

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	<u>page 3</u>
Portefeuille	<u>page 6</u>
Suivi des sociétés analysées	<u>page 8</u>
News de nos sociétés	<u>page 10</u>
Analyse de la société SemiLEDs Corporation	<u>page 17</u>
Analyse du fonds fermé Axa Property Trust	<u>page 21</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 25</u>

Edito



Investir au bon moment

A chaque éditto, on commence par la proposition d'un titre. Moment toujours difficile! Franck pointe que cela sent le racolage, le presque « bois de Boulogne », en talon aiguille et guêpière ajustée! Cela commence mal! Les autres Daubasses hibernent aux chaud de plus values qui ne cessent de gonfler, tout comme leurs ronflements, entre deux battements de paupières indifférents. Ils ressemblent à des ours hibernant. Et pourtant sur le marché, la mode de ce début 2013 est délibérément tauromachique, brutal, avec muleta verte, banderilles en plastique et sirop de sang à la menthe poivrée! Le taureau est vraiment insolent... Le matador confiant...

Il faut donc développer pour convaincre. Et ce n'est jamais facile chez les Daubasses de convaincre : des éditos de trois, quatre pages ont été plusieurs fois flambés au *Zip*, ces derniers temps! Tout ceci pour vous dire que la concession est le cadet de leurs soucis, on devrait presque dire de nos soucis, sauf pour celui qui écrit l'éditto !

Bon, reprenons, sur « Investir au bon moment sur le bon secteur » qui est au final le simple fruit d'une observation. C'est la première fois que nous observons les sociétés d'un secteur approcher leur VANT en cœur dans notre portefeuille. Il s'agit des promoteurs immobiliers, chers abonnés, représentés par l'Anglaise Barrat Developement PLC, L'Américaine AV Homes et de l'Allemande Adler Real Estate, du « ABAAAA » selon la notation de l'agence Daubasse, en 2008 pour les deux premières et en 2009 pour la dernière.

Nos amis investisseurs dans la valeur « Buffettienne » de l'époque, qualifiaient nos choix de véritable hérésie, d'inconscience, de paraplégie de nos lobes, fron-

Edito

tal, occipital, pariétal, temporal et ils ajoutaient même du cervelet et de la zone cortical du lobe frontal, celle qui vous permet de détecter le goût et l'odeur. En un mot, un manque de discernement complet!

Nous n'allons pas blâmer nos amis, plus avant cher abonnés, car rappelez-vous de cette terrible année 2007-2008, le début de la crise, une crise immobilière liée aux crédits pourris, les fameuses *subprimes*. Monsieur le marché n'a pas hésité à parler d'un nouveau 1929, quatre-vingt ans plus tard. Et tout les acteurs se sont mis à échafauder des scénarios de plus en plus sombres. Sur le secteur immo, rien ne serait plus jamais pareil et que 20-30 ans seraient nécessaires pour retrouver les prix du sommet. Sur le marché, qui allait certainement aboutir à un Euro Stoxx 50 à 0,5 points et 1.5 points pour le S&P 500. Sur notre système, nous étions partis pour vivre la fin du capitalisme!

En gros, qu'est-ce que l'Equipe des Daubasses pouvait argumenter à l'époque, hormis la simpliste idée de bonnes affaires, de décotes sur la VANN, la VANE et une belle solvabilité, sur nos trois immobilières! Du vrai pipo pour tous les spécialistes, les aficionados du décryptage de l'actualité, du complot final, de l'Apocalypse selon Saint-Nouriel Roubiniol...!

Et pourtant, acheter Barrat Developpement à 50.08 pences, AV Homes (à l'époque nommé Avatar Holding, renforcé 2 fois) à 2.60\$ (premier achat) ou encore Adler Real Estate à 0.68€, ne nous a pas paru déraisonnable. Au contraire, il y avait belle décote et bonne solvabilité.

Cinq ans plus tard, nos trois immobilières sont de multiple *baggers* et vont sans doute sortir sous peu de notre portefeuille dès qu'elles auront atteint et dépassé leur Valeur d'Actif Net Tangible.

Ce qui nous fait tout bizarre, c'est que nos même amis, ceux qui avaient jugé notre manque de discernement sur nos investissement immo en 2008, semblent à présent s'intéresser à l'immo... au moment où nous apprêtons à en sortir, en argumentant que c'est nettement moins risqué dans un climat qui s'améliore, avec des perspectives toutes autres...

Nous n'allons donc pas nous plaindre, si ce marché est prêt à nous acheter nos trois immo à leurs VANT respectives et peut-être même au-delà : pour Barrat Developpement de 203 pences, pour AV Homes de 17.16\$ et pour Adler Real Estate à 1.65€.

« Investir au bon moment sur le bon secteur », vous l'aurez compris chers abonnés, n'est en aucun cas du ressort du « feeling » de l'investisseur, pas plus que de sa profonde « conviction ». C'est en fait la méthode « Daubasse », décote sur les actif Net-Net ou Net-Estate, solvabilité supérieure à 40%, et appliquée strictement, qui fait qu'en tant qu'investisseur vous vous trouvez au bon moment et en plein tourmente, sur le bon secteur, le bon continent, la société ou les sociétés les plus solides.

Edito

Nous avons déjà évoqué le phénomène sur notre blog quand nous avons observé qu'investis à 80% sur des sociétés américaines et 20% sur des sociétés européennes au début de l'aventure, en 2008, nous étions passé progressivement et au gré des occasions dictées par notre *process*, à 40% de sociétés américaine et à 40% de sociétés européennes. Un rééquilibrage dicté seulement par les occasions trouvées.

Et c'est ce que nous observons aujourd'hui sur les secteurs, notre méthode nous menant droit sur le cataclysme, la fin probable, le pire, le sans espoir... Et nous sommes entrés sur le secteur sinistré des papetiers avec Exacompta et Crown Van Gelder. Plus récemment, sur des acteurs du solaire en berne final, comme PV Crystalox et REC. Et encore plus récemment, sur des acteurs technos très mal barrés...

Mais vous avez sans doute compris que le cataclysme, la fin probable, le pire, le sans espoir est synonyme de belles occasions, de *bagger*, et au final de grandes satisfactions d'investissement.

Il vous suffit d'avoir ou d'acquérir la volonté de vous laisser conduire, par l'exigence des paramètres de Ben Graham : marge de sécurité, peu d'endettement et quelques autres détails facile à compiler... Du véritable noir sur blanc, que nous essayons d'appliquer au mieux depuis plus de 4 ans et qui vous placera sans discontinuer au cœur de la tempête et des vraies occasions!

Dans cette lettre, nous vous présentons une occasion sortant des sentiers battus, sur de l'immobilier européen, sans doute un dernier « bon coup »! Et une superbe techno, qui n'a jamais fait le moindre profit, dans une niche technologique qui nous semble pouvoir littéralement exploser dans le futur, même si nous n'en sommes pas certains à 100%!

Cela dit, vous êtes comme d'habitude les seuls juges. Excellente lecture à tous.

L'Equipe des Daubasses



Portefeuille

Portefeuille au 1er février 2013

Portefeuille du 1er février 2013													
		%	Ticker	Société	Prix de Revient			1 février 2013			Rendit Total		
					Unitaire	Devise	Euro	Action	Cours	Devise	Euro	Euro	
Société Net-Net				102.354,49	Euro	38,58%							
1	USD	0,24%	SPOR	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,58	864,00	632,87	31,65%	
2	USD	2,03%	CRV	Coast Distribution System	2,11	7.384,07	5.745,75	3500	2,10	7.350,00	5.383,83	-6,30%	
3	GBP	0,89%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	224,40	2.053,26	2.361,70	303,28%	
4	USD	0,53%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	1,02	1.902,30	1.393,42	-12,69%	
5	USD	3,79%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	15,18	13.722,72	10.051,80	105,34%	
6	USD	1,64%	CRC	Chromcraft Revington	0,81	6.409,04	4.868,80	7900	0,75	5.925,00	4.340,02	-10,86%	
7	USD	1,30%	TwMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,48	4.698,00	3.441,25	368,79%	
8	USD	0,52%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	1,70	1.866,60	1.367,27	-50,82%	
9	Euro	2,62%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	1,48	6.946,60	6.946,60	133,16%	
10	USD	3,42%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	5,39	12.397,00	9.080,72	46,92%	
11	GBP	1,84%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	24,00	4.236,00	4.872,33	23,62%	
12	Euro	1,29%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,06	3.423,80	3.423,80	-19,70%	
13	GBP	1,16%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	10,71	2.677,50	3.079,71	27,27%	
14	GBP	4,88%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	13,00	11.245,00	12.934,21	117,92%	
15	USD	2,79%	APwC	Asian Pacific Wire & Cable	2,97	7.283,68	5.624,78	2455	4,11	10.090,05	7.390,90	31,40%	
16	USD	1,04%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,50	3.750,00	2.746,85	4,11%	
17	Euro	1,30%	VET.PA	Vet Affaires	8,39	2.976,86	2.976,86	355	9,75	3.461,25	3.461,25	16,27%	
18	Euro	0,67%	ALVEL.PA	Velcan Energy	8,95	1.520,87	1.520,87	170	10,46	1.778,20	1.778,20	16,92%	
19	GBP	0,67%	PLAZL	Plaza Centers NV	38,01	2.106,42	2.635,20	5540	28,00	1.551,20	1.784,22	-32,29%	
20	USD	1,81%	XRTX	Xratrix Ltd	7,30	5.110,62	3.972,50	700	9,39	6.573,00	4.814,68	21,20%	
21	USD	0,89%	GAI	Global Tech Advanced Innovat	4,90	1.958,73	1.496,70	400	8,02	3.208,00	2.349,84	57,00%	
22	GBP	0,44%	PDXL	Pursuit Dynamics PLC	3,30	1.238,96	1.534,31	37500	2,70	1.012,50	1.164,60	-24,10%	
23	USD	0,38%	PTIX	Performance Technologies	0,81	1.297,12	995,64	1600	0,87	1.392,00	1.019,63	2,41%	
24	USD	0,88%	ASYS	Amtech	3,31	2.677,16	2.034,47	810	3,93	3.183,30	2.331,75	14,61%	
25	USD	0,92%	ELST	Electronic Sytem Technology	0,26	2.611,89	1.984,87	10100	0,33	3.333,00	2.441,40	23,00%	
26	USD	0,66%	LEDS	SemiLEDs	0,81	2.636,45	2.018,57	3250	0,74	2.405,00	1.761,65	-12,73%	
Société Net-Estate				89.168,98	Euro	33,61%							
27	USD	2,10%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,95	7.623,50	5.584,16	54,41%	
28	USD	0,12%	BBCZ	Bodisen Biotech	0,23	1.569,58	974,63	6848	0,06	424,58	311,00	-68,09%	
29	USD	0,91%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,20	3.300,00	2.417,23	31,02%	
30	Euro	1,76%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	68,93	6.616,98	6.616,98	96	48,55	4.660,80	4.660,80	-29,56%	
31	Euro	2,06%	ALGEV.PA	Gevelot	25,67	2.900,07	2.900,17	113	48,30	5.457,90	5.457,90	88,19%	
32	Euro	1,02%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	28,50	2.707,50	2.707,50	29,58%	
33	USD	0,69%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,29	2.513,72	1.841,28	-0,31%	
34	Euro	1,23%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,45	3.264,75	3.264,75	7,21%	
35	USD	3,47%	HTCH	Hutchinson Technology	1,98	8.336,92	6.267,44	4200	2,99	12.558,00	9.198,65	46,77%	
36	USD	1,57%	NTZ	Natuzzi	2,87	7.036,76	5.356,34	2455	2,32	5.695,60	4.171,99	-22,11%	
37	USD	2,15%	ALCS	Alco Store	9,01	8.290,44	6.113,10	920	8,47	7.792,31	5.707,81	-6,63%	
38	Euro	1,64%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	4,57	4.345,30	4.345,30	11,82%	
39	GBP	2,27%	PHOL	Peels Hotel	38,76	4.612,77	5.370,36	11900	44,00	5.236,00	6.022,54	12,14%	
40	USD	1,79%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,10	6.499,50	4.760,84	-1,55%	
41	Euro	1,65%	RIC.MI	Ceramiche Riocchetti	0,16	3.486,01	3.486,01	21328	0,21	4.382,90	4.382,90	25,73%	
42	Euro	2,24%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	1,15	5.954,00	5.954,00	14,63%	
43	Euro	1,44%	PVL.PA	Plastivale	19,39	5.819,08	5.819,08	300	12,74	3.822,00	3.822,00	-34,32%	
44	Euro	0,58%	COTT.PA	Cottin Frères	3,06	1.137,13	1.137,13	372	4,15	1.543,80	1.543,80	35,76%	
45	Euro	3,19%	CSP.MI	CSP International Fashion	0,83	6.257,22	6.257,22	7504	1,13	8.464,51	8.464,51	35,28%	
46	Euro	1,71%	ALCOIPA	Coil	2,78	3.610,32	3.610,32	1300	3,50	4.550,00	4.550,00	26,03%	
Société VANTre				10.476,72	Euro	3,95%							
47	CAD	0,68%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,66	2.458,50	1.805,46	-23,31%	
48	CAD	0,77%	BFS.V	BFS Entertainment&Multiméd	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,12	2.771,50	2.035,32	-45,64%	
49	Euro	1,49%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	171,80	3.951,40	3.951,40	15,39%	
50	NOK	0,22%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	1,10	4.420,91	593,85	-68,90%	
51	USD	0,79%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	4,26	2.854,20	2.090,68	-22,91%	
Fond Décoté				9.486,78	Euro	3,58%							
52	USD	1,00%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,23	3.623,75	2.654,37	-24,55%	
53	GBP	1,04%	EEP.L	Eastern European Property	72,27	2.045,30	2.460,20	2830	85,00	2.405,50	2.766,85	12,46%	
54	GBP	0,31%	ECAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	29,25	716,63	824,28	-20,73%	
55	USD	1,22%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	1,18	4.425,00	3.241,28	56,31%	
Diversification v.a.s.				28.247,95	Euro	10,65%							
56	Euro	1,42%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	26,98	3.777,20	3.777,20	9,00%	
57	CAD	1,27%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	2,77	4.584,35	3.366,64	4,32%	
58	CAD	1,43%	DPM.TO	Dundee Precious Metal	7,41	4.334,95	3.227,28	585	8,86	5.183,10	3.806,35	17,94%	
59	SEK	2,52%	INVE.A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	177,20	57.590,00	6.685,47	47,05%	
60	DKK	0,74%	FFARMS.O	First Farms	46,56	21.184,86	2.849,38	455	32,30	14.696,50	1.968,30	-30,92%	
61	Euro	2,38%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	31,52	6.304,00	6.304,00	11,83%	
62	Euro	0,88%	SOFR.PA	Sofragi	1,081	2.162,23	2.162,23	2	1,170	2.340,00	2.340,00	8,22%	
Emission d'Option				418,99	Euro	0,16%							
63	USD	-0,16%	RSH130720	Option Put : Radioshack	2,00	-962,00	-722,22	2600	0,22	-572,00	-418,99	-41,99%	
Liquidité				25.992,94	Euro	9,80%							

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 1er février 2013 - Ratios et Notations													
Notation		Potential	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio	Ratio		ROIC
Pctentiel	Risque	Globe	(0 = faible, 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Achat	Potential	Stop	Net-Estate		VANTre		
			Risque				Cours						
			(0 = très risqué, 3 = peu risqué)										
2	0	2	Sport Haley Inc	1,6305	0,35	76,52%	24/11/08	206%	1,7623				
3	3	6	Coast Distribution System	5,5467	0,38	66,25%	25/11/08	203%	6,3709				
0	2	2	Barrat Development PLC	171,00	1,31	64,61%	26/11/08	-9%	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	2	2	AV Homes	13,5271	1,12	81,39%	26/11/08	13%	17,1613	16,9236	0,8970		
3	1	4	Chromcraft Revington	1,9308	0,39	56,49%	04/06/09	553%	3,4788	4,8966	0,1532		
0	3	3	Trans World Entertainment	3,8920	0,89	68,63%	08/06/09	33%	4,6384				
3	0	3	Meade Instrument	4,9930	0,34	57,58%	29/07/09	311%	6,9812				
0	2	2	Adair Real Estate			86,47%	07/08/09	12%	1,6561				
3	1	4	SigmaTron International	3,9610	1,36	48,19%	13/11/09	98%	10,6979	5,9054	0,9127		
3	1	4	Leeds Group PLC	32,0500	0,75	75,87%	27/08/10	72%	41,34	37,23	0,6446		
2	1	3	Vianini Industria	1,3295	0,80	196,59%	19/10/10	196%	3,1414	1,8735	0,5658		
3	1	4	MBL Group	17,4300	0,61	95,33%	05/07/11	163%	28,7600				
2	2	4	PV Crystalor Solar	14,0756	0,92	113,35%	05/11/11	207%	39,3228				
3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	7,4117	0,55	50,07%	15/03/12	165%	10,8873				
3	1	4	Deswell Industries Inc	3,6780	0,68	122,43%	15/03/12	154%	6,3407				
3	1	4	Vet Affaires	10,6337	0,92	58,93%	16/07/12	163%	25,6541				
1	1	2	Velcan Energy	13,9543	0,75	320,05%	22/08/12	67%	17,4784				
3	0	3	Plaza Centers NV	145,35	0,19	56,41%	27/09/12	458%	166,34				
0	2	2	Xyratec Inc	8,36	1,12	86,72%	09/10/12	13%	10,59				
3	1	4	Global Tech Advanced Innovat	16,66	0,48	106,58%	17/10/12	201%	24,16				
3	0	3	Pursuit Dynamics PLC	5,26	0,51	424,16%	22/11/12	129%	6,19				
3	1	4	Performance Technologies	1,71	0,51	143,82%	30/11/12	157%	2,23				
2	2	4	Amtech	5,72	0,69	102,13%	02/10/13	87%	7,37				
1	1	2	Electronic Sytem Technology	0,54	0,61	322,69%	02/10/13	67%	0,55				
3	1	4	SemiLEDs	2,35	0,32	147,09%	09/10/13	543%	4,76				
3	3	6	Avalon			92,71%	02/09/09	151%	9,93	8,1454	0,4849		
2	0	2	Bodisen Biotech			91,11%	10/11/09	1923%	1,2545	0,8091	0,0766		

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 T
				Devise	Euro		Devise	Euro
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	10,71	0,12 -10,09%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	85,00	0,98 44,52%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	44,00	0,51 -35,73%
4	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	29,25	0,34 -15,51%
5	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	8,47	6,20 -15,47%
6	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	2,10	1,54 -26,20%
7	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	4,57	4,57 12,94%
8	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	20,05	14,69 32,79%
9	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	13,00	0,15 51,34%
10	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,10	1,54 1,06%
11	USD	AVHI	AV Homes	7,24	5,67	09/01/12	15,18	11,12 96,05%
12	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	1,15	1,15 13,37%
13	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,21	0,21 14,17%
14	Euro	PVL.PA	Plastivoire	19,65	19,65	08/03/12	12,74	12,74 -35,17%
15	DKK	FFARMS.C	First Farms	47,00	6,32	08/03/12	32,30	4,33 -31,57%
16	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	4,11	3,01 19,59%
17	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,50	1,83 -4,36%
18	USD	UUU	Universal Security Instrumen	5,35	4,08	09/04/12	4,26	3,12 -23,54%
19	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	31,52	31,52 22,69%
20	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,30	0,30 30,43%
21	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	233,00	31,30 52,82%
22	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	7,10	7,10 37,86%
23	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0,84	0,84	06/07/12	1,13	1,13 34,29%
24	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3,90	3,90	06/07/12	4,15	4,15 6,41%
25	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	9,75	9,75 6,09%
26	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1170,00	1170 10,80%
27	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	10,46	10,46 16,22%
28	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,06	1,06 0,00%
29	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	3,50	3 18,98%
30	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	55,50	0,64 -36,33%
31	USD	JSHLY	Jardine Strategic LTD	18,11	13,90	08/10/12	18,97	13,90 -0,05%
32	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	28,00	0,32 -44,98%
33	USD	XRTX	Xyratex Ltd	8,42	6,57	07/11/12	9,39	6,88 4,68%
34	USD	GAI	Global Tech Advanced Inc	5,84	4,56	07/11/12	8,02	5,87 28,90%
35	Euro	ALCOI.PA	Coil	3,10	3,10	07/12/12	3,50	3,50 12,90%
36	USD	PTIX	Performance Technologies	0,84	0,65	07/12/12	0,87	0,64 -1,60%
37	GBP	PDX.L	Pursuit dynamic	2,90	0,04	07/12/12	2,70	0,03 -13,73%
38	USD	ASYS	Amtech	3,94	3,01	08/01/13	3,93	2,88 -4,36%
39	USD	ELST	Electronic System Tech	0,35	0,27	08/01/13	0,33	0,24 -9,60%
Opération clôturée								
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15 22,44%
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44 122,85%
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54 42,80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18 19,60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauxConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99 7,73%
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87 99,31%
Total pondéré a part égal								12,79%

Suivi des sociétés analysées

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

Sociétés Analysées - Ratios et Notations											
Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	VANT		V Actif	Ratio	Ratio
Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC	
			Risque			Cours					
			(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
			MBL Group								En Portefeuille
			Eastern European Property								En Portefeuille
			Peels Hotels								En Portefeuille
			Elephant Capital								En Portefeuille
			Alco Store								En Portefeuille
			Coast Distribution System								En Portefeuille
			Crown Van Gelder								En Portefeuille
3	2	5	Paradise Inc	28,434	0,7051	80,56%	93%	38,7	40,303	0,4033	
			PV Crystalox Solar								En Portefeuille
			ADDvantage								En Portefeuille
			A.V Homes								En Portefeuille
			Panaria Group								En Portefeuille
			Ceramiche Ricchetti								En Portefeuille
			Plastivoloire								En Portefeuille
			First Farms								En Portefeuille
			Asian Pacific Wire & Cable								En Portefeuille
			Deswell Industries Inc								En Portefeuille
			Universal Security Instrument								En Portefeuille
			FFP								En Portefeuille
3	0	3	Techniline	0,5689	0,5273	40,90%	132%	0,6952			
0	3	3	AKER -A-				37%	320,00			
0	2	2	HF Company	6,1727	1,1502	60,49%	19%	8,4228	7,9346	0,4033	8,4228 0,1863 7%
			CSP International Fashion								En Portefeuille
			Cottin Frères								En Portefeuille
			Vet Affaires								En Portefeuille
			Sofragi								En Portefeuille
			Velcan Energy								En Portefeuille
			Vianini Industria								En Portefeuille
1	1	2	Vianini Lavori				30%	4,54			
3	0	3	JKX Oil				318%	232,03	176,59	0,4033	
2	3	5	Jardine Stratégic LTD				43%	27,18			
			Plaza Centers N.V								En Portefeuille
			Xyratex Ltd								En Portefeuille
			Global Tech Advanced Inc								En Portefeuille
			Coil								En Portefeuille
			Performance Technologies								En Portefeuille
			Pursuit dynamic								En Portefeuille
			Amtech								En Portefeuille
			Electronic System Tech								En Portefeuille
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 , 7 et 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



Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.F

Au risque d'avoir l'air de vieux perroquets, nous ne pouvons que répéter inlassablement ce que la direction répète elle-même avec le même entrain : la liquidation des parcelles de terrain se déroule conformément au plan prévu, voire même un peu plus vite, et la reconversion vers la détention d'immobilier résidentiel semble se dérouler parfaitement. La société envisage même l'émission d'un emprunt obligataire pour renforcer ses moyens d'actions et saisir les opportunités qui se présenteraient.

Alco Stores (USA) Ticker : ALCS

La direction d'Alco annonce un bon mois de décembre 2012 avec une augmentation des ventes de +4.40%, comparé à la même période un an plutôt. Sur l'année, le chiffre d'affaire a augmenté de 2.20%. Les nouvelles semblent donc encourageantes, en attendant plus ample information avec un rapport annuel.

Amtech (USA) Ticker : ASYS

Notre fournisseur de composant pour l'industrie photovoltaïque a été récompensé du prix « Cleantech » de l'entreprise la plus prometteuse dans le domaine des énergies propres aux Pays-Bas.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Les bonnes nouvelles continuent à tomber avec la régularité d'un métronome pour notre « daubasse de qualité ». Ainsi, les résultats du 1er semestre, clôturé le 31/12, sont déjà connus avec notamment l'annonce d'un bénéfice net doublé et une dette en forte réduction. Et le meilleur semble être à venir avec, selon la direction, une vraie reprise du marché hypothécaire britannique.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Notre fabricant de céramiques italien a vu le cours de son action croître de 16% depuis le début de l'année. Certainement un rattrapage du marché sur cette valeur massacrée. Car nous n'avons trouvé aucune nouvelle à nous mettre sous la dent.

News de nos sociétés

Coast Distribution Systems (USA) Ticker : CRV

Le président a mis en œuvre ce qu'il avait annoncé, c'est-à-dire la vente sur le marché d'une partie des actions qu'il détient. 25 000 actions ont été vendues en décembre et janvier, ce qui représente plus de 20 % des actions échangées sur la période. Voilà qui met sans conteste la pression sur le cours.

Coil (Belgique) Ticker : ALCOI.PA

Le N°1 mondial de l'anodisation de l'aluminium a publié son CA annuel. Il est en hausse de 4,4 % par rapport à 2011. Le second semestre a été très dynamique (+17% environ). L'entreprise profite à plein pot du dynamisme des marchés émergents. Et en Europe, elle a bénéficié de la disparition d'un concurrent italien.

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

L'entreprise papetière a annoncé une relative bonne nouvelle : 1 M EUR de profits sur l'exercice 2012... avant charges exceptionnelles ! En effet, malgré des gains de parts de marché (CA en hausse de +6% dans un marché en déclin), la direction a décidé d'acter 2 événements comptables :

1- du fait de retours sur capitaux employés inférieurs à ce qui est attendu, les actifs durables vont être dépréciés *one-shot* de 20 M EUR. Ceci ne veut pas dire que ces actifs ne valent plus rien, mais que du fait de leur moindre rentabilité, le management se veut prudent et dévalorise son patrimoine. Mais celui-ci continue d'exister réellement à défaut d'exister « comptablement ». C'est une opération que la société a déjà réalisée à plusieurs reprises par le passé. Ce qui signifie que les fonds propres sous-évaluent grandement les actifs réels détenus par la société. Certes, ce sont des actifs de valeur marchande peu importants car dans un secteur en déclin, mais relativement bien utilisés puisqu'ils permettent de générer des bénéfices.

2- l'entreprise estime que ses crédits d'impôts ne seront pas totalement utilisés car elle ne générera pas assez de profits dans le futur pour les déduire de ses résultats. Impact sur le résultat : -5 MEUR. Peu importe pour nous, nous ne tenons pas compte de cet actif dans nos différentes valorisations.

Voici pour les nouvelles impactant le bilan et les comptes de résultat.

Enfin, il ne sera pas proposé de dividendes en 2013 au titre de l'année 2012.

Résultats de ces nouvelles ? Sur le mois, le titre est en chute de près de 14% alors que l'ensemble du marché action est plutôt à la fête en atteignant des sommets historiques.

Que faire dans ce contexte ? En fait, ce sont des mauvaises nouvelles « comptables » qui n'ont aucun impacts cash sur l'entreprise. Au contraire, le fait de ne pas distribuer de dividendes contribue à la bonne santé financière de l'entreprise. Nous pensons d'ailleurs que cette chute du titre pourrait être une opportunité de se renforcer sur un des rares acteurs rentables du secteur.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

L'entreprise a publié son CA annuel. Il est en retrait de -9,1% par rapport à l'exercice 2011 et atteint 200,7 M EUR. Gévelot souffre principalement sur son marché domestique (la France) et plus globalement sur son activité Extrusion

News de nos sociétés

liée au secteur automobile. Son activité de Pompe aussi n'est pas à la fête, du fait d'un marché mondial dégradé. Au titre des mauvaises nouvelles, il faut noter aussi que la direction prévoit un bénéfice 2012 en très forte baisse : positif avant les dépréciations de valeurs. Vous commencez à nous connaître et vous savez ce que nous pensons de ces dépréciations qui n'ont aucun impact cash. Si le titre chute après l'annonce de ces résultats, il nous semblera intéressant de nous poser la question sur cette daubasse qui a créé beaucoup de valeur pour ses actionnaires au cours des dernières années : profits réinvestis, dividendes, rachats d'actions, ...

Enfin, en ce qui concerne 2013, le management se veut également très prudent du fait de la conjoncture actuelle difficile sur le marché automobile.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

+10%, -20%, +15%, ... Il ne faut pas avoir le mal de mer avec ce titre en portefeuille ! Pour les marins qui ont tenu le pont, c'est une progression de plus de 40% depuis le début de l'année. Pourtant, pour son premier trimestre de l'exercice 2012/2013, pas de nouvelles extraordinaires avec des pertes de 6,5 M USD. Même si la perte est presque divisée par 2 par rapport à la même période de l'exercice précédent, il s'agit toujours d'une perte... Au niveau cash, les nouvelles sont plutôt bonnes, car sur ce trimestre l'entreprise a augmenté sa position de trésorerie de +2,6 M USD, à 57,5 M USD.

Au niveau du bilan, la décote sur la VANE reste importante puisque nous l'estimons équivalente à deux fois le cours actuel. Et enfin, notons toujours que les dépenses en R&D ne sont pas coupées et ont représenté sur le trimestre 3,3 M USD.

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

Les comptes au 31/12 sont déjà disponibles. Ce qui nous permet de remettre à jour notre petit tableur de suivi de la valeur intrinsèque de la holding. Résultat des courses : au 30 janvier, cette valeur s'établit à 242,71 SEK.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Cette holding « de diversification » qui ne fait pas partie de notre portefeuille vient d'annoncer une première pour elle : sa filiale Mandarin Oriental vient d'ouvrir son premier hôtel en Chine continentale.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Paul Everett Crossett a acquis, pour la coquette somme de 4 875 CAD, 7 500 titres Jemtec à un prix de revient 0,65 CAD par action. Ces achats effectués sur le marché portent sa participation dans l'entreprise à 18,25%.

JKX (UK) Ticker : JKX.L

Richard Murray arrive au sein du *board* en tant que membre du comité d'audit et du comité des rémunérations. Il a une expérience de 35 années au sein du cabinet d'audit Ernst & Young .

La société a émis pour 40 M USD d'obligations convertibles rémunérées à 8%, à échéance 2018. Le cours de conversion est de 87,425 p, alors que le cours ac-

News de nos sociétés

tuel est de 55,50 p. Le titre a en effet chuté de près de 25% à la suite de cette annonce. Votre équipe ne songe pas à acquérir d'obligations convertibles, car le nominal est trop élevé : 200 000 USD.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

La société anglaise a publié son rapport semestriel arrêté au 30 novembre 2012. Sur ces 6 mois, l'entreprise a généré une perte de 0,6p par action. En fait, sans la dépréciation totale de la participation dans sa filiale Dawson (impact de 2,6p), Leeds Group aurait été bénéficiaire. Du côté des bonnes nouvelles, il est à noter une réduction des dettes et des capitaux propres (ou actif net) qui représentent 45,21p par action. Ce maintien de l'actif net s'explique par les rachats de titres sur le marché et l'annulation qui s'en suit.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

La holding luxembourgeoise a décidé d'investir 60 mio d'euros (ce qui correspond plus ou moins aux liquidités dégagées par la vente de Wurst) dans une participation de 41 % dans des fonds communs de capital à risque. Ces fonds sont investis dans une douzaine d'entreprises françaises actives dans les secteurs de la santé, du tourisme, du contrôle ou de l'efficacité énergétique. Nous avons l'impression que, de plus en plus, la société veut « sous-traiter » ses activités de *private equity* au travers d'autres équipes de gestionnaires, dans le cas présent avec Five Arrows Secondary, une filiale de capital à risque du groupe Rothschild. Deux points intéressants selon nous : le fait que notre belle au bois dormant investisse dans du *private equity* mais sur des projets déjà en cours, ce qui nous semble réduire les risques, et d'autre part, une mutualisation des coûts de gestion, coûts qui, potentiellement, pourraient s'avérer élevés si Luxempart devait les assumer seule.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL

La directrice financière du groupe a acquis 237 000 actions début janvier. Elle détient à présent 1,45 % du capital. Même si cela reste modeste compte tenu de la faible capitalisation boursière de la société, nous pouvons penser qu'elle n'a pas effectué cet achat pour perdre de l'argent.

Meade Instruments (USA) Ticker : MEAD

Les nouvelles ne sont pas bonnes du tout concernant notre fabricant de télescopes, qui a des problèmes avec la sortie prévue de nouveaux produits et également avec deux de ses clients qui ont demandé un délai indéterminé pour le paiement de la marchandise. Sans parler d'une nouvelle perte importante sur les 3 derniers mois clôturés au 30 novembre. La direction explique donc clairement que la société a rencontré un problème de liquidité pour alimenter son fond de roulement et a ouvert une ligne de crédit chez la société Rosenthal, en décembre 2012. La direction laisse également poindre son inquiétude, car devenue dépendante de la société Rosenthal qui n'a pas exigé de close restrictive particulière, sur les actifs de la société ou autres, mais qui pourrait à tout moment dans le futur fermer les vannes de la ligne de crédit. Ce qui fait émettre

News de nos sociétés

comme hypothèse à la direction qu'il faudrait alors trouver d'autres sources de financement, voire liquider la société.

Et cerise « pourrie » sur le gâteau, la direction annonce enfin que bon nombre de machines, en phase d'être complètement amorties, devraient normalement être remplacées sous peu, mais qu'il est difficile de l'envisager avec le manque de liquidités actuel. La direction n'exclut alors pas d'arrêter une partie de l'activité, voire complètement, jusqu'à ce qu'il soit possible de remplacer les machines!

Vous l'aurez compris cher abonné, c'est plutôt, un ciel d'encre qui se profile. Au niveau du bilan, la valeur Net-Net de la société est de 4.99\$. Et la VANT de 5.9054\$, en recul de 15% par rapport à la VANT du précédent rapport trimestriel. Le retraitement sur la rotation des stocks que nous avons appliqué précédemment est en diminution, mais s'élève toujours à 0.64\$. La rotation moyenne sur 3 ans des stocks étant de 145 jours, alors qu'elle est de 190 jours avec ce dernier rapport. Avec l'ouverture de la ligne de crédit, la solvabilité a perdu 10 points, passant de 67% à 57%, ce qui reste encore acceptable.

Au niveau des résultats, le chiffre d'affaire est en recul de 22% sur les 9 premiers mois de l'année. Le coût des produits est également en recul de 10%. On ne peut pas dire que les membres de la direction de Meade soient des « nazes » complets, comme nous en rencontrons souvent chez les Daubasse, car les dépenses liées à la vente sont en baisse de 24%. Quant' aux dépenses générales et d'administration, elles sont égales à celles d'il y a un an, sur la même période. Cette direction a donc pris des mesures pour une chasse aux frais. Et en plus, la R&D est en augmentation de 21%.

Comme souvent dans l'investissement, nous sommes devant un dilemme important. D'une part, nous avons une société qui fabrique des produits de qualité (nous en sommes certains) vu les prix obtenus attestant du sérieux et de la qualité des produits. Nous avons une direction qui axe le futur sur de la R&D et qui semble ne pas être des pires. D'un autre côté, les ventes sont en clair recul et ce n'est pas la première fois. On pourrait donc penser que leurs produits se vendent difficilement (n'oublions pas que si ce sont des télescopes sérieux, cela ne s'adresse pas aux professionnels mais aux amateurs, le produit cible donc une passion et sans doute qu'en temps de crise, le budget hobby est le premier à être réduit, voire les achats plaisir de ce type postposés). Ensuite, et c'est finalement le cœur du problème actuel, c'est le non paiement des factures de marchandises de deux clients. Le premier problème, celui des ventes, est le plus épineux, car si la crise se poursuit ou se prolonge, le problème va véritablement devenir insoluble. Le second problème peut-être considéré comme ponctuel et si les ventes étaient en progression même légère, ce serait une opportunité pour un achat supplémentaire, avec ce problème ponctuel. Mais comme ce n'est pas le cas, nous avons décidé de rester sagement en attente, en observant de près le déroulement de la situation.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Sur l'exercice 2013, Oceana Gold a produit 232 909 onces d'or. Soit 20 000 de moins qu'en 2011. Nous attendrons les résultats de l'année pour connaître l'im-

News de nos sociétés

pact sur la rentabilité. Car il faut en effet tenir compte des prix de ventes et des coûts de production pour en déduire un résultat.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

La famille Mussini, qui détient la majorité du capital de la société, continue d'acheter des titres sur le marché par petites touches. En janvier, elle a acheté pour 20 000 EUR de titres.

Performance Technologies (USA) Ticker : PTIX

Comme nous l'annonçons dans notre analyse, la société concentre sa stratégie sur ses principaux métiers alors que ces dernières années, elle s'était (sur) diversifiée dans de nombreux domaines. Ainsi, l'entreprise technologique a déjà réduit ses effectifs de 8%, soit 10 employés. Ce qui engendra un coût sur 2013 de 0,3 M USD. Avec le plan de réduction de coûts mis en place en parallèle, le management s'attend à réduire ses coûts entre 3,2 et 3,4 M USD annuels en vision comptable ou une économie cash de 2,5 à 2,7 M USD par an.

Scott's Liquid Gold (USA) Ticker : SLGD

Rien de nouveau pour l'instant sur la « Saga » Timothy Stabosz vs la direction de Scott Liquid Gold, qui a rejeté la proposition d'un dividende après la vente de l'immobilier de la société.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1815.69 euros.

Taitron Components (USA) Ticker : TAIT

Depuis fin novembre 2012, la société semble avoir sorti son cours de la zone de *delisting* (sous 1\$) et le confirme en ce début février. Hormis ce constat, rien à signaler.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Un communiqué nous annonce que les ventes du mois de décembre 2012 de Trans World ont reculé de 3% par rapport à décembre 2011. Au nombre de magasins comparables, sur les 11 mois de l'année 2012 clôturés fin décembre, les ventes seraient en recul de 1%.

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

La NAV du fond se maintient à 5.54\$, en hausse de 2% par rapport au mois précédent.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Notre distributeur de vêtements *low cost* annonce un encourageant chiffre d'affaires à périmètre comparable en équilibre pour le 4e trimestre 2012, ce qui nous semble relativement rassurant. La direction confirme que le coût de fermeture des magasins non rentables impactera fortement le résultat net de 2012 qui devrait être, selon toute vraisemblance, déficitaire.

News de nos sociétés

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

L'actif net (NAV) par titre ressort à 1,408 USD au 25 janvier 2013, en sensible augmentation par rapport au mois dernier (1,239 USD au 30 novembre 2012). Le titre en profite bien, il gagne en effet près de 30% depuis le début de l'année, à 1,18 USD.

Sur l'ensemble de l'exercice 2012, la NAV par action a augmenté de +20,2%.

Xyratex Ltd (USA) Ticker : XRTX

Le ClusterStor de Xyratex remporte le prix d'excellence 2013 « Cloud Storage » du magazine TMC. Le prix « Cloud Storage » récompense les entreprises qui ont mis en place ou amélioré des solutions de stockage.



Analyses de société

SemiLEDs Corporation

(Nasdaq, Ticker: LEDS / ISIN : US8166451059)

I. Introduction



Semileds est une société américaine qui fabrique et vend des puces et des composants LED. Ses produits peuvent être utilisés pour l'éclairage mais aussi dans des applications industrielles spécialisées comme le durcissement des polymères, la luminothérapie, la détection des faux billets ou dans le domaine horticole.

La société vend ses produits en se concentrant essentiellement (mais pas exclusivement) sur 4 marchés pour le moins porteurs : la Chine, Taïwan, la Russie et les Etats-Unis. Le plus gros client représentait, en 2012, 24 % des ventes.

La plus grosse partie de ses actifs, ainsi que ses activités de recherche et développement, se trouve à Taïwan, la « Chine Insulaire et Capitaliste », notre nouveau « dada ».

L'entreprise a également créé des joint-ventures en Malaisie et en Chine. Cette dernière connaît de gros problème et la direction a décidé de ramener sa valeur dans les comptes à 0.

De l'aveu même de la direction, le secteur dans lequel Semileds est active est soumis à une grosse pression concurrentielle, ... pression concurrentielle qui entraîne, par la force des choses, des pressions sur les prix de vente et donc sur les marges de l'entreprise.

La direction reconnaît même que Semileds a plus de difficulté à réduire ses coûts pour abaisser ses prix que ses concurrents. Néanmoins, elle annonce que les derniers investissements réalisés visent à améliorer la productivité. Elle prévoit d'ailleurs de continuer à investir dans l'avenir dans le même but ... ce qui risque d'augmenter la part des frais fixes et d'abaisser la solvabilité de la société.

Même si la société dispose d'un confortable matelas de liquidités, ce dernier point ainsi que le fait qu'elle n'a presque jamais été capable de générer des résultats d'exploitation positifs n'est pas vraiment pour nous plaire, comme vous pouvez l'imaginer.

Nous travaillons avec les comptes annuels arrêtés le 31/08/2012. Le 10 janvier, nous avons acheté 3250 actions Semileds au coût de revient, frais de courtage inclus, de 0,811 usd.

Analyses de société

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

Nous relevons un actif courant de 2,74 usd, duquel nous soustrayons les intérêts des minoritaires et les dettes, et obtenons une VANN de 2,02 usd par action.

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

Semileds détient des immeubles acquis pour 0,53 usd par action. Après application de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 %, nous pouvons établir la Valeur d'Actif Net Estate à 2,44 usd.

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



Revenons à l'**actif courant** et à son poste principal qui est composé de ... **cash** et de **placements à court terme**. L'ensemble de ces deux postes représentent 2,04 usd par action. Ceci nous permet de constater que Semileds est aussi une « triple nette » : en déduisant l'ensemble du passif du cash, nous obtenons 1,32 usd. Ce qui signifie qu'il y a moyen de payer la société en utilisant uniquement ses propres liquidités et que tout le reste est reçu « gratos ». On voit donc ici que le marché anticipe clairement une poursuite de la destruction du cash par la direction.

Les produits de Semileds restent en moyenne en **stock** pendant 136 jours, en amélioration par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices (176 jours). Cela nous semble assez long. Nous constatons aussi que 20 % de l'inventaire est constitué de matières premières et donc 80 % de produits en cours de fabrication ou de produits finis. La direction a également acté des réductions de valeur de 18 % sur ce poste, ce qui témoigne d'une certaine prudence. Néanmoins, en 2012, nous avons dû constater que l'entreprise a été contrainte de vendre l'ensemble de ses produits en dessous de ses coûts de production, ce qui nous fait malgré tout douter de la réelle valeur de ce poste. Malgré la prudence de la direction dans ses valorisations et l'accélération de sa vitesse de rotation, nous décidons de prendre une marge de sécurité de 50 % par rapport à la valeur aux comptes et déduisons donc 0,24 usd.

Les **clients** de la société paient, en moyenne, leurs factures à 59 jours, ce qui nous semble assez correct. De plus, la direction a provisionné 12 % du montant total à titre de créances douteuses. Nous constatons néanmoins qu'un client de

Analyses de société

la société, qui ne représente que 3 % des ventes, « pèse » pour 11 % dans les créances. Nous ne connaissons pas les raisons d'un tel traitement de faveur



mais notre prudence légendaire nous impose de considérer cet élément avec circonspection. Pour toutes des raisons, nous allons valoriser la créance de ce client à 0 et prendre une marge de sécurité de 10 % sur les autres créances. Nous amputons donc la valeur de Semileds de 0,03 usd.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre les **immeubles** abordés dans la VANE, nous tenons compte des **installations de production** pour un montant équivalent à 5 % de leur coût d'acquisition, soit 0,13 usd.

Nous retenons également les **participations dans les joint-ventures** pour la moitié de leur valeur aux livres, soit 0,03 usd.

Hors bilan, nous tenons compte de 75 % des **engagements de loyers futurs à payer**, soit 0,11 usd.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons la Valeur de Semileds en cas de mise en liquidation volontaire à 2,21 usd.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 dernières années, l'entreprise n'a publié qu'une seule fois un résultat d'exploitation positif. Nous ne pouvons donc pas calculer cette valeur.

VI. Conclusions

A notre coût d'acquisition de 0,81 usd, nous avons obtenu nos actions Semileds avec une marge de sécurité de :



60 % sur sa VANN
67 % sur la VANE
64 % sur la VLMV

Le point fort de cette société, c'est évidemment son énorme force de frappe en terme de liquidités disponibles, mais il y a également des points faibles.

Tout d'abord, nous remarquons que ces liquidités proviennent essentiellement d'une augmentation de capital en 2010. En dehors de cet apport, l'entreprise

Analyses de société

n'a fait que détruire du cash au cours de son existence. La question qui se pose est donc de savoir si les liquidités actuelles seront suffisantes pour permettre à la société de finaliser ses investissements de « productivité » sans qu'elle ne doive, une fois de plus, diluer ses actionnaires par des émissions de titres intempestives.

Nous devons aussi remarquer que, pour l'heure, le cours de l'action est inférieur à 1 usd. Ce qui signifie qu'il existe un risque non négligeable de *delisting*.

Pourtant, au-delà de ses faiblesses, nous relevons quelques points encourageants :

- Semileds se constitue au fil du temps un capital « savoir-faire » intéressant. En effet, au cours de ces 5 dernières années, elle a dépensé 0,66 usd en recherche et développement, ce qui n'est pas négligeable par rapport à son cours actuel et constitue probablement, au moins en partie, une valeur « cachée » et intangible, de quoi, peut-être un jour, susciter l'appétit d'un concurrent ?
- La direction fait preuve d'une certaine transparence vis-à-vis de ses actionnaires : elle ne tente pas de faire apparaître « la mariée plus belle qu'elle n'est », provisionnant sur le plan comptable quand c'est nécessaire et exposant sans complexe les faiblesses de la compagnie.
- Enfin, le conseil d'administration semble réellement vouloir que les choses bougent : début janvier, le CEO a démissionné et un CFO intérimaire a été nommé. Peut-être sont-ce là les premiers catalyseurs d'une *recovery* ?



Analyses de société

Axa Property Trust

(Londres, Ticker: APT.L / ISIN : GB00B06T2607)

I. Introduction



Axa Property Trust est un fonds fermé coté sur la place de Londres, spécialisé dans l'immobilier non résidentiel. Au 30 septembre 2012, le fonds détient majoritairement ses immeubles en Allemagne (69%), puis en Italie (21%) et aux Pays-Bas (5%) et en Belgique (5%). Ces biens sont répartis entre murs de magasins (68%), industries (20%) et loisirs (12%).

II. Le contexte

Pourquoi nous sommes-nous intéressés à ce fonds fermé ?

Tout d'abord, nous cherchions des titres qui pouvaient nous exposer au marché immobilier allemand avec des décotes intéressantes, grâce à la magie de l'offre et la demande du marché boursier qui permet d'acquérir des actifs avec une décote sur les actifs tangibles. Nous avons donc retourné, pierre après pierre, les fonds fermés cotés. Certes, nous avons bien Adler en portefeuille pour profiter du marché immobilier allemand (que nous estimons moins en surchauffe que l'immobilier français, ce qui n'est qu'une appréciation subjective de vos serveurs...), mais son potentiel est aujourd'hui largement réduit après un gain de plus de 100%.

Ce qui nous a tout de suite plu avec Axa Property Trust, c'est tout d'abord le fait que le patrimoine immobilier soit essentiellement du tertiaire et de l'industriel, et majoritairement situé en Allemagne.

Surtout, ce sont deux nouvelles qui ont suscité notre intérêt :

1) Depuis le 30 juin 2012, le fonds a décidé de ne plus verser de dividendes dans un double objectif de réduction de la dette et de *deleveraging*, c'est-à-dire de réduction de la dette.

2) Les gérants vont proposer lors d'une prochaine Assemblée Générale Extraordinaire (AGE), en mars 2013, de mettre fin à la vie du fonds. Ce serait 2 ans avant la soumission de continuation aux actionnaires prévue initialement lors de l'AG de 2015 (décembre 2015).

« Mais vous êtes fous les Daubasses ! Ces nouvelles sont vraiment catastrophiques !!! »

En fait, non... Ce qui est catastrophique, c'est que la société a levé à l'origine, en mai 2005, 100 M GBP et qu'aujourd'hui, 7 ans après, le fonds est valorisé 36,15

Analyses de société

M GBP. Hors versement de dividende, c'est une performance de -63,85%. Quel massacre !

Attention... En tenant compte des dividendes versés : 0,25 GBP par titre sur la période, soit 25 M GBP, le retour final pour l'actionnaire sur la période ressort à -38,85%. Qui a dit que l'immobilier était une catégorie d'actif non risquée ?

En fait, nous pensons que cette destruction de valeur est due essentiellement au management. Champion dans sa catégorie pour faire fondre le patrimoine des actionnaires. De vrais managers Daubasses.

Après tout ça, nous pensons que nous sommes en présence d'un bon client !

Les chiffres

Rentrons dans le vif du sujet et regardons les chiffres d'un peu plus près.

Au 30 septembre 2012, l'endettement du fonds représentait 53,17 M GBP pour une valeur d'actifs de 114,80 M GBP. Soit un endettement de 45,44%. Une fois ajoutée la trésorerie de 2,07 M GBP, le ratio ressort à 43,6%. C'est élevé, mais rien d'alarmant puisque les actifs sont là en collatéraux. Ce qui est effectivement le cas ici avec l'immobilier.

La valeur de l'actif net (Net Asset Value, NAV dans la littérature Anglo-Saxonne) par action ressort au 30 septembre 2012 à 58,55p. Le cours actuel est de 36,15p. Soit une décote de 38,26%. Ou dit autrement, le potentiel est de +61,96%.

La bonne nouvelle : la voici. Le management, sous un couvert de crise immo en Europe (à notre connaissance, la crise n'a pour l'instant qu'un impact limité aux Pays-Bas et en Allemagne, bref...), les gérants ont décidé de proposer la dissolution du fonds. C'est une excellente idée pour les actionnaires actuels. La destruction de valeur va peut-être prendre fin bientôt. A noter que le fonds com-



mence déjà à céder ses immeubles. Elle a vendu son bien *Pankower Allee* à Berlin pour une valeur égale à l'évaluation des experts indépendants. C'est-à-dire que la vente s'est réalisée sans impact à la baisse sur la NAV. Nous y reviendrons plus tard.

Nous y voilà donc : une décote de 38,26% sur une valeur qui devrait sortir de la cote. En fait, nous allons analyser ce fonds et un potentiel investissement dans ce titre comme une opération d'arbitrage. Nous allons prendre toutes les hypo-

Analyses de société

thèses conservatrices comme nous en avons l'habitude et aussi vérifier ce qu'il se passe si la société n'est pas dissoute : « face je gagne, pile je ne perds pas ».

Hypothèses de dissolution :

date de dissolution :

Dans notre hypothèse pessimiste, nous allons estimer que lors de l'AGE de mars 2013, les actionnaires vont voter une continuation de vie du fonds jusqu'en décembre 2015. Dans notre hypothèse optimiste, nous considérerons que la dissolution de la société sera votée à cette AGE de mars 2013.

temps de réalisation des actifs :

Au vu de la performance de « haut vol » du management, nous allons considérer que la société va réussir à réaliser l'ensemble de ses biens immobiliers sur une période de 2 ans. Ce qui signifie que les actionnaires récupéreront leurs billes au plus tard 2 ans après la décision de dissolution de la société.

valeur de réalisation des actifs :

Nous allons considérer, comme nous l'avons vu plus haut, que les actifs vont être cédés à leur niveau de valorisation au 30 septembre 2012, auxquelles nous allons considérer une perte de valeur annuelle. Ce point peut paraître peu prudent, mais nous pensons que les pertes de valeurs au fur et à mesure du temps prennent suffisamment de marge de sécurité comme nous le présentons dans l'hypothèse suivante.

perte de valeur :

Contrairement à la bonne pensée commune, nous considérons que la valeur de l'immobilier détenu peut perdre en moyenne 1% par an dans notre scénario pessimiste et est stable dans notre scénario optimiste. En considérant l'effet de levier qui est de 2, ce sera donc une dégradation annuelle de 2% en retenant l'hypothèse sombre. C'est une perte de valeur mineure, mais qui tient compte, selon nous, de la valorisation jugée actuellement cohérente de l'immobilier allemand. A cela, nous allons tout de même rajouter une perte de valeur liée aux Management Fees qui rémunèrent les gérants. Ils correspondent tous les ans à 0,90% des actifs sous gestion. Avec un effet de levier de près de 2, l'impact sur la NAV est de 1,80% annuel. A la grosse louche, nous allons donc arrondir les pertes de valeur à 4% par an pour notre scénario le plus noir et à 2% par an avec nos lunettes roses.

Résultats des calculs

Nous obtenons alors une valeur finale de 48,08 p par action pour nos hypothèses pessimistes et 56,15 p pour nos hypothèses optimistes.

Etant donné que dans notre vision optimiste, les actionnaires reçoivent leur cash au bout de 2,07 années, le rendement annuel ressort à 23,7%. Alors que dans notre vision pessimiste, le retour aux actionnaires nécessitera 4,83 années, soit un rendement annuel de 6,1%.

Analyses de société

Mais que se passe t'il si le fonds n'est pas dissout ?

Eh bien, nous obtenons des biens immobiliers avec une décote de 38,26% sur leurs valeurs marchandes. Ce qui n'est pas une situation des plus désagréables en ces périodes de marché qui retrouvent des plus hauts historiques et où les décotes se font de plus en plus rares.

III. Conclusions

Nous pensons qu'au cours actuel de 36,15 p, il présente une décote intéressante dans une optique de pur arbitrage. C'est selon nous, au niveau du rendement, un investissement à considérer comme un placement de trésorerie, avec en collatéral des actifs immobiliers.

Nous détectons deux cerises sur le gâteau dans notre valorisation. Tout d'abord, rien ne dit que les biens immobiliers en portefeuille, dans notre version pessimiste, ne vont pas réussir à prendre de la valeur. Et avec l'effet de levier, ce serait un petit plus pour le retour sur investissement. Et dernière cerise, il se peut très bien qu'une autre société de gestion ou un acteur du secteur de l'immobilier européen puisse faire rapidement une offre pour racheter tout le portefeuille. Ce qui pourrait raccourcir les délais de réalisation et donc augmenter le rendement annuel de notre hypothèse pessimiste. Par exemple, 1 année gagnée dans notre version pessimiste permet une révision du rendement annuel à 8,9%.

Enfin, nous souhaitons apporter une nuance aux rendements annoncés. Il faut les appréhender « brut », car selon la fiscalité du pays du détenteur d'actions, il se peut qu'en cas de distribution d'un dividende exceptionnel ou lors de la distribution du boni de liquidation, qu'il y ait une fiscalité qui vienne grever ces rendements. Dans une logique d'arbitrage, avec un rendement somme toute modeste, c'est un point à ne pas négliger.



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