

## Tosoh Corporation

(Bourse de Francfort, Ticker : TOS / Isin : JP3595200001)

### Présentation

Tosoh Corp est une société japonaise fondée en 1935 spécialisée dans la pétrochimie et plein de super trucs compliqués comme des produits issus du procédé chlore-alcali : du calcium hypochlorite, du sodium hydroxyde, ... Avec ses 12 500 employés (dont 1 000 chercheurs) répartis au sein de 106 sociétés implantées dans 20 pays, Tosoh conçoit plus de 1 500 produits.

Du fait de très bons résultats en croissance et d'une solide structure financière, Tosoh est la première société japonaise que nous analysons dans l'histoire des daubasses.

L'historique des rapports annuels traduits en anglais nous permet de seulement remonter sur 6 ans (au lieu des 8 ans habituels pour l'analyse d'une RAPP).

Le dernier rapport de référence utilisé pour nos calculs est le rapport semestriel arrêté au 30 septembre 2018.

Nous avons acquis des actions sur la bourse de Francfort en euros ce vendredi 21 décembre 2018 : 35 actions à un cours 11,31 EUR (sur la base d'un taux de change EUR / JPY = 126,6 ce qui est égal à 1 432 JPY) pour une louche représentant environ 2% de notre portefeuille.

#### I. Gestion (nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires)

##### 1. Evolution du nombre d'actions (en milliers)

2018	325
2017	325
2016	325
2015	317
2014	300
2013	300

---

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

---

*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.*

Le nombre d'actions a augmenté de 8,3% sur la période.

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

2018	13,7%
2017	14,4%
2016	14,0%
2015	12,5%
2014	13,3%
2013	14,4%

*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.*

Le rapport "frais généraux" / "chiffre d'affaires" est relativement stable sur la période avec une moyenne de 13,7%.

## 3. Rotation des stocks

2018	74,51
2017	73,19
2016	66,35
2015	63,15
2014	64,59
2013	72,69

*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.*

La moyenne de la rotation des stocks sur 6 ans est de 69 jours. Nous sommes en 2018 légèrement au-dessus de cette moyenne à 75 jours.

---

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

---

## 4. Création de valeur sur 6 années : 21,7%

*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.*

Belle création de valeur pour l'actionnaire sur la période !

**Conclusions** : Malgré des actions en circulation en augmentation, on observe des frais généraux maintenus et une très belle création de valeur qui ressort à 21,7% annualisée sur les 6 dernières années. Au niveau gestion, il n'y a pas grand-chose à dire, la société semble être gérée dans l'intérêt des actionnaires.

## 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 : 2,0x

*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 le double des passifs à court terme. Il ne devrait donc y avoir aucune pression financière à court terme.

### 2. Trésorerie nette par action : 66,51 JPY

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

En intégrant les actifs financiers liquides (dont les actions cotées), nous obtenons une trésorerie nette = "trésorerie + équivalents de trésorerie" > dettes financières.

### 3. Rapport "dettes long terme" / "free cash-flow moyen" = 1,53x

*Nous comparons le free cash-flow 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.*

---

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

---

Selon ce ratio, il faudrait environ 1 an et 6 mois à la société japonaise pour désintéresser les créanciers de long terme. C'est une situation assez confortable.

#### 4. Ratio de solvabilité = 71,3%

*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 a une bonne solvabilité et ne présente peu de risque de liquidité à moyen terme.

**Conclusions :** Tosoh est une société avec un bilan qui ne présente pas d'excès d'endettement et si ses cashflows passés sont représentatifs du futur, elle un faible risque de défaillance. La société pourrait même faire face à quelques exercices compliqués sans que sa pérennité soit remise fondamentalement en cause (cf. sa trésorerie nette positive et son ratio courant).

### 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)

2018	273,13
2017	232,81
2016	122,08
2015	196,27
2014	98,48
2013	56,21

Avec ce tableau, on comprend tout de suite pourquoi cette action a été classée RAPP pour "Rentabilité A Petite Prix". Le bénéfice par action est multiplié par presque x5 en 5 ans, soit une progression impressionnante annualisée de +37,2% ! Qui dit mieux ?

---

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

---

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

2018	2 531,09
2017	2 286,24
2016	2 319,19
2015	2 550,99
2014	2 572,52
2013	2 227,57

Le chiffre d'affaires progresse en moyenne de +2,6% sur la période. C'est bien, mais ce n'est pas grandiose. Ce n'est donc pas la seule croissance de l'activité qui explique la forte croissance des bénéfices. Ce doit donc être au niveau des marges qu'il y a des améliorations. Ce que nous verrons plus bas.

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

2018	249,22
2017	225,22
2016	157,74
2015	210,73
2014	147,55
2013	116,81

*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.*

Le FCF est intéressant dans le sens où il permet d'éliminer pas mal d'éléments comptables "non cash". C'est un excellent indicateur de la capacité de Tosoh à créer de la "vraie" valeur pour les actionnaires. Avec une progression annualisée de +16,4% ou encore de +113% sur l'ensemble de la période, les chiffres sont assez flatteurs.

---

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

---

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

2018	56
2017	48
2016	28
2015	16
2014	12
2013	12

La société retourne une partie de la création de valeur aux actionnaires sous forme de dividende. De 2013 à 2018, le dividende est multiplié par 4,7x.

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

2018	4,5
2017	4,7
2016	5,6
2015	13,2
2014	12,3
2013	9,7

*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.*

Avec un ratio moyen de 8x, la société ne se met pas en risque pour distribuer des dividendes. Au contraire, l'approche est plutôt (trop ?) conservatrice, avec une couverture d'au moins 4,5x pour l'année la moins "prudente" (2018). Il y a donc une marge de manœuvre de ce côté pour augmenter le dividende dans les exercices à venir, si la profitabilité passée se maintient, bien évidemment.

## 6. Marges d'exploitation

2018	15,6%
2017	14,5%
2016	8,7%
2015	6,2%
2014	5,1%
2013	3,3%

---

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

---

*Ce ratio se calcule en divisant le résultat d'exploitation 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.*

D'abord faibles en 2013-2014 à moins de 6%, puis de bonnes factures en 2015-2016 à environ 7% en moyenne, les marges explosent en 2017-2018 à 15%. C'est un niveau très élevé, qui ne s'explique pas forcément par un effet d'échelle sur les frais généraux (nous l'avons vu, ils sont relativement constants), mais sur les coûts d'achats. Est-ce une meilleure marge de négociation temporaire ou durable ? Difficile à dire.

## 7. ROE

2018	18,1%
2017	18,3%
2016	11,7%
2015	21,5%
2014	13,5%
2013	8,9%

*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.*

Nous dépassons sur la moitié des exercices observés le "satisfaisant" 15% de ROE. Les capitaux sous gestion sont très bien gérés.

### **Conclusions :**

Sur tous les tableaux, Tosoh s'en sort très bien. Elle coche toutes les cases de la société de croissance rentable ! Il reste à voir si son *business model* souffrirait dans un cycle moins favorable.

---

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

---

## IV. Valorisation (nous donnons ici quelques éléments de valorisation de la société)

1. **PER 2018 = 5,2x** (PER moyen des 6 dernières années = 7,3x et PER du secteur en Asie = 10,3x)
2. EV / EBITDA = 3,2x (EV / EBITDA du secteur en Asie = 7,8x)
3. **Rendement** dividende = 3,9%
4. **Price-to-book** (= multiple de capitaux propres *part du groupe*) **2018 = 0,95x**  
(*price-to-book* moyen des 6 dernières années = 1,16x et *price-to-book* moyen du secteur en Asie = 1,06x)
5. **Le cash net représente : 5%** du cours actuel de l'action
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 **4 817 JPY**, soit **38,05 EUR**  
Soit un potentiel de +236,4% par rapport à notre prix d'achat de 11,31 EUR.

## V. Conclusions

Comme dirait Warren Buffett, on n'investit pas en regardant dans le rétroviseur. Et pourtant, on a envie d'y croire. Les chiffres récents sont excellents : croissance rentable, désendettement, retour vers les actionnaires, augmentation des marges, ...

Pour que cet investissement tourne bien, il suffirait que le futur ressemble un tout petit peu au passé. Tous les analystes font des hypothèses et après extrapolent sur celles-ci.

Et bien, nous prenons le risque de croire que cette industrielle japonaise a un certain avantage concurrentiel qui lui permet de sortir des marges dans le haut du panier du secteur. Et il se peut que Tosoh continue de générer de beaux cash flows dans les années à venir.

### **Et si le scénario ne se passe pas si bien que cela ?**

La société présente un bilan très sain avec un endettement nul. Elle aura, nous l'espérons, les coudées franches pour sortir grandie si un marasme a lieu dans le secteur de la chimie.

Il n'est en effet pas exclu que Tosoh ait mangé son pain blanc, dans un superbe cycle haussier, et que la société va devoir revoir son modèle de croissance face à une demande qui baisserait.

---

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

# LES DAUBASSES

---

## Point technique

Vous noterez enfin, d'un point de vue technique, que le titre que nous avons déniché est coté à Francfort. Cela présente un triple intérêt à nos yeux :

- des horaires de cotation occidentaux : pas la peine de se lever à 2h du mat' pour passer ses ordres ;
- une négociation à l'unité et non à un paquet de 100 ou 1 000 titres comme il est d'usage sur es bourses nippones. Ce qui nous permet d'acheter pour une somme modeste compatible avec la taille de notre portefeuille, soit une louche 2% pour une RAPP. Ce qui représente environ 400 EUR.
- qui dit bourse de Francfort, dit achetable sur via la plupart des courtiers occidentaux "classiques". Pas besoin de faire appel à un prestataire exotique qui permet d'opérer en Asie pour acquérir ce titre. Elle est pas belle la vie ?

La contrepartie : c'est une liquidité moindre que sur son marché d'origine, sur la bourse de Tokyo.

**Attention au spread également = l'écart entre le prix acheteur et le prix vendeur, la fourchette est parfois assez large !**



Un des sites industriels du groupe Tosoh au Japon

---

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.