

# INVESTIR INTELLIGEMMENT



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 6</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 8</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 10</a>
Analyse de la société Global-Tech Advanced Innovations Inc. ....	<a href="#">page 16</a>
Analyse de la société Xyratex Ltd. ....	<a href="#">page 20</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 24</a>

# Edito



Le monde selon Mad Max, ce n'est pas encore pour tout de suite.

## Flash-Back ...

Souvenez-vous, cher(e) abonné(e), nous sommes en 2005. Quelle était l'expression « à la mode » à cette époque ? Quelle était la phrase magique « tendance » dans les salons et les cocktails dinatoires ? Oui, c'est vrai, ça paraît loin tout ça et pourtant, ça ne fait que 7 années : du très long terme en spéculation mais tout au plus du moyen terme en investissement.

Le mot que tout le monde avait à la bouche à l'époque, c'était « peak oil ».

Que disait-on ?

Que le pétrole était une matière première en voie d'épuisement. Que bientôt il deviendrait impayable. Qu'il fallait absolument se tourner soit vers les producteurs de pétrole, soit vers les énergies alternatives.

Le cours de Solarworld (producteur allemand de panneaux solaires) multipliait par 3,5 au cours de cette année-là, celui de Petrochina s'appréciait de 53 % et celui de Canadian Ressources (sables bitumeux) doublait.

Jim Rogers était adulé et les fonds à thématique énergétique poussaient comme des champignons.

C'est tout juste si les plus pessimistes n'annonçaient pas que faute de pétrole,

# Edito

nous allons tous mourir dans d'horribles souffrances...

Pire : certains parmi les membres de l'équipe des daubasses étaient également atteints par cette fièvre du « peak everything », se forgeant même quelques convictions sur les cours du gaz naturel en le comparant avec ceux du pétrole ou même, en installant quelques panneaux solaires sur le toit de leur maison familiale afin de « survivre le jour où tout s'écroulera », le jour où, tout comme Mad Max, nous serions tous réduits à l'état de bandes errantes prêtes à s'entredéchirer pour quelques litres d'essence.

## **Novembre 2012 ...**

Voici les titres de quelques articles que nous avons lus ces dernières semaines :

« Le peak oil, c'est fini »

« Ce peak oil qui n'en finit pas de ne pas arriver »

« L'avenir radieux d'une super puissance pétrolière » (en parlant des Etats-Unis)

Ça et là, nous apprenons que grâce aux nouvelles techniques de forage, entre autre la "fracturation hydraulique", les énergies fossiles restent, plus que jamais, accessibles et disponibles. Les USA, entre autres, disposeraient de réserves de pétrole supérieures à l'Arabie Saoudite, l'Iran et l'Irak réunis.

Dès 2020, certains experts voient le pays de l'Oncle Sam produire plus de pétrole que l'Arabie Saoudite aujourd'hui.

Les premiers effets de ces techniques se sont d'ailleurs déjà fait sentir précisément sur le gaz naturel : les prix de cette énergie sont en effet au plancher depuis des années (du moins en Amérique du Nord), précisément à une époque où elle aurait déjà dû servir d'alternative au pétrole rare.

Bref, il semblerait bien que la hausse des prix du pétrole ... ait reporté le « peak energy » à une date ultérieure, les coûts de développement des nouvelles technologies étant précisément rentabilisés par cette hausse des prix. Sans vouloir prendre position sur le bien-fondé écologique et économique des nouvelles techniques d'extraction, c'est en tout cas un évènement qui remet certaines certitudes en question.

## **La conclusion de tout ceci ...**

Nous pensons que les conclusions que l'on tirait il y a 7 ans quant aux supports idéaux en matière d'investissement ne sont, au moins partiellement, plus d'application aujourd'hui : Solarworld a perdu 98 % par rapport à son plus haut, Petrochina 47 % et Canadian Ressources 43 %. Quant au cours du pétrole proprement dit, s'il a pris 40 % en 7 années, cela semble peu pour une période « planche à billet » qui aurait dû être bien plus porteuse pour un actif aussi tangible et indispensable à nos modes de vie.

# Edito

La conclusion ? Pour nous elle est simple et limpide et conforte notre approche : les projections macro-économiques ne sont que peu utiles à l'investisseur « value » et le temps qu'il consacre à l'économie générale, à défaut d'être considérée comme un aimable loisir, serait bien plus efficacement utilisé à approfondir l'analyse de ses sociétés.

C'est en tout cas ce que, pour notre part, nous continuerons à faire, convaincus plus que jamais par les vertus de l'approche « bottom up ». Nous vous le prouvons dès cette lettre mensuelle en vous présentant les deux sociétés que nous avons achetées récemment ... et qui ne sont en rien liées à aucun « peak » que ce soit.

Bonne lecture ...

L'Equipe des Daubasses



# Portefeuille

www.daubasses.com

## Portefeuille au 2 novembre 2012

	%	Ticker	Société	Prix de Revient		2 novembre 2012					FendTotale	
				Unitaire	Euro	Action	Cours	Devises	Euro	Euro		
<b>Société Net-Net</b>				<b>86.827,39</b>	<b>Euro</b>	<b>39,06%</b>						
1	USD	0,39%	SPOR	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,75	1.125,00	876,44	82,32%
2	USD	0,14%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	1,56	390,00	303,83	-38,07%
3	USD	2,33%	CRV	Coast Distribution System	2,11	7.384,07	5.745,75	3500	1,90	6.650,00	5.180,74	-9,83%
4	GBP	1,00%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	194,90	1.783,34	2.226,39	280,18%
5	USD	0,64%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	0,98	1.827,70	1.423,89	-10,78%
6	USD	4,59%	AVHI	AV Homes	7,37	6.658,52	4.895,10	904	14,50	13.108,00	10.211,90	108,61%
7	USD	0,83%	CRC	Chromcraft Revington	1,05	3.719,39	2.809,50	3550	0,66	2.358,62	1.837,50	-34,60%
8	USD	1,64%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	3,46	4.671,00	3.638,98	395,73%
9	USD	0,02%	XING	Qiao Xing Universal Resource	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,09	58,50	45,57	-95,80%
10	USD	0,77%	MEAD	Meade Instrument	3,49	3.829,89	2.780,35	1098	2,00	2.196,00	1.710,81	-38,47%
11	Euro	3,34%	ADL.DE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	1,58	7.426,00	7.426,00	149,25%
12	USD	3,65%	SGMA	SigmaTron International	3,68	8.475,27	6.180,58	2300	4,53	10.419,00	8.117,01	31,33%
13	GBP	1,93%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	19,50	3.441,75	4.296,82	9,01%
14	USD	1,27%	ENTN	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	2,80	3.612,00	2.813,96	3,06%
15	Euro	1,57%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,08	3.488,40	3.488,40	-18,18%
16	USD	0,14%	CCTR	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,16	4E+06	0,00	389,50	303,44	-91,99%
17	GBP	1,69%	MUBLL	MBL Group	8,68	2.169,19	2.419,74	25000	12,00	3.000,00	3.745,32	54,78%
18	GBP	3,58%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	7,37	6.372,80	7.956,06	34,05%
19	USD	2,69%	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	2,97	7.283,68	5.624,78	2455	3,13	7.684,15	5.986,41	6,43%
20	USD	1,36%	DSWL	Deswell Industries Inc	2,35	3.517,61	2.638,47	1500	2,58	3.870,00	3.014,96	14,27%
21	Euro	1,26%	VET.PA	Vet Affaires	8,39	2.976,86	2.976,86	355	7,91	2.808,05	2.808,05	-5,67%
22	Euro	0,81%	ALVEL.PA	Velcan Energy	8,95	1.520,87	1.520,87	170	10,55	1.793,50	1.793,50	17,93%
23	GBP	0,61%	PLAZL	Plaza Centers NV	46,46	1.245,00	1.564,07	2680	40,70	1.090,69	1.361,66	-12,94%
24	USD	2,03%	XRTX	Xyratex Ltd	7,30	5.110,62	3.972,50	700	8,29	5.803,00	4.520,88	13,80%
25	USD	0,78%	GAI	Global Tech Advanced Inovati	4,90	1.958,73	1.496,70	400	5,58	2.232,00	1.738,86	16,18%
<b>Société Net-Estate</b>				<b>76.367,68</b>	<b>Euro</b>	<b>34,36%</b>						
26	USD	2,64%	AWX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,90	7.534,72	5.869,99	62,31%
27	USD	0,20%	BBCZ	Bodisen Biotech	0,23	1.569,58	974,63	6848	0,08	561,54	437,47	-55,11%
28	USD	1,07%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,11	3.052,50	2.378,08	28,90%
29	Euro	2,16%	EXAC.PA	Exacompta - Clairefontaine	68,93	6.616,98	6.616,98	96	49,98	4.798,08	4.798,08	-27,49%
30	Euro	1,87%	ALGEV.PA	Gevelot	19,24	1.636,10	1.636,10	85	48,88	4.154,80	4.154,80	153,95%
31	Euro	1,24%	SAMP.PA	SAM	21,99	2.089,47	2.089,47	95	29,05	2.759,75	2.759,75	32,08%
32	USD	0,41%	SLGD	Scott Liquid Gold	0,29	2.503,39	1.847,07	8668	0,14	1.179,71	919,07	-50,24%
33	Euro	1,49%	IRC.MI	Irce	1,35	3.045,08	3.045,08	2250	1,43	3.217,50	3.217,50	5,66%
34	USD	2,12%	HTCH	Hutchinson Technology	1,98	8.336,92	6.267,44	4200	1,44	6.048,00	4.711,75	-24,82%
35	USD	1,72%	NTZ	Natuzzi	2,87	7.036,76	5.356,34	2455	2,00	4.910,00	3.825,18	-28,59%
36	USD	2,95%	ALCS	Alco Store	9,01	8.290,44	6.113,10	920	9,16	8.427,20	6.565,29	7,40%
37	USD	2,16%	CVG.AS	Crown van Gelder	4,09	3.886,04	3.886,04	950	5,05	4.796,55	4.796,55	23,43%
38	GBP	2,50%	PHOL	Peels Hotel	38,76	4.612,77	5.370,36	11900	37,45	4.456,55	5.563,73	3,60%
39	USD	2,22%	AEY	ADDvantage Technologies	2,04	6.312,01	4.835,56	3095	2,05	6.344,75	4.942,93	2,22%
40	Euro	1,67%	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,16	3.486,01	3.486,01	21328	0,17	3.711,07	3.711,07	6,46%
41	Euro	2,29%	PAN.MI	Panaria Group	1,00	5.193,97	5.193,97	5200	0,98	5.090,80	5.090,80	-1,99%
42	Euro	1,86%	PVL.PA	Plastivaloire	19,39	5.819,08	5.819,08	300	13,80	4.140,00	4.140,00	-28,95%
43	Euro	0,66%	COTT.PA	Cottin Frères	3,06	1.137,13	1.137,13	372	3,95	1.469,40	1.469,40	29,22%
44	Euro	3,16%	CSP.MI	CSP International Fashion	0,83	6.257,22	6.257,22	7504	0,94	7.016,24	7.016,24	12,13%
<b>Société VANTre</b>				<b>10.865,28</b>	<b>Euro</b>	<b>4,89%</b>						
45	CAD	0,87%	JTC.V	Jemtec	0,86	3.211,59	2.354,19	3725	0,66	2.458,50	1.923,56	-18,29%
46	CAD	1,06%	BFS.V	BFS Entertainment&Multimédi	0,21	5.109,25	3.743,97	24100	0,13	3.012,50	2.357,01	-37,05%
47	Euro	1,71%	MALT.PA	Malteries Franco-Belge	148,88	3.424,28	3.424,28	23	165,00	3.795,00	3.795,00	10,83%
48	NOK	0,23%	REC.OL	Renewable Energy Corp ASA	3,69	14.857,39	1.909,20	4030	0,95	3.820,44	519,14	-72,81%
49	USD	1,02%	UUU	Universal Security Instruments	5,40	3.615,61	2.711,98	670	4,35	2.914,50	2.270,57	-16,28%
<b>Fond Décoté</b>				<b>9.346,34</b>	<b>Euro</b>	<b>4,20%</b>						
50	USD	1,21%	UKRO	Ukraine Opportunity Trust PLC	2,95	4.792,41	3.518,14	1625	2,12	3.445,00	2.683,86	-23,71%
51	GBP	1,30%	EEPL	Eastern European Property	72,27	2.045,30	2.460,20	2830	82,00	2.320,60	2.897,13	17,76%
52	GBP	0,41%	ECAP.L	Elephant Capital PLC	38,22	936,36	1.039,82	2450	29,50	722,75	902,31	-13,22%
53	USD	1,29%	VNHL	Vietnam Holding	0,76	2.841,52	2.073,65	3750	0,98	3.675,00	2.863,04	38,07%
<b>Diversification Valeu</b>				<b>27.179,76</b>	<b>Euro</b>	<b>12,23%</b>						
54	Euro	1,54%		Luxempart	24,75	3.465,29	3.465,29	140	24,49	3.428,60	3.428,60	-1,06%
55	CAD	1,95%	OGC.T	Oceana Gold Corp	2,64	4.360,93	3.227,13	1655	3,34	5.527,70	4.324,94	34,02%
56	CAD	1,84%	DFM.TO	Dundee Precious Metal	7,41	4.334,95	3.227,28	585	8,94	5.229,90	4.091,93	26,79%
57	SEK	2,43%	INVE-A.ST	Investor AB	125,16	40.678,38	4.546,34	325	142,80	46.410,00	5.394,07	18,65%
58	DKK	1,06%	FFARMS	First Farms	46,56	21.184,86	2.849,38	455	38,50	17.517,50	2.348,22	-17,59%
59	Euro	2,43%	FFP.PA	FFP	28,19	5.637,27	5.637,27	200	26,96	5.392,00	5.392,00	-4,35%
60	Euro	0,99%	SOFR.PA	Sofragi	1,081	2.162,23	2.162,23	2	1,100	2.200,00	2.200,00	1,75%
<b>Emission d'Option</b>				<b>423,03</b>	<b>Euro</b>	<b>0,19%</b>						
61	USD	-0,01%	ECA130119	Option Put : Encana	15,00	-355,05	-269,49	300	0,05	-15,00	-11,69	-95,66%
62	USD	-0,10%	RSI130119	Option Put : Radioshack 1	2,00	-390,00	-318,21	1200	0,24	-288,00	-224,37	-29,49%
63	USD	-0,08%	RSI130119	Option Put : Radioshack 2	2,00	-355,00	-284,84	1000	0,24	-240,00	-186,97	-34,36%
<b>Liquidité</b>				<b>12.103,94</b>	<b>Euro</b>	<b>5,45%</b>						
	95%		<b>Total</b>			3,33%	Egal	6.998	Euro		<b>210.163,41</b>	



## Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos lettres précédentes, sous la même forme et avec les mêmes informations que dans notre portefeuille.

Du fait que les sociétés que nous analysons sont pour nous des cibles privilégiées pour nos futurs achats, nous avons décidé de « borner » cette liste en indiquant leur cours. Il est particulièrement intéressant pour nous de suivre leur évolution, cours, ratio et news quand il y en aura.

Ne vous étonnez donc pas cher lecteur, de retrouver dans notre portefeuille, à court terme, des sociétés analysées précédemment.

Sociétés Analysées									
	Ticker	Société	Cours Ouverture		Date	Cours Actuel		RendT	
			Devises	Euro		Devises	Euro	Euro	
1	GBP	MUBL.L	MBL Group	10,50	0,14	09/05/11	12,00	0,15	9,34%
2	GBP	EEP.L	Eastern European Property	72,00	0,68	09/05/11	82,00	1,02	51,32%
3	GBP	PHO.L	Peels Hotels	70,00	0,79	09/06/11	37,45	0,47	-40,62%
4	USD	TGAL	CollabRx (Tegal)	2,08	1,44	09/06/11	3,88	3,02	109,92%
5	GBP	ECAP.L	Elephant Capital	34,50	0,40	05/07/11	29,50	0,37	-7,51%
6	USD	ALCS	Alco Store	10,30	7,34	09/08/11	9,16	7,14	-2,78%
7	USD	CRV	Coast Distribution System	2,71	2,08	09/08/11	1,90	1,48	-28,98%
8	Euro	CVG.AS	Crown Van Gelder	4,05	4,05	08/09/11	5,05	5,05	24,67%
9	USD	PARF	Paradise Inc	14,69	11,06	07/10/11	18,34	14,29	29,19%
10	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar	8,40	0,10	09/11/11	7,37	0,09	-6,91%
11	USD	AEY	ADDvantage	2,04	1,52	07/12/11	2,05	1,60	4,93%
12	USD	AVHI	AV Homes	7,24	5,67	09/01/12	14,50	11,30	99,17%
13	Euro	PAN.MI	Panaria Group	1,01	1,01	08/02/12	0,98	0,98	-3,07%
14	Euro	RIC.MI	Ceramiche Ricchetti	0,18	0,18	08/02/12	0,17	0,17	-3,33%
15	Euro	PVL.PA	Plastivaloire	19,65	19,65	08/03/12	13,80	13,80	-29,77%
16	DKK	FFARMS.C	First Farms	47,00	6,32	08/03/12	38,50	5,16	-18,36%
17	USD	APWC	Asian Pacific Wire & Cable	3,30	2,52	09/04/12	3,13	2,44	-3,13%
18	USD	DSWL	Deswell Industries Inc	2,51	1,91	09/04/12	2,58	2,01	4,98%
19	USD	UUU	Universal Security Instrument	5,35	4,08	09/04/12	4,35	3,39	-16,96%
20	Euro	FFP.PA	FFP	25,69	25,69	05/06/12	26,96	26,96	4,94%
21	Euro	ALTEC.PA	Techniline	0,23	0,23	05/06/12	0,16	0,16	-30,43%
22	NOK	AKER.OL	AKER -A-	155,50	20,48	05/06/12	207,50	28,20	37,67%
23	Euro	HF.PA	HF Company	5,15	5,15	06/07/12	5,78	5,78	12,23%
24	Euro	CSP.MI	CSP International Fashion	0,84	0,84	06/07/12	0,94	0,94	11,31%
25	Euro	COTT.PA	Cottin Frères	3,90	3,90	06/07/12	3,95	3,95	1,28%
26	Euro	VET.PA	Vet Affaires	9,19	9,19	15/08/12	7,91	7,91	-13,93%
27	Euro	SOFR.PA	Sofragi	1056	1056	15/08/12	1100,00	1100	4,17%
28	Euro	ALVEL.PA	Velcan Energy	9,00	9,00	07/09/12	10,55	10,55	17,22%
29	Euro	VIN.MI	Vianini Industria	1,06	1,06	07/09/12	1,08	1,08	1,89%
30	Euro	VLA.MI	Vianini Lavori	2,94	2,94	07/09/12	3,10	3	5,44%
31	GBP	JKX.L	JKX Oil	79,50	1,00	07/09/12	77,75	0,97	-3,19%
32	USD	JSHLY	Jardine Strategic LTD	18,11	13,90	08/10/12	18,00	14,02	0,86%
33	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V	47,25	0,59	08/10/12	40,70	0,51	-13,19%
<b>Opération clôturée</b>									
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,94	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%
<b>Total pondéré a part égal</b>								<b>11,15%</b>	

# 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	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net	Solvabilité	Potentiel	Stop	Net-Estate			ROIC
		Risque			Cours					
	Globale	(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
		MBL Group								En Portefeuille
		Eastern European Property								En Portefeuille
		Peels Hotels								En Portefeuille
0	1	1	CollabRx (Tegal)	4,0159	0,9662	1060,46%	14%	4,41		
			Elephant Capital							En Portefeuille
			Alco Store							En Portefeuille
			Coast Distribution System							En Portefeuille
			Crown Van Gelder							En Portefeuille
2	2	4	Paradise Inc	24,607	0,7453	134,32%	81%	33,1344	35,184	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	0,2812	40,90%	335%	0,6952		
1	3	4	AKER -A-				54%	320,00		
1	3	4	HF Company	6,1727	0,9364	60,49%	46%	8,4228	7,9346	0,403
			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	2	3	Vianini Lavori				46%	4,54		
3	0	3	JKX Oil				175%	213,77889	162,7	0,403
2	3	5	Jardine Stratégic LTD				51%	27,18		
			Plaza Centers N.V							En Portefeuille
<b>Opération clôturée</b>										
			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%)

## News de nos sociétés



### **Adler Real Estate (Allemagne) Ticker : ADL.F**

La société poursuit la réorientation de ses activités et la direction annonce que les ventes d'actifs non stratégiques se déroulent à un rythme plus soutenu que prévu. Il semble que, de plus en plus, l'entreprise passe du statut de promoteur à celui de foncière résidentielle. Reste à voir ce que cette métamorphose impliquera comme création de valeur pour les actionnaires.

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

La holding spécialisée dans le secteur pétrolier, gazier et maritime a annoncé l'absorption de sa filiale cotée Aker Biomarine par échange d'actions.

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

Le 10 octobre, nous apprenions que la direction était prête à racheter 12% des actions en circulation. Le Chairman Royce Winsten explique qu'au prix actuel extrêmement intéressant de Alco Stores, c'est le moyen le plus efficace pour générer du rendement sur les capitaux propres et sera excellent pour l'actionnaire à long terme.

Et nous sommes entièrement de l'avis de Royce, puisque dans notre lettre d'octobre (avec les news de septembre), nous finissions les news de cette manière : Avec un potentiel au cours de 6.93\$ de 275%, nous avons l'impression que ce n'est pas tous les jours que l'on rencontre un couple risque / potentiel aussi séduisant. Nous allons vérifier sur le champ, si Royce n'est pas abonné à notre lettre, ce qui expliquerait sans doute sa décision...

Nous notons enfin que le cours est actuellement 40% plus haut, à 10\$, et que le potentiel s'est donc réduit à 162%, ce qui reste assez séduisant.

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

Notre fabricant de câbles a publié ses résultats du 1er semestre. Si le chiffre d'affaires a effectivement baissé de 20 % par rapport à la même période de l'année précédente (en raison, souvenez-vous, de l'arrêt de ses installations en Thaïlande, consécutive à de violentes inondations), la société publie un bénéfice en hausse de 3 %, à 0,38 usd sur le premier semestre, grâce notamment à une bonne maîtrise de ses frais généraux et une diminution des charges financières. Mais voici la cerise : la direction va lancer un programme de rachat d'actions propres pour un peu moins de 5 % du capital.

# News de nos sociétés

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

Nous nous sommes penchés sur le rapport annuel (comptes arrêtés au 30/06) et, comme prévu, le résultat de la société est excellent. Voilà une « petite entreprise qui ne connaît pas la crise ». Jugez plutôt : chiffre d'affaires en hausse de 14 %, résultat opérationnel en hausse de 41 % et un bénéfice net de 6,9 GBp par action. La Valeur d'Actif Net monte à 204 GBp par action. Il nous semble que cette société n'est décidément plus une daubasse et espérons que sa valorisation constatera cet état de fait prochainement. Allez Mr Market ! Encore un petit effort !

## **BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V**

Grâce à une amélioration de son taux de marge brute, notre distributeur de films a pu générer un léger bénéfice de 0,01 CAD au premier trimestre (clôture le 06/08/2012). Mais nous ne voyons toujours aucun catalyseur à l'horizon qui pourrait nous permettre d'obtenir un juste prix pour nos actions.

## **CollabRx (USA) Ticker: CLRX**

Notre « ex-Tegal » ne reste pas inactive. Elle annonce un accord de collaboration avec Life Technologies Corporation. Nous avons l'impression que la chrysalide (coquille vide) est en train de se transformer en papillon (belle biotech). Nous ne sommes malheureusement pas montés dans ce train-là mais, pour nos abonnés qui en auraient acquis, nous indiquons la dernière VANT connue (au 30/06) qui est de 4,41 usd.

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

Le 1er novembre, l'entreprise a annoncé l'arrivée de Roeland Heijmerink au poste de Directeur Commercial. Espérons qu'il arrivera à faire booster le CA du papetier hollandais.

## **Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK**

Très bonne nouvelle. Excellente nouvelle même. Voici encore une fois, un exemple de création de valeur possible pour une daubasse : le *board* a décidé de liquider la société en réalisant les actifs. Non, ce n'est pas grave. Au contraire ! Le management pense rendre aux actionnaires entre 28 M USD et 34 M USD. Alors que la société était valorisée moins de 11 M USD. Après 2 ans en portefeuille de surplace, il est donc de l'ordre du possible d'obtenir un rendement au minimum de +200%. Pour notre part, nous avons vendu un peu plus bas, générant une plus value de 130 % pour les raisons fiscales que nous vous avons détaillées dans « l'alerte » vous annonçant la vente. Nous sommes d'autant plus satisfait que cette fois, le retour annoncé aux actionnaires nous semble correct puisque plus ou moins égale aux fonds propres. Un petit bémol tout de même sur le know how relatif aux millions d'USD dépensés par trimestre qui ne semblent ne pas avoir été valorisées à hauteur de nos attentes... Pas de cerise pour cette fois !

# News de nos sociétés

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

La famille Peugeot dément vouloir quitter le secteur automobile. Pas ce cession de Peugeot envisagée à moyen terme donc.

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

Le titre chute de près de 20% sur le mois. Pas de raison particulières... Les résultats annuels seront annoncés le 8 novembre. La qualité des actifs tangibles et les dépenses importantes de R&D nous permettent de dormir sur nos 2 oreilles avec cette daubasse en portefeuille. Nous attendons seulement qu'un Prince Charmant vienne embrasser cette Belle au Bois Dormant.

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

La société a annoncé avoir acquis quelques actions supplémentaires de ABB et Wartsila. En fonction des résultats trimestriels qui viennent d'être publiés, nous établissons la valeur de marché de la holding à 220,35 SEK par action au 04/11/2012.

**Jardine Strategics (Singapour) Ticker : JSHLY**

La holding asiatique dont le club n'est pas actionnaire pour l'instant a présenté des résultats consolidés stables pour le 1er semestre 2012 (si on ne tient pas compte des variations de valeur de son patrimoine immobilier). Astra (le conglomérat indonésien) et Dairy Farm (le « Wall Mart asiatique ») ont présenté d'excellents résultats. Par contre, les activités liées à l'automobile sont plus poussives. Au 31/10, la valeur de marché du certificat ADR (qui vaut ½ action) s'établit à 27,18 usd.

**JKX Oil & Gas (UK) Ticker : JKX.L**

La production est en baisse sur le T3 à 7 740 barils équivalents pétrole contre 8 779 barils en 2011 sur la même période. Comme prévu, les sites ukrainiens sont en perte de vitesse. Mais le management s'attend à une production qui va monter en puissance sur ces nouveaux sites russes et espère ainsi atteindre une production de 10 000 barils équivalent pétrole sur le T4 2012.

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

Comme annoncée dans notre lettre de septembre, Leeds Groups a complètement déprécié par prudence la valeur de sa filiale Dawson International. Soit une perte de valeur dans le bilan de 745 k GBP. Par ailleurs, le management annonce que l'exercice en cours s'annonce un peu mieux qu'attendu.

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

Notre brasseur préféré a publié ses comptes annuels clos au 30 juin 2012. Le principal fait marquant de l'exercice est la mise en activité de la filiale bulgare pour une capacité de production de 25 T.

Avec un bénéfice de 7,2 M EUR, est proposé la distribution d'un dividende de 10 EUR par action. Notre VANTRe est donc bien rentable et ses fonds propres continuent de croître.

# News de nos sociétés

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

Les plus attentifs parmi vous auront remarqué le très beau boost du cours de l'action ces dernières semaines. Apparemment, cette hausse semble due, au moins partiellement, à des achats du président du conseil d'administration sur le marché. Sans doute, comme nous, trouve-t-il que le prix auquel se traîne l'action est beaucoup trop faible et souhaite-t-il profiter lui aussi de l'occasion ...

## **Meade Instrument (USA) Ticker : MEAD**

Les résultats semestriels clôturés en août sont décevants. La valeur d'actif net tangible recule de 15% à 6.9812\$. Et la valeur net-net de la société recule à 4.2178\$, après un redressement de 2.47\$ dû à la rotation des stocks qui voit sa durée augmenter substantiellement à 251 jours, alors que la moyenne sur les 3 dernières années est de 159 jours. Le cash s'est réduit à peu de chagrin, passant de 3.33\$ par action à 0,57\$.

Les ventes sont en chute de 20%. Même si nous remarquons un coût des produits en baisse de 12% et les coûts liés à la vente en baisse de 23%, la société affiche une perte sur ses 6 premiers mois de l'année, de 1.20\$ par action, contre 0.43\$ l'année passée à la même période.

Nous comprenons parfaitement la saisonnalité des ventes de télescopes de la société où le premier semestre de l'année est le plus faible et le second semestre avec les fêtes de fin d'année, le plus porteur. Et c'est ce que répète la direction année après année, depuis que nous possédons Meade en portefeuille. Dans ce rapport, la direction parle une nouvelle fois des nouveaux produits qui vont être mis sur le marché, le LX800 et le LX600, grâce à la recherche que poursuit la société. Et ce n'est pas que du « blabla » puisque la société consacre 0.45\$ par action à la R&D et c'est plutôt régulier au cours des ans.

Nous apprenions également le 2 novembre que les lecteurs du magazine allemand *Interstellarum* ont décerné à Meade instrument le prix des meilleurs produits et des meilleures innovations en 2012, pour ces produits LX800.

A ce stade, et malgré la note positive finale, nous nous demandons quand même dans ce commerce de niche relativement intéressant, quand est-ce que la société sera capable de sortir de l'ornière « Daubasse », d'autant plus que sa solidité patrimoniale s'effrite doucement certes, mais sûrement.

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

Sur le T3 2012, la société a dégagé un résultat opérationnel de 28,6 M USD du fait d'un coût de production de l'once de 1 081 USD. Nous avons encore une belle marge de sécurité avec un cours actuel autour de 1 700 USD.

La mine Didipio aux Philippines devrait rentrer en production en novembre comme convenu au calendrier. Le niveau de cash est devenu relativement faible à 24,1 M USD. Mais les dépenses d'investissement vont fortement ralentir maintenant que le projet Didipio voit le jour.

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

L'entreprise italienne de Céramique a publié ses comptes semestriels. Le CA est en baisse de 7,1 M EUR à 149,6 M EUR. Le résultat opérationnel est presque à l'équilibre à -0,3 M EUR. Et le profit ressort à 0,2 M EUR. D'après le manage-

# News de nos sociétés

ment, ces faibles résultats sont principalement expliqués par les dégâts liés au tremblement de terre qui a frappé l'usine de Finale Emilia pour un montant de 3 M EUR.

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

La société hôtelière a publié son rapport semestriel clôturé au 19 août. Les nouvelles sont bonnes : réduction de dettes (-400 k GBP) et profits (34 k GBP). CA en hausse de 4,7%, et résultat opérationnel en hausse de 10,2%. La sous-valorisation des actifs de la société en bourse (notamment son immobilier) continue à être importante. Nous estimons son potentiel sur la VANT supérieure à +300%.

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

Une diminution du volume de production semble anticipée par la direction en raison, évidemment, de l'exposition de la société au secteur automobile. Fallait-il absolument acheter Bourbon ? Encore une opération de croissance externe qui, à moyen terme, n'a absolument créé aucune valeur à moyen terme pour les actionnaires malgré le prix d'achat apparemment attrayant. Quant à la plus-value à long terme de cette acquisition, ... attendons le long terme ...

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

Certes l'entreprise annonce pertes sur pertes dans un secteur en plein marasme. Mais au milieu de ce brouillard, nous apercevons quelques rayons de soleil : au cours actuel de 0,95 NOK, le potentiel sur la VANT est de +400%. En effet, suite à la déconsolidation dans son bilan d'une filiale qui détenait une usine et qui a fait faillite, les fonds propres de cette filiale étant fortement négatifs, REC a généré un produit exceptionnel important. A cela, suites aux apports de capitaux, la dette s'est fortement réduite. Elle a été plus que divisée par 2. Retour du beau temps ?

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

La valeur liquidative de la société est de 1731.59 euros.

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

La VL du fonds est de 5.44\$, en régression de 2.68% par rapport à la dernière VL. Fabien Pictet nous informe enfin de la santé de son fonds ukrainien dans un rapport datant de fin septembre. Et le moins que l'on puisse dire, c'est que ce n'est pas très excitant, car on a l'impression que son rapport est déjà dépassé. Il semble se réjouir de la progression de la NAV du fond de 3% à 5.55\$, du fait de ses sociétés non cotées, alors que la NAV est aujourd'hui 2% plus bas. Il semble faire un constat et ne donne pas la moindre explication sur le fait que le marché ukrainien a perdu... 30% sur l'année 2012. Même si est évoqué plus que brièvement, le challenge interne est également que l'Ukraine n'est pas immunisée à un ralentissement mondial... C'est maigre, car le réel problème économique de l'Ukraine aujourd'hui est uniquement lié à la politique et à la démocratie. Et aucun investisseur ne se présentera au portillon tant qu'il n'y aura pas d'amélioration politique permettant une vraie stabilité économique. Ce que le rap-

# News de nos sociétés

n'aborde pas, ou aborde juste en disant que les élections d'octobre sont importantes... Alors que nous connaissons aujourd'hui le résultat de cette élection et que peu de changements sont à attendre. Ce qui renforce notre sentiment que Fabien Pictet est dépassé dans les grandes largeurs, aussi bien au niveau de son rapport que dans la gestion de son fonds.

## **Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA**

Les ventes du 3e trimestre restent relativement médiocres avec une diminution de 7,6 % au cours des 9 premiers mois de l'année. La direction semble cependant optimiste sur ses développements futurs, notamment les ventes par internet et les effets de la restructuration annoncée précédemment (la fermeture des magasins les moins performants). Il semble que le début du 4e trimestre soit également plus porteur sur le plan commercial. Si nous éprouvons parfois un peu de méfiance vis-à-vis des dirigeants, nous avons tout de même l'impression qu'ils font preuve, à chaque crise, de beaucoup de souplesse et de rapidité de réaction.

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

L'actif net par titre ressort à 1,237 USD au 28 septembre 2012.

Le *board* va proposer lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire, qui se tiendra le 14 novembre 2012, d'ajouter 2 dates pour l'exercice des Warrants, en plus du 13 décembre 2012 : le 25 avril 2013 et le 25 septembre 2013.

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

Nous n'avons pas l'habitude de traiter les news d'une société analysée, puisque Xyratex LTD est analysée dans cette lettre.

Et nous ne pouvons pas dire que c'est une news qui provient directement de la société Xyratex LTD, mais une information qui vaut tout son pesant d'or, venant d'autre investisseur Value ou considéré comme tel, le *Motley Fool*, qui nous ont parfois habitué à quelques puérités en la matière. Rappelez-vous leur opinion Value sur Books-A-Million, qui devait aller tout droit vers 0 \$ et que la direction a finalement racheté pour 3.15\$ l'action...

Vous pouvez retrouver ce que nous disions sur Books-A Million dans les différentes news en bas de page sur notre blog à cette URL (ou consultez nos lettres précédentes):

<http://blog.daubasses.com/2012/05/14/bas-les-masques-books-a-million/>

Ici, avec Xyratex un membre du *Motley Fool* nous fait une petite démonstration « Value » avec les DSO (créance client) et les revenus.

Cela nous étonnera toujours venant d'investisseurs qui ne jurent que par la valeur.

Cela dit, si cela pouvait influencer le cours à la baisse, nous serions plutôt satisfaits, car nous souhaitons étoffer notre position qui ne vaut actuellement que 2% du portefeuille, alors que notre limite est de 3.33%.

<http://www.fool.com/investing/general/2012/10/16/check-this-to-find-out-whether-xyratex-is-going-t.aspx>

# Analyses de société

## Global-Tech Advanced Innovations Inc.

(Nasdaq, Ticker: GAI / ISIN : VGG393201170)

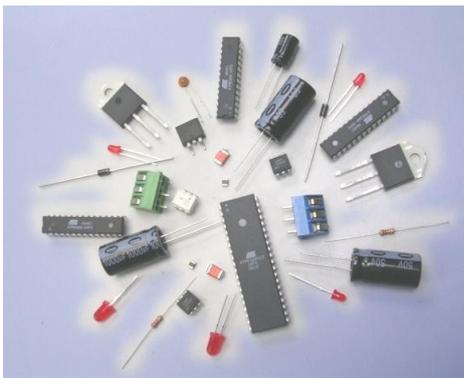
### I. Introduction

Global-Tech Advanced Innovations a son siège social aux Iles Vierges et ses principaux sièges administratif et exécutif à Hong Kong. Une chinoise de la zone capitaliste cotée sur la Nasdaq.

Notons tout de même qu'une bonne partie de sa production est réalisée en Chine continentale.

A l'origine, la société exportait un large éventail de petits appareils électriques vers les Etats-Unis et l'Europe mais, petit-à-petit, son chiffre d'affaires s'est développé sur le marché chinois.

Aujourd'hui, Global-Tech est un conglomérat actif dans la fabrication de composants électroniques. La direction a décidé d'abandonner la branche « électro-ménager », les coûts de production chinois étant devenus trop peu concurrentiels dans ce segment. La direction souhaite mettre en location les installations qui produisaient l'électro-ménager.



Les produits de Global-Tech sont donc des produits semi-finis qui entrent dans la fabrication d'écrans et de caméras pour téléphones cellulaires mais aussi dans les scanners, les tablettes ou les appareils médicaux.

La société propose aussi à ses clients des services d'externalisation pour l'assemblage de circuits électroniques et de téléphones cellulaires.

Depuis l'abandon des activités « électro-ménager », la quasi-totalité des clients sont situés en Chine continentale ou à Hong Kong. Par contre, ces clients chinois exportent leurs propres produits aux utilisateurs finaux partout dans le monde, ce qui lisse un peu la dépendance de l'entreprise au cycle économique chinois.

A côté de ces activités de production proprement dites, Global-Tech développe des produits dans le secteur des équipements médicaux. Un instrument destiné à l'imagerie médicale vient d'être approuvé par la FDA chinoise et trois autres

# Analyses de société

appareils sont dans le pipe-line. La direction a également le projet de développer et d'installer des écrans pour la diffusion de contenus publicitaires ou de divertissements dans les centres commerciaux et les restaurants.

A noter que parmi les commissaires aux comptes, on retrouve BDO, un cabinet d'audit parmi les plus importants et qui a pignon sur rue: un détail important pour une société qui déroule l'essentiel de ses activités en Chine.

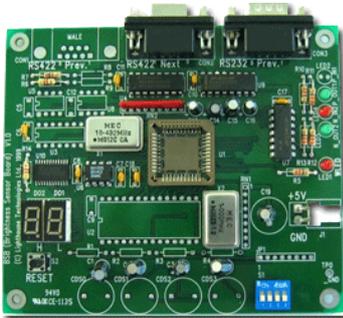
Le 17/10, nous avons acheté 400 actions Global Tech Advanced Innovations à un coût de revient, frais de courtage inclus, de 4,88 usd.

Nous travaillons avec les comptes du 1er trimestre 2013, clôturés le 30/06/2012.

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

La société détient un actif courant de 28,19 usd par action. Nous déduisons les dettes, les intérêts des minoritaires ainsi que le dividende exceptionnel de 1 distribué début septembre et nous obtenons une VANN de 16,66 usd par action.

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



La société n'est que locataire de ses immeubles situés à Hong Kong (et qui sont détenus en réalité par une société appartenant au CEO) mais est bel et bien propriétaire de ses installations de production en Chine.

Il nous est toujours difficile d'évaluer de l'immobilier pour les entreprises chinoises : la propriété pleine et entière des terrains n'est pas autorisée dans ce pays.

Les entreprises ont cependant la possibilité d'acquérir le droit d'utiliser des terrains (apparemment semblable à un droit emphytéotique) pendant une certaine période.

A l'échéance de ce droit, l'entièreté du terrain et les immeubles qui ont été construits dessus redeviennent propriété de l'état.

Les immeubles de Global-Tech ont été construits sur des terrains pour lesquels la société possède un droit d'utilisation jusqu'en 2043. Il reste donc 300 années de droit d'usage à la société.

Pour cette raison, nous valoriserons les immeubles pour la valeur traditionnelle d'acquisition que nous amputons de notre marge de sécurité habituelle de 20 %. Mais du montant obtenu, nous déduirons à nouveau 50 % pour tenir compte

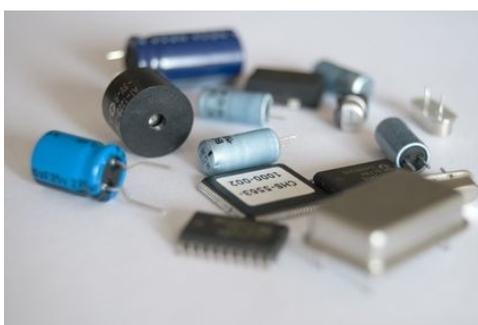
# Analyses de société

de cet état de fait. Nous incluons la valeur du droit d'usage du terrain dans ce calcul.

Nous valorisons donc les immeubles de Global-Tech pour 4,10 usd, que nous ajoutons à la VANN et fixons la VANE de la société à 20,76 usd.

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

Commençons par l'**actif courant** et son poste le plus important qui est constitué des **créances commerciales**. Elles sont payées en moyenne à 149 jours, en amélioration par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices qui est de 173 jours. Ce délai moyen nous paraît malgré tout très long d'autant que la direction n'a rien provisionné à titre de créances douteuses. Nous décidons d'amputer la valeur de ce compte d'une marge de sécurité de 50 %, soit 5,53 usd par action.



Nous constatons que le 2e poste en importance, le **cash disponible**, représente 14,05 usd, soit plus de 2,5 fois le cours actuel ... ce qui n'est vraiment pas pour nous déplaire.

Les articles en **stock** « tournent » très rapidement : 35 jours en moyenne, en forte amélioration par rapport aux trois derniers exercices. De plus, la direction a acté des réductions de valeur sur ce poste pour l'équivalent de 15 % de sa valeur. Ces deux points nous rassurent sur la valorisation retenue car le fait que l'inventaire soit constitué essentiellement de produits high-tech très spécifiques fait que nous le considérons avec circonspection. Pour tenir compte de ces 2 éléments positifs et de cet élément négatif, nous prenons une marge de sécurité de 25 % sur la valeur aux livres et déduisons donc 0,55 usd de notre évaluation.

Nous déduisons 50 % sur le petit poste des **actifs disponibles à la vente** soit 0,33 usd.

Parmi les **actifs fixes**, outre l'**immobilier**, nous tenons compte du **matériel de production et d'exploitation** pour 5 % de son prix d'acquisition (0,70 usd) et d'autres **actifs disponibles à la vente** pour 50 % de leur valeur aux livres (0,17 usd).

**Hors bilan**, nous relevons un poste important de **leasings opérationnels** dont il n'a pas été tenu compte au niveau des dettes financières. Nous les reprenons pour 50 % de leur valeur, soit 1,85 usd.

Il existe un **litige fiscal** en cours mais il semble correctement provisionné au

# Analyses de société

passif de la société.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons la Valeur de Global-Tech en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 13,37 usd.

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

Malgré l'un ou l'autre exercice bénéficiaire, l'entreprise n'a pu générer, globalement, de bénéfices d'exploitation sur les 5 derniers exercices. Nous ne pouvons donc pas calculer sa VCB.

## **VI. Conclusions**

A notre coût d'achat de 4,88 usd, nous avons acheté nos actions Global-Tech avec une marge de sécurité de :

71 % sur la VANN

76 % sur la VANE

64 % sur la VLMV



Ce que nous aimons dans Global-Tech, c'est d'une part son recentrage sur des activités à forte valeur ajoutée après l'abandon du segment sur lequel la société possédait le moins d'avantages compétitifs. Et sur ce plan, cela semble bien parti comme en témoigne la hausse du chiffre d'affaires « hors électro » au cours du premier trimestre : + 54,5 %

D'autre part, nous soupçonnons surtout Global-Tech de receler une grande valeur « hors bilan » : son savoir-faire comme en témoigne le nombre de brevets détenus (42) et l'importance des frais de recherche et développement : le total de ceux-ci au cours des 5 dernières années représente 1,74 usd par action, soit environ un tiers de la capitalisation boursière actuelle.

Bref un catalyseur potentiel et une cerise sur le gâteau : de quoi compenser, de notre point de vue, l'aspect « chinois » de cette techno.



# Analyses de société

## Xyratex Ltd.

(Nasdaq, Ticker: XRTX / ISIN : BMG982681089)

### I. Introduction



Grâce à l'un de ses fidèles abonnés, la communauté Daubasses a encore frappé ... C'est en effet notre ami Thai qui nous a mis sur la piste de la société que nous vous proposons ici. Merci à lui.

Xyratex est une société enregistrée aux Bermudes, dont l'établissement principal se trouve au Royaume-Uni. Elle dispose d'une filiale importante en Malaisie mais aussi aux USA et à Singapour. Elle cote sur le Nasdaq américain. Il s'agit d'un fournisseur de technologies liées au stockage de données depuis la plateforme de stockage à destination des entreprises, jusqu'aux solutions pour les fabricants de disques durs.

A l'origine (en 1966), Xyratex était une division d'IBM qui a fait l'objet d'un *management buy out* en 1994.

L'un des problèmes de l'entreprise est que ses ventes reposent sur un nombre restreint de clients : Netapp représente 42 % du chiffre d'affaires, Dell 22 % et IBM 13 %. Au total, 93 % des ventes sont réalisées au travers de seulement 6 clients. La perte d'un seul client important pourrait modifier beaucoup de choses en termes de rentabilité.

Notons aussi que, traditionnellement, les lois bermudiennes offrent un peu moins de protection pour les actionnaires que les lois britanniques ou américaines même si, en l'occurrence, on ne peut pas parler non plus de « chinoiserie ».

L'entreprise est relativement rentable (le rendement sur capitaux investis des 5 dernières années s'est élevé en moyenne à 10 %) et nous remarquons aussi que la direction est attentive à créer de la valeur pour les actionnaires en procédant à des rachats d'actions propres et aussi, depuis peu, en payant un dividende trimestriel qui, au cours actuel, représente un rendement de 4 % par an. Ce qui n'est pas négligeable en cette période de taux au plancher.

Néanmoins, cette dernière a annoncé que le dernier trimestre de l'année (clôturée le 30/11) serait déficitaire et de manière assez conséquente, ce qui devrait mettre l'année 2012 dans le rouge. Ce *profit warning* a évidemment fait plonger le cours de l'action, nous offrant ainsi une fenêtre pour y placer quelques billes.

En effet, le 9 octobre, nous avons acquis 700 actions Xyratex au coût de revient,

# Analyses de société

frais de courtage inclus, de 7,28 usd.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 31/08/2012, soit ceux du 3e trimestre.

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



La société présente un actif courant de 17,20 usd par action, duquel nous soustrayons l'ensemble du passif, pour obtenir une valeur d'actif net net de 11,22 usd par action. Néanmoins, nous soulignons un ralentissement dans la vitesse de rotation de stocks et notre formule automatique nous oblige, pour tenir compte de ce phénomène, à diminuer la valeur de ceux-ci

de 0,782 usd. Tenant compte de ceci, la VANN définitive de Xyratex s'établit à 10,43 usd.

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

En outre, l'entreprise est propriétaire d'un peu d'immobilier acquis pour 0,61 usd par action. Amputé de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajouté à la VANN, il nous permet d'obtenir une VANE de 10,92 usd par action.

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

Le poste principal de l'**actif courant**, ce sont les **stocks**. Nous nous devons de nous montrer très circonspects sur la valorisation que nous allons leur accorder : outre le ralentissement dans la vitesse de rotation évoquée ci-dessus, le fait que la société soit active dans un secteur high tech nous oblige à tenir compte d'un risque d'obsolescence élevé. En moyenne, la marchandise reste en stock durant 72 jours, en forte hausse par rapport aux exercices précédents. Il est composé à 64 % de matières premières et pour 36 % de produits finis ou d'en cours de fabrication. Outre la réduction de valeur « automatique » de 10 % appliquée lors du calcul de la VANN, nous allons prendre une marge de sécurité supplémentaire de 20 % sur les matières premières et 50 % sur les produits finis et les en-cours de fabrication. Nous amputons donc la valeur des stocks d'un montant supplémentaire de 2,38 usd.

Traditionnellement, les clients de Xyratex paient rapidement leurs factures : en moyenne, les **créances commerciales** représentent 44 jours de vente, en légère diminution par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices. La direction n'a quasiment acté aucune provision pour créances douteuses mais les courts délais de paiements et la qualité supposées de ses clients nous incitent à nous montrer assez souple en terme de marge de sécurité : 10 % de décote sur la

# Analyses de société

valeur aux livres nous semblent amplement suffisants et nous déduisons donc 0,53 usd par action.

Le poste des **liquidités disponibles** n'appelle aucun commentaire si ce n'est qu'à 3,82 usd par actions, elles couvrent la moitié de la capitalisation boursière de la société.



Nous ne tenons pas compte des **impôts différés** et déduisons donc 0,13 usd supplémentaires.

Au niveau de l'actif fixe, nous tenons compte des **installations, machines et outillages** pour 5 % de leur valeur d'acquisition, ce qui représente 0,24 usd par action.

Nous tenons compte de l'**effet dilutif des stocks options** et retranchons 0,03 usd.

Nous tenons également compte de la **perte annoncée** pour le dernier trimestre de l'année et soustrayons 0,47 usd.

**Hors bilan**, nous relevons des **engagements de loyers à payer** dont nous estimons que la moitié serait à honorer par la société en cas de mise en liquidation. Nous les reprenons donc pour 0,27 usd. Nous tenons également compte des **garanties octroyées** aux clients pour 0,18 usd par action.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons la valeur de Xyratex en cas de mise en liquidation volontaire à 7,17 usd.

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

Xyratex est une daubasse qui génère des bénéfices. Au cours des 5 derniers exercices, son résultat opérationnel moyen s'est élevé à 0,89 usd. Nous diminuons cette valeur de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat (en réalité, la société paie bien moins d'impôt que cela, la Malaisie lui octroyant un régime particulier en matière fiscale), actualisons à 12 % et ajoutons les liquidités de l'actif et nous obtenons une VCB de 8,64 usd.

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

Phénomène assez rare, la société est une VANE ... qui est aussi une VANTre. En effet, sur les 5 dernières années, elle a généré un rendement sur les capitaux investis de 10,32 %. Elle est donc une parfaite VANTre avec une décote de 44 %



# Analyses de société

sur sa VANT.

## **VII. Conclusions**

A notre coût de revient de 7,28 usd, nous avons acheté Xyratex avec une décote de

31 % sur sa VANN

35 % sur sa VANE

17 % sur sa VCB

44 % sur sa VANTre

Et plus ou moins au niveau de sa VLMV.

Il est assez rare de trouver des sociétés présentant des décotes sur ces 5 valeurs simultanément mais, avec Xyratex, il existe selon nous encore mieux.

Comme vous l'avez vu, la société génère des bénéfices, certes de manière cyclique. Son PER sur base des bénéfices moyens des 5 derniers exercices est de 16.

Mais surtout, nous pensons que la société détient bel et bien un énorme savoir-faire dont nous n'avons pas tenu compte jusqu'à présent. En effet, la société supporte chaque année d'énormes frais de recherche et développement : le total déboursé au cours des 5 dernières années représentent plus du double de la capitalisation boursière actuelle. Si ces frais sont bel et bien pris en charge par Xyratex et donc, viennent amputer le résultat comptable, nous pensons qu'ils permettent aussi à l'entreprise de se créer du *know-how* et donc d'augmenter sa valeur en cas de reprise par un concurrent. Une bien belle cerise sur le gâteau à notre avis ...



## 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**