

## Yotai Refractories

Bourse de Tokyo, Ticker : 5357 / Isin : JP3953600008



### Présentation

**Yotai Refractories** est une entreprise japonaise spécialisée dans les produits réfractaires (des produits résistants à des températures très élevées), ainsi qu'à la production de fours industriels.

L'entreprise a été créée en 1936. Son siège social est localisé dans la baie d'Osaka, bassin industriel majeur du Japon. La société emploie 556 salariés, principalement au Japon et en Chine via une co-entreprise.

Le dernier rapport de référence utilisé pour nos calculs est le rapport trimestriel (T1 de l'exercice 2019/2020) arrêté au 30 juin 2019. Pour les périodes précédentes, les données sont issues des 7 derniers rapports annuels.

Nous avons acquis des actions ce jeudi 12 septembre 2019 comme suit : 100 actions à un cours de 600 JPY (environ 500 EUR) pour une louche représentant environ 2,5% de la valeur du *portefeuille daubasses 2*.

#### - Point technique sur cet investissement qui représente 2% du portefeuille -

Selon [notre process](#), l'investissement dans une RAPP se fait **par tranche de 2%**. Mais notre courtier nous oblige à acheter un minimum de 100 titres sur la bourse de Tokyo, et avec des frais de courtage élevés (un peu plus de 10 EUR par ordre). C'est pourquoi nous avons acquis pour l'équivalent de **2,5%** du portefeuille d'actions de cette société

Cela signifie que nous ne pourrions renforcer que 1x cette valeur (conformément au process) si l'opportunité se présente. Ces deux renforcements nous feraient atteindre la part maximale pour une RAPP d'environ 5/6% du portefeuille.

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

---

**I. Gestion** : nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires

1. Evolution du nombre d'actions (en millions)

*L'observation du nombre d'actions en circulation permet de vérifier si les actionnaires ne sont pas soumis à des dilutions excessives, consécutives à des plans de stock-options trop conséquents ou à des besoins de refinancement.*

2019	21,978
2018	21,979
2017	21,982
2016	21,985
2015	21,990
2014	22,325
2013	22,415
2012	22,418

La société a annulé 440 209 actions sur la période. Une réduction de 2,0% des actions composant le capital de la société. C'est bien, mais peut mieux faire.

2. Rapport "frais généraux" / "chiffre d'affaires"

*L'observation de l'évolution de ce ratio dans le temps permet de vérifier si la direction est attentive à la maîtrise de ses frais généraux.*

2019	7,7%
2018	8,8%
2017	9,6%
2016	10,0%
2015	10,2%
2014	10,6%
2013	10,3%
2012	9,7%

Le ratio ressort en moyenne à 10,0% sur la période de 8 ans observée. On remarque une amélioration de la maîtrise des coûts continue depuis l'exercice 2017 avec un plus bas atteint sur le dernier exercice à 7,7%.

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

### 3. Rotation des stocks

*L'observation de l'évolution de ce ratio permet de vérifier que la direction gère ce poste de l'actif courant de manière optimale. Un ralentissement de la vitesse de rotation des stocks peut signifier un stock obsolète et/ou géré de manière peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.*

2019	147,1
2018	169,9
2017	169,0
2016	162,5
2015	144,7
2014	140,8
2013	79,4
2012	73,7

Il semble que la gestion des stocks soit le point de surveillance concernant cette société. Malgré la forte hausse de l'activité, la société semble écouler lentement sa marchandise. Peut-être qu'il y a une stratégie d'écoulement sur les prochains exercices, mais en attendant, la rotation se dégrade en passant de 73 jours en 2012 à 147 jours. Le délai a doublé en 2014, et la tendance se maintient. Heureusement, a priori, les produits finis stockés (moins de la moitié des stocks) ne sont pas des biens périssables et la majorité du stock est constitué de matières premières.

Nous reviendrons en conclusion sur ce poste du bilan. C'est un élément à surveiller.

### 4. Création de valeur sur 8 années : 79,4%

*Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmentation des fonds propres par action de la société et les dividendes distribués. Il nous permet de savoir quelle a été la vraie valeur « comptable » générée au profit des actionnaires.*

La société a créé de la valeur pour les actionnaires à un taux annualisé de +8,7% par an sur les 8 dernières années.

**Conclusions** : Hormis une éventuelle problématique sur les stocks à surveiller, les autres éléments détaillés montrent que Yotai Refractories est une société bien gérée.

**II. Solidité du bilan** : nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle

1. Ratio courant : 4,2x

*Ce ratio compare les actifs courants de la société avec ses passifs à court terme. Il nous permet d'apprécier la capacité de la société à faire face à ses échéances financières à court terme et à disposer de suffisamment de liquidités pour pouvoir tourner.*

Les actifs courants représentent plus de 4x la valeur des passifs à court terme. C'est un niveau très rassurant. La société ne devrait souffrir d'aucun problème de trésorerie à court terme.

2. Trésorerie nette par action : 185 JPY

*Nous calculons ce montant en amputant du cash et des placements de trésorerie de l'actif l'ensemble des dettes financières du passif, qu'elles soient à court ou à long terme.*

Depuis 2016, la société n'a plus aucune dette financière. La trésorerie nette représente 31% de la capitalisation boursière actuelle.

3. Rapport "dettes long terme" / "free cash-flow moyen" = 0,9x

*Nous comparons le free cash-flow (FCF) moyen des 5 derniers exercices avec les engagements à long terme de la société. Il nous permet de calculer le nombre d'années théoriques nécessaires à la société pour rembourser ses dettes à long terme.*

Avec sa capacité à générer des flux de trésorerie élevés, en plus du faible niveau des engagements à long terme, Yotai Refractories peut désintéresser l'ensemble de ses créanciers à plus d'1 an en moins d'1 année de FCF (sur la base d'une moyenne établie sur 5 ans).

4. Ratio de solvabilité = 86%

*Il s'agit ici de notre ratio de solvabilité « maison » qui se calcule en comparant les fonds propres au total de bilan, duquel nous avons amputé les liquidités et les placements de trésorerie.*

L'entreprise présente une très bonne solvabilité. Le ratio calculé est le double de notre seuil minimal de 40% exigé pour passer à l'achat sur une action. La société a l'assise financière suffisamment solide pour faire face à des imprévus, même majeurs.

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

# LES DAUBASSES

---

**Conclusions :** Pas de dettes + FCF élevés + faibles engagements vis-à-vis des tiers = une structure financière très solide.

**III. Croissance et rentabilité :** nous examinons ici la croissance passée de la société et sa capacité à dégager des bénéfices

1. Bénéfice par action (pour rappel en yens)

2019	164
2018	119
2017	63
2016	43
2015	42
2014	36
2013	38
2012	40

En 8 ans, le bénéfice par action (BPA) a été multiplié par 4 ! Ce qui correspond à une hausse annualisée de +22,4% par an. On notera que la hausse est flagrante surtout sur les 3 derniers exercices.

2. Chiffre d'affaires par action (pour rappel en yens)

2019	1 268
2018	1 102
2017	1 012
2016	976
2015	961
2014	901
2013	908
2012	969

Le chiffre d'affaires par action a progressé de +31% sur la même période, soit une hausse annualisée moyenne de +3,9% par an. Les bénéfices ont augmenté à plus rapidement que le chiffre d'affaires. C'est un signe d'amélioration significative des marges au fil des ans.

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

---

## 3. Free cash-flow par action (pour rappel en yens)

*Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son actif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.*

2019	136
2018	80
2017	65
2016	37
2015	43
2014	33
2013	44
2012	46

Vous le savez, on peut "jouer" avec les éléments comptables. Avec les flux de trésorerie, beaucoup moins. Le FCF est donc un élément primordial pour vérifier que les "bénéfices comptables" se traduisent bien en entrées de cash pour l'entreprise.

Pas de mauvaises surprises de ce côté pour Yotai refractories : le FCF par action triple sur 8 ans avec un très gros boost sur le dernier exercice à 136 JPY par action. La société est valorisée en bourse moins de 5x son FCF de 2019.

## 4. Dividende par action (pour rappel en yens)

2019	15
2018	12
2017	10
2016	10
2015	10
2014	9
2013	10
2012	10

Le dividende est en hausse de +50% sur la période, mais le rendement reste à un niveau modeste de 2,5%, comme on l'observe sur la plupart des autres sociétés japonaises analysées depuis début 2019. Les flux de trésorerie sont alloués à la fois dans les unités de productions (augmentation et améliorations des moyens de production) et sont également accumulés en banque.

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## 5. Rapport "free cash flow" / dividende

*On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société, par rapport à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.*

2019	9,1
2018	6,7
2017	6,5
2016	3,7
2015	4,3
2014	3,7
2013	4,4
2012	4,6

Sur le dernier exercice, le FCF couvrirait 9,1x le dividende ! Il y a donc une belle marge de progression pour faire quelque chose sur le dividende...

## 6. Marges opérationnelles

*Ce ratio se calcule en divisant le résultat opérationnel par le chiffre d'affaires généré. Il est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise à imposer ses prix et à maîtriser ses coûts de production.*

2019	18,4%
2018	14,7%
2017	8,6%
2016	6,1%
2015	5,6%
2014	4,4%
2013	7,1%
2012	7,2%

Là encore, ce sont les 2 derniers exercices atypiques qui cassent la baraque avec une marge opérationnelle de 14,7% en 2018 et avec un sommet à 18,4% en 2019. Alors que sur la période allant de 2012 à 2017, la moyenne ressort à "seulement" 6,5%.

## 7. ROE

*Le Return On Equity compare le bénéfice net aux fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est satisfaisant.*

2019	14,4%
2018	11,8%
2017	7,0%
2016	5,1%
2015	5,1%
2014	4,7%
2013	5,2%
2012	5,8%

Le ROE moyen sur la période observée est de 7,4%. Niveau assez standard, mais déjà en haut de fourchette, pour le Japon. Ce qui est impressionnant, encore une fois, c'est le niveau des 2 derniers exercices à 11,8% et 14,4%.

**Conclusions** : Quelle croissance rentable incroyable ! On a l'impression que la société a progressé de façon tout à fait satisfaisante de 2012 à 2017, puis sa rentabilité a carrément explosé à la hausse sur les 2 derniers exercices. Niveaux soutenables ou effet cyclique ? Nous y reviendrons en conclusion.

**IV. Valorisation** : dans cette partie sont présentés quelques éléments de valorisation de la société, avec des comparaisons historiques et comparaisons sectorielles

1. **PER 2019 = 3,7x** (PER moyen des 8 dernières années = 5,9x et PER du secteur en Asie = 11,2x)
2. **EV / EBITDA = 1,47x** (EV / EBITDA du secteur = 8,4x)
3. **Rendement dividende = 2,5%**
4. **Price-to-book** (= multiple de capitaux propres *part du groupe*) **2019 = 0,53x**  
(*price-to-book* moyen des 8 dernières années = 0,47x et *price-to-book* moyen du secteur = 0,84x)



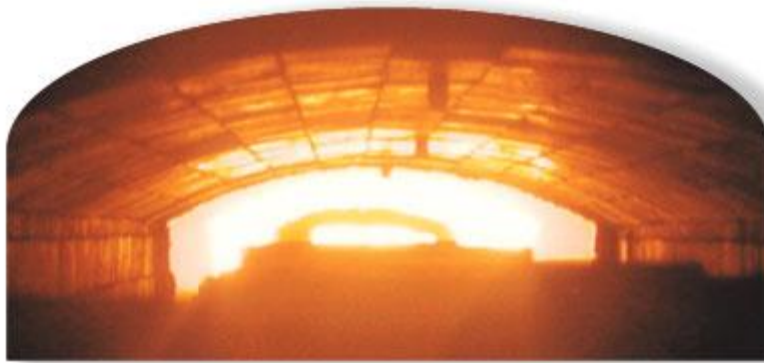
# LES DAUBASSES

---

5. **Le cash net représente** : 185 JPY par action, soit 31% de notre cours de référence (600 JPY)
6. **Objectif de cours RAPP** (ce calcul est purement quantitatif, il tient compte des derniers données financières disponibles mais absolument pas des perspectives) :

=> notre juste prix pour l'action de la société ressort à **2 102 JPY**.

Soit un potentiel de +250% par rapport à notre prix de référence de 600 JPY.



## VI. Conclusions

### **Haut de cycle ?**

Cela saute aux yeux : les 2 dernières années ont été exceptionnelles au regard de l'historique. La rentabilité a explosé. Est-ce que ces niveaux sont durables (= nouveau paradigme) ou avons-nous atteint un sommet (qui appellerait donc un retour à la moyenne) ? Nous n'en savons rien.

A partir de ce constat, on peut tout de même établir 3 scénarios : l'optimiste, le pessimiste et le moyen.

> **Scénario optimiste** : la société va continuer à croître (pas de fin de cycle)

Au regard des ratios actuels, si ce scénario est validé, le cours n'a aucune raison de stagner sous les 1 000 JPY. Le marché ne semble donner aucune chance à ce scénario, la société cote en effet 30% en dessous de sa valeur net-net (= actifs courants - toutes les dettes). Un niveau anormalement faible, qui signifie en gros : "tout va très mal, c'est pour ça que personne en veut et que le marché ne valorise la société pour une portion seulement de ses actifs nets".

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

> **Scénario pessimiste** : la société va connaître une baisse d'activité de 20%

Même dans ce scénario, si l'entreprise reste rentable ou pas, le cours actuel n'est pas justifié puisqu'elle est valorisée largement sous la valeur de ses actifs nets tangibles (= fonds propres part du groupe - intangibles) qui représentent 1 167 JPY au 30 juin 2019. Rappelons que la société n'a aucune dette financière.

> **Scénario moyen** : la société va stagner = pas de croissance, mais pas de baisse de CA non plus.

C'est notre scénario privilégié. Actuellement, le marché valorise la société à un prix ridiculement faible : PER = 3,7x et EV / EBITDA = 1,5x. Le marché devrait à terme se réveiller, car ces ratios ne sont pas tenables à long terme tant ils sont inexplicablement bas. L'élastique semble tiré au max, tendu sur le mode "valorisation à la casse". Il ne demande qu'à se détendre pour tirer le cours vers une valorisation plus raisonnable.

## La problématique des stocks

Comme nous l'avons vu dans la 1<sup>ère</sup> partie sur la gestion, la rotation des stocks a fortement augmenté, en doublant de 2012 à 2019, en passant de 74 jours à 147 jours. C'est un niveau élevé, dans le sens où le niveau d'activité 2019 est déjà sur des sommets. Ce qui signifie que c'est le niveau des stocks qui est aussi élevé en absolue, comme en relatif.

À 9 193,7 M JPY, le stock représente environ 6 mois d'activité. Si ralentissement il y a, même si, a priori, les biens produits par la société ne sont pas périssables ou technologiques (risque d'obsolescence faible), ce niveau élevé représente un risque : celui d'avoir sur les bras un stock à financer si la demande repart à la baisse.

Ce n'est pas un problème majeur, mais il faut avoir connaissance d'une possible difficulté sur ce poste du bilan à moyen terme en cas de ralentissement de l'activité.

## Les catalyseurs

### 1/ Un activiste au capital

Michael Burry, le célèbre gérant de la société californienne Scion Asset Management a pris une participation de 5% au capital de la société et compte bien faire un peu d'activisme. Le gérant est devenu une star parce qu'il avait anticipé la crise des *subprimes* en 2008 et a fait la fortune de ses clients dans cette période noire de la bourse. Il a d'ailleurs servi de modèle pour le film *Big Short*.

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

# LES DAUBASSES

---

Dans un article publié le 5 septembre sur le site de Bloomberg<sup>1</sup>, Michael Burry explique que dans bien des cas, au Japon, le cash et le portefeuille d'actions détenues couvre une grande partie de la valorisation boursière des sociétés cotées. S'il considère comme une évidence que les sociétés doivent investir pour faire croître leur business, elles ont aussi le devoir de racheter leurs actions, d'augmenter leurs dividendes et de réaliser des acquisitions opportunistes. Il veut encourager les dirigeants à débloquer de la valeur.

C'est un allié de poids, surtout s'il est prêt à aller secouer le cocotier et faire retomber un max de noix de cocos (rachats d'actions et/ou hausse de dividendes) dans la poche des actionnaires.

## **2/ Business as usual**

Le deuxième catalyseur pourrait être... que rien ne change au niveau du business ! Simplement, que les résultats positifs actuels se poursuivent. A force d'accumuler les bonnes publications (bénéfices, niveau de cash, hausse des fonds propres, ...), comme sur les exercices 2018 et 2019, le marché, comme d'habitude, va se rendre compte au bout de quelques mois (voire années) que quelque chose cloche et il devrait réviser significativement la valorisation de la société à la hausse. Le temps joue en faveur des actionnaires tant que les bénéfices s'accumulent (cf. les différents scénarios : "optimiste" et moyen" ci-dessus).

### **Avertissements !**

**Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.**

**Les performances passées 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**

**© Tous droits réservés**

---

<sup>1</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-09-05/burry-s-picks-of-undervalued-japanese-companies-rise-in-tokyo>

---

Retrouvez nous sur : [www.daubasses.com](http://www.daubasses.com) et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.