

KG Intelligence

Bourse de Tokyo - code : 2408 / Code ISIN : JP3277130005

- Un pari asymétrique : acheter du cash moins cher que le cash ! -



I. Introduction

KG Intelligence est une entreprise japonaise créée en 1980. Elle édite des magazines sur différents thèmes : le recrutement, le logement, les mariages, la pêche et des loisirs divers.

La société emploie 241 personnes. Son siège social est localisé à Takamatsu sur l'île de Shikoku. La famille Masadu détient plus de 50% du capital de KG Intelligence.

Site internet (traduit en français) : <https://translate.google.com/translate?sl=auto&tl=fr&u=https://www.kg-net.co.jp/>

Même si l'entreprise tente de diversifier ses activités en dehors de la presse papier par l'organisation de divers salons professionnels, notamment dans le recrutement, et de digitaliser ses services d'informations, il faut reconnaître que cette transformation tarde à se mettre en place et qu'elle n'a pas encore porté ses fruits. Loin de là.

Depuis l'exercice 2015, les résultats ne font que se détériorer. La perte annuelle moyenne des trois derniers exercices est de -415 M JPY. Le tableau est clair : rien ne va plus chez KG Intelligence. Mauvais secteur, retard dans le changement de business modèle et pertes récurrentes. Le profil idéal pour être massacré en bourse. Et c'est le cas. L'action ne vaut plus que 1/3 de son plus haut atteint en décembre 2017 à 841 JPY. Ce qui n'est finalement encore pas mal au regard des circonstances...

Pourquoi acheter une daubasse aussi "pourrie" ?

Très bonne question. Notre réponse : sa trésorerie nette.
Plus de détails dans la présente analyse.

Nous travaillons dans la présente analyse avec les éléments comptables arrêté au 20 décembre 2020 complétés au besoin avec les précédents rapports trimestriels et annuels, sur un nombre de 7 232 928 actions, une fois l'auto-contrôle déduit.

Nous avons acheté le vendredi 26 février 2021 : **200 actions** à **299 JPY** (environ 464 EUR), soit 1,4% de la valeur actuelle du *Portefeuille daubasses 2*.

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

Pour 299 JPY (notre cours d'achat), nous avons obtenu dans l'actif net courant (montant en JPY par action) :

Trésorerie et équivalents =	575
Créances clients =	37
Stocks et autres =	3

Total =	615 JPY par action

Pour résumer, la société possède donc un actif courant d'une valeur totale de 615 JPY par action. En retranchant de ce montant l'ensemble des dettes (intérêts minoritaires compris) représentant 112 JPY par action, la VANN s'établit à **502 JPY** par action.

Ce n'est pas tout. En plus d'être une net-net, KG Intelligence est une "[triple net](#)" car elle décote de plus de 30% sur sa trésorerie amputée de tout le passif. Sa valeur triple net de **462 JPY** par action. La décote sur sa valeur triple nette est donc de 35%. Le genre de décote qu'on apprécie particulièrement.

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

La société détient de l'immobilier (immeubles + terrains) qu'elle utilise pour son usage personnel ainsi qu'une partie louée à des tiers. Ces actifs ont été acquis pour une valeur historique de 2 338 M JPY soit 323 JPY par action.

En prenant notre traditionnelle **marge de sécurité de 20%** sur ce montant, nous retenons une valeur de 259 JPY par action pour l'ensemble du patrimoine immobilier. Nous ajoutons ce montant à la VANN et obtenons une VANE de **761 JPY** par action.

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

Dans cette évaluation, nous essayons d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble de ses actifs.

Nous détaillons dans le tableau ci-dessous les différents postes du bilan et les marges de sécurité retenues (données en JPY) :

LES DAUBASSES

Postes du bilan	Valeur par Action	Marge de Sécurité	Valeur Nette par Action
Liquidités	575	0%	575
Créances	37	20%	29
Stock	2	30%	1
Actifs non courants			
Immobilier	323	20%	259
Participations cotées	4	0%	4
Total Actif (A)			868
Hors bilan			
Leases, litiges, ...	0,00	50%	0
Total passif			-112
Total Passif + Hors bilan (B)			-112
VLMV (A) + (B)			756

Ce qui nous donne une VMLV de **756 JPY** par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

KG Intelligence a été bénéficiaire sur 2 des 5 derniers exercices. La moyenne des résultats opérationnels sur ces 5 exercices est négative. Nous ne pouvons donc pas calculer de VCB pour cette entreprise

VI. Conclusions

A notre prix d'achat de 299 JPY, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

- 40%** sur la VANN de 502 JPY
- 35%** sur la valeur triple net de 462 JPY
- 61%** sur la VANE de 761 JPY
- 60%** sur la VMLV de 756 JPY

Le potentiel sur la Valeur d'Actifs Net Tangibles (VANT par action **761 JPY**) est de : +154%

ATTENTION !! Comme nous voulons être prudents sur les actions japonaises, nous appliquons une marge de sécurité de 20% sur la VANT pour définir notre objectif de cours :

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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

=> Objectif de cours pour l'action KG Intelligence = 80% VANT = $761 \times 80\% = 608 \text{ JPY}$. Nous serons donc vendeurs à ce cours qui correspond à un potentiel de **+103%** par rapport à notre cours d'achat.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **263%**. C'est bien entendu un niveau exceptionnel, bien supérieur à notre seuil minimum exigé de 40%.

Ratio technologique = 0%. Pas de dépenses de R&D dans les comptes de la société.

1° Quelles sont les raisons qui ont amené cette société dans la zone Daubasse ?

Contrairement à nos dernières acquisitions et analyses de sociétés japonaises, il est facile de comprendre la maltraitance boursière sur les actions de cette entreprise : business déclinant qui génère des pertes dans un secteur sans avenir. Pour couronner le tout, KG Intelligence est une petite société avec un capital verrouillé par la famille. Bref, aucune raison particulière d'attirer les investisseurs.

Ajoutons à ce point tous les éléments propres au Japon :

- crise liée au Coronavirus qui fait vendre les investisseurs toutes leurs actions sans discernement sur la cote japonaise ?
- une démographie décroissante depuis des années = décroissance économique du pays (dans la tête des investisseurs) ?
- la déflation qui démotive les prises de risque des agents économiques, investisseurs comme entreprises ?
- une gestion des affaires (trop) prudente avec des surcapitalisations fréquentes (trésorerie abondante non utilisée) ?
- un marché structurellement peu enclin à valoriser les plus petites sociétés = moins de chasseurs de décote sur le marché actions japonais ?
- des normes comptables qui "ne disent pas tout" ?
- une importante dette de l'Etat japonais qui effraie les investisseurs, car il faudra bien que quelqu'un paie un jour ?
- des différences culturelles qui rendent les acquisitions par des acheteurs étrangers plus complexes = moins d'OPA ?
- quid des risques de catastrophes naturelles comme les typhons, tremblements de terre et tsunamis : des événements courants au pays du soleil levant ?

2° Quels sont les éléments qui pourraient faire empirer la situation et faire disparaître la marge de sécurité dans le futur ?

KG Intelligence doit redresser la barre ou elle sera vouée à disparaître. Ce redressement sera soit à son initiative, soit "à son insu" si le secteur redevient subitement porteur. Ce qui serait un sacré coup de chance... Mais pourquoi pas. En attendant ce dénouement, la trésorerie fond comme neige au soleil. Et dans quelques années, cette trésorerie sera consommée si rien n'est fait pour virer de bord.

3° Quel pourrait-être le ou les catalyseurs pour faire sortir cette société de l'ornière ?

Une très, très, très grosse trésorerie !

Vous avez compris : si on a acheté quelques actions de cette toute petite entreprise japonaise ce n'est clairement pas pour sa capacité bénéficiaire ou pour sa position dans un secteur porteur !
En fait, nous faisons le pari que quelque chose (de positif) peut se produire à une échéance plus ou moins longue. Pourquoi est-ce que c'est fortement probable selon nous ?

Place aux chiffres. On va faire quelques calculs (les montants en italique entre parenthèses sont en USD pour donner un ordre de grandeur plus parlant à nous autres occidentaux peu habitués aux yens).

Actuellement KG Intelligence est valorisée **2 163 M JPY** (*20,3 M USD*) à la bourse de Tokyo. La trésorerie brute = trésorerie nette car la société n'a aucune dette financière. Elle est égale à **4 157 M JPY** (*39,1 M USD*). Le cash net représente donc 1,92x la capitalisation actuelle.

En analysant les tableaux de flux de trésorerie passés, on remarque que lors de son pire exercice des dernières années, en 2018, la société a brûlé un peu moins de 300 M JPY (*2,8 M USD*) de cash, après dividendes et investissements. On est pessimiste, et on va estimer que dans le futur KG Intelligence va continuer à dépenser son trésor de guerre à une vitesse supérieure de 400 M JPY (*3,8 M USD*) par an.

Ainsi, à ce rythme infernal de destruction de valeur, combien d'années faudra-t-il pour que l'entreprise dépense le cash pour que sa trésorerie nette tombe au niveau de sa valorisation boursière actuelle ?

Années de dépenses pour arriver à une valeur d'entreprise nulle :
= (Trésorerie nette - Capitalisation boursière) / 400 M JPY
= (4 157 - 2 163) / 400 = **5 ans**

Si KG Intelligence dépense sans compter, à un niveau jamais vu la somme de 400 M JPY sur les 5 prochains exercices, toutes choses égales par ailleurs, elle n'aura dans ses caisses plus que 2 157 M JPY (*20,3 M USD*). Soit environ la capitalisation boursière actuelle : 2 157 M JPY = 298 JPY par action. Ce qui signifie qu'on serait à une valeur d'entreprise (= Capitalisation boursière - trésorerie nette) nulle. Une valorisation encore au rabais.

Notre pari est donc le suivant : d'ici 5 ans, la société peut dépenser 400 M JPY (*3,8 M USD*) par an et nous aurons encore une belle marge de sécurité. Mais selon nous, il serait étonnant - mais pas impossible au Japon... - que la famille Masuda dilapide son patrimoine sans qu'il ne se passe quelque chose sur la période.

Il y a plusieurs issues possibles :

1/ en 5 ans, KG Intelligence a réussi à être la seule entreprise survivante sur sa niche et en sort grandie. Elle profite alors d'un marché moins concurrentiel et retrouve le chemin de la rentabilité ?

2/ la famille sent qu'il n'y a pas de possibilité de se développer sur le secteur de la presse magazine même spécialisée. Elle décide alors de sortir le cash de l'entreprise sous la forme d'un dividende exceptionnel ?

3/ à force de dépenser tous les ans une somme conséquente, KG Intelligence réussit à se différencier sur quelques-unes de ses activités et retrouve la rentabilité ?

4/ l'entreprise pivote dans un nouveau secteur avec succès ? (Scénario le plus risqué qu'on voudrait éviter)

Ce peut être un mixte de ces scénarios. En attendant qu'un de ces éventuels scénarios se concrétisent, la décote sur le patrimoine tangible (cash + immobilier) nous permet de patienter sereinement.

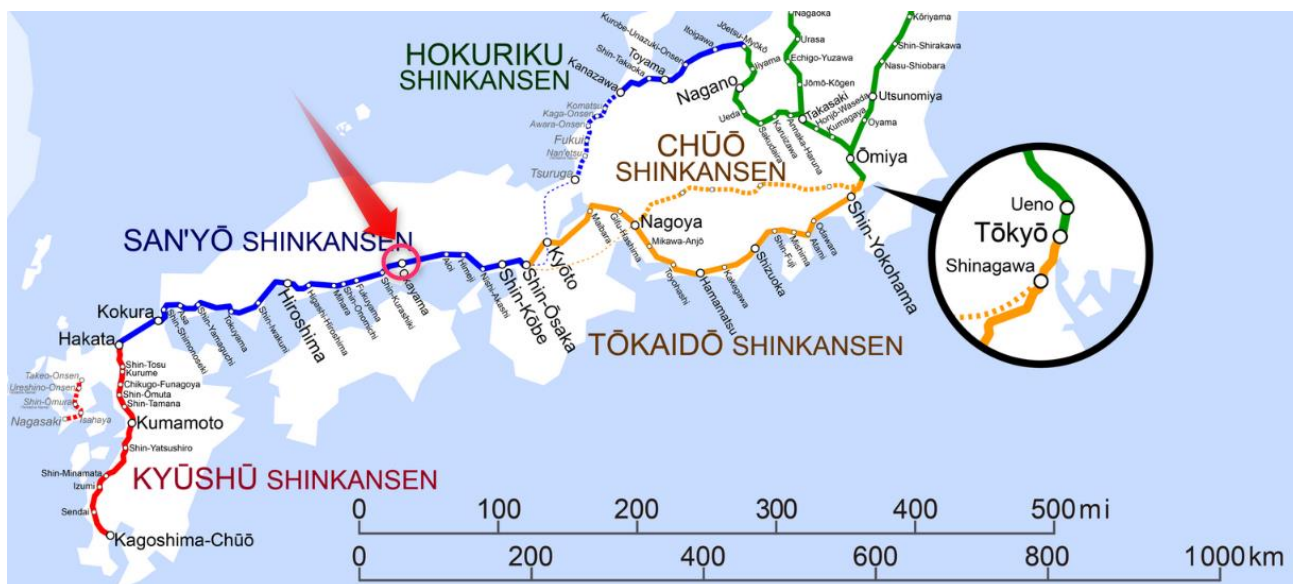
La cerise de l'immobilier

Enfin, n'oublions pas l'immobilier. Imaginons que nous sommes dans le pire de nos scénarios à l'issue des 5 années écoulées : KG Intelligence a brûlé 400 M JPY (3,8 M USD) par an, soit un total de 2 000 M JPY (18,8 M USD) sur la période, et n'a plus "que" 2 157 M JPY (20,3 M USD) dans les caisses, l'équivalent de 298 JPY par action. La chenille n'a pas réussi à se transformer en papillon. Tout va au plus mal.

La famille Masuda voit qu'elle n'arrive pas à redresser la barre et décide alors de liquider la société. Les actionnaires pourraient alors récupérer un montant proche de la trésorerie nette (il faut tenir compte de frais). Disons 290 JPY par action.

Il y a encore de l'immobilier dans les comptes, acquis historiquement pour 323 JPY par action. A combien est-ce que cet immobilier pourrait être cédé ? Nous n'en savons rien.

Les actifs détenus par l'entreprise sont essentiellement localisés à Okayama et ses environs. Un ami japonais nous a précisé que le célèbre train à grande vitesse japonais [Shinkansen](#) relie Okayama aux principales métropoles du pays et que c'est un atout :



Source : <https://fr.wikipedia.org/wiki/Shinkansen>

Nous ne sommes pas des experts en immobilier et sommes incapables de donner une valeur à cet immobilier. Disons simplement que ces actifs tangibles peuvent avoir une certaine valeur marchande. Ce qui augmente notre marge de sécurité dans le scénario le moins favorable.

Le mot de la fin

Vous l'aurez compris, cette action n'a *a priori* rien pour elle. La destruction de valeur semble chronique et fait fuir les investisseurs. Ils ont raison, la situation est critique. Mais nous estimons qu'il existe une petite lueur d'espoir et que le marché ne valorise pas du tout cette petite possibilité. L'entreprise a les reins assez solides avec sa grosse position de cash pour éventuellement retourner la situation, sans qu'on puisse en être sûrs.

Vu le cours actuel, ce scénario de retournement n'est pas du tout *priced* par la communauté financière. Et s'il se passait quelque chose de positif sur les 5 prochaines années ?

Si c'est le cas, nous ne ferons certainement pas fortune. Acquérir des actions de KG Intelligence (une *triple net* avec immobilier offert) est selon nous une bonne alternative d'investissement à la détention de cash en portefeuille car, contrairement aux apparences, le risque nous paraît modéré à long terme - horizon 5 ans - du fait de l'importance des actifs en collatéral.

Bref, KG Intelligence a tous les arguments pour avoir sa place dans notre portefeuille diversifié de daubasses.

Les investisseurs ne voient que les pertes. En réalité, acheter des actions KG Intelligence, c'est certes acquérir une société qui perd du cash (mais peu au regard de son trésor de guerre). Acheter du cash "moins cher que le cash" nous semble être un pari asymétrique intéressant.



Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

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