

- Analyse RAPP -

## Sakai Ovex

Bourse de Tokyo

Ticker : 3408 / Isin : JP3312600004



Le 30/12/2019

Cette analyse vous est proposée en "**piste d'investissement**"  
= aucune action n'a été achetée pour le portefeuille daubasses n°2

### Présentation

**Sakai Ovex** est une société japonaise active dans le domaine de la teinture et de la vente de textiles. Elle intervient sur l'ensemble du processus de fabrication, du tissage à la finition en passant par la teinture et l'impression. Les textiles proposés présentent différentes propriétés (imperméable, respirant, anti-inflammable...) et trouvent des applications dans des secteurs d'activité variés : équipements de sport, tissus d'intérieur, automobile...

Créé en 1891, **Sakai Ovex** a démarré son activité par la vente de fil de chanvre dans une petite échoppe. La société compte aujourd'hui plus de 1000 employés.



Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>  
Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## I. Gestion

Nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nombre d'actions (en millions)	6,453	6,453	6,452	6,445	6,362	6,262	6,220	6,233
Rapport frais généraux/chiffre d'affaires	10,0%	9,9%	8,8%	8,2%	7,6%	8,2%	7,8%	8,0%
Rotation des stocks (en jours)	24,7	26,0	32,4	34,5	30,3	33,2	36,6	39,3

### 1. Evolution du nombre d'actions

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.

La société a annulé 220 392 actions sur la période, soit une réduction de 3,4% des actions composant le capital. Ces rachats semblent être récurrents et se sont poursuivis sur le 1er semestre de l'exercice 2020, un point positif.

### 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.

La tendance est plutôt baissière sur la période observée. La direction semble être attentive à la maîtrise de ses frais généraux.

### 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.

Le délai de rotation moyen sur la période est de 32 jours. On note une augmentation du délai de rotation qui est passé de 24,7 jours en 2012 à 39,3 jours en 2019. Un point qu'il conviendra de surveiller car il n'est pas exclu que la vente de certains produits soit impactée par des effets de mode / saisonnalité...

### 4. Création de valeur sur 8 années: 155%

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 14,3 % par an sur les 8 dernières années, un niveau très appréciable.

## Conclusions

Hormis le délai de rotation des stocks dont la tendance a été haussière ces dernières années, nos autres indicateurs de gestion montrent que Sakai Ovex est une société bien gérée qui crée de la valeur pour les actionnaires (rachats d'actions et augmentation régulière des fonds propres).

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>  
Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## 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 :

2,1

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 2x la valeur des passifs à court terme. C'est un niveau rassurant. Sakai Ovex ne devrait pas avoir de problème à honorer ses engagements à court terme.

### 2. Trésorerie nette par action :

640 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.

La trésorerie nette représente 34% du cours.

En intégrant le portefeuille d'actions et la quote-part des capitaux propres de la JV chinoise (cf. conclusion), on atteint une couverture de 97% du cours ! L'activité opérationnelle est donc quasiment offerte.

### 3. Rapport "dettes long terme" / "free cash-flow moyen" :

1,2

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.

Sakai Ovex peut désintéresser l'ensemble de ses créanciers à plus d'1 an en un peu plus d'une année de FCF (sur la base d'une moyenne établie sur 8 ans). La société peut rapidement se désengager de l'intégralité de ses obligations de "long terme".

### 4. Ratio de solvabilité :

84%

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 2x supérieur à 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.

## Conclusions

Sakai Ovex présente une structure financière solide. Elle dispose de liquidités abondantes (situation de trésorerie nette positive) et génère des FCF qui lui permettrait de se désendetter totalement en environ une année. On notera également que la dette financière a systématiquement baissé au cours des 8 derniers exercices.

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>  
Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## III. Croissance et rentabilité

Nous examinons ici la croissance passée de la société et sa capacité à dégager des bénéfices.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bénéfice par action (en JPY)	216	156	207	209	261	339	359	357
Chiffre d'affaires par action (en JPY)	3 359	3 202	3 415	3 855	4 135	4 052	4 151	4 374
Free cash-flow par action (en JPY)	269	204	270	259	316	351	375	392
Dividende par action (en JPY)	20	20	20	20	35	45	50	55
Rapport "free cash-flow" / dividende	13,5	10,2	13,5	13,0	9,0	7,8	7,5	7,1
Marges opérationnelles	6,4%	6,4%	6,3%	5,9%	5,7%	6,1%	8,3%	7,4%
ROE	15,7%	9,8%	10,9%	9,2%	11,1%	12,8%	11,9%	11,0%

### 1. Bénéfice par action

Le bénéfice par action a progressé de 65% sur la période, soit un rythme de +7,5% par an.

### 2. Chiffre d'affaires par action

Le chiffre d'affaires a progressé de 30% sur la période, ce qui correspond à une hausse annualisée de 3,8%. Les bénéfices ont augmenté plus rapidement que le chiffre d'affaires, signe d'amélioration des marges au fil des exercices.

### 3. Free cash-flow par action

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.

C'est LE ratio phare pour les actionnaires. Avec les flux de trésorerie, difficile de manipuler les chiffres ! Sakai Ovex a vu son FCF par action augmenter de 46% sur la période ce qui correspond à un rythme annualisé de +5,5%.

### 4. Dividende par action

Le dividende a été quasiment multiplié par 3 sur la période observée et représente un rendement de 2,9% au cours actuel. Pour l'exercice 2020, il est attendu à 60 ¥ (en hausse de 9% par rapport à 2019), soit un rendement de 3,2%.

### 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.

Le dividende est largement couvert par le FCF (plus de 7x pour 2019 et plus de 10x en moyenne sur la période). Malgré une augmentation notable sur la période observée, on voit qu'il y a encore une belle marge de progression au niveau du dividende !

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.cc>  
Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## 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.*

La marge opérationnelle a été de 6,6% en moyenne sur la période. Les deux derniers exercices ont été légèrement meilleurs à 8,3% en 2018 et 7,4% en 2019. De bons niveaux. De plus, nous verrons dans la conclusion de l'analyse que l'entreprise dispose d'une pépité qui lui permet de booster sa rentabilité !

## 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 très satisfaisant.*

Le ROE moyen sur la période observée est de 11,6%, un bon niveau pour le Japon surtout qu'il est pénalisé par une trésorerie abondante.

## Conclusions

Sakai Ovex est une entreprise en croissance et rentable avec une bonne maîtrise de ses marges. Elle affiche également de bon niveaux de FCF.

## IV. Valorisation :

Dans cette partie sont présentés quelques éléments de valorisation de la société, avec des comparaisons historiques et comparaisons sectorielles.

<b>1. PER 2019 :</b>	<b>5,2</b>
PER moyen des 8 dernières années :	6,2
PER du secteur en Asie :	12,9
<b>2. EV / EBITDA :</b>	<b>3,2</b>
EV / EBITDA du secteur :	8,5
<b>3. Rendement dividende :</b>	<b>2,9%</b>
<b>4. Price-to-book (=multiple de capitaux propres <u>part du groupe</u>) 2019 :</b>	<b>0,58</b>
Price-to-book moyen des 8 dernières années :	0,71
price-to-book moyen du secteur :	0,76
<b>5. Le cash net représente :</b>	<b>640 JPY</b>
soit 34% du cours de référence	

## 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 5 975 JPY**  
 Soit un potentiel de +219% pour un cours de référence = 1 875 JPY



## VI. Conclusions

### Une pépite cachée ?

Nous vous le disions, la société dispose d'un bel actif dont la rentabilité ne saute pas aux yeux de prime abord. **Sakai Ovex** est en effet partie prenante à hauteur de 15,1% dans une co-entreprise chinoise : **Toray Sakai Weaving & Dyeing**, située à Nantong près de Shanghai.

L'association dans cette co-entreprise s'est faite avec la société **Toray Industries**, un poids lourd de la chimie au Japon (plus de 1 200 Mrd ¥ de capitalisation boursière, soit environ 10 Mrd €), il y a plus de 20 ans. Pourquoi la rentabilité de cette co-entreprise n'est pas clairement visible ? Simplement car celle-ci n'est pas consolidée dans les comptes de **Sakai Ovex** mais mise en équivalence, car Sakai Ovex détient en effet moins de 50% du capital de cette co-entreprise.

Cela signifie que les résultats de cette co-entreprise ne sont pas pris en compte dans le résultat opérationnel courant. Ils apparaissent comme des profits non opérationnels ce qui aura peut-être échappé aux observateurs les plus pressés !

Concrètement, sur l'exercice 2019, le profit lié à cette co-entreprise était de 950 M JPY et le résultat opérationnel courant de **Sakai Ovex** de 2 024 M JPY. On voit que la contribution de cette entité non consolidée à la création de valeur de notre fabricant de textiles japonais est loin d'être négligeable ! Dans le rapport annuel de la société, nous trouvons quelques chiffres

<i>données en Mrd ¥</i>	31/03/2019	31/03/2018
Actif net	36,8	37,4
Chiffre d'affaires	45,2	41,3
Résultat courant avant impôts	8,5	8,1
Résultat net	6,4	6,0

**Toray Sakai Weaving & Dyeing** affiche pour le moins une belle rentabilité avec un résultat courant et un résultat net atteignant respectivement 18,8% et 14,2% du CA sur le dernier exercice.

Si cette co-entreprise était consolidée dans les comptes de Sakai Ovex, on aurait donc un chiffre d'affaires complémentaire de 6,8 Mrd ¥ ( $15,1\% \times 45,2$ ) et un résultat courant complémentaire de 1,3 Mrd ¥ ( $15,1\% \times 8,5$ ) et donc, au total :

- Chiffre d'affaires =  $27,2 + 6,8 = 33$  Mrd ¥
- Résultat opérationnel courant =  $2 + 1,3 = 3,3$  Mrd ¥

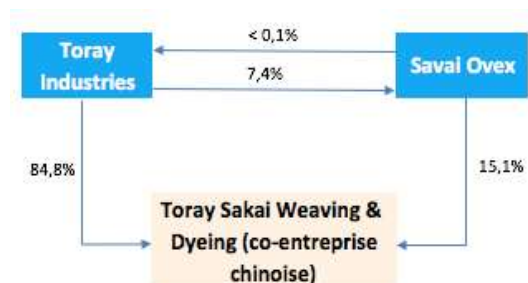
Ainsi, la marge opérationnelle serait de 10%, soit 2,6 points de plus que la marge opérationnelle qui ressort d'une lecture rapide des comptes !

Voici un point qu'il nous semblait important de souligner.

## Une co-entreprise dans l'empire du milieu, c'est risqué non ?

Se lancer dans une co-entreprise présente toujours des risques. En cas de mésentente entre les différents partis, les prises de décisions peuvent devenir laborieuses et la performance de l'entité peut être impactée.

**Toray Industries** pourrait aussi tenter de racheter cette pépite chinoise à vil prix pour s'accaparer l'ensemble de son résultat. Nous notons malgré tout que les deux co-actionnaires entretiennent des liens étroits : **Toray Industries** est le premier client de **Sakai Ovex** (22% du chiffres d'affaires) et également le premier actionnaire avec 7,45% du capital. **Sakai Ovex** est également présent (de manière très modeste) au capital de **Toray Industries** (encore un bel exemple de participations croisées à la japonaise !). Cela laisse à penser que nos deux co-actionnaires ont plutôt intérêt à entretenir de bonnes relations.



Un autre scénario possible serait que **Toray Industries** cherche à racheter **Sakai Ovex**, dont le flottant est proche de 80%... Évidemment, il ne s'agit que de spéculations. Cette belle aventure nippone dans l'empire du milieu pourrait aussi avoir encore de beaux jours devant elle. Cela ne serait pas non plus pour nous déplaire si la société continue de créer de la valeur et d'augmenter son dividende au même rythme que ces dernières années !

### 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](http://daubasses.com)

© Tous droits réservés

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>  
Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.