus du double de sa capitalisation boursière. Nous n'avons pas l'impression de prendre de très gros risques sur cette société, décotée sur toutes ses valeurs: net-net, net estate, VCB, VANTre et qui cote à sa Valeur de mise en Liquidation Volontaire. Retour de bâton : à notre prix d'achat de 7.3008\$, le potentiel n'est « que » de 75% !

17 octobre - Achat : Lors de nos dernières chasses aux Daubasses, nous remarquons que les occasions et les nouvelles têtes ne sont pas légions, sauf dans un secteur, celui de la technologie, qui nous permet d'étoffer notre *watching-list*. **Global Technologie Advanced Innovation** est donc une techno, enregistrée aux Îles Vierges, dont le siège administratif est situé à Hong Kong et qui déroule la majeure partie de ses activités en Chine continentale. La société est en quelques sortes un sous-traitant de pièces électroniques pour les sociétés chinoises exportatrices et a également une activité assez prometteuse dans l'imagerie médicale. Au-delà de nos critères dans lequel s'encadre strictement la société avec de très belle décotes y compris sur la Valeur de mise en liquidation volontaire, le débat est cette fois orienté sur le site de la société qui hormis la présentation de l'information financière, affiche une esthétique bien au-delà du minimalisme « zen » en gros et en gris : plus que bref et moche. Cela peut paraître futile de la part de votre équipe, à première vue, de suspendre en quelques sortes la décision finale d'investir ou pas, à un problème esthétique, mais d'autre part, cela explicite aussi le fait que nous travaillons aussi, le plus de détails possibles à la marge et bien au-delà en essayant de ne pas laisser passer la moindre zone d'ombre... qui pourrait signifier bien plus qu'elle n'en a l'air.

En revisitant quelques sites, nous tombons sur le site de la société de portefeuille Sofragi, qui a certes trois pages au lieu de une, mais qui ressemble aussi à un petit champ de « largage » brut de l'information financière, un petit champ aux couleurs brunes, certes, mais d'une aridité photographique sans pareil. C'est vrai que cela choque, car la norme est de présenter un beau site avec de belles photos et de belles rubriques... Mais nous tentons de comprendre au-delà de la norme ambiante si c'est l'emballage qui compte ou le contenu et nous tranchons évidemment pour le contenu essentiel qu'est l'information financière. Même si psychologiquement, l'impact visuel pourrait faire croire que l'information n'est pas au rendez-vous. Mais en fait, quand on a compris que l'historique de la société, les photos et les 95% du contenu de tous les sites de société ne vous aident pas le moins du monde à prendre une décision d'investir, on relati-

# Edito

visé, le site « ultra zen » et bon marché de Global Tech.

## Novembre 2012

5 novembre - Vente : **Entorian Technologies** est notre 30ème bagger. Un investissement que nous avons multiplié par 2.47, soit un rendement de 147% en 756 jours. Nous avons acheté la société le 11 octobre 2010 à 2.9281\$ et avons revendu, ce 5 novembre à 6.71\$. Juste en passant, on remarque que la performance en euros, 147% est inférieure d'environ 25% à la performance en \$. C'est donc le change qui nous a grignoté un peu de notre rendement. Mais si c'est dans le mauvais sens ici, c'est parfois dans le bon sens dans d'autre cas.

14 novembre - Achat : Une première aussi avec cet investissement depuis 2008 : une Daubasse belge, enfin ! Nous vous rassurons tout de suite, **Coil** ne produit ni frites, ni poissons rouges comme pourrait le laisser croire son nom. Et bien que nos amis de Yahoo n'aient pas daigné afficher le profil, la société existe depuis 40 ans et est le leader mondial d'une technique de revêtements de surface métallique dite « anodisation ». A part ce petit côté patriotique de surface, c'est de nouveau le type de société que nous aimons avec ses 8.70€ de collatéral immo (cours d'achat de 2.77€) et du cash à 1.20€ par action. L'entreprise distribue ses produits partout en Europe depuis les années 70 et s'implante actuellement sur des zones intéressantes comme l'Asie du Sud-Est, le Moyen Orient et des pays comme la Chine et la Corée du Sud. Ce qui nous semble des relais intéressants de croissance pour que la société réalise son potentiel de plus de 170%. ! Allez dites « une fois » ! C'est quand même une société qui va finir par retrouver sa frite. Hein... Manneke.

22 novembre - Achat : C'est sans doute ce que nous considérons déjà comme l'achat le plus risqué que nous avons effectué en 2012. **Pursuit Dynamics** est une techno dont l'activité est d'améliorer l'outil de production des sociétés. Le risque est donc principalement dans l'aboutissement de sa recherche technologique débouchant sur des contrats, même si elle possède 200 brevets et consacre un beau budget à son pôle R&D. Même si nous pensons que le potentiel est nettement plus élevé que ce que nous indique la VANT actuelle, soit 106%, nous avons acheté le 22 novembre une position dont le poids n'est que de 0.50% du portefeuille, ce qui nous permet de nous renforcer mais nous avons aussi fixé, pour ce type de société, dont le développement est entièrement à prouver, un maximum de 1% du portefeuille, dans un premier temps.

29 novembre - Vente : C'est notre seconde perte de 2012 et ce, sur une société qui faisait partie du portefeuille de départ, le 24 novembre 2008 et que nous qualifierons sans le moindre problème de « vraie » Daubasse ! Pas vraiment parce que nous vendons **Tandy Brands Accessories** à perte, mais pour la petite histoire, comme l'investissement de départ était de 500€ (nos 3.33% de novembre 2008), nous nous sommes penchés sur son cas pour étudier un éventuel renforcement, vu que le potentiel restait attrayant. En résumé, ce qui est ressorti de la discussion, c'est que malgré les nouvelles licences qui permet-

# Edito

taient à la société de vendre de nouveaux produits, rien ne s'est jamais produit de très sérieux dans les bilans comptables. En fait, la société faisait des profits uniquement et généralement, au quatrième trimestre et creusait ses pertes les 3 autres trimestres de l'année. Comme cela se produisait à répétition, nous avons décidé de ne pas renforcer.

Nous enregistrons une perte de -39.57% en 1 466 jours.

29 novembre - Renforcement et achat : Quand nous renforçons pour la deuxième fois **Gevelot**, le spécialiste français de l'extrusion, nous affichons déjà +131% sur notre investissement, puisque nous avons acheté un premier lot d'actions le 9 décembre 2009 à 19.24€ et le cours auquel nous renforçons est de 44.50€. Mais nous jugeons que la société est très loin d'avoir donné tout ce qu'elle avait dans le ventre car en plus de son potentiel légèrement supérieur au moment de notre achat à 230%, la société possède 35.20€ de cash et possède un collatéral immobilier de 42.31€. Sans compter qu'elle affiche un insolent retour sur investissement sur les 5 dernières années de 5.60%, malgré la crise automobile, puisque c'est le principal secteur avec lequel elle travaille. Avec un prix de revient frais inclus de 25.66€, nous pensons que nous la « jouons » extrêmement à l'aise avec un risque de perte assez limité et un potentiel plus qu'intéressant. Pour la petite histoire, nous avons déposé notre ordre sur Keytrade le 7 novembre à 22 heure 27 minutes 1 secondes et nous avons été exécutés au prix qui nous convenait 22 jours plus tard.

Avec **Performance Technologies**, nous achetons une techno trouvée dans nos dernières chasses avec une clientèle extrêmement diversifiée composée de noms connus, comme Alcatel Lucent, Erickson, Telefonica, Motorola, Siemens, Nokia, Oracle, Verisign... C'est aussi, chose plutôt rare depuis 2008-2009, une triple net, ce qui signifie qu'avec sa seule trésorerie moins l'ensemble de ses dettes, cette société vaut 0.80\$ ! En gros, au prix que nous avons déboursé de 0.8107\$, nous obtenons gratuitement le reste de l'entreprise. Comme toujours avec les technologiques, un risque lié aux futurs produits est bien présent. C'est pour cette raison que nous avons initié une position de 0.42% de la valeur total du portefeuille avec un potentiel de plus de 180%, nous aurons donc la possibilité de renforcer et si cela tourne mal, la perte sera relativement insignifiante. C'est tout à fait dans notre nouvelle approche par « petite touche ».

## Décembre 2012

7 décembre - Renforcement : Nous renforçons **Plaza Centers N.V.** au cours de 29GBP, soit 27% plus bas que notre premier lot du 27 septembre à 46.45 GBp. Notre prix de revient frais inclus s'élève à 38.01 GBp. Nous n'avons pas trouvé de raisons fondamentales réelles de la chute du cours, hormis la sortie d'un institutionnel qui détenait 5% du capital.

# Edito

Ouf ... voilà donc une passionnante année 2012 qui s'achève. Nous espérons que l'année 2013 le sera tout autant. Le début semble prometteur : il se déroule sous un rythme « techno » endiablé comme vous allez pouvoir le constater à la lecture de la présente lettre.

Nous vous la souhaitons en tous cas excellente et fructueuse.

L'Equipe des Daubasses



# Portefeuille

## Portefeuille au 31 décembre 2012

Portefeuille au 31 décembre 2012													
		%	Ticker	Société		Prix de Revient		31 décembre 2012			RendTota		
						Unitaire	Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro
Société Net-Net					88.770,02	Euro	38,69%						
1	USD	0,32%	SPOR	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,65	975,00	738,52	53,63%	
2	USD	2,31%	CRV	Coast Distribution System	2,11	7.384,07	5.745,75	3500	2,00	7.000,00	5.302,23	-7,72%	
3	GBP	1,02%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	207,60	1.899,54	2.337,32	299,12%	
4	USD	0,63%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,02	1.902,30	1.440,92	-9,71%	
5	USD	4,24%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	14,22	12.854,88	9.737,07	98,91%	
6	USD	0,61%	CRC	Chromcraft Revington	1,05	3.719,39	2.809,50	3550	0,52	1.846,36	1.398,54	-50,22%	
7	USD	1,55%	TwMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,48	4.697,87	3.558,45	384,76%	
8	USD	0,02%	XING	Qiao Xing Universal Ressourc	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,09	58,50	44,31	-95,92%	
9	USD	0,65%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.790,35	1098	1,80	1.976,40	1.497,05	-46,16%	
10	Euro	2,72%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	1,33	6.251,00	6.251,00	109,81%	
11	USD	3,13%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	4,12	9.476,23	7.177,87	16,14%	
12	GBP	2,47%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	26,06	4.598,71	5.658,55	43,56%	
13	Euro	1,41%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,00	3.230,00	3.230,00	-24,24%	
14	USD	0,13%	CCTR	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	389,50	295,03	-92,21%	
15	GBP	1,19%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	8,90	2.225,00	2.737,79	13,14%	
16	GBP	5,33%	PVCS.L	PV Crystalow Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	11,50	9.947,50	12.240,06	106,23%	
17	USD	2,72%	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	2,97	7.283,68	5.624,78	2455	3,35	8.224,50	6.229,73	10,76%	
18	USD	1,19%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,40	3.599,85	2.726,75	3,35%	
19	Euro	1,67%	VET.PA	Vet Affaires	8,39	2.976,86	2.976,86	355	10,80	3.834,00	3.834,00	28,79%	
20	Euro	0,73%	ALVEL.PA	Velcan Energy	8,95	1.520,87	1.520,87	170	9,92	1.686,40	1.686,40	10,88%	
21	GBP	0,89%	PLAZ.L	Plaza Centers NV	38,01	2.106,42	2.635,20	5540	29,95	1.659,23	2.041,63	-22,52%	
22	USD	1,94%	XRTX	Xyratex Ltd	7,30	5.110,62	3.972,50	700	8,41	5.887,00	4.459,17	12,25%	
23	USD	0,85%	GAI	Global Tech Advanced Inovati	4,90	1.958,73	1.496,70	400	6,47	2.588,00	1.960,31	30,98%	
24	GBP	0,52%	PDX.L	Pursuit Dynamics PLC	3,30	1.238,96	1.534,31	37500	2,60	975,00	1.199,70	-21,81%	
25	USD	0,43%	PTIX	Performance Technologies	0,81	1.297,12	995,64	1600	0,81	1.303,84	987,61	-0,81%	
Société Net-Estate					83.340,35	Euro	36,32%						
26	USD	2,43%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,82	7.372,41	5.584,31	54,41%	
27	USD	0,14%	BBCZ	Bodisen Biotech	0,23	1.569,58	974,63	6848	0,06	417,73	316,41	-67,54%	
28	USD	1,04%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,15	3.162,50	2.395,47	29,84%	
29	Euro	1,93%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	68,93	6.616,98	6.616,98	96	46,20	4.435,20	4.435,20	-32,97%	
30	Euro	2,27%	ALGEV.PA	Gevelot	25,67	2.900,07	2.900,17	113	46,01	5.199,13	5.199,13	79,27%	
31	Euro	1,10%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	26,51	2.518,45	2.518,45	20,53%	
32	USD	0,78%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,27	2.357,70	1.785,86	-3,31%	
33	Euro	1,38%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,41	3.163,50	3.163,50	3,89%	
34	USD	2,77%	HTCH	Hutchinson Technology	1,98	8.336,92	6.267,44	4200	2,00	8.400,00	6.362,67	1,52%	
35	USD	1,56%	NTZ	Natuzzi	2,87	7.036,76	5.356,34	2455	1,92	4.713,60	3.570,37	-33,34%	
36	USD	2,86%	ALCS	Alco Store	9,01	8.290,44	6.113,10	920	9,42	8.662,72	6.561,67	7,34%	
37	Euro	2,30%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	5,55	5.272,50	5.272,50	35,68%	
38	GBP	2,35%	PHOL	Peels Hotel	38,76	4.612,77	5.370,36	11900	36,90	4.391,10	5.403,10	0,61%	
39	USD	2,04%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	1,99	6.169,57	4.673,21	-3,36%	
40	Euro	1,65%	RIC.MI	Ceramiche Picochetti	0,16	3.486,01	3.486,01	21328	0,18	3.787,85	3.787,85	8,66%	
41	Euro	2,47%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	1,09	5.657,60	5.657,60	8,93%	
42	Euro	1,69%	PVL.PA	Plastivoloire	19,39	5.819,08	5.819,08	300	12,94	3.882,00	3.882,00	-33,29%	
43	Euro	0,69%	COTT.PA	Cottin Frères	3,06	1.137,13	1.137,13	372	4,28	1.592,16	1.592,16	40,02%	
44	Euro	3,17%	CSP.MI	CSP International Fashion	0,83	6.257,22	6.257,22	7504	0,97	7.278,88	7.278,88	16,33%	
45	Euro	1,70%	ALCOI.PA	Coil	2,78	3.610,32	3.610,32	1300	3,00	3.900,00	3.900,00	8,02%	
Société VANTre					10.268,92	Euro	4,48%						
46	CAD	0,76%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,61	2.272,25	1.734,81	-26,31%	
47	CAD	0,92%	BFS.V	BFS Entertainment&Multiméd	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,12	2.771,50	2.115,97	-43,48%	
48	Euro	1,58%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	157,55	3.623,65	3.623,65	5,82%	
49	NOK	0,26%	REC.OL	Renewable Energy Corp.ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	1,07	4.312,10	586,87	-69,26%	
50	USD	0,96%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	4,35	2.914,50	2.207,62	-18,60%	
Fond Décoté					9.026,11	Euro	3,93%						
51	USD	1,13%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,10	3.412,50	2.584,84	-26,53%	
52	GBP	1,29%	EEPL	Eastern European Property	72,27	2.045,30	2.460,20	2830	85,00	2.405,50	2.959,89	20,31%	
53	GBP	0,38%	ECAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	29,25	716,63	881,78	-15,20%	
54	USD	1,13%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	0,92	3.432,00	2.599,61	25,36%	
Diversification Value					27.127,00	Euro	11,82%						
55	Euro	1,50%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	24,65	3.451,00	3.451,00	-0,41%	
56	CAD	1,57%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	2,85	4.716,75	3.601,12	11,59%	
57	CAD	1,65%	DFM.TO	Dundee Precious Metal	7,41	4.334,95	3.227,28	585	8,47	4.954,95	3.782,98	17,22%	
58	SEK	2,73%	INVE-A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	165,80	53.885,00	6.275,18	38,03%	
59	DKK	0,87%	FFARMS	First Farms	46,56	2.184,86	2.849,38	455	32,80	14.924,00	1.998,71	-29,85%	
60	Euro	2,53%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	29,00	5.800,00	5.800,00	2,89%	
61	Euro	0,97%	SOFR.PA	Sofragi	1,081	2.162,23	2.162,23	2	1,109	2.218,00	2.218,00	2,58%	
Emission d'Option					211,33	Euro	0,09%						
						Limite				Nbr			
62	USD	0,00%	ECA130119	Option Put : Encana	15,00	-355,05	-269,49	300	0,05	-15,00	-11,36	-95,78%	
63	USD	-0,05%	RSH130119	Option Put : Radioshack 1	2,00	-390,00	-318,21	1200	0,12	-144,00	-109,07	-65,72%	
64	USD	-0,04%	RSH130119	Option Put : Radioshack 2	2,00	-355,00	-284,84	1000	0,12	-120,00	-90,90	-68,09%	
Liquidité					11.131,04	Euro	4,85%						

# Portefeuille

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

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 31 décembre 2012 - Ratios et Notations													
Notation	Potentiel	Risque	Global	V.Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT	Stop	V.Actif	Ratio	Ratio	Ratio
	(0 = faible, 3 = élevé)	(0 = faible, 3 = élevé)		Net-Net	Solvabilité	Achat	Potentiel	Cours	Net-Estate	VANTre	Ratio	Ratio	Ratio
2 0 2	Sport Haley Inc	2,0140	0,32	77,47%	24/11/08	217%	2,0622						
3 3 3	Coast Distribution System	5,5467	0,36	66,25%	25/11/08	219%	6,3709						
0 2 2	Barrat Development PLC	171,00	1,21	64,61%	26/11/08	-2%	203,65	0,00	0,0000				
3 1 4	Taitron	2,1189	0,48	95,68%	26/11/08	215%	3,2128	3,0406	0,3355				
0 3 3	AV Homes	13,5271	1,05	81,39%	26/11/08	21%	17,1613	16,9236	0,8402				
3 2 5	Chromcraft Revington	1,9308	0,27	56,49%	04/06/09	841%	3,4788	4,8966	0,1062				
0 3 3	Trans World Entertainment	3,8920	0,89	68,63%	08/06/09	33%	4,6384						
0 0 0	Qiao Xing Universal Resource	3,6876	0,02	100,41%	28/07/09	7000%	6,3897	3,8094	0,0236				
3 2 5	Meade Instrument	4,2178	0,43	67,59%	29/07/09	288%	6,9812						
0 2 2	Adler Real Estate			86,47%	07/08/09	25%	1,6561						
3 0 3	SigmaTron International	3,9610	1,04	48,19%	13/11/09	160%	10,6979	6,4670	0,6371				
0 2 2	Leeds Group PLC	32,0500	0,81	75,87%	27/08/10	59%	41,34	37,23	0,6998				
3 1 4	Vianini Industria	1,3295	0,75	196,59%	19/10/10	214%	3,1414	1,8735	0,5338				
0 0 0	China Crescent	0,0053	0,02	80,23%	19/01/11	7100%	0,0072						
3 0 3	MBL Group	17,4300	0,51	95,93%	05/07/11	223%	28,7600						
3 1 4	PV Crystal Solar	13,1576	0,87	113,35%	05/11/11	225%	37,3192						
3 1 4	Asian Pacific Wire & Cable	7,4117	0,45	50,07%	15/03/12	225%	10,8873						
3 1 4	Deswell Industries Inc	3,6780	0,65	122,43%	15/03/12	164%	6,3407						
3 1 4	Vet Affaires	10,6337	1,02	58,93%	16/07/12	138%	25,6541						
1 2 3	Velcan Energy	13,9543	0,71	320,05%	22/08/12	76%	17,4784						
3 1 4	Plaza Centers NV	135,87	0,22	55,41%	27/09/12	388%	146,14						
1 1 2	Xyratec Ltd	8,36	1,01	86,72%	09/10/12	26%	10,59						
3 0 3	Global Tech Advanced Inovatio	16,66	0,39	106,58%	17/10/12	273%	24,16						
3 0 3	Pursuit Dynamics PLC	5,26	0,49	424,16%	22/11/12	138%	6,19						
2 1 3	Performance Technologies	1,71	0,48	143,62%	30/11/12	174%	2,23						
3 3 3	Avalon			92,71%	02/09/09	160%	9,93	8,1454	0,4690				
2 0 2	Bodisen Biotech			91,11%	10/11/09	1957%	1,2545	0,8091	0,0754				
2 1 3	Blonder Tongue Laboratories			63,14%	16/11/09	96%	2,2524	1,4383	0,7996				
3 3 3	Exacompta - Clairefontaine			68,02%	30/11/09	552%	301,18	202,33	0,2283				
3 3 3	Gevelot			71,43%	09/12/09	222%	148,10	78,80	0,5839				
1 2 3	SAM			70,08%	11/01/10	88%	49,92	48,83	0,5429				
3 1 4	Scott Liquid Gold			49,47%	14/04/10	246%	0,5989	0,9413	0,2890				
3 1 4	Iroce			48,92%	31/05/10	281%	5,3632	3,3144	0,4242				
3 1 4	Hutchinson Technology			62,12%	31/08/10	260%	7,2071	5,7110	0,3502				
3 2 5	Natuzzi			72,20%	19/01/11	263%	6,9635	6,7435	0,2847				
3 1 4	Alco Store			38,48%	27/07/11	206%	28,849	20,6335	0,4563				
3 3 3	Crown van Gelder			74,72%	12/10/11	182%	15,646	14,0468	0,3951				
3 3 3	Peels Hotel			54,86%	12/10/11	325%	156,790	72,2700	0,5106				
2 2 4	ADDVantage Technologies			102,69%	23/11/11	76%	3,513	3,4533	0,5772				
3 1 4	Ceramiche Ricchetti			42,75%	09/01/12	1050%	1,781	2,0430	0,0869				
3 2 5	Panaria Group			43,56%	12/01/12	172%	2,959	1,2164	0,8944				
0 3 3	Plastivale			35,47%	27/02/12	302%	52,077	34,3697	0,3765				
1 1 2	Cottin Frères			50,37%	14/06/12	54%	6,602	0,0000	0,0000				
2 1 3	CSP International Fashion			56,59%	20/06/12	28%	1,245	1,2450	0,7791				
3 2 5	Coil			56,31%	14/11/12	162%	7,871	4,9805	0,6023				
3 0 3	Jemtec			577,10%	25/01/11	140%	1,4620		1,4620	0,4172	76%		
3 0 3	BFS Entertainment&Multimédia			59,36%	25/01/11	278%	0,4345		0,0000	0,0000	0%		
0 3 3	Maleries Franco-Belge			83,47%	14/04/11	50%	236,35		236,35	0,6666	27%		
3 0 3	Renewable Energy Corp ASA			201,96%	30/11/11	350%	4,82		4,82	0,2220	8%		
3 1 4	Universal Security Instruments			101,29%	26/03/12	141%	10,46		10,46	0,4168	11%		
3 0 3	Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	159%	5,4300						
0 2 2	Eastern European Property				28/04/11	39%	118,43						
1 0 1	Elephant Capital PLC				28/06/11	68%	49,00						
1 0 1	Vietnam Holding				04/11/11	35%	1,24						
2 2 4	Luxempart				28/06/11	58%	38,89						
3 1 4	Oceana Gold Corp				14/10/11	193%	8,35						
3 2 5	Dundee Precious Metal				14/10/11	157%	21,81						
1 3 4	Investor AB				29/12/11	38%	228,87						
3 2 5	First Farms				25/01/12	98%	65,04						
3 3 3	FFP				15/05/12	101%	58,27						
2 3 5	Sofragi				27/07/12	62%	1792,60						
				Echéance				Rendement à Echéance sauf Exercice					
				Option Put : Encana				13 janvier 2013		7,89%		USD	
				Option Put : Radioshack 1				18 janvier 2013		16,25%		USD	
				Option Put : Radioshack 2				18 janvier 2013		17,75%		USD	
										7,91%		Euro	
										17,50%		Euro	
										18,80%		Euro	

# 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	Rendit
				Devise	Euro		Devise	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	9,56	0,12 -14,19%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	84,00	1,03 52,78%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	39,25	0,48 -38,66%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	31,75	0,39 -1,89%
5	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	9,40	7,12 -3,00%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	1,90	1,44 -30,95%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	5,60	5,60 38,27%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	19,00	14,39 30,12%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	9,42	0,12 17,32%
10	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,00	1,51 -0,48%
11	USD	AVHI	AV Homes	7,24	5,67	09/01/12	13,23	10,02 76,69%
12	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	0,98	0,98 -2,87%
13	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,18	0,18 -1,17%
14	Euro	PVL.PA	Plastivaleire	19,65	19,65	08/03/12	13,30	13,30 -32,32%
15	DKK	FFARMS.C	First Farms	47,00	6,32	08/03/12	32,10	4,30 -32,00%
16	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	3,17	2,40 -4,81%
17	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,60	1,97 2,86%
18	USD	UUU	Universal Security Instrument	5,35	4,08	09/04/12	4,00	3,03 -25,72%
19	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	27,85	27,85 8,41%
20	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,13	0,13 -43,48%
21	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	207,50	28,24 37,89%
22	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	5,70	5,70 10,68%
23	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0,84	0,84	06/07/12	0,92	0,92 9,64%
24	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3,90	3,90	06/07/12	4,10	4,10 5,13%
25	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	8,00	8,00 -12,95%
26	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1066,00	1066 0,95%
27	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	9,88	9,88 9,78%
28	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,00	1,00 -5,66%
29	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	2,92	3 -0,68%
30	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	78,50	0,97 -3,66%
31	USD	JSHLY	Jardine Strategic LTD	18,11	13,90	08/10/12	16,93	12,82 -7,76%
32	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	31,00	0,38 -34,83%
33	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8,42	6,57	07/11/12	9,37	7,10 8,01%
34	USD	GAI	Global Tech Advanced Ino	5,84	4,56	07/11/12	5,17	3,92 -14,07%
35	Euro	ALCOI.PA	Coil	3,10	3,10	07/12/12	3,10	3,10 0,00%
36	USD	PTIX	Performance Technologies	0,84	0,65	07/12/12	0,84	0,64 -1,75%
37	GBP	PDX.L	Pursuit dynamic	2,90	0,04	07/12/12	2,90	0,04 -0,88%
Opération clôturée								
	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15 22,44%
1	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44 122,85%
2	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54 42,80%
3	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18 19,60%
4	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99 7,73%
5	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87 99,31%
6								
Total pondéré a part égal								7,74%

# 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
			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
3	1	4	Paradise Inc	28,434	0,6682	80,56%	104%	38,7	40,303	0,403	
			PV Crystalox Solar								En Portefeuille
			ADDvantage								En Portefeuille
			AV Homes								En Portefeuille
			Panaria Group								En Portefeuille
			Ceramiche Ricchetti								En Portefeuille
			Plastivaloire								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
3	0	3	Techniline	0,5689	0,2285	40,90%	435%	0,695			
2	2	4	AKER -A-				54%	320,00			
0	2	2	HF Company	6,1727	0,9234	60,49%	48%	8,4228	7,9346	0,403	8,4228 0,4777 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
2	1	3	Vianini Lavori				55%	4,54			
3	0	3	JKX Oil				176%	216,9	165,08	0,403	
1	3	4	Jardine Strategic LTD				61%	27,18			
			Plaza Centers N.V								En Portefeuille
			Xyratex Ltd								En Portefeuille
			Global Tech Advanced Ino								En Portefeuille
			Coil								En Portefeuille
			Performance Technologies								En Portefeuille
			Pursuit dynamic								En Portefeuille
			0								
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

# News de nos sociétés



## **ADD Vantage (USA) Ticker : AEY**

La société a publié des résultats en demi-teinte pour son 4e trimestre avec une chute des ventes de 25 %. Néanmoins, le résultat reste bénéficiaire notamment grâce à une baisse des charges d'intérêt. Sur l'ensemble de l'exercice, nous obtenons un bénéfice par action de 0,12 usd et la VANT a légèrement augmenté pour s'établir à 3,51 usd. La crise dans le secteur de la télévision par câble aux Etats-Unis continue donc à se refléter dans les résultats de notre société. Le CEO annonce la possibilité d'acquisitions futures, ce qui, comme vous le savez, est loin de nous mettre en joie.

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

Notre holding de service pétrolier et gazier a souscrit à l'augmentation de capital d'une de ses principales filiales cotées (Det Norske Oljeselskap ... A vos souhaits ...). Entre-temps, sa valeur intrinsèque au 28/12 s'établit à 324 NOK.

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

Le mois passé, la direction annonçait une excellent quatrième trimestre. Espérons-le car le bilan du troisième trimestre est plutôt décevant, avec principalement la solvabilité qui entre sous le seuil fatidique des 40%, à 38.48%. Avant de vendre automatiquement, comme cela s'est déjà produit auparavant, quand ce n'est pas lié directement à la cyclicité de la société, nous observons chez Alco Store que ce qui fait basculer la solvabilité hors des limites que nous avons fixées, ce sont les sommes dues à ses fournisseurs, dans le passif à court terme, qui sont passées de 26.6 millions à 61.8 millions. Ceci également aggravé par une perte, sur ce trimestre, de -0.37\$ par action. Même si la société ne nous avait pas habitué à ce type de figure négative, il est assez facile de comprendre que la société a fait des stocks, peut-être même plus importants que les autres années, en vue des ventes du quatrième trimestre. Nous mettons néanmoins Alco sous surveillance et exigeons d'ores et déjà que la solvabilité repasse la barre des 40% dans le prochain rapport.

La valeur d'actif net-estate est à 20.6335\$ et la VANT de 28.84\$, ces deux valeurs sont en progression.

# News de nos sociétés

## **AV Homes (USA) Ticker : AVHI**

Nouvelle perte trimestrielle pour le constructeur de lotissements pour aînés qui tarde à nous faire profiter du redressement du marché immobilier américain.

Nous notons cependant que la perte se réduit par rapport à l'année précédente et que le carnet de commandes tend « à prendre du ventre ». Le projet d'auto-route *Poinciana* semble enfin se débloquer, ce qui pourrait permettre une revalorisation de cette participation « dormante ». Nous apprenons aussi un changement de CEO : apparemment, l'ancien, une fois son travail de « Terminator » effectué, laisse la place à un entrepreneur qui sera chargé du redéploiement de la société. En attendant, la VANT a légèrement baissé pour s'établir à 17,16 usd.

## **Asia Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC**

Notre fabricant pour l'industrie du câble nous a présenté ses résultats pour les 9 premiers mois de l'année : un chiffre d'affaires en baisse de 17 %, mais surtout un bénéfice net par action en hausse de 45 %, en raison notamment d'une baisse des coûts administratifs. L'année 2011 avait effectivement été anormalement « chargée » par les coûts de fermeture d'une usine chinoise. De plus, la société a commencé à utiliser une petite partie de son abondante trésorerie pour procéder à des rachats d'actions propres. Nous voyons ici une direction qui travaille sérieusement à optimiser au mieux ses moyens de production et ses capitaux.

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

Sir Barratt, le fondateur de la société qui porte son nom, est décédé le 19 décembre. Il n'avait plus vraiment de fonction exécutive au sein de l'entreprise mais on peut dire que c'est tout de même un peu de l'histoire de Barratt Development qui s'en va ainsi. En attendant, la compagnie continue de truster les récompenses parmi lesquelles celle de « constructeur durable de l'année ».

## **Coast Distribution Systems (USA) Ticker : CRV**

Nouvelle un peu intrigante que nous apprenons là. Le président du CA de Coast Distribution a décidé de vendre sur le marché une partie des actions qu'il détient. Il explique que c'est pour diversifier son patrimoine mais si l'investissement était si bon, aurait-il le besoin de diversifier ?

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

Le fonds a acheté en décembre, sur le marché, 120 000 titres à un cours de 0,85p. C'est une excellente opération, créatrice de valeur pour l'actionnaire, puisque nous vous rappelons qu'au 30 juin 2012, l'actif net du fonds fermé ressortait à 113,80p par action et que le fonds est en cours de liquidation.

## **Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L**

Deux grosses nouvelles pour notre fonds indien. Tout d'abord, une bonne nouvelle : le management avait passé une grosse réduction de valeur sur la participation dans l'entreprise Clintec's en portant la valorisation à 1,12 M GBP dans le dernier rapport semestriel du 28 février 2012. Or, suite à un accord avec l'ensemble des parties prenantes, le fonds a reçu 3 M GBP en compensation à son

# News de nos sociétés

investissement (initialement, tout de même 8 M GBP). Ce qui a un impact immédiat de +1,88 M GBP sur la valeur liquidative du fonds.

L'autre nouvelle est que lors de la publication des résultats clôtés au 31 août 2012, qui vont être prochainement publiés, le fonds souhaite redistribuer à ses actionnaires 8 M GBP dans le cadre d'un programme de redistribution de valeur à ses actionnaires. Aujourd'hui le fonds est valorisé en bourse à près de 14 M GBP. Nous attendons donc les comptes avec impatience pour voir si après cette distribution éléphantinesque, il restera suffisamment d'actifs pour justifier la valorisation actuelle.

## **FFP (France) Ticker : FFP.PA**

La valeur intrinsèque de la holding familiale continue de fluctuer au gré du cours de sa principale participation : Peugeot. Au 28/12 ; elle s'établit, selon nos calculs, à 58,27 euros (et 43,40 euros si on considère la valeur de Peugeot comme étant nulle). Bref, ce qui nous semble être une irrationalité de Mr Market perdure...

## **First Farms (Danemark) Ticker : FFARMS.CO**

Le CEO et le président de la société continuent d'acheter des actions de la société. En ce mois de décembre, ils ont acheté 12 000 actions à eux deux.

## **HF Company (France) Ticker : HF.PA**

Le bilan semestriel clôturé au 30 juin, enfin disponible, nous apprend que la valeur patrimoniale de la société reste stable avec un biais plutôt positif dû au résultat. La valeur net-net est de 6.33€ et la valeur net-estate de 8.17€, tandis que la VANT ressort à 8.6306€. Ces valeurs sont donc en légère augmentation. Nous observons également une diminution du chiffre d'affaire de 7%, sur les 6 premiers mois de 2012, comparés au 6 premier mois de 2011. Mais dans le même temps, une diminution des coûts des produits de -23% et des coûts de vente et d'administration de -6%. Ce qui génère, au final, des profits nets de 0.23€ par action, en augmentation de 43%, par rapport à la même période en 2011.

## **Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH**

Sur 1 mois, le titre bondit de plus de 30% ! La raison ? Nous pensons que l'arrivée au capital d'un "actionnaire value activiste" n'y est pas pour rien. On dirait que Timothy Stabosz a commencé à secouer le cocotier.

Également en décembre, Dale Ruzicka a été nommée Vice Présidente des Opérations. Cette salariée du Groupe depuis 1982 est une technicienne pure souche. Elle a l'expérience du terrain et la connaissance des sites de l'entreprise à travers le monde, du fait de ses différentes missions à l'international.

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

La holding a vendu sa participation dans une société médicale à Baxter. Cette vente permet de dégager une plus-value d'environ 5 SEK par action. Au 28/12, nous évaluons la valeur de marché de la holding à 233 SEK.

# News de nos sociétés

## **Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY**

Le conglomérat que nous vous avons présenté à titre de diversification pour investir sur l'Asie émergente a annoncé que sa filiale Mandarin Oriental a acquis de l'immobilier résidentiel et retail à ... Paris, acquisition faite auprès de la Société Foncière Lyonnaise. Nous nous demandons bien ce que nos Singapouriens comptent faire de ces briques... En attendant, au 28/12, nous calculons la valeur de marché des certificats ADR de la holding à 27,18 USD.

## **Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V**

Incroyable... mais vrai ! Depuis l'acquisition de titres de la société en janvier 2011, nous n'avions pas connu pareils bouleversements ! Sur le premier trimestre 2011-2012, clôt le 31 octobre 2012, grâce à une activité en hausse de +4,1% à 238 k CAD et une baisse générale des dépenses de - 8,6% à 237 k CAD (-23 k CAD), Jemtec a généré un profit, après effets de changes (pas d'impôts avec tous les déficits accumulés depuis des années... pour 122 k CAD), de 840 CAD. Cette entreprise serait-elle capable de créer de la valeur pour l'actionnaire et non uniquement pour ses dirigeants ? Nous en doutons quelques peu même si nous remarquons également que la position de cash est en hausse de +54 k CAD sur ces 3 mois et atteint 3 076 k CAD pour une valorisation boursière de 1 460 k CAD.

## **JKX (UK) Ticker : JKX.L**

L'entreprise annonce l'arrivée, en date du 1er janvier 2013, de Richard Murray. C'est un ancien associé du cabinet d'audit Ernst & Young qui avec son expérience de 40 ans sur les entreprises de taille intermédiaire va apporter au Groupe ses connaissances en acquisition, restructuration et gestion financière.

## **Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L**

L'actionnaire minoritaire Sunningdale Investments Limited a indiqué au marché détenir désormais plus de 5% du capital de la société. Nous ne sommes donc pas les seuls à nous intéresser à ce titre décoté.

## **Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP**

Sur base des cours de ses participations au 28/12/2012, nous estimons la valeur de marché de la holding à 38,89 euros, ce qui laisse une belle marge de sécurité au cours actuel.

## **Malteries Franco-Belges (France) Ticker : MALT.PA**

La société a versé 10 EUR de dividende par action en début de mois de décembre.

## **MBL Group (UK) Ticker : MUBL**

Notre distributeur en restructuration a publié ses résultats du 1er semestre 2012-2013. Il continue à aligner les pertes avec la régularité d'un métronome. Windsong et Garden Bird Supplies semblent se profiler comme les bases du redéploiement de l'entreprise. La solvabilité reste excellente et la VANT se tasse à 28,8 GBp.

# News de nos sociétés

## **OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO**

Sur l'exercice 2013, le management s'attend à produire, au niveau du Groupe, entre 285 000 et 325 000 onces d'or, à un coût de revient compris entre 650 et 800 USD l'once.

A noter que la nouvelle mine Didipio devrait produire entre 50 000 et 70 000 onces d'or dès sa première année de production avec un coût de production négatif entre -370 et -50 USD l'once, du fait de la production de cuivre concomitante qui va compenser les coûts de production de l'or !

## **Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI**

Ce n'est pas un montant très significatif, mais c'est toujours un signe positif. Un des membres de la famille Mussini, qui détient la majorité du capital de la société, a acheté pour près de 30 000 EUR de titres Panaria Group sur le marché, à un cours moyen de 0,9968 EUR l'action.

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

Les résultats annuels, clôturé au 30/09, sont finalement assez corrects compte tenu de la conjoncture dans le secteur automobile. A périmètre comparable, le chiffre d'affaires ne baisse que de 5 % et le résultat reste légèrement bénéficiaire. Grâce à son esprit d'innovation, la direction estime qu'à l'avenir, la société devrait devenir moins dépendante du secteur automobile avec des contrats signés pour des clients du secteur photovoltaïque, électroménager ou de piles à combustible. Malheureusement, cette même direction nous explique qu'elle continue à chercher des opportunités de croissance externe, non pas pour augmenter la valeur actionnaire mais pour simplement obtenir un chiffre d'affaires de 500 millions d'euros... Ah qu'il est difficile de se débarrasser de ses assuétudes : nous soupçonnons la direction d'être atteinte de légère tendance mégalomane... dommage...

## **Plaza Centers NV (Pays-Bas) Ticker : PLAZ.L**

Nous apprenons tout d'abord que le fonds de pension Aviva, implanté en Pologne, a vendu 14 millions d'actions soit 5% du capital, ce qui explique en grande partie la chute du cours depuis notre achat, ce qui nous a permis de renforcer.

Nous apprenons également qu'une émission obligataire sera discutée lors de la prochaine assemblée générale.

Concomitant à cette annonce, nous notons que l'agence Standard & Poors a abaissé la note liée à la solvabilité de l'entreprise, la faisant passer de BBB à BBB-.

Nous attendons le prochain rapport pour faire un point complet de la situation. Enfin, news de dernière minute, nous venons d'apprendre que l'actionnaire majoritaire de Plaza, qui semble rencontrer quelques problèmes de trésorerie, a convoqué une AG extraordinaire en vue de procéder, en urgence, à la distribution d'un dividende exceptionnel qui devrait être de +/- 0,10 euros. A priori, pour nous, la nouvelle n'est ni bonne ni mauvaise : nous allons percevoir un dividende exceptionnel d'un peu plus de 25 % de notre prix de revient (ça, c'est la bonne nouvelle) mais la société va voir sa solvabilité légèrement se dégrader et

# News de nos sociétés

sa VANT amputée d'autant. Ce sera peut-être un (petit) catalyseur pour une hausse. Nous comprenons aussi, avec cette news, les projets d'émission d'emprunts obligataire mentionnés ci-dessus.

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

La direction annonce une distribution de liquidités aux actionnaires au 2ième trimestre 2013 et laisse entendre dans son communiqué qu'il y aura le choix sur la forme de ce dividende exceptionnel, sans en dire plus. Nous pouvons donc penser à ce stade que ce dividende exceptionnel est lié à la somme reçue en dédommagement pour la rupture du contrat.

## **REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL**

Sur le seul mois de décembre, à l'image des marchés "actions", le titre a rebondi de ses plus bas historique en progressant de plus de 50%. Pas de nouvelles particulières. Simplement un petit rattrapage pour réduire la décote ?

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

Nous vous informions le mois passé qu'un actionnaire détenant 7% de la société, du nom de Timothy Stabosz, avait déposé une lettre à la SEC pour demander officiellement une réunion des actionnaires et de la direction afin de discuter de ce qui sera fait avec les liquidités résultant de la vente immobilière de la société. Il juge la direction incapable de gérer ce cash afin de créer de la valeur pour l'actionnaire, alors qu'elle en détruit depuis 10 ans.

Nous apprenions peu après la publication de la lettre précédente, que Timothy Stabosz proposait à la direction, une fois les prêts de la société remboursés (prêts garantis avec l'immobilier de la société), soit de racheter leurs propres actions, soit de verser un dividende de 0.50\$... (cours actuel 0.28\$), soit un mixte des deux. La direction a rejeté l'idée et nous n'avons rien trouvé de nouveau sur le sujet depuis.

## **SigmaTron International (USA) Ticker : SGMA**

Dans le dernier rapport de la société, son rapport semestriel clôturé au 30 octobre 2012, nous notons quelques changements assez importants sur sa valeur patrimoniale. Rappelez-vous en mai dernier, la société avec acheté certains actifs d'un de ces fournisseurs, la société « Spitfire Controls », afin de « verticaliser » sa production. Au cours de ce trimestre, SigmaTron a racheté l'ensemble de la société. Les changements que nous observons dans le bilan, c'est d'abord une augmentation de l'endettement qui fait passer la valeur Net-net de la société de 6.65\$ à 3.96\$. Ensuite, la société a dû reporter à son bilan l'écart d'acquisition ou Goodwill de 0.92\$ par action, ainsi que des intangibles pour 1.55\$ par action. Comme nous comptons pour du beurre ces deux posts du bilan, la VANT de la société passe de 13.02\$ à 10.69\$, réduisant donc le potentiel de la société d'un peu plus de 200%, avant cette opération, à un peu plus de 150% à présent. Nous ne pouvons pas dire que cela nous enchante réellement, mais, force est de constater que cette acquisition a déjà un effet non négligeable sur le compte profits et pertes de la société. Sur les 3 derniers mois, donc d'août à fin octobre, la société a boosté son chiffre d'affaire de 33% et a fait un profit

# News de nos sociétés

net de 0.12\$, soit 3 fois supérieur aux 3 mêmes mois en 2011. Ce qui nous pousse à croire dans un premier temps que ce rachat complet de « Spitfire Controls » est sans doute une bonne opération. Nous voudrions évidemment le vérifier au cours des prochains trimestres, mais si cela se confirme, nous pourrions déjà dire que si le potentiel a certes baissé, le risque quant'à lui a également baissé. Ce qui pourrait aboutir à un excellent couple risque/potentiel, ce qui est toujours confortable. Affaire à suivre donc.

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

La valeur liquidative de la société est de 1792.60€..

La société annonce détenir au 3ème trimestre 2012 : 47.25% d'actions, 0.6% d'obligations et 52.15% d'instruments financiers à court terme.

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

Chose promise chose due, la direction de TransWorld a bien versé son dividende exceptionnel de 0.47\$ par action, retournant ainsi aux actionnaires un excès de liquidité dont elle ne sait tirer profit. Nous avons salué depuis plusieurs mois cette direction qui a fait un énorme travail pour l'actionnaire et nous saluons une nouvelle fois le bon sens dont elle fait preuve, avec le versement de ce dividende exceptionnel qui brut représente 62% de notre prix de reviens, frais inclus de 0.75\$.

Nous avons également à disposition le bilan des 9 premiers mois de l'année 2012, clôturé au 31 octobre. Nous avons déduit le dividende exceptionnel de 15 millions de \$. La valeur d'actif net-net est de 3.8920\$ et la VANT de 4.6384\$, en léger recul donc. Dans les comptes, nous observons que les ventes sont une nouvelle fois en recul de 15%. Mais nous n'avons jamais observé jusqu'à présent des ventes en augmentation. C'est banal pour une Daubasse, des ventes en recul. Par contre ce qui change radicalement des autres, c'est la réduction des coûts : nous observons, sur les 9 premiers mois 2012, comparé à la même période 1 an plus tôt, un recul de 17% sur le coût des produits, mais aussi de 21% sur les coûts administratifs et ventes... En bout de course, nous trouvons une très légère perte de 0.04\$, au lieu d'une perte de 0.46\$, soit plus de 10 fois moins.

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

La NAV du fond se maintient à 5.43\$. Aucun autre information.

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

L'actif net par titre ressort à 1,239 USD au 30 novembre 2011, en léger repli par rapport au mois précédent (1,245 USD au 31 octobre 2012).

Le fonds continue - pour notre plus grand plaisir ! - de racheter ses propres actions sur le marché :

- 50 000 actions à un prix moyen de 0,93 USD
- 25 000 action à un prix moyen de 0,815 USD.

Ces bonnes nouvelles sont contrebalancées par l'exercice de warrants qui ont engendré la création de 32 930 nouvelles actions sur le marché.

## News de nos sociétés

### **Xyratex Ltd (USA) Ticker : XRTX**

La société a annoncé qu'elle allait verser au 31 décembre 2012, un dividende exceptionnel de 2\$. Ce qui brut représente 27% de notre prix de revient frais inclus. Cette direction a plutôt l'air d'agir avec bon sens.



# Analyses de société

## Amtech Systems Inc.

(Nasdaq, Ticker: ASYS / ISIN : US0323325045)

### I. Introduction



Amtech Systems est une société américaine, une sorte « d'équipementier » du secteur solaire : créée en 1981, elle fournit à l'industrie photovoltaïque du matériel permettant la fabrication de plaquettes de silicium, de semi-conducteurs, de cellules solaires et de systèmes « micro-électromécaniques ».

En 2011, 85 % de ses revenus étaient liés à ce segment. Les 15 % restants étant liés à l'industrie des semi-conducteurs. Mais avec la crise du secteur, ce ratio a été complètement bouleversé en 2012 : l'effondrement du chiffre d'affaires et du carnet de commandes a rééquilibré les activités et les ventes à l'industrie photovoltaïque ne représentent plus à présent qu'un peu plus de la moitié des recettes.

La société détient 63 brevets enregistrés dans une dizaine de pays répartis en Europe, en Asie et aux Etats-Unis.

Le chiffre d'affaires est assez diversifié sur le plan géographique : 13 % aux Etats-Unis, 66 % en Asie (essentiellement en Chine mais aussi à Taïwan) et 21 % en Europe (dont une bonne part en Allemagne). Le plus gros client représente 11 % des ventes.

Si l'entreprise est américaine, elle détient des filiales aux Pays-Bas, en France, à Hong-Kong et à Shanghai.

Le 2 janvier, nous avons acheté 810 actions Amtech à un coût de revient de 3,29 usd, frais de courtage inclus.

Nous travaillons avec les comptes annuels arrêtés au 30/09/2012.

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

Nous relevons un actif courant de 10,84 usd par action, duquel nous retirons les dettes et les intérêts des minoritaires pour 4,88 usd, ainsi qu'un redressement automatique du poste de stocks en raison d'un ralentissement dans sa rotation pour 0,247 usd par action. Nous établissons donc la VANN à 5,96 usd par action.



# Analyses de société

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

Nous constatons qu'Amtech est propriétaire d'une partie des locaux qu'elle occupe et, heureuse surprise, il s'agit des immeubles de bureaux situés aux USA et aux Pays-Bas, soit, en principe, les immeubles qui perdent le moins de leur valeur par rapport à leur coût d'acquisition. Les usines de production sont, quant à elles, prises en location.

Les immeubles acquis l'ont été pour un prix de 1,10 usd par action. Après déduction de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajout de la VANN, nous obtenons une Valeur d'Actif Net Estate de 6,60 usd par action.

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



Fidèles à nos bonnes et à présent vieilles habitudes, nous commençons par l'**actif courant**. Son poste principal est, nouvelle heureuse surprise, constitué du **cash détenu en banque** : 5,42 usd par action, soit bien plus que le cours actuel.

Le 2e poste en importance est constitué des **stocks**. Nous sommes plus circonspects avec ceux-ci. Leur rotation moyenne est de 157 jours, ce qui est supérieur à la moyenne de 120 jours des 3 derniers exercices et a d'ailleurs entraîné un premier redressement automatique de 10 % de leur valeur aux livres lors du calcul de la VANN. Si les activités d'Amtech entraînent une obsolescence rapide de ses produits, nous constatons cependant que 73 % de l'inventaire est constitué de matières premières et non de produits finis, ce qui relativise partiellement cette constatation. Par contre, il semble bien qu'aucune réduction de valeur n'ait été actée par la direction. En mixant toutes nos observations, nous décidons, de manière subjective, d'amputer la valeur aux livres de ce poste de 25 % supplémentaires et déduisons donc 0,68 usd.

Les **créances commerciales** sont payées en moyenne à 33 jours, ce qui nous semble correct. La direction a acté, à titre de créances douteuses, 7 % de la valeur brute de ces créances. Néanmoins, un point nous inquiète : Yingli, un client chinois d'Amtech qui ne « pèse » que 7 % des ventes représente par contre 14 % des créances. Nous ne savons pas ce qui lui vaut un tel traitement de faveur mais nous préférons nous montrer à la hauteur de notre réputation légendaire de prudence et considérons que ce client ne paiera rien. Nous amputons donc le poste de créances commerciales de 25 % de sa valeur aux livres (soit 14 % de Yingli et 11 % pour les autres débiteurs), soit 0,20 usd.

Une partie des **prestations d'Amtech n'ont pas été facturées** et sont comptabilisées aussi dans les créances. Pour faire bonne mesure, nous prenons la même marge de sécurité que pour les ventes facturées et amputons ce poste de 0,28 usd.

# Analyses de société

Nous décidons aussi de ne pas retenir le poste d'**impôts différés** présents à l'actif courant et amputons la VLMV de 0,36 usd complémentaires.

Au niveau de l'actif fixe, outre les **immeubles** abordés dans la VANE, nous reprenons les **installations et aménagements de production** pour 5 % de leur valeur d'acquisition, soit 0,06 usd.



Nous ne retenons pas de source de **dilution** : les prix d'exercice des **stock-options** étant trop éloignés du cours actuel.

Par contre, nous comptabilisons les **engagements de loyers futurs à payer** comme dette hors bilan et ce, pour 50 % de leur montant. Nous déduisons donc 0,17 usd.

Il y a également des **engagements d'achat** que la société devrait honorer coûte que coûte.

Ces engagements représentent 1,27 usd par action. Néanmoins, en échange de l'exécution de ces obligations, Amtech recevrait bel et bien des actifs. Etant donné qu'une perte de valeur peut éventuellement se produire sur ces achats, nous provisionnons 20 % de l'engagement, soit 0,32 usd par action.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la Valeur d'Amtech en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 4,65 usd.

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

En raison de la cyclicité des activités, les résultats de ces dernières années furent assez erratiques. Néanmoins, au cours des 5 dernières années, la société a pu générer un profit opérationnel moyen de 0,50 usd par action. Nous amputons ce résultat de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, actualisons à 12 %, soustrayons les dettes financières, ajoutons les liquidités de l'actif et ... ouf ... obtenons une VCB de 8,12 usd.

## VI. Conclusions

A notre coût de revient de 3,29 usd, nous pouvons acquérir des actions Amtech avec une marge de sécurité de :

- 45 % sur la VANN
- 50 % sur la VANE
- 29 % sur la VLMV
- 60 % sur la VCB

# Analyses de société

Il est assez rare de pouvoir acquérir des sociétés qui présentent des marges de sécurité importantes sur chacune de nos 4 « valeurs-fétiche ». Mais, il y a, à notre avis, plusieurs cerises intéressantes sur le « gâteau Amtech ».

Tout d'abord, élément inhérent à ses activités, nous notons l'importance de ses frais de R&D. 5 années de R&D représentent 2,45 usd par action, soit près des trois quarts du cours actuel. Même si ces dépenses sont sans doute obligatoires pour permettre à l'entreprise de rester compétitive et innovante, nous pensons qu'elles permettent aussi d'engranger, au fil des années, du savoir-faire qui représente, au bout du compte, de la valeur cachée pour les actionnaires.

Le 2e point qui nous semble intéressant, c'est le poids devenu modéré des activités solaires. Nous pouvons supposer qu'en cas de reprise du secteur, Amtech pourra à nouveau voir la part du chiffre d'affaires de ce segment reprendre son poids initial, ce qui représentera un fort levier à la hausse en terme de rentabilité.

Enfin, un élément que nous prenons systématiquement en compte lorsque nous investissons dans une société qui fait partie d'un secteur massacré : sa capacité à rester parmi les « survivants » lorsque le secteur redémarrera. Et Amtech nous semble bien armé pour cela grâce à sa structure bilantaire très correcte, son gros matelas de cash mais aussi le fait qu'une partie de ses activités ne sont pas liées au solaire ... ce qui lui assure des revenus réguliers lui permettant de « faire le gros dos » en attendant que la tempête passe.



# Analyses de société

## Electronic Systems Technology Inc.

(OTC, Ticker: ELST / ISIN : US2858481078)

### I. Introduction



Electronic Systems Technology est une société fondée en 1982. Elle développe et fabrique des modems sans fil et accessoires électroniques. Les produits sont soit vendus en direct, soit via l'intermédiaire de revendeurs, principalement sous leur marque en propre **Esteem**. Le siège de la société est situé à Kennewick dans l'Etat de Washington où elle emploie 13 salariés.

L'analyse actuelle est réalisée à partir des comptes du T3 2012 et avec un capital composé de 5 158 667 actions. Il y a bien un plan d'options pour 610 000 actions avec un prix d'exercice d'environ 0,400 USD. Mais compte tenu de notre prix d'acquisition (frais de courtage inclus de 0,255 USD), si les options sont exercées, ce serait à un cours 57% supérieur. Dès lors, nous ne les considérons donc pas dans nos calculs.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 0,57 USD par action et possède des dettes pour 0,03 USD par action. Sa valeur d'actif net-net est donc de 0,54 USD par action.

Encore une belle surprise avec cette petite société technologique. En effet, le très faible endettement de la société et sa trésorerie pléthorique nous permettent de calculer une valeur triple net, c'est-à-dire le cash déduit de l'ensemble du passif pour une valeur de 0,38 USD par action. Encore une fois, une entreprise valorisée en dessous de son cash net de toute dette. Tous les autres actifs de l'entreprise peuvent être donc obtenus gratuitement.

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

La société ne possède ni terrains, ni immeubles. Nous ne pouvons donc calculer de VANE.

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

Nous allons essayer d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation par ses propriétaires.

Tout d'abord, commençons par l'**actif courant**, les **liquidités** et leurs **équiva-**

# Analyses de société

**lents de placement à court terme** que nous reprenons pour leur valeur comptable, soit 0,41 USD par action.



Le second poste est composé des **stocks** pour une valeur de 0,10 USD par action. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 208 jours et sur l'exercice 2011 de 216 jours. Les produits fabriqués par la société sont très

techniques, mais le stock est composé pour près de 80% de composants et seulement 20% de produits finis. Donc, malgré une obsolescence rapide des produits, et d'une durée de détention relativement « longue » pour du stock, nous n'allons considérer qu'une marge de sécurité de 20%, soit une valeur de stock retenue pour 0,08 USD par action.

Viennent ensuite les **créances client** pour une valeur de 0,03 USD par action. La société a été payée en moyenne à moins de 21 jours en 2011 et la direction a déjà acté des provisions pour créances douteuses. En prenant une marge de 20%, nous considérons être conservateurs et nous reprenons donc uniquement pour notre valorisation un montant de 0,02 USD par action.

Enfin, les **paiements en avance** qui représentent 0,01 USD par action au bilan, sont repris pour ce montant au bilan.

Fidèles à nos principes de prudence, les **actifs d'impôts différés** ne sont pas pris en compte dans notre calcul. En ce qui concerne les **créances fiscales sur l'Etat**, nous ne les prenons également pas en compte dans notre calcul car peu significatives (0,002 USD par action). Ce qui accroît quelque peu notre marge de sécurité.

En ce qui concerne les **actifs tangibles**, une fois n'est pas coutume, nous remarquons dans les comptes qu'il y a des **dépôts chez les revendeurs** pour un montant de 0,01 USD. Au vu du montant et de la difficulté d'estimer ces actifs, nous prenons une marge de sécurité maximale et ne les reprenons pas dans notre valorisation.

Pour finir, il y a les **équipements et matériels** que nous allons reprendre pour 5% de leur coûts d'acquisition historiques, soit 0,01 USD.

Le **total du passif** représente 0,03 USD par action.

En **hors bilan**, il y a les loyers à payer sur leurs différents bâtiments car les baux expirent en 2014. Nous valorisons ces charges à 0,02 USD.



# Analyses de société

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

## Actif courant

- Liquidités et équivalents : 0,41
- Stock : 0,08
- Poste client : 0,02
- Paiements en avance : 0,01

## Actif immobilisé

- Equipements et matériels : 0,01

Nous avons donc un actif total équivalent à 0,53 USD par action, duquel nous soustrayons le passif de -0,03 USD ainsi que les futurs loyers pour -0,02 USD. Nous obtenons par conséquent une VMLV de 0,48 USD par action.

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



Sur les 5 derniers exercices, la société a généré des profits durant 2 exercices, des pertes pendant 2 exercices et un exercice à l'équilibre. Après prise en compte d'une imposition forfaitaire de 35% et d'un taux d'actualisation de 12%, et l'ajout de la trésorerie nette, nous obtenons une VCB de 0,43 USD.

## VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 0,255 USD, nous avons acquis des titres de Electronic System Technology avec une décote de :

- 53% sur la VANN
- 33% sur la valeur triple net
- 47% sur la VMLV
- 41% sur la VCB

Comme toute daubasse qui se respecte, le titre Electronic System Technology présente des risques. Et pour nous, les deux principaux risques pour ce titre résident :

- 1) Dans le fait que la société soit cotée sur un marché non réglementé, le fameux Pink Sheet, même si nous avons constaté qu'historiquement la publication financière de la société est irréprochable. Le passé ne préjuge pas de l'avenir sur un marché où il n'existe aucune obligation réglementaire de diffusion d'informations financières.

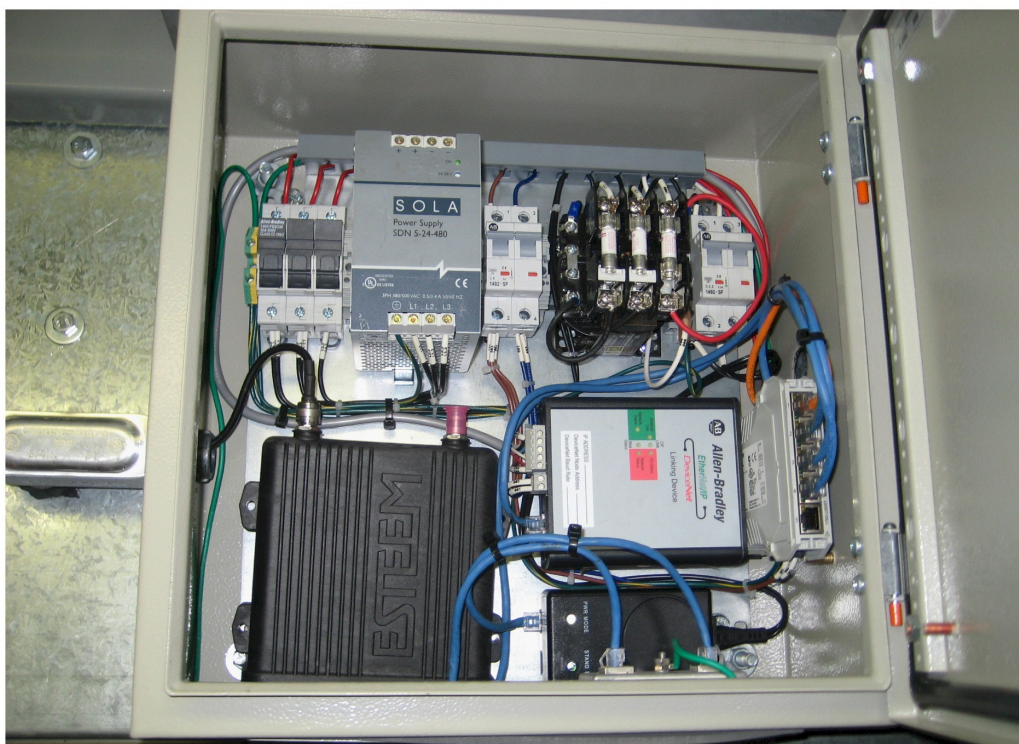
# Analyses de société

## 2) La liquidité relativement faible du titre.

Néanmoins, il y a un élément qui nous plaît particulièrement: nous avons avec ce titre quelque chose que nous adorons. C'est qu'à notre cours d'acquisition de 0,255 USD, nous avons pu obtenir l'équivalent en cash net de toute dette (0,38 USD)... et obtenir tout le reste de l'entreprise gratuitement. En fait, en achetant ce titre, c'est comme si nous avions acheté un billet de 1 USD à 0,67 USD. Malgré les risques identifiés plus hauts, nous avons donc une marge de sécurité optimale.

A la lecture des différents rapports financiers de l'entreprise, nous remarquons que l'entreprise n'a pas vraiment connu la crise de 2008-2009. Le chiffre d'affaires n'a en effet pas connu une baisse particulière. Ce qui semble signifier qu'elle a un certain savoir-faire reconnu et une base client fidèle et relativement récurrente.

Enfin, petite cerise sur le gâteau, sur les 5 dernières années, l'entreprise a consacré près de 1,8 M USD en recherche et développement, soit 1,45 fois la valorisation actuelle de la société sur le marché. Certes, l'entreprise est active dans un secteur hyper concurrentiel - ce qui l'oblige à se mettre au minimum au niveau de la concurrence - mais nous pensons qu'elle possède tout de même un savoir-faire qui doit bien valoir quelque chose. Quoiqu'il en soit, c'est encore une fois, un actif immatériel que nous obtenons gratuitement. Ce n'est donc que du bonus.



## 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**