

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 9</u>
Analyse de la société Gruppo Ceramiche Ricchetti SpA	<u>page 16</u>
Analyse de la société Panariagroup Industrie Ceramiche SpA	<u>page 21</u>
Analyse de la société Benetton Group SpA	<u>page 24</u>
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	<u>page 33</u>

Edito



Ah l'Italie !

Le lac de Garde, la Sicile et son Etna menaçant, le Dôme de Florence, le Gran Paradiso du Val d'Aoste, le Colisée de Rome, les merveilleux Chianti et Lambrusco, la *burrata* et le seul véritable *gelato*... Ah l'Italie ! La Camorra, Silvio Berlusconi, sa dette publique et... ses daubasses.

« Vous êtes fous chez les Daubasses ? Investir dans un pays qui risque bien de se faire expulser de la zone euro ? »

Effectivement, cher(e) abonné(e), le débat fut long et passionné dans notre équipe : acheter une ou deux sociétés pour des positions pesant 2 ou 3 % du portefeuille, passe encore. Mais avant de porter le poids de la péninsule transalpine à 10 %, nous avons tout de même hésité.

Pour prendre notre décision, nous sommes une fois de plus revenu aux fondamentaux de l'investissement, au b.a.-ba du boursicotage.

Une action, c'est quoi ? C'est un titre de propriété qui nous donne droit, avec d'autres actionnaires, à une partie de l'actif net d'une entreprise ainsi qu'aux flux de trésorerie futurs qu'elle générera. Une évidence n'est-ce pas ? Mais une évidence qu'il convient de rappeler régulièrement.

Prenons le cas le plus grave : l'Italie fait défaut. Nous ne sommes pas des spécialistes en finances publiques et sommes incapables de vous dire si cet événement arrivera ou non mais comme certains gourous « Pampers » envisagent

Edito

cette possibilité parfois avec une délectation à peine voilée et tout-à-fait indécise, nous ne pouvons l'écarter d'un revers de la main. Donc si l'Italie fait défaut, est-ce que ses habitants et ses entreprises font faillite ? Et bien non... absolument pas. Un défaut de paiement d'un état n'entraîne pas automatiquement un défaut de paiement de l'ensemble de ses agents économiques.

Prenez l'Argentine par exemple. Fin 2001, elle connaissait une faillite retentissante. Certes, entre son plus haut de février 2000 et son plus bas de mai 2002, la bourse du pays du tango perdait près des 2/3 de sa valeur en monnaie locale et 5/6 en dollars, mais le patient n'était pas mort. Que du contraire ! 10 ans après, les cours des actions ont rebondi et se situent à présent, en monnaie locale, **5 fois plus haut que le sommet de 2000** et légèrement au-dessus de ce vieux niveau record en dollars... Notre bon vieux CAC ne peut pas en dire autant ! Un pays qui fait défaut, c'est sa monnaie qui se délite, ce sont les dettes souveraines qui ne sont pas honorées mais les biens tangibles, eux, continuent d'exister.

Nous irons même plus loin, nous allons imaginer non pas un défaut de l'Italie mais un éclatement de la zone euro et un retour aux monnaies nationales, c'est -à-dire à des monnaies dont la parité reflète la véritable productivité de chaque pays. Eh bien, nous osons penser qu'un tel évènement serait positif pour un pays comme l'Italie. Pourquoi ? Parce que l'Italie est un pays d'exportateurs : durant toutes les années 90 et jusqu'en 2004, sa balance commerciale (c'est-à-dire la différence entre ses exportations et ses importations) a été largement positive. Quant à sa balance courante (c'est-à-dire la différence entre ses flux financiers entrants et ses flux financiers sortants), elle fut positive jusqu'en 1999... année au début de laquelle les parités des monnaies par rapport à l'Euro ont été fixées.

Sans vouloir entrer dans la polémique du « pour » ou du « contre » l'Euro, nous ne pouvons que constater que, pour l'économie italienne du moins, son avènement n'a pas vraiment coïncidé avec une période de forte expansion de l'économie du pays de la *Commedia dell'Arte*. Et, par voie de conséquence, qu'un retour à la Lire n'aurait peut-être pas des effets aussi cataclysmiques qu'anticipés, du moins pour les entreprises qui exportent une part conséquente de leurs produits.

Même si nous ne basons jamais nos décisions d'investissement sur des éléments macro-économiques, nous pensons donc que les sociétés de la Péninsule Transalpine ont bien plus d'atouts pour résister à la crise actuelle des dettes souveraines que le marché pourrait le laisser penser :

1. Comme nous l'avions expliqué sur [notre blog](#), l'Italie est l'un des pays de la zone euro qui présente un solde primaire (c'est-à-dire la différence entre les recettes et les dépenses de l'état, avant paiement des intérêts de la dette) parmi les plus élevés.

Edito

2. Les entreprises italiennes détiennent un grand portefeuille de marques qui sont souvent synonyme de « qualité » : Armani, Versace, Gucci, Ferrari, Maserati, Lancia, Lamborghini, Alfa Romeo, Prada, Barilla, Buitoni,... entre autres portent dans le monde la renommée du savoir-faire italien dans le domaine « du beau ».

3. L'Italie est la 4ème destination touristique mondiale. Ici aussi, un affaiblissement de sa devise ne devrait pas trop lui nuire.

4. La politique de réformes menée par le nouveau premier ministre « Super Mario » Monti qui allie à la fois rigueur mais aussi souci de relancer la croissance avec, entre autre, la libéralisation d'un grand nombre de secteurs jusqu'ici protégés, la réforme du marché du travail et la simplification des procédures administratives nous semble de bon alois.

Vous aurez compris, cher(e) abonné(e), que, nonobstant les incertitudes bien réelles planant sur la solvabilité du pays (mais ces incertitudes sont-elles finalement plus justifiées que pour une majorité de pays de la zone euro ?), nous avons donc décidé d'augmenter, avec prudence, le poids des sociétés italiennes dans notre portefeuille.

Comme vous l'avez appris en temps utiles, notre choix s'est porté tout d'abord pour un renforcement dans notre conglomerat **Vianini**, mais nous avons voulu aller plus loin. Outre nos critères habituels de sous-évaluation et de solvabilité, nous avons recherché des sociétés qui réalisaient au moins la moitié de leurs ventes hors d'Italie. Et comme vous le savez, nous avons trouvé deux producteurs de carrelage dont un, **Ricchetti**, au potentiel impressionnant (mais à la solvabilité tout de même un peu faiblarde), mais aussi la réputée **Benetton**. Ces deux sociétés sont venu garnir notre portefeuille et lui donner un petit air méditerranéen.

Dans cette lettre, vous allez pouvoir prendre connaissance des raisons qui nous ont poussés à effectuer ces achats. Nous vous souhaitons un excellent voyage dans le pays Capitale des Pâtes et de *l'expresso*, mais aussi du carrelage et de la mode.

L'Equipe des Daubasses



Portefeuille 27 janvier 2012												
		%	Ticker	Société	Prix de Revient			27 janvier 2012				Rend Total
					Unitaire	Devises	Euro	Action	Cours	Devises	Euro	Euro
Société Net-Net					55.837,17	Euro	33,37%					
1	USD	0,44%	SPOR.PK	Sport Haley Inc	0,41	617,94	480,71	1500	0,65	975,00	732,70	52,42%
2	USD	0,10%	TBAC	Tandy Brand Accesories	2,44	610,93	475,25	250	0,93	232,50	174,72	-63,24%
3	USD	0,62%	CRV	Coast Distribution System	1,16	635,98	492,22	550	2,49	1.369,50	1.029,16	109,08%
4	GBP	0,73%	BDEV.L	Barrat Development PLC	50,08	458,26	585,62	915	110,40	1.010,16	1.217,06	107,82%
5	USD	0,83%	TAIT	Taitron	1,22	2.281,18	1.595,92	1865	0,99	1.846,35	1.387,51	-13,06%
6	USD	4,10%	AVTR	Avatar Holding	7,37	6.658,52	4.895,10	904	10,11	9.139,44	6.868,17	40,31%
7	USD	1,11%	CRC	Chromcraft Revington	0,93	1.813,33	1.247,27	1950	1,27	2.476,50	1.861,06	49,21%
8	USD	1,48%	TWMC	Trans World Entertainment	0,75	1.018,00	734,07	1350	2,44	3.294,00	2.475,40	237,22%
9	USD	0,22%	XING	Qiao Xing Universal Ressourc	2,37	1.540,51	1.086,17	650	0,74	481,00	361,47	-66,72%
10	USD	1,68%	MEAD	Mead Instrument	3,49	3.829,89	2.790,35	1098	3,41	3.744,18	2.813,70	1,20%
11	Euro	1,72%	ADLDE	Adler Real Estate	0,63	2.979,37	2.979,37	4700	0,61	2.885,80	2.885,80	-3,14%
12	USD	1,04%	WEX	Winland Electronics	0,84	3.100,07	2.198,11	3670	0,63	2.312,10	1.737,51	-20,95%
13	USD	2,45%	SGMA	SigmaTron International	3,55	5.251,10	3.712,79	1470	3,71	5.453,70	4.098,39	10,39%
14	USD	2,05%	IFON	Infononics	0,65	4.475,86	3.590,05	6914	0,66	4.563,24	3.429,22	-4,48%
15	GBP	2,16%	LDSGL	Leeds Group PLC	18,61	3.286,38	3.941,50	17650	17,00	3.000,50	3.615,06	-8,28%
16	USD	1,04%	ENTN.PK	Entorian Technologies	2,93	3.777,32	2.730,46	1290	1,80	2.322,00	1.744,95	-36,09%
17	Euro	2,36%	VIN.MI	Vianini Industria	1,32	4.263,50	4.263,50	3230	1,22	3.940,60	3.940,60	-7,57%
18	USD	0,52%	CCTR.PK	China Crescent	0,00	5.102,06	3.787,18	4E+06	0,00	1.168,50	878,11	-76,81%
19	GBP	0,91%	MUBL.L	MBL Group	8,68	2.169,13	2.419,74	25000	5,04	1.258,75	1.516,57	-37,33%
20	GBP	2,74%	PVCS.L	PV Crystalox Solar	5,93	5.128,80	5.935,27	86500	4,40	3.806,00	4.585,54	-22,74%
21	USD	2,25%	BAMM	Book-A-Million	2,82	5.639,47	4.119,41	2000	2,51	5.020,00	3.772,47	-8,42%
22	Euro	2,82%	LNC.PA	Les Nouveaux Constructeurs	5,18	4.012,99	4.012,99	775	6,08	4.712,00	4.712,00	17,42%
Société Net-Estate					62.831,49	Euro	37,55%					
23	USD	3,10%	AwX	Avalon	2,71	5.230,93	3.616,50	1930	3,58	6.909,40	5.192,33	43,57%
24	USD	1,41%	BBCZ.OB	Bodisen Biotech	0,23	2.103,46	1.398,94	9000	0,35	3.150,00	2.367,18	69,21%
25	USD	1,73%	BDR	Blonder Tongue Laboratories	1,00	2.757,07	1.844,94	2750	1,40	3.850,00	2.893,23	56,82%
26	USD	0,75%	ATC	Cycle Country Associores	0,40	2.834,58</						

Portefeuille

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

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

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

Portefeuille 27 janvier 2012 - Ratios et Notations

Notation	Potentiel	Risque	Globale	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT	V Actif	Ratio	Ratio	Ratio
	(0 = faible, 3 = élevé)			Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate	VANTre	ROIC
								Cours				
2	0	2		Sport Haley Inc	2,4037	0,27	87,68%	24/11/08	279%	2,4606		
3	3	6		Tandy Brand Accesories	1,3843	0,67	40,47%	24/11/08	276%	3,4993	1,7729	0,5246
3	3	6		Coast Distribution System	5,4976	0,45	61,48%	25/11/08	166%	6,6213		
2	2	4		Barrat Development PLC	164,32	0,67	62,31%	26/11/08	85%	203,69	0,00	0,0000
3	1	4		Taitron	2,3477	0,42	94,82%	26/11/08	241%	3,3731	3,2751	0,3023
3	2	5		Avatar Holding	25,1072	0,40	97,70%	26/11/08	215%	31,8352	29,1857	0,3464
2	2	4		Chromcraft Revington	2,3584	0,54	74,91%	04/06/09	278%	3,5742	4,7993	0,2646
2	1	3		Trans World Entertainment	3,8699	0,63	57,26%	08/06/09	93%	4,7006		
2	0	2		Qiao Xing Universal Ressource	3,6876	0,20	100,41%	28/07/09	763%	6,3897	3,8094	0,1943
2	1	3		Meade Instrument	8,4216	0,40	76,12%	29/07/09	152%	8,5810		
3	2	5		Adler Real Estate			75,55%	07/08/09	180%	1,7219		
1	0	1		Vinland Electronics	0,4685	1,35	104,22%	05/11/09	92%	1,0722	1,2114	0,5201
3	3	6		SigmaTron International	5,9140	0,63	48,48%	13/11/09	248%	12,8928	8,4677	0,4381
2	1	3		Infosonics	0,7440	0,89	183,25%	06/05/10	106%	1,3591		
3	1	4		Leeds Group PLC	31,7600	0,54	73,79%	27/08/10	147%	42,00	37,19	0,4571
3	1	4		Entorian Technologies	7,3326	0,25	112,77%	11/10/10	352%	8,1311	7,7642	0,2318
3	3	6		Yianini Industria	2,0986	0,58	184,75%	19/10/10	182%	3,4388	2,6425	0,4617
2	0	2		China Crescent	0,0053	0,06	80,23%	19/01/11	2300%	0,0072		
3	0	3		MBL Group	4,5200	1,11	61,41%	05/07/11	511%	30,7700		
3	1	4		PY Crystalow Solar	14,7823	0,30	85,67%	05/11/11	1130%	54,1243		
3	1	4		Book-A-Million	3,2886	0,76	42,80%	11/11/11	185%	7,1613		
2	2	4		Les Nouveaux Constructeurs	9,9352	0,61	47,44%	14/11/11	108%	12,6481		
3	3	6		Avalon			93,28%	02/09/09	185%	10,20	8,2520	0,4338
3	0	3		Bodisen Biotech			93,30%	10/11/09	320%	1,4692	0,6718	0,5210
3	1	4		Blonder Tongue Laboratories			88,54%	16/11/09	143%	3,3965	2,0188	0,6935
0	0	0		Cycle Country Associores			36,27%	16/11/09	225%	0,7804	0,2603	0,9224
3	3	6		Exacompta - Clairefontaine			68,02%	30/11/09	334%	298,61	199,83	0,3443
3	3	6		Gevelot			75,00%	09/12/09	188%	129,82	60,37	0,7454
0	2	2		SAM			89,09%	11/01/10	28%	56,67	55,19	0,8044
3	1	4		Scott Liquid Gold			56,06%	14/04/10	439%	0,7524	1,0777	0,1856
3	3	6		Irice			45,11%	31/05/10	193%	5,5299	3,5368	0,5341
3	1	4		Hutchinson Technology			61,46%	31/08/10	435%	8,5651	6,5388	0,2447
2	2	4		Natuzzi			72,99%	19/01/11	161%	7,8406	6,6194	0,4546
3	1	4		Duckwall-Alco Store			41,05%	27/07/11	211%	27,034	19,2274	0,4525
1	2	3		Key Tronic Corp			58,39%	11/10/11	-1%	6,165	5,6534	1,1055
3	1	4		Crown van Gelder			59,89%	12/10/11	271%	13,659	6,4944	0,5674
3	3	6		Peels Hotel			54,86%	12/10/11	318%	156,790	72,2700	0,5192
2	2	4		ADDvantage Technologies			86,02%	23/11/11	45%	3,299	3,1284	0,7288
3	0	3		Ceramiche Ricchetti			43,48%	09/01/12	1059%	1,925	1,9696	0,0863
3	3	6		Panaria Group			64,84%	12/01/12	206%	2,971	1,4852	0,8531
3	0	3		Jemtec			577,10%	25/01/11	109%	1,4620		1,4278 0,4903 76%
3	0	3		BFS Entertainment&Multimédia			66,58%	25/01/11	268%	0,4786		0,4786 0,2716 6%
1	2	3		Malteries Franco-Belge			82,13%	14/04/11	62%	246,23		246,23 0,6181 26%
3	1	4		Renewable Energy Corp ASA			55,78%	30/11/11	183%	13,85		13,85 0,3538 10%
				Benetton Group			50,19%	12/01/12	107%	6,77		6,77 0,4842 8%
3	0	3		Ukraine Opportunity Trust PLC				03/02/11	147%	5,2900		
2	0	2		Eastern European Property				28/04/11	68%	118,43		
3	0	3		Elephant Capital PLC				28/06/11	92%	63,00		
2	0	2		Vietnam Holding				04/11/11	54%	1,16		
2	2	4		Luxempart				28/06/11	53%	35,00		
3	2	5		Oceana Gold Corp				14/10/11	220%	8,35		
3	2	5		Dundee Precious Metal				14/10/11	131%	21,81		
2	3	5		Investor AB				29/12/11	44%	196,38		
2	2	4		First Frams				25/01/12	48%	66,86		

News de nos sociétés



Avatar Holding (USA) Ticker : AVTR

Rien de particulier à signaler si ce n'est la jolie hausse du cours depuis notre dernier renforcement et quelques dilutions à attendre en raison d'actions distribuées à la direction. Ces dilutions ne nous dérangent cependant pas trop : elles sont liées à la réalisation d'objectifs clairs de création de valeur pour les actionnaires comme la vente des actifs non-stratégiques, la diminution des frais généraux ou le retour à la rentabilité. Une opération « win-win » en quelque sorte... A noter que malgré ses prix attractifs, les prix de l'immobilier américain ne semblent pas encore repartir « au nord » : le case « shiller » ajusté de l'inflation est tombé à un plus bas jamais atteint depuis l'an 2000. C'est aussi le cas du ratio « prix d'achat/prix des loyers ». Attention toutefois : ce sont des indicateurs retardés et l'indice a été calculé sur le mois de novembre.

Barratt Development (UK) Ticker : BDEV.L

Le constructeur britannique annonce de bons chiffres semestriels. Une hausse du chiffre d'affaires de 8 %, un bénéfice en hausse de 40 % et un endettement en légère diminution. Le carnet de commandes sort renforcé de ce semestre même si la direction souligne les incertitudes quant à l'environnement macro-économique. Les chiffres définitifs seront publiés en février.

Benetton Group (Italie) Ticker : BEN.MI

Alessandro Benetton a été élu, le 23 janvier 2012, manager de l'année en Italie. Il a déclaré à cette occasion vouloir rejeter l'immobilisme et travailler pour le Benetton de demain. Il veut également intensifier l'internationalisation de Benetton et rendre la société plus compétitive dans un souci de responsabilité et d'éthique.

C'est finalement ce que tout actionnaire normalement constitué attend d'une direction et nous nous en réjouissons, en attendant que tout cela soit traduit dans les chiffres.

BFS Entertainment&Multimédia (Canada) Ticker : BFS.V

Notre producteur et distributeur de films canadien a conclu un accord avec un confrère britannique (High Point Media Group) pour des échanges de bons procédés : High Point distribuera les productions de BFS partout dans le monde (sauf en Amérique du Nord) et BFS distribuera les productions de High Point en

News de nos sociétés

Amérique du Nord. En principe, cet accord ne peut que doper les ventes de BFS et accélérer son retour à la rentabilité.

Books-A-Million (USA) Ticker : BAMM

Petit coup de pub pour notre libraire préféré. Books-A-Million a collecté auprès de ses clients 100 000\$ dans l'ensemble de ses magasins pour l'offrir à l'armée du salut à la veille des fêtes de fin d'année. Même si cette nouvelle n'est pas une information financière à proprement parler, nous jugeons que cet élan de générosité, de la part des clients de Books-A Million et la mise en place de cette collecte par la direction, méritait d'être soulignée.

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

L'entreprise a annoncé son intention de fermeture de son site belge de Deurne. 300 emplois seraient concernées. La direction explique que malgré les efforts d'investissement et la qualité du personnel en place, le site n'est plus compétitif face à la concurrence d'Europe de l'Est. Les volumes avaient baissé de 40% ces 5 dernières années.

Pour l'actionnaire, on peut y voir 2 choses. Premièrement, que le management prend des mesures pour arrêter la destruction de valeur. Ce qui est plutôt bon signe.

Dans un second temps, nous pouvons nous demander quelle est la véritable valeur des actifs de l'entreprise si elle ferme ses sites. Espérons que les actifs de l'usine de Deurne faisaient parti de ceux que l'entreprise avait dépréciés dans ses comptes lors des exercices différents. Ce qui n'aurait aucun impact patrimonial.

Cycle Country Accessories (USA) Ticker : ATC

Les nouvelles sont extrêmement mauvaises pour la société qui a reçu de la part de l'Amex un avis de délistement, car ses rapports trimestriels et son dernier rapport annuel n'est pas en conformité avec les règlements.

D'après le communiqué de la SEC, il semblerait que le nombre d'actions renseignés dans tout ses rapports ne soit pas exact.

Après discussions, nous avons pris la décision de vendre cette société, car nous estimons que nous avons des preuves suffisantes d'une malhonnêteté de la direction.

Duckwall-Alco Store (USA) Ticker : DUCK

Le 26 janvier, la direction de Duckwall-Alco annonce la reprise du programme de rachat d'actions commencé en 2006. Le programme portait sur 200 000 rachats d'actions propres. Depuis 2006, 25 534 actions de la société ont été rachetées. Il reste donc 174 466 actions qui pourraient être rachetées par la société dans les mois à venir.

Royce Winsten, CEO de la société, a déclaré : « Le conseil estime que le rachat d'actions de la société au prix courant est l'option actuelle la plus cohérente d'investissement du capital des actionnaires. Nous sommes convaincus que cette décision profitera à nos actionnaires sur le long terme. »

News de nos sociétés

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Le projet minier Krumovgrad en Bulgarie continue son bonhomme de chemin. Un accord définitif sur la faisabilité et l'exploitation a été confirmé par la Cour Suprême bulgare pour une concession d'une durée de 30 ans. L'entreprise attend désormais que le ministère de l'environnement et de l'eau confirme la conformité du projet au niveau de la population locale et du respect environnemental.

Entorian Technologies (USA) Ticker : ENTN.PK

Sur le seul mois de janvier, le titre perd 10% de sa valeur. La cause ? L'exclusivité qui liait l'entreprise à Dell sera nulle à partir du 8 février 2012. Nous ne savons si c'est du lard ou du cochon. D'un côté, le président annonce que c'est une superbe opportunité d'attaquer le marché dans sa globalité et que la fin du contrat qui liait Entorian à Dell permettra de faire des économies de R&D, ce qui permettra à l'entreprise de se concentrer sur la conquête du marché. L'investisseur peut être sceptique face à la perte de l'exclusivité Dell, car c'est une remise en question complète du modèle de l'entreprise.

Gevelot (France) Ticker : GVL.T.PA

Le CA 2011 est en hausse de 16,3% par rapport à 2010, pour atteindre 220,5 M EUR : un plus haut historique pour le groupe. Annonce que nous pouvons considérer comme « bonne » pour une daubasse qui génère des bénéfices. Le management précise que le cru 2012, hors événements économiques exceptionnels, devrait être de la même qualité.

Hutchinson Technology (USA) Ticker : HTCH

Depuis l'annonce de ses résultats du premier trimestre 2011/2012 fin janvier, le titre a bondit de plus de 20% sur le Nasdaq. Et pourtant, ce ne sont pas des résultats de haute voltige : les pertes atteignent 12,5 M USD pour une capitalisation inférieure à 50 M USD.

Le marché a certainement retenue les points positifs suivants :

- une trésorerie de +56 M USD qui permet de faire face aux besoins de financement et d'investissement à court terme
- une perte réduite de 25% par rapport à la même période sur l'exercice antérieure
- une activité qui a été impactée par les inondations en Thaïlande (et donc non récurrente)
- des dépenses en R&D toujours d'un haut niveau à près de +4 M USD sur ce trimestre
- enfin, des fonds propres tangibles supérieurs à 8 USD par action, alors que le titre s'échange à moins de 2 USD.

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

La holding suédoise a annoncé ses résultats au 31/12/2011. La valeur d'actif net s'élève à 205 SEK par action et un dividende de 6 SEK sera proposé (au 30/01, d'après nos calculs, la valeur intrinsèque est même de 214 SEK). Au cours de 20 dernières années, cette valeur d'actif net a progressé de 12 % par an. Nous ai-

News de nos sociétés

mons la stratégie de la direction qui n'a pas hésité à renforcer fortement des positions existantes durant le 2e semestre 2011 en procédant à des achats pour l'équivalent de 2,1 % de la valeur d'actif net. Attitude qui nous semble plus adéquate à nous, chasseurs de daubasses, que celle du « pampers collé au postérieur » utilisée par le consensus mou et Mr Market. Nous apprécions aussi le discours de son président qui explique qu'il ne tient pas compte de l'évolution du cours de bourse de la société mais bien de sa valeur intrinsèque et plus encore de l'évolution des flux de trésorerie des participations d'Investor AB. Un discours « à la Buffett » mais qui semble bel et bien suivi de faits. Autre chose nous fait plaisir : le fait que la direction s'est lancée dans un programme de réduction des coûts de management. Fin 2012, ceux-ci ne devraient plus représenter que 0,22 % de la valeur de l'actif net. Quel fonds de placement peut en dire autant ?

Key Tronic (USA) Ticker : KTCC

La société a publié d'excellents résultats semestriels. Jugez en plutôt : hausse du chiffre d'affaires de 38 %, hausse du bénéfice de 83 %, commercialisation de nouveaux programmes diminuant la dépendance aux clients principaux, nouvelles hausses de chiffre d'affaires prévues pour le 3Q ainsi que du taux de marge opérationnelle, gain de parts de marché, ... Que du bonheur !

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

L'entreprise britannique a publié son rapport semestriel clôt au 30 novembre 2011. L'actif net ressort à 45,7 p par action selon la direction (goodwill inclus). Les perspectives pour 2012 s'annoncent délicates, mais avec la baisse du prix du coton, l'entreprise devrait être en mesure de sortir un bénéfice sur le second semestre.

Le 30 janvier, l'entreprise a racheté sur le marché 80 000 de ses actions à un prix de 18 p. Elle détient désormais 9,6% de son capital. Le management poursuit les rachats d'actions. Une politique que nous apprécions !

Enfin, Leeds Group est toujours en pourparlers avec la ville de Leeds pour reclassifier ses terrains en terrains constructibles. Un potentiel non négligeable, pour l'instant valorisé à 0.

Les Nouveaux Constructeurs (France) Ticker : LNC.PA

Excellents chiffres de ventes pour cette fin d'année 2011. Le chiffre d'affaires a certes baissé de 3 % mais le portefeuille foncier est en hausse de 34 % et le carnet de commandes en hausse de 51 % (au plus haut depuis 6 ans) et représente 18 mois de ventes.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEM

Une analyse de la Banque Degroof présente Luxempart comme étant la holding qui a augmenté le plus son actif net au cours des 10 dernières années parmi une sélection de holding parmi lesquels, excusez du peu, GBI ou GIMV.

News de nos sociétés

Meade Instrument (USA) Ticker : MEAD

Le rapport trimestriel clôturé le 30 novembre et communiqué par la SEC le 13 janvier, nous apprend que la situation patrimoniale de notre marchand de « lunette à étoile » est en très légère régression. La valeur d'actif net tangible est en recul de 4.5%. Nous notons toutefois que les retraitements des stocks et des créances n'est plus d'actualité. L'écart entre la moyenne de rotation des stock et la durée des paiements, comparé au 3 dernière années, est repassée sous les 20%, supplémentaire que nous acceptons. Sur les 9 mois de l'année 2011 écoulé, les ventes sont en recul de 18%, ce qui n'est pas fameux avouons le. Bien entendu, la direction évoque la saisonnalité des ventes dont le plus gros a lieu en fin d'année. Cette ritournelle commence franchement a nous lasser et nous sommes curieux de voir, le rapport annuel qui sortira en Mars et qui englobera cette fois les ventes de fins d'année.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Dans le cadre de cette lettre « al dente », nous ne pouvons nous empêcher de rappeler que Natuzzi, bien que cotée aux US, est bien une société transalpine et que les raisonnements que nous avons tenus par ailleurs dans cette lettre s'appliquent aussi à Natuzzi, une marque forte, synonyme d'esthétique italien, dans le secteur de l'ameublement.

Networks Engine (USA) Ticker : NEI

En date du 26 janvier, nous avons pris connaissance d'un communiqué sur les résultats de la société sur les trois derniers mois de son premier trimestre, clôturé au 31 décembre 2011. Les ventes subissent un petit recul de 3% et la situation patrimoniale n'a pas beaucoup changé. Nous attendons le rapport de la SEC et les chiffres officiels, avant de faire un point plus complet.

OceanaGold (Canada) Ticker : OGC.TO

Notre exploitant de mines d'or australien a publié ses résultats du 4ème trimestre 2011. Sa production a augmenté de 11% par rapport au T3 2011. C'est plutôt une bonne nouvelle avec l'once d'or avec un cours moyen de 1 705 USD sur la période. OceanaGold a ainsi sorti un CA de 106,6 M USD. Un plus haut niveau historique pour un trimestre. Mais attention, il faut regarder aussi au niveau des coûts d'extraction à l'once. Sur le T4 2011, il a été de 890 USD. La direction s'attend même à un coût d'exploitation compris entre 900 USD et 980 USD l'once pour 2012. C'est un niveau élevé, ce qui signifie, comme nous vous l'avions expliqué dans notre analyse, que la minière est très dépendante des cours de l'once d'or. Clairement, si les cours sont divisés par 2 (ce qui est arrivé dans un passé très proche), c'est l'ensemble de ses exploitations qui seront purement et simplement économiquement non viables. Nous n'en sommes pas là. L'avenir s'annonce même sous les meilleurs auspices. En effet, le projet Didipio en Indonésie avance à grands pas et l'exploitation devrait commencer début 2013. En tout, ce sont déjà près de 66 M USD qui ont été investis dans ce projet. En fait, deux données nous satisfont particulièrement :

- grâce à ce projet, la production d'or devrait être boosté entre +20% et +30% à un niveau annuel supérieure à 300 000 onces

News de nos sociétés

- le coût moyen de production à l'once en Indonésie devrait se situer sous les 500 USD (une fois le prix netté des gains réalisés grâce au cuivre).

REC Group (Norvège) Ticker : REC.OL

REC a construit et financé le plus gros projet photovoltaïque du Royaume-Uni sur l'Île de Wight : 19 000 panneaux REC pour une puissance totale de 5 MW. Soit l'alimentation électrique pour 1 450 foyers.

L'entreprise a décidé d'arrêter à 50% son site de construction de panneaux solaires de Glomfjord en Norvège d'une capacité totale de 300 MW par an. 65 emplois sont impactés. C'est à nouveau une réduction de la production après l'arrêt à 60% de son autre site norvégien d'une capacité de 650 MW en novembre dernier.

Le groupe va recevoir une compensation de 200 M NOK pour terminer un contrat à long terme de livraison de modules. En tout, ce seront 350 M NOK qui seront reconnus sur le premier trimestre 2012.

Tandy Brands Accessories (USA) Ticker : TBAC

Le 4 janvier 2012, nous apprenions que le Dr James Gaertner avait démissionné du conseil d'administration de la Société, à compter du 31 décembre, 2011.

La Société a également annoncé que Lisbeth R. McNabb a été nommée, à compter du 1 janvier 2012, en tant que membre du conseil d'administration de la Société et présidente du Comité d'Audit du Conseil. Madame McNabb, 51 ans, apporte (d'après le communiqué) plus de vingt ans d'expérience à la société en matière d'innovation dans les ventes et développement des affaires, des opérations, le financement et la planification des fonctions dans des entreprises comme Match.com, PepsiCo, Frito Lay, American Airlines et AT & T. Comme toujours, nous aimons ce type de « rotation » vers un plus de compétence. Mais aussi, nous voulons également voir si les affirmations collent à la réalité. Ce qui pour l'instant, n'a pas été trop le cas avec Tandy Brands Accessories.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Nous informons dans un communiqué que les ventes de fin d'année (les neufs dernières semaines de l'année) sont en recul de 17%. Pendant cette même période et par rapport à l'année précédente, le nombre de magasins a diminué de 17%.

Sur les 11 mois de l'année comptable, se terminant au 31 décembre, nous apprenons également dans ce communiqué, que les ventes à magasins comparable, sont en recul de 3%.

Il semblerait donc que le management parvienne doucement à arrêter l'hémorragie des ventes. Ce qui pourrait peut-être signifier qu'à moyen terme, un inversement de la tendance pourrait être amorcée.

News de nos sociétés

Vietnam Holding (UK) Ticker : VNH.L

Au 30 décembre, l'actif net ressort à 1,098 USD par action. L'équipe de gestion estime le PE du portefeuille à 6,23.

Autre point positif : le fond fermé a changé d'intermédiaire financier. Il a annulé son contrat avec Le Crédit Suisse à Zurich et au Luxembourg au profit d'une banque locale, la Standard Chartered Bank à Singapour. Les économies annuelles sont estimées à plus de 100 000 USD par an.



Analyses de société

Gruppo Ceramiche Ricchetti SpA

(Milan, Ticker: RIC.MI / ISIN : IT0003690283)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Ricchetti est une entreprise industrielle italienne fondée en 1954 et spécialisée dans la production et la commercialisation de tuiles en céramique (carrelage).

L'entreprise emploie plus de 1 600 employés et est implantée dans de nombreux pays, avec ses 10 usines et ses 34 showrooms : Italie, Suède, Finlande, Allemagne, Danemark, France, Etats-Unis, Portugal, Royaume-Uni, ...

L'entreprise gère en propre, selon les pays, des enseignes et des marques dont : Bellegroove au Royaume-Uni, CC Höganäs en Suède, Ceramiche Ricchetti, Cerdisa - Ceramiche di Sassuolo, Cisa Ceramiche et Cinca en Italie, Hoganas Ceramiques en France, Klingenberg en Allemagne, Evers au Danemark et Pukkila dans les pays scandinaves.

Nous avons acheté des titres pour une demi-portion (1,66% du portefeuille) le 9 janvier 2012 à un prix de revient net de frais de 0,171 EUR par action. Les comptes utilisés dans la présente analyse sont les derniers comptes consolidés arrêtés au 30 septembre 2011.

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

Sur base des comptes arrêtés au 30 septembre 2011, la valeur d'actif net-net par action s'élève à -0,219 EUR. Nous n'avons donc aucune marge de sécurité sur la VANN.

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

Nous avons repris les terrains et immeubles à leurs coûts historiques d'acquisition tels qu'ils apparaissent dans les comptes semestriels de juin 2011, auxquels nous avons ajouté la valeur comptable d'investissements immobiliers propres. Nous avons ajouté sur ces montants une marge de sécurité de 20%. Nous obtenons ainsi une VANE de 2,003 EUR par action. Nous avons donc acquis des titres avec une marge de sécurité de 91,4% sur la VANE.

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

Commençons par les actifs les plus liquides : **l'actif circulant**. Tout d'abord, son plus gros poste : **les stocks**. Ils représentent une valeur de 1,714 EUR par action. En considérant une demande sur le marché faible et une rotation des stocks en

Analyses de société

moyenne de plus de 2 ans (même si ce sont des produits non périssables, ils peuvent devenir obsolètes en fonction des modes), nous prenons une marge de sécurité importante, soit 30% et retenons uniquement 1,200 EUR par action.



Viennent ensuite les **créances clients**. Elles représentent au bilan 0,519 EUR par action. Le délai moyen de paiement s'est dégradé ces trois dernières années, passant d'une rotation moyenne de 79 jours à 86 jours sur l'exercice 2010. Par prudence, nous allons prendre une marge de sécurité de 20% sur ces créances pour prévenir d'une éventuelle défaillance de la part de clients du BTP frappés par la crise. Nous reprenons donc ces créances pour 0,415 EUR par action.

Le troisième poste de l'actif circulant le plus important est constitué des **actifs disponibles à la vente** pour 0,126 EUR par action. Comme nous savons que le groupe Ricchetti a vendu postérieurement aux chiffres du rapport trimestriel (30/09/2011), en date du 27 décembre, une usine non exploitée pour 13 M EUR, soit 0,159 EUR par action, nous reprenons ce dernier montant.

En ce qui concerne **le cash**, nous le reprenons tel quel, soit 0,051 EUR par action.

Les autres postes de l'actif circulant sont des **crédits à courts termes** accordés pour un montant total de 0,074 EUR par action. Par conservatisme, nous allons considérer que les débiteurs ne paieront jamais leurs dettes et nous allons donc reprendre ces données pour 0.

Passons maintenant à l'actif immobilisé. Les **équipements, installations** et autres **outillages** sont amortis à hauteur de 94%. Ce qui signifie que la valeur comptable nette représente 6% des coûts d'acquisition. Au vu de la performance de la société, nous estimons néanmoins que l'outil industriel n'a pas une grande valeur marchande et nous reprenons donc dans notre calcul de VMLV 5% de ce montant. Ce qui correspond à une valeur de 0,008 EUR par action.

Le poste significatif de l'**actif durable** que nous estimons maintenant est constitué des terrains, immeubles et investissements immobiliers. Nous reprenons notre calcul de la VANE, à savoir ces actifs au



Analyses de société

coût d'acquisition historique, sur lequel nous prenons une marge de 20%, soit 2,785 EUR par action.



Le poste suivant est composé d'**actifs en construction**, en cours d'élaboration pour 0,064 EUR par action. Nous pouvons considérer ces actifs comme ayant une valeur de marché proche de leur valeur de constitution et prenons une marge de 30%. Nous retenons ainsi cet actif pour 0,045 EUR par action.

Le solde du bilan est composé de **crédits d'impôt différés**, de **crédits accordés à des tiers**, d'**actifs immatériels** et de **participations dans des entreprises**, pour un total de 0,161 EUR par action. Pour accroître notre marge de sécurité, nous ne reprenons aucun de ces actifs dans notre calcul de la VMLV.

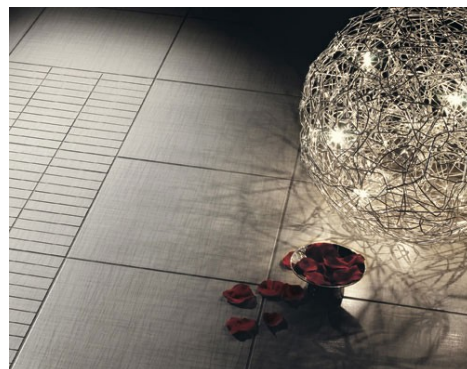
A tout cela, nous retranchons tout le passif du bilan, soit -2,709 par action.

En **hors-bilan**, nous n'avons rien trouvé.

Pour résumer :

+ stocks = 1,200
 + créances clients = 0,415
 + actifs disponibles à la vente = 0,159
 + cash = 0,051
 + équipements = 0,008
 + terrains et bâtiments = 2,003
 + actifs en construction = 0,045
 - passif = -2,709

= 1,172 EUR par action



Nous avons donc acquis des titres Ricchetti avec une marge de sécurité de 85,4% sur la VMLV.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Les résultats opérationnels moyens sur les 5 dernières années ressortent à 1,64 M EUR, desquels nous déduisons un taux d'imposition moyen de 58,46% (taux moyen constaté sur les 5 derniers exercices) et nous obtenons une rentabilité nette moyenne par action de 0,032 EUR. Malheureusement, la dette financière nette que nous ajoutons à la VCB nous donne une valeur négative.

Analyses de société

Nous ne pouvons donc calculer de VCB pour cette action.

VI. La Valeur d'Actif Net Tangible (VANTRe)

Le retour sur capitaux investis (ROCI) est de 0,90% en moyenne sur les 5 dernières années. Ce niveau très faible et en deçà de notre critère de 7% ne nous permet pas de calculer une valeur de VANTRe pour Ricchetti.

VII. Conclusions

Nous avons acquis des titres Ricchetti avec une marge de sécurité de :

91,4% sur la VANE
85,4% sur la VMLV

Nous calculons pour le groupe Ricchetti une Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) de 1,925 EUR par action. En sachant que c'est cette valeur représente notre cours cible de vente, à un cours actuel de 0,169 EUR, le potentiel sur cette valeur est supérieur à +1000%. Pour être exact, le potentiel est de 1136%, soit un multiple de x12 par rapport à notre prix d'achat.

La question essentielle est : « est-un objectif délirant ? ». Nous ne le pensons pas. Car la valeur de VANE (= actif courant + 80% des immeubles et terrains à leurs coûts historiques + 80% des investissements immobiliers - ensemble du passif) représente 2,003 EUR par action. Elle est donc supérieure à la VANT. Et nous savons par définition que l'actif circulant est un actif facilement réalisable et que les biens immobiliers sont des actifs tangibles qui se déprécient peu dans le temps, voire qui ont plutôt tendance à s'apprécier sur le long terme (nous vous rappelons que la société a été constituée il y a plus de 50 ans et que la valorisation des immeubles et des terrains à leurs valeurs d'acquisition historique nous semble relativement conservatrice, sans parler de notre décote de 20%).

Deuxième argument : le cours de l'action est au plus bas de plus de 12 ans. Malgré l'augmentation du nombre d'action en circulation (+40% sur la période), le cours a été divisé par 30. Nous pensons en fait que le marché fait un amalgame. L'Italie est en crise, alors le marché met toutes les valeurs italiennes dans le même sac. Certes Ricchetti est une entreprise industrielle, certes c'est une entreprise italienne, certes le secteur subit de plein fouet la crise. Mais nous pensons aussi que l'importance du volume à l'export (qui représente 80 % chez Ricchetti) peut représenter un amortisseur intéressant en cas de dépression prolongée dans "la botte". Nous nuançons tout de même notre enthousiasme, car même si l'entreprise respecte notre exigence en terme de ratio de solvabilité (40%), nous tenons à préciser que celui-ci se situe dans le bas de la fourchette.

Avec l'action Ricchetti, nous pensons que le potentiel de perte est bien réel mais en contrepartie, elle recèle un potentiel de gain vraiment très important.

Analyses de société

Par ailleurs, l'acquisition de cette daubasse éligible au PEA nous permet d'augmenter le potentiel moyen théorique de notre portefeuille.



Analyses de société

Panariagroup Industrie Ceramiche SpA

(Milan, Ticker: PAN.MI / ISIN : IT0001467577)

*** Eligible au PEA ***

I. Introduction



Panariagroup Industrie Ceramiche est un fabricant italien de carrelages pour sols et murs plutôt de haut de gamme. Créé en 1974, il

détient six sites de productions : trois en Italie, deux au Portugal et un aux USA.

Ses produits sont commercialisés dans plus de 100 pays différents.

Ses principaux marchés sont l'Italie (28 % des ventes), les USA (21 %), la France (10 %), le Portugal (9 %), la Belgique et l'Allemagne (5% chacun). Le reste des ventes est principalement réalisé en Europe mais aussi, accessoirement, au Canada et en Australie.

Aux Etats-Unis, une partie des ventes est réalisée au travers de 21 magasins détenus en propre.

Dans le capital, nous retrouvons, heureuse surprise, Francisco Parames, le meilleur des gérants « value » européen (du moins à nos yeux) au travers des fonds gérés par « sa » Bestinver Gestion.

L'entreprise axe sa stratégie sur trois points : la recherche et développement qui lui permet de concevoir des produits de plus en plus qualitatifs, ainsi que le développement du marché américain qui représente déjà un cinquième des ventes alors qu'elle n'a « attaqué » cette région que depuis 2006.

Enfin, la direction envisage un jour de prospecter les marchés émergents (mais ce dernier projet n'est-il pas que du « boursièrisme correct » parce qu'une société qui ne vend pas aux émergents est considérée comme « ringarde ») ?

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 30/09/2011.

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

Nous relevons un actif courant de 5,07 euros, duquel nous déduisons les dettes d'un montant de 4,06 euros. La Valeur d'Actif Net Net de Panaria s'élève donc à 1.01 euros par action.

Analyses de société

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

La société a acquis des immeubles pour un coût de 26,94 euros par action. Après prise en compte de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 %, nous ajoutons ce montant à la VANN et obtenons une VANE de 1.49 euros par action.

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



Nous revenons sur l'**actif circulant** et son poste principal : **les stocks**. La toute grande partie est composée de produits finis. Rapporté aux coûts de production, nous constatons que la société détient pour 6 mois de vente en stocks. Cette durée s'est d'ailleurs légèrement réduite au cours de cette année 2011 dans un environnement économique difficile en zone euro en général et

en Italie en particulier. En fonction du coût des matières premières, la rotation est d'un peu plus d'un an et demi, soit 25 % plus rapide que l'autre « carreur » italien, Ricchetti. Pour cette raison, nous prenons une marge de sécurité un peu plus faible : 20 % au lieu de 30 % et amputons la valeur des stocks de 0,61 euros.

Les factures de vente sont payées en moyenne à 107 jours, stable par rapport aux exercices précédents. Comme pour Ricchetti, nous prenons une marge de sécurité sur les **créances commerciales** de 20 % sur ce poste et amputons sa valeur de 0,38 euros. Cette marge de sécurité nous semble d'autant plus importante que la direction a déjà acté des provisions pour créances douteuses pour un montant représentant 4,4 % des créances totales.

Les derniers postes de l'actif courant, des **créances fiscales** et le **cash en banque**, n'appellent aucun commentaire.

Au niveau des actifs fixes, outre les **immeubles** abordés dans le calcul de la VANE, nous trouvons des **installations de production** que nous reprenons, symboliquement, pour un montant équivalent à 10 % de leur valeur aux livres, soit 0,14 euros.

Nous n'avons pas trouvé de **dettes hors bilan** ni de source potentielle de **dilution**.

Compte tenu de ce qui précède, nous obtenons pour Panaria, une valeur de 0,64 euros en cas de Mise en Liquidation Volontaire.



Analyses de société

V. La Valeur de la capacité bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, Panaria a généré, en moyenne, des bénéfices d'exploitation confortables : 0,37 euros par action. En amputant ce montant de 35 % à titre forfaitaire d'impôt sur le résultat, nous obtenons un REX moyen annuel de 0,24 euros par action. Nous actualisons ce montant à un taux de 12 % et obtenons une VCB appréciable de 2,02 euros.

Malheureusement, comme beaucoup de sociétés industrielles cycliques, Panaria doit supporter un certain endettement financier qui pèse 1,86 euros par action. Après déduction de cet endettement, la valeur de la capacité bénéficiaire de Panaria est ramenée à 0,16 euros.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 0,96 euros, il est possible d'acquérir Panaria avec une marge de sécurité de:

36 % sur sa VANE

L'intérêt de cette société, c'est son ouverture hors d'Italie : 70 % de ses ventes sont réalisées hors de ce pays. En cas de « retour à la Lire italienne » (évènement envisagé par les plus pessimistes des observateurs), cette dévaluation compétitive lui permettrait de conquérir des nouvelles parts de marchés qui compenseraient, sans doute, la perte de valeur de ses actifs en euros constants.

Ceci dit, Panaria, ce sont aussi de beaux produits, un portefeuille de marques, un réseau mondial de distribution et une belle résilience des résultats dans les périodes de déprime économique : depuis son introduction en bourse en 2004, la société a toujours présenté des résultats d'exploitation positifs. Son Ebitda après impôt moyen de ces 5 dernières années est également impressionnant : 0,61 euros par action, soit un rapport cours/ebitda moyen de 1,6.



Analyses de société

Benetton Group SpA

(Milan, Ticker: BEN.MI / ISIN : IT0003106777)

*** Eligible au PEA ***

Au moment où nous nous apprêtons à mettre en page notre lettre de février, nous venons de prendre connaissance d'une dépêche Reuters (31 janvier 2001) annonçant que la famille Benetton a décidé de retirer le groupe de la cote en rachetant les 33% d'actions en circulation. La raison avancée est une possible fusion avec le leader mondial du prêt à porter, l'espagnol Inditex, connu chez nous par l'enseigne Zara. L'action va être suspendue pour que le prix de l'offre de rachat soit annoncé. L'action cote actuellement sur la bourse de Milan à environ 4,70€.

Selon notre analyse du bilan que vous découvrirez ci-dessous, la Valeur d'Actif Net Tangible de Benetton vaut 6,76€. Mais nous n'avons pas la moindre idée de la proposition que va faire la direction. Vu la situation et l'annonce d'une chute des profits de 30% en 2011, nous ne pensons pas que la direction offrira plus que la VANT, sans doute moins.

Nous avons acheté la société pour le portefeuille de notre club d'investissement, le 12 janvier au prix de 2,99€ frais compris et vous avons tenu au courant de cette achat. Nous espérons que le plus grand nombre d'entre-vous aura eu le temps de faire une analyse et de l'acheter également dans les jours qui ont suivi.

Le 2 février, une nouvelle dépêche Reuters nous informe que la direction propose 4.60 € par action. C'est évidemment d'une pingrerie patentée, mais surtout la réalité à accepter et nous l'acceptons d'autant plus facilement, que nous réalisons une plus value de 53%, en moins de 20 jours!

Vous l'aurez compris, l'analyse que nous vous présentons ci-dessous est aujourd'hui caduque. A lire donc juste pour « le fun ».

I. Introduction

**UNITED COLORS
OF BENETTON.**

La société a été fondée en 1989. Son siège social est situé à Canton... Oh, non... encore une chinoiserie à la « noix de coco », a-t-on envie de s'exclamer à première vue ! C'est bien du fabricant de « fringues »

italien spécialiste de la publicité que nous qualifierons pour être gentil de « dé-bilitante » dont nous allons vous parler dans cette analyse.

L'histoire commence plutôt bien : Luciano Benetton naît en 1935 en Italie, à Trévis. En 1945, son père meurt alors qu'il n'a que 10 ans. Dans cette Italie

Analyses de société

d'après-guerre, le petit vénitien doit vendre des journaux pour aider sa famille.

L'histoire de l'entreprise Benetton est une véritable affaire de famille. Tout débute grâce à Giuliana, la sœur de Luciano Benetton, qui tricote si bien que tous les deux décident de monter une petite production artisanale de pull-overs en 1955. Elle crée les modèles de laine (contrairement à la tendance du moment qui est à l'acrylique) et sous-traite la fabrication, alors que Luciano assure la fonction de représentant de commerce.



A partir de 1963, les Benetton développent progressivement leur production. Ils choisissent de créer un réseau de distributeurs exclusifs et d'avoir recours à la sous-traitance, contrairement aux autres petits producteurs qui se lancent dans la grande distribution. En 1964, l'entreprise emploie 120 personnes.

1965 est la date de naissance officielle de l'entreprise Benetton : c'est un effet l'annnée de l'ouverture de la première boutique, mais également celle du changement de nom des produits qui troquent la marque "Très Jolie" au profit de "Benetton". En 1966, la styliste française Lison Bonfils vient les conseiller et collabore avec eux pendant dix ans. La réussite est telle que Luciano Benetton acquiert et restaure la Villa Minelli, qui devient le siège social de la société et ouvre sa première usine. Dès 1968, les produits Benetton sont disponibles dans 300 boutiques à travers l'Italie.

C'est après que cela se gâte, si l'on peu dire, avec comme principal destructeur de valeur la publicité. Si de nouveau, le début du concept publicitaire est plutôt de bon aloi avec la fraternité entre les peuples, dès les années 90 le concept publicitaire change radicalement.

Ce concept ne laisse personne indifférent et provoque de nombreuses polémiques, allant parfois jusqu'à des procès, comme ce fut le cas pour la campagne HIV positive, qui a mis le feu aux poudres en France. C'est plus précisément en 1991 que débute la provocation. Cette année-là, on peut découvrir des affiches montrant un nouveau-né possédant encore son cordon ombilical et un prêtre embrassant une religieuse. Cela fera scandale dans plusieurs pays.

Avec les campagnes de 1992, montrant des oiseaux victimes de la marée noire, des boat people, un mercenaires sud-africains brandissant un fémur humain, et surtout David Kirby, un américain en train de mourir du sida, entouré de sa famille en pleurs, la publicité Benetton abandonne radicalement son image pacifique et multiraciale pour des photographies d'actualité. Le pa-



Analyses de société

roxysme de la polémique est atteint en 1993, avec la campagne HIV positive qui déclenche de nombreuses réactions d'indignation dans différents pays. En effet, cette campagne, acceptée sans difficulté en Italie, en Grande-Bretagne, en Allemagne ou aux Etats-Unis, a fait l'objet d'un violent rejet en France. Suite à cette campagne, Benetton est poursuivi en justice par l'agence française de lutte contre le sida (AFLS) et est dénoncé par certaines agences de publicité comme utilisant des causes éthiques et humanitaires à des fins publicitaires.



C'est Oliviero Toscani qui a hissé Benetton jusqu'à sa situation actuelle, au rang de marques les plus connues dans le monde, mais à quel prix. Il ne s'est en effet pas privé de donner forme à une nouvelle communication, d'une efficacité scandaleuse. Il déclare vouloir instruire « le procès de Nuremberg » de la publicité. Contrairement à d'autres photographes, il a pu s'éman-

ciper des canons de la publicité traditionnelle grâce au soutien de Luciano Benetton qui lui a laissé carte blanche pour la création des campagnes. Toscani affirme ainsi qu'il est payé pour se faire plaisir. La diffusion et la valorisation de l'image internationale de Benetton, lui a valu de nombreuses récompenses, parmi lesquelles le Grand Prix d'Affichage et le Grand Prix Unesco. En 1989, il s'est vu décerner le Lion d'Or au Festival de Cannes, pour l'un des nombreux films publicitaires qu'il a réalisés.

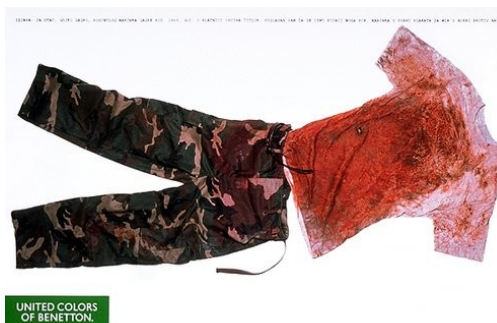
Ce que nous ne comprenons pas bien, c'est justement cette carte blanche donnée par la direction de Benetton, ou il y a manifestement une confusion, entre art photographique, sans aucun doute et marketing. Si l'on peut encore comprendre la tentative d'explorer un nouveau type d'image publicitaire, il faut aussi comprendre rapidement qu'heurter un client, n'est pas vraiment bon pour les affaires. Avec des conséquences sonnantes et trébuchantes. Et la véritable phase de science fiction, c'est que la direction va s'entêter pendant 10 ans. Et nous pouvons sans doute affirmer sans grand risque de nous tromper que ces campagnes publicitaires ont été les plus chères du monde et de tout les temps, car à leur coût de production, il faut ajouter les pertes encourues.

Certaines campagnes publicitaires d'Oliviero Toscani ont été boycottées par plusieurs distributeurs européens, persuadés qu'elles sont partiellement responsables de la fuite des clients. En France, le nombre de magasins a fortement chuté en l'espace de quelques années, notamment suite aux campagnes provocantes. En 1992, la marque y disposait de 650 points de vente et réalisait un chiffre d'affaires de 2,2 milliards de francs. Trois ans plus tard, il n'y a



Analyses de société

plus que 350 magasins pour un chiffre d'affaires de 1,2 milliards. En 1999, il ne reste plus "officiellement" que 300 boutiques. Et les fermetures se poursuivent... Dans la plupart des villes moyennes, il n'existe désormais plus de boutique Benetton.



En Allemagne, en Espagne et en Italie, certains distributeurs sont allés jusqu'à se regrouper en associations et même jusqu'à engager des procès contre leur fournisseur. En 1994, ce sont 150 franchisés allemands (pour un total de 650 en Allemagne) qui se sont ainsi opposés à l'affiche montrant un vêtement ensanglanté d'un soldat bosniaque, assassiné

à 23 ans. La campagne de Benetton sur la peine de mort n'a pas vraiment fait recette du côté des distributeurs américains. La chaîne de grands magasins Sears, qui distribuait la marque dans 400 de ses unités depuis 1998, décide de ne plus vendre de vêtements Benetton. Aux Etats-Unis, Benetton ne compte plus que 200 boutiques contre 700 auparavant.

Si au début des années 2000, la direction comprend enfin que des revenus par pays ont été sciés en 2, juste pour la « Hype » et les nombres de magasins parfois sciés en 3, voire 4, elle ne semble toujours pas sortie complètement du virus de faire parler d'eux avec leur pub, même si Oliviero Toscani ne travaille plus pour Benetton ...Pour preuve, la dernière campagne de « baisers aux haleines peu fraîches » de 2011!

Ce qui est vraiment énervant, c'est finalement cette débâcle créée par le concept publicitaire, alors que les magasins Benetton sont décorés et achalandés avec un raffinement très italien d'un bon goût absolu.

Si la description historique peut sembler un peu longue, nous pensons qu'elle explique bien le fait que nous retrouvons le Groupe Benetton, aujourd'hui, dans le cheptel « Daubasse » et surtout que sa direction est typiquement une direction « daubassienne » destructrice de valeur, avec peu de déférence pour l'actionnaire.

En plus de ce que nous venons de vous expliquer, nous retrouvons dans le bilan pour 9.5 millions d'euros de dépenses pour voyages et pubs et aussi un jet privé dans les actifs long terme! La totale, dirons-nous !

Finalement, Benetton est l'archétype même de la « Daubasse » pour laquelle on éprouve un mépris envers l'investisseur. Mais comme nous l'avons souvent expliqué, c'est à partir de cette perception extrêmement négative que nous allons tenter de produire une analyse, la plus objective possible, sans le moindre cadeau et en exigeant à chaque tournant, des marges de sécurité.

Analyses de société

Le groupe Benetton compte aujourd'hui 6 000 magasins dans le monde et s'appuie sur cinq marques pour générer du chiffre d'affaire : United Colors of Benetton, Sysley, Playlife, Killer et Loop.

La répartition du chiffre d'affaire 2010 par continent est la suivante :

Europe 79% (50% de ce pourcentage en Italie)
Asie 16%
Amérique du Nord 3.8%
Reste du monde 0.8%



Cette répartition explicite bien, à notre sens, que si le « brand » Benetton est assez connu dans le monde, ses revenus restent tout de même concentrés en Italie à hauteur de 40%, ce qui nous semble insuffisant pour une société qui existe depuis plus de 50 ans.

Nous nous sommes enfin demandé ce que valait le brand « Benetton » ?

Après une recherche dans les archives d'Interbrand, nous retrouvons en 2001 dans le top 100 mondial, Benetton à la 100ième position, avec une valeur de sa marque estimée à 1.002 milliard de \$. Ensuite, disparition complète du top 100 mondial Interbrand. Nous la retrouvons notée par une société moins connue qu'Interbrand, MP Consulting. En 2011, nous retrouvons Benetton à la 10ième place d'un Top 100 de brands italiens avec une valeur estimée de 1.258 milliards. Soit une croissance de la valeur du brand de 25% sur 10 ans.

Pour comparaison, le premier brand Italien, « Gucci », était classé en 2001 à la 50ième place du top 100 mondial Interbrand et était estimé à 5.363 milliard de \$. Gucci était classée à la 39ième place du top 100 mondial et était estimé à 8.700 milliard de \$, soit une progression de la valeur du brand de 62% en 10 ans.

Nous voyons bien avec cet exemple que ceux qui croient à la valeur d'un brand, même dans une activité facile à comprendre comme le vêtement, n'est pas synonyme automatique d'avantage dans le temps et surtout de création de valeur. Bien au contraire, d'après Yahoo Finance et un cours de clôture ajusté au split et au dividende, Benetton cotait le 1 janvier 2003 à 6.37 euros, alors qu'il cote aujourd'hui 2.89 euro, soit une destruction de valeur traduite dans le cours de plus de 50%. Ce qui nous amène quand-même à douter de la valeur estimée du Brand de MP Consulting... Et aussi des brands de manière plus générale.

Cette analyse est produite à partir du bilan de septembre 2011 et au cours de 2.89euros

Analyses de société

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

L'actif courant de la société s'élève à 8.21 euros par action, duquel nous déduisons l'endettement total de 8.36 euros, ce qui nous donne une valeur d'actif Net-Net négative de -0.15 euros.

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

La société possède des terrains et des immeubles au prix d'acquisition pour une valeur par action de 5.27 euros. Amputé de 20% (notre marge de sécurité), nous obtenons une valeur Net Estate de 4.06 euros.

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



Revenons sur l'actif courant et les **stocks** d'une valeur de 1.905 euros par action. Nous observons que la rotation des stocks de 125 jours sur les 9 premiers mois est supérieure par rapport à la rotation moyenne, sur les 3 dernières années qui était de 115 jours. La direction a passé une provision sur ce stock de 2% et cette provision semble régulière dans le temps.

Toutefois, en cas de mise en liquidation volontaire, nous pensons que la valeur de ce stock qui n'est malheureusement pas détaillé, vaudrait 50% de moins. Nous reprenons donc une valeur de 0.80 euros. Nous trouvons dans ce bilan des **liquidités** d'une valeur de 0.38 euros que nous reprenons intégralement. Nous trouvons ensuite des **créances clients** pour une valeur de 5.168 euros par action. Nous observons également que la direction a passé des provisions pour créance douteuse de 7% de la valeur des créances et que ces provisions sont également régulières dans le temps. De plus, ces créances sont réparties sur plusieurs milliers de magasins franchisés, ce qui diminue le risque selon nous. Toutefois, une augmentation du délais de paiement est observée. Le délais moyen sur 3 ans était de 159 jours: il est de 183% sur les 9 premiers moi de l'année. Nous prenons donc une marge de sécurité supplémentaire de 5%, ce qui ramène les créance client à 4.91 euros par action. Dans le poste **autres créances**, nous reprenons seulement la somme de 0.07 euros par action, qui sont des créances aux parties liées. Nous ne valorisons pas les prépaiements. Dans le poste **créances financières** divisé en trois volets, dettes à court termes des partie liées, différentiel positif sur les couvertures des devises et les intérêts sur les prêt aux parties liées, mais sans répartition précise, nous reprenons le poste pour 50% de sa valeur, soit 0.10 euros par action.

Passons maintenant aux actifs immobilisés. Le plus gros poste de cet actif immobilisé, ce sont les **terrains et les immeubles** d'une valeur d'acquisition de 5.28 euros par action. Vu l'existence de plus de 50 ans de la société, notre

Analyses de société

marge de 20% sur cette valeur d'acquisition nous semble suffisante. Nous reprenons donc ces terrains et immeubles pour la somme de 4.22 euros par action. Nous reprenons **l'ensemble des équipements**, véhicules, jet privé, et l'électronique, en n'incluant pas le matériel en leasing. Cela nous fait 0.19 euros



par action. Comme d'habitude, nous ne tenons pas compte des intangible et du goodwill. Dans la partie autres actif immobilisés, nous reprenons intégralement les prêts et intérêt aux parties affiliées reprises sous le terme investissements, des créances clients à plus long terme net de provision et des cessions d'actif immobilisé que la société doit encaisser. Cela s'élève à 0.05 euros

par action.

Actif courant :

Stock 0.80 euros
Liquidités 0.38 euros
Créances clients 4.91 euros
Créances aux parties liées 0.07 euros
Créances financières 0.10 euros

Actif immobilisé :

Terrain et immeubles 4.22 euros
Machine et équipement 0.19 euros
Autre actif immobilisé 0.05 euros



Ce qui nous fait un actif total de 10.72 euros

Nous déduisons également des *leases* pour une valeur de 0.22 euros par action, L'actif total est donc de 10.50 euros par action. Quand aux stocks options à un prix d'exercice de 8.98 euros, nous n'en tenons pas compte car il sont nettement supérieurs à la VANT de la société.

Si nous soustrayons l'ensemble des dettes d'une valeur de 8.364 euros, la valeur de la mise en liquidation volontaire est donc de 2.13 euros par action.

VI. La Valeur d'actif Net Tangible rentable (VANTRE)

Comme la société Benetton fait des profits, il nous a été possible de calculer la valeur d'actif net tangible rentable. Le rendement sur le capital investi ou ROCI est en moyenne de 7.54% sur les 5 dernières années (2006-2010). Comme nous exigeons une rendement minimum sur le capital investi de 7%, nous estimons

Analyses de société

que la valeur d'actif net tangible rentable est égale à la valeur d'actif net tangible, soit 6.77 euro.

VI. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



Pour calculer la VCB de la société, nous allons prendre le résultat moyen d'exploitation des 5 dernières années (2006-2010), soit 1.16 euros par action, et amputer ce résultat d'un impôt de 30%, soit 0.35 euros par action. Ce qui nous donne 0.81 euros par action.

Nous allons actualiser à un taux de 12%, ce qui nous donne une VCB de 6.75 euros

par action.

A laquelle nous allons ajouter 0.85 euros de liquidités. Nous retranchons ensuite les dettes financières de la société qui s'élèvent à 4.71 euros.

La VCB de Benetton ressort donc à 2.89 euros.

VII. Conclusions

Au cours du 10 janvier 2012 de 2.90 euros, il est donc possible d'acquérir des actions de Benetton avec une marge de :

28 % sur la VANE
57% sur la VANTre

Si nous avons relativement bien défini dans l'introduction les raisons pour lesquelles la société Benetton se retrouve aujourd'hui dans notre parc à « Daubasse » (un management délirant et des revenus générés à hauteur de 40% en Italie, pays comme vous le savez tous en difficulté financière) soit un manque de diversification internationale, nous pensons quand même que le collatéral immobilier de 4 euros par action est suffisamment solide pour réduire le risque d'un investissement dans la société.

Le point central négatif, alors que c'est généralement un point positif, c'est le management familial qui ne risque pas de changer. Bien entendu, nous pourrions supposer logiquement, qu'accumulée à une situation désastreuse avec la sanction des marchés sur le cours de la société, la direction pourrait une fois pour toute remiser au placard ces pubs qui font parler d'elle et qui génèrent des effets financiers négatifs, et se mettre au travail avec les atouts qu'ils possèdent sur leurs lignes de vêtements. Mais vous aurez compris que nous entrons dans le monde merveilleux des suppositions bon marchés et que nous ne

Analyses de société

sommes pas pour prendre ce type de raisonnement au sérieux.

La cerise sur le gâteau dirons-nous, c'est le brand. Si nous reprenons l'estimation avancée en 2001 par Interbrand, la valeur du brand est de 5.47 euros par action. Si nous le coupons en deux, il y a toujours une valeur de 2.73 euros par action, soit en gros la valeur du cours actuel. Vous savez tous que l'équipe apprécie les cerises. Mais il faut bien avouer que nous nous concentrons toujours et d'abord sur la solidité du gâteau.

Nous pensons enfin qu'un investissement dans Benetton comporte bien entendu le risque de voir se dégrader les chiffres de la société (management - crise), mais possède également un collatéral immobilier confortable.



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