

- Analyse RAPP -

Seikagaku Corporation

Bourse de Tokyo

Ticker : 4548 / Isin : JP3414000004

Cours de référence : 786 JPY

Dernier rapport 31/03/2022 T4 2022

Date analyse 16/06/2022

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

Présentation

Seikagaku Corporation est une entreprise pharmaceutique japonaise. Elle s'est spécialisée depuis plus de 70 ans dans la glycoscience (étude des glucides). Le modèle d'activité de la société est très orienté vers la recherche et développement (R&D).

Seikagaku développe et commercialise des produits à base d'acide hyaluronique, ainsi que des agents améliorant la fonction articulaire. Elle exerce également une activité de production de réactifs utilisés pour des contrôles qualité dans l'industrie pharmaceutique (activité LAL).

La société dispose de trois sites de production, deux au Japon et un aux États-Unis (activité LAL). Elle compte près de 950 employés et a réalisé un chiffre d'affaires de 35 Md JPY en 2022 (environ 250 M EUR), dont la moitié à l'export.

Le capital de l'entreprise n'est pas verrouillé. Il est composé de 37% d'entreprises japonaises, de 25% d'investisseurs institutionnels, de 19% d'actionnaires individuels et de 16% d'entreprises hors Japon.

Seigakaku est notre 1ère RAPP dans le secteur pharmaceutique. Il est plutôt rare de trouver des sociétés aussi décotées dans ce secteur.



Usine de Takahagi au Japon

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 .

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Nombre d'actions (en millions) | 56,805 | 56,805 | 56,605 | 56,604 | 56,404 | 56,416 | 56,430 | 56,246 |
| Rapport frais généraux/chiffre d'affaires | 50,8% | 51,5% | 50,9% | 52,2% | 50,4% | 49,5% | 48,2% | 46,0% |
| Rotation des stocks (en jours) | 187 | 206 | 188 | 213 | 210 | 233 | 253 | 219 |

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.

Le nombre d'actions en circulation a reculé de 1% entre le 31.03.2015 et le 31.03.2022 (-558 828 titres). Notons également qu'un programme de rachat d'actions a été activé en mai 2022 avec 201 300 titres rachetés (0,35% du capital) pour un montant de 157 M JPY. Le programme porte au maximum sur 2 M de titres (3,5% du capital) ou 1,5 Md JPY avec une échéance au 30.12.2022.

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.

Le rapport frais généraux / chiffre d'affaires s'établit à 50% en moyenne, un niveau élevé qui s'explique par des dépenses de R&D importantes (environ 25% du chiffre d'affaires en moyenne sur les 8 derniers exercices) intégralement comptabilisées en charges.

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 des stocks s'est établi à 213 jours en moyenne sur 8 ans. Après une augmentation en 2021 suite à un ralentissement de l'activité, le délais a retrouvé un niveau proche de la moyenne historique en 2022 (219 jours).

4. Création de valeur sur 8 années : 13%

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 1,7 % par an sur les 8 dernières années. Un niveau assez décevant qui s'explique notamment par des dépréciations d'actifs qui sont venus grèver les capitaux propres sur l'exercice 2020.

Conclusions

Nous apprécions la politique de rachat de titres mise en œuvre par la société pour profiter de la faiblesse du cours. Sur 8 ans, la création de valeur comptable est en revanche assez décevante du fait d'importantes dépréciations d'actifs en 2020.

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 :

6,5

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 6x les passifs courants, un niveau très confortable. La société ne devrait avoir aucune difficulté à honorer ses engagements de court terme.

2. Trésorerie nette par action :

567 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 72 % du cours. On a là un matelas de sécurité appréciable.

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

0,4

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.

La société n'a quasiment aucune dette financière. Au 31 mars 2022, elles s'élevaient à 300 M JPY, un niveau très faible au regard des flux de trésorerie de l'entreprise (moins de 5 mois de free cash-flow moyen).

4. Ratio de solvabilité :

155%

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.

Avec une trésorerie pléthorique, la solvabilité est excellente, bien au-delà de notre exigence minimale de 40%.

Conclusions

Pas de doutes, nous sommes au Japon. Le bilan de Seikagaku est très solide. Peut-être même un peu trop. On sait que l'excès de prudence et de conservatisme est monnaie courante dans l'archipel nippon. Seikagaku ne fait pas exception à la règle.

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.

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|------|------|------|------|------|--------|------|-------|
| Bénéfice par action (en JPY) | 64 | 45 | 32 | 69 | 40 | -192 | 76 | 66 |
| Chiffre d'affaires par action (en JPY) | 520 | 545 | 523 | 533 | 503 | 508 | 491 | 620 |
| Flux de trésorerie disponible par action (en JPY) | 83 | 61 | 64 | 97 | 70 | 44 | 53 | 49 |
| Dividende par action (en JPY) | 26 | 26 | 31 | 26 | 26 | 26 | 24 | 30 |
| Rapport "free cash-flow" / dividende | 3,2 | 2,4 | 2,1 | 3,7 | 2,7 | 1,7 | 2,2 | 1,6 |
| Taux de marge opérationnelle | 8,1% | 6,9% | 4,3% | 4,7% | 3,4% | 6,8% | 8,1% | 12,9% |
| Retour sur fonds propres | 5,2% | 3,7% | 2,5% | 5,3% | 3,1% | -18,1% | 6,7% | 5,6% |

1. Bénéfice par action

La société a connu un incident de parcours en 2020 avec une perte de 192 JPY par action attribuable à des dépréciations d'actifs pour 13 524 MJPY (240 JPY par action). En dehors de cet exercice particulier, le bénéfice moyen sur la période a été de 56 JPY par action.

2. Chiffre d'affaires par action

Le chiffre d'affaires par action a été relativement stable sur la période avec tout de même une progression de +26% en 2022 (effet de base favorable, augmentation significative des revenus de royalties (+456% à 8 JPY/action) et croissance de l'activité LAL). Sur 7 ans le chiffre d'affaires par action a progressé de 19%, soit une croissance annualisée de 2,5%.

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.

Le flux de trésorerie disponible est orienté à la baisse. D'une moyenne de 76 JPY par action sur la période 2015-2018, il est passé à 54 JPY par action sur la période 2019-2022. Cette baisse s'explique notamment par une hausse des investissements sur les 3 derniers exercices.

4. Dividende par action

Le dividende a été assez stable sur la période : plus haut à 31 JPY en 2017, plus bas à 24 JPY en 2021 et moyenne de 27 JPY sur 8 ans.

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 a été systématiquement couvert par le flux de trésorerie disponible. Notons que le payout ratio (dividende/bénéfice) est plus qu'honorable pour le Japon (supérieur à 50% en moyenne sur 8 ans).

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.

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 s'est établie à 6,9% en moyenne sur les 8 derniers exercices. Après un point bas en 2019 à 3,4%, la tendance est à la hausse sur les 3 derniers exercices. Cette augmentation résulte à la fois d'une hausse de la marge brute et d'une baisse des frais généraux en proportion du chiffre d'affaires.

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 retour sur fonds propres est faiblard. Il s'est établi à 1,7% en moyenne sur les 8 derniers exercices et à 4,6% si l'on exclut l'exercice 2020 (et ses dépréciations d'actifs). Avec un bilan surcapitalisé, difficile de faire des étincelles.

Conclusions

Les résultats de Seikagaku des 8 derniers exercices n'ont rien d'époustouflants. La croissance est faible, les marges sont correctes mais sans plus, et le retour sur fonds propres est pénalisé par un bilan trop conservateur. On peut tout de même se consoler avec la hausse de la marge opérationnelle sur les 3 derniers exercices et une politique d'allocation du capital tournée vers les actionnaires (rachats de titres et payout élevé pour le Japon).

IV. Valorisation :

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

| | |
|---|-------------|
| 1. PER 2021 : | 11,8 |
| PER moyen des 8 dernières années (hors exercice 2020) : | 26,1 |
| PER du secteur au Japon : | 21,2 |

| | |
|-----------------------------------|------------|
| 2. EV / EBITDA : | 4,1 |
| EV / EBITDA du secteur au Japon : | 11,2 |

| | |
|---------------------------------|-------------|
| 3. Rendement dividende : | 3,8% |
|---------------------------------|-------------|

| | |
|---|-------------|
| 4. Price-to-book (=multiple de capitaux propres <u>part du groupe</u>) : | 0,67 |
| Price-to-book moyen des 8 dernières années : | 1,21 |
| Price-to-book moyen du secteur au Japon : | 1,98 |

| | |
|------------------------------------|----------------|
| 5. Le cash net représente : | 567 JPY |
| soit 72% du cours de référence | |

6. Objectif de cours RAPP

Ce calcul est purement quantitatif, il tient compte des dernières données financières disponibles mais absolument pas des perspectives.

=> notre juste prix pour l'action de la société ressort à 1 628 JPY
Soit un potentiel de +107% pour un cours de référence = **786 JPY**

VI. Conclusions

De nombreux vents contraires

Seikagaku a fait face à des vents contraires qui ont entraîné le cours de l'action vers des niveaux historiquement bas. Depuis les sommets de février 2018 à plus de 2000 JPY, le titre a reculé de plus de 50%. Nous voyons plusieurs raisons à cela :

- La société a procédé à d'importantes dépréciations d'actifs au cours de l'exercice 2020. Ces pertes de valeur font suite à une réforme du système de santé japonais entraînant une baisse du prix des médicaments. Les dépréciations se sont montées à 13,5 Md JPY (18% des fonds propres au 31.03.2019), dont 13,0 Md JPY portaient sur des actifs corporels. Pour l'exercice en cours (31.03.2023), l'entreprise s'attend à une baisse de 11% de ses ventes de médicaments au Japon en raison de cette réforme.
- La crise de la covid a entraîné des perturbations dans le fonctionnement du système de santé ce qui a conduit à un recul de l'activité de Seikagaku.
- L'un des produits lancé par l'entreprise en mai 2021 (produit développé pour améliorer la fonction articulaire) aurait entraîné des effets secondaires graves chez un certain nombre de patients. Face aux incertitudes entourant ce produit, la société n'a pas été en mesure d'établir de prévisions de résultats pour l'exercice en cours.
- les revenus de royalties sont attendus en baisse pour l'exercice 2022/2023.

On peut donc comprendre le désamour du marché pour le titre, mais le tableau n'est peut-être pas aussi noir qu'il n'y paraît.

Des résultats en amélioration

Assez paradoxalement, les résultats de Seikagaku se sont améliorés depuis 2020. On aurait pu s'attendre à une baisse des ventes et de la rentabilité suite aux dépréciations d'actifs, mais c'est l'inverse qui s'est produit. Le chiffre d'affaires et la marge opérationnelle ont atteint des records au 31.03.2022.

La baisse des prix des médicaments au Japon a pour le moment été plus que compensée par la hausse des ventes de produits à l'étranger (+13% en 2022), la hausse des royalties (+456% en 2022) et celle des ventes de l'activité LAL (+32% en 2022).

Cette bonne performance opérationnelle a permis aux fonds propres de retrouver des couleurs sur les 2 derniers exercices. Ils sont passés de 1 059 JPY par action au 31.03.2020 à 1 179 JPY au 31.03.2022. En incluant les dividendes de la période, la création de valeur a été de +16,4%, soit +7,9% annualisé.

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.

LES DAUBASSES

Si la suite s'annonce beaucoup plus incertaine du fait des points évoqués ci-dessus, on peut tout de même espérer (1) une hausse des revenus export du fait de l'appréciation du dollar américain par rapport au Yen (l'essentiel des transactions à l'export sont libellées en USD et les ventes export représentaient 56% des ventes du dernier exercice hors royalties) et (2) une baisse des dépenses de R&D suite à la fin d'une étude clinique portant sur le traitement de la hernie discale.

Un bilan solide et une stratégie d'allocation du capital tournée vers les actionnaires

Nous l'avons vu, le bilan de Seikagaku est excellent. La société dispose d'un joli matelas de cash qui représente à lui seul 72% de la capitalisation boursière. Si l'on y ajoute les titres de participation, ce ratio monte à 100%.

Seigakaku détient deux participations notables dans de grosses entreprises pharmaceutiques japonaises avec lesquelles elle entretient des liens commerciaux : **Kaken Pharmaceutical** (valeur de marché de 33 JPY par titre) et **Santen Pharmaceutical** (20 JPY par titre). Une pratique courante au Japon.

Ce qui l'est moins, c'est la stratégie d'allocation du capital. On sait que les entreprises japonaises sont souvent frileuses à l'idée de distribuer une part significative de leur bénéfice. Seigakaku considère au contraire que la rémunération des actionnaires constitue un enjeu important et a reversé en moyenne la moitié de ses bénéfices des 8 dernières années à ses actionnaires (45% pour l'exercice 2022). Elle a également mis en œuvre un programme de rachat d'actions portant sur 3,5% du capital ce qui n'est pas pour nous déplaire.

R&D et cygne noir

Seigakaku consacre chaque année un budget conséquent à la recherche & développement. Ce budget s'est élevé en moyenne à 8,0 Md JPY par an au cours des 8 dernières années (26% du chiffre d'affaires).

Le ratio technologique (*) atteint ainsi 87%, un niveau élevé qui place la société en 2ème position sur ce critère dans le portefeuille daubasses 2. Pour rappel, ce ratio signifie que les dépenses de R&D des 5 dernières années couvrent 87% de la capitalisation actuelle. Précisons également que l'ensemble de ces dépenses sont comptabilisées en charge. La société pourrait donc disposer d'un savoir-faire technologique potentiellement monnayable dont la valeur n'est pas comptabilisée au bilan.

On sait qu'avec ce genre d'entreprise un cygne noir positif peut être un catalyseur puissant. Un cygne noir est un événement rare et imprévisible qui s'il se réalise a des conséquences d'une portée considérable et exceptionnelle. La crise du covid est un exemple typique de cygne noir. La survenue de cet événement était imprévisible et a eu des répercussions sociales, économiques, ... que l'on n'aurait pas imaginé. Il peut aussi arriver qu'un cygne noir ait des répercussions positives. Dans le cas de Seigakaku, la découverte d'un nouveau médicament prometteur pourrait constituer un événement de type cygne noir positif avec des retombées économiques majeures pour l'entreprise. C'est peu probable mais possible. Et au cours actuel, nous obtenons cette possibilité gratuitement.

**Définition du ratio technologique : (cliquez sur le lien ci-dessous)*

<https://blog.daubasses.com/2014/10/19/analyse-financier-ratio-technologique-recherche-et-developpement/>

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.

LES DAUBASSES

Évidemment, il pourrait aussi ne rien se passer pendant des années. Quoi qu'il arrive, cette société pharmaceutique rentable est valorisée à moins de 0,7x la valeur de ses fonds propres (contre une moyenne historique de 1,2x et une moyenne de 2,0x pour le secteur au Japon) et à 4,1x son EBITDA 2022 contre une moyenne de 11,2x pour le secteur. L'attention portée aux actionnaires par les dirigeants et l'éclatement du capital sont aussi des facteurs qui pourraient jouer en faveur de l'investisseur patient. Pour finir, la chute du yen ces derniers mois est peut-être aussi l'opportunité d'acheter le titre à bon compte. Cet investissement atypique est bien entendu à détenir dans un portefeuille diversifié.



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

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.