

- Analyse RAPP -

## Nippon Pillar Packing

Bourse de Tokyo

Ticker : 6490 / Isin : JP3747800005

Cours de référence : 2 441 JPY

Dernier rapport 30/06/2022 T2 2022

Date analyse 01/11/2022

**Nous avons acheté 100 actions Nippon Pillar Packing pour le portefeuille daubasses 2 le 1er novembre 2022 au cours de 2 441 JPY.**

### Présentation

Nippon Pillar Packing (NPP) est une société industrielle japonaise spécialisée dans les équipements de contrôle et de prévention des fuites de fluide (eau, pétrole, gaz toxiques, produits chimiques, ...). Ses produits de haute technologie trouvent des applications dans de nombreux secteurs d'activité, de la production de semi-conducteurs à l'informatique, en passant par la prévention des risques sismiques dans le secteur de la construction.

Son activité est organisée en 2 branches : Équipements électroniques (75% de l'activité) et Industrie. La société est présente à l'international où elle réalise 30% de son chiffre d'affaires. Elle compte 8 sites de production, 3 au Japon et 5 à l'étranger (Indonésie, Taïwan, Chine, États-Unis, Mexique).

Bientôt centenaire (l'entreprise a été créée en 1924), NPP compte plus de 800 employés et a réalisé un chiffre d'affaires de plus de 40 milliards JPY (=environ 270 millions USD) sur son dernier exercice. La société affiche une capitalisation de 57 milliards JPY, soit près de 400 M USD. La croissance a été soutenue au cours des dernières années avec chiffre d'affaires multiplié par 2x en 8 ans. NPP se démarque également par de très bons niveaux de marge opérationnelle (moyenne historique de 17,5%), un flottant de près de 80% et une communication de l'information financière en anglais.



**Des applications dans de nombreux secteurs d'activité : construction, automobile, semi-conducteurs, eau, santé, chimie, transport, énergie, pétrole, ...**

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)	24,747	24,448	24,448	24,447	24,447	24,147	23,633	23,653
Rapport frais généraux/chiffre d'affaires	18,4%	18,3%	18,1%	18,7%	18,2%	19,2%	18,9%	15,1%
Rotation des stocks (en jours)	55	52	48	51	55	54	56	56

### 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 est en baisse de 4,4% sur la période, c'est un bon point.

### 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 direction semble soucieuse de la maîtrise de ses frais généraux. Ils ont suivi peu ou prou l'évolution du chiffre d'affaires sur la période 2015-2021 et ont progressé moins vite que le chiffre d'affaires en 2022, ce qui a conduit à une baisse du rapport frais généraux / chiffre d'affaires de près de 3 points.

### 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 a été stable ces dernières années. Il s'est très peu écarté de sa moyenne sur 8 ans de 53 jours.

### 4. Création de valeur sur 7 années : 93%

*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 9,9 % par an sur les 7 dernières années.

## Conclusions

Frais généraux et stocks sous contrôle, baisse du nombre d'actions en circulation, création de valeur de près de 10%/an. Rien à redire sur la gestion de notre RAPP, elle est exemplaire.

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 :

4,3

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 les passifs courants. Nippon Pillar Packing a largement de quoi faire face à ses engagements de court terme.

### 2. Trésorerie nette par action :

781 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 32% du cours actuel, un niveau confortable sans être excessif.

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

0,7

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.

Il faudrait moins d'un an de free-cash flow moyen pour rembourser les dettes à long terme.

### 4. Ratio de solvabilité :

117%

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.

Notre ratio de solvabilité maison ressort à 117%, bien au-delà de notre exigence minimale de 40%.

## Conclusions

La structure financière est solide. Avec un tel bilan, Nippon Pillar Packing devrait être en mesure de faire face à toutes sortes d'aléas conjoncturels.

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)	80	98	131	140	152	109	146	350
Chiffre d'affaires par action (en JPY)	876	939	1 114	1 205	1 267	1 210	1 278	1 719
Flux de trésorerie disponible par action (en JPY)	69	-4	99	67	66	71	99	377
Dividende par action (en JPY)	20	28	34	36	45	40	50	106
Rapport "free cash-flow" / dividende	3,4	-0,2	2,9	1,9	1,5	1,8	2,0	3,6
Taux de marge opérationnelle	14,9%	15,1%	19,0%	17,5%	16,6%	12,6%	16,1%	28,0%
Retour sur fonds propres	6,0%	7,1%	8,7%	8,6%	8,8%	6,1%	7,5%	15,7%

35%

#### 1. Bénéfice par action

Le bénéfice par action a été multiplié par plus de 4x entre l'exercice 2015 et l'exercice 2022. Au cours actuel, Nippon Pillar se paye moins de 6x son résultat de l'exercice clos au 31.03.2022.

#### 2. Chiffre d'affaires par action

Le chiffre d'affaires par action a quasiment doublé sur la période 2015-2022. Le taux de croissance annualisé s'établit ainsi à 10,1%. On notera une très forte croissance de l'activité en 2022 portée par des investissements massifs dans le secteur des semi-conducteurs suite à la pénurie survenue post-covid.

#### 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 free cash-flow par action s'est établi à 105 JPY en moyenne sur les 8 derniers exercices. Ce niveau est inférieur d'environ 30% à celui du bénéfice moyen par action (151 JPY) en raison des investissements de croissance.

#### 4. Dividende par action

Le dividende a été multiplié par plus de 5x entre 2015 et 2022. Il est attendu à 108 JPY pour l'exercice en cours et procure un rendement appréciable de 4,5% au cours actuel.

#### 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 toujours été couvert par le free cash-flow en dehors de l'exercice 2016 au cours duquel la société a réalisé des investissements importants. La marge de sécurité était particulièrement confortable sur l'exercice 2022 avec un dividende couvert plus de 3x par le free cash-flow.

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.*

Nippon Pillar Packing affiche un excellent niveau de marge opérationnelle pour une société industrielle avec une moyenne de 17,5% sur les 5 derniers exercices. L'exercice 2022 se démarque avec une hausse du taux de marge de près de 12 points à 28,0% grâce au fort développement des ventes dans le secteur des semi-conducteurs où les marges sont plus élevées.

## 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 s'est établi à 8,6% sur la période 2015-2022. Un niveau correct sans être exceptionnel du fait de l'absence de levier et d'une trésorerie assez largement excédentaire. Il se situe tout juste au dessus de l'objectif de l'entreprise de 8%. Notons tout de même la très belle performance de l'exercice 2022 avec un ROE proche de 16%.

## Conclusions

Nippon Pillar Packing affiche une bonne dynamique de croissance. Qu'il s'agisse du chiffre d'affaires ou du bénéfice, la tendance est clairement haussière. La société a financé son expansion sans oublier ses actionnaires qui ont vu leur rémunération augmenter en même temps que les bénéfices.

On notera également que le bénéfice progresse plus vite que le chiffre d'affaires, signe que l'entreprise dispose d'un levier opérationnel.

#### IV. Valorisation :

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

<b>1. PER 2022 :</b>	<b>7,0</b>
PER moyen des 8 dernières années :	9,6
PER du secteur au Japon :	10,3

<b>2. EV / EBITDA :</b>	<b>2,9</b>
EV / EBITDA du secteur au Japon :	6,1

<b>3. Rendement dividende :</b>	<b>4,3%</b>
---------------------------------	-------------

<b>4. Price-to-book (=multiple de capitaux propres <u>part du groupe</u>) :</b>	<b>1,10</b>
Price-to-book moyen des 8 dernières années :	0,86
Price-to-book moyen du secteur au Japon :	0,94

<b>5. Le cash net représente :</b>	<b>781 JPY</b>
soit 32% 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 5 909 JPY**  
Soit un potentiel de +142% pour un cours de référence = **2 441 JPY**

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.

## VI. Conclusions

### Une stratégie de croissance affirmée

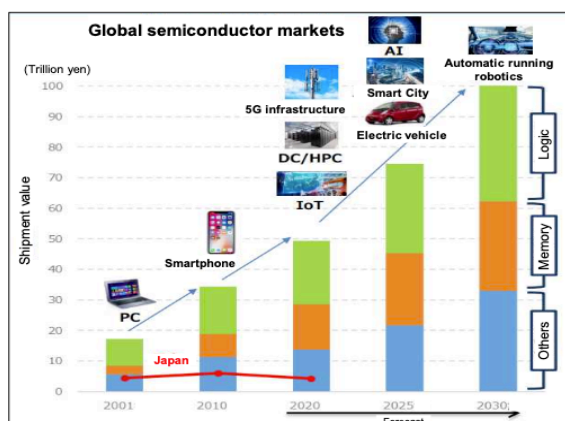
Notre RAPP a connu une croissance soutenue ces dernières années. L'expansion s'est faite en particulier à l'international. Le groupe s'est implanté en Thaïlande et au Moyen-Orient en 2015, au Mexique en 2016, en Europe en 2018, en Indonésie en 2019, et a construit une usine en Chine en 2020. La part de l'activité à l'étranger est ainsi passée de 18,6% en 2015 à 30,5% sur l'exercice clos au 31.03.2022.

NPP a également réalisé des investissements importants dans son outils de production au Japon. La principale usine du groupe, située à Sanda, a connu de gros travaux de rénovation de 2017 à 2020. Les dépenses se sont montées à 6,1 Md JPY (env. 40 M USD) et explique la baisse du free cash-flow sur cette période.

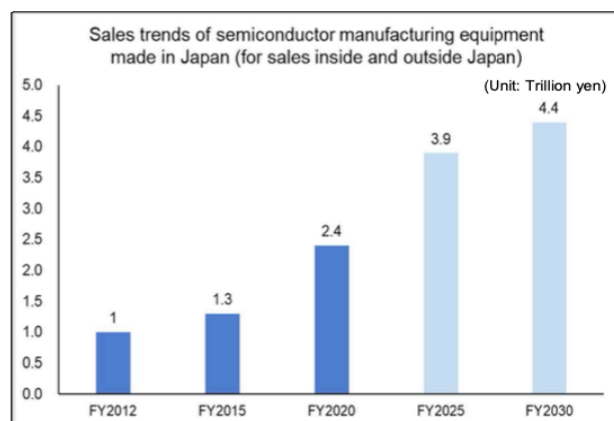
Une nouvelle usine est par ailleurs en cours de construction à Fukuchiyama. Sa mise en service est prévue pour octobre 2023. Elle devrait permettre d'augmenter la capacité de production maximale du groupe de 80%. Un projet d'envergure dont le budget a été estimé à 10,5 Md JPY (env. 70 M USD). Les dirigeants semblent même avoir déjà préparé la suite puisque le site a la possibilité d'accueillir 3 nouvelles usines de taille similaire. La société est également en train d'investir 3 Md JPY (env. 20 M USD) dans un centre de recherche et développement.

Ces dépenses doivent permettre à NPP de répondre à une demande forte sur le marché des semi-conducteurs. La dynamique du secteur devrait être soutenue par le développement de la 5G, des objets connectés, de la voiture électrique, de l'intelligence artificielle, de la robotique, ...

Les ventes de semi-conducteurs au Japon sont ainsi attendues à 3,9 trillions de yen (env. 25 milliards USD) en 2025 (+62% vs 2020) et à 4,4 trillions de yen en 2030 (env. 30 milliards USD) en 2030 (+83% vs 2020).



\*Source: "Semiconductor Strategy (Outline)", the Ministry of Economy, Trade and Industry, March 2021



\*Source: "5th Semiconductor/Digital Industry Strategy Review Conference", the Ministry of Economy, Trade and Industry (April 14, 2022)

## **Des dirigeants « pro business »**

La gouvernance est souvent problématique au Japon. L'excès de conservatisme conduit fréquemment à des situations ubuesques où l'on voit des montagnes de liquidités s'amonceler dans les bilans.

Les dirigeants de NPP ont au contraire adopté une stratégie offensive. Le bilan n'en reste pas moins solide, mais comme nous l'avons vu, une part importante des cash-flow générés par l'activité est réinvestie dans la croissance de l'entreprise. Au regard des niveaux de marges et de l'évolution du marché, ce serait dommage de s'en priver.

Autre point sur lequel l'entreprise se démarque : une politique d'allocation du capital tournée vers les actionnaires. NPP prévoit de distribuer au moins 30% de ses bénéfices. Plutôt un bon niveau pour le Japon, d'autant plus pour une société en croissance. NPP pourrait aussi procéder à des rachats d'actions.

## **Le mot de la fin**

La pénurie de semi-conducteurs et l'explosion des investissements dans le secteur qui s'en est suivie, a permis à Nippon Pillar Packing de réaliser un exercice 2021/2022 exceptionnel avec un bénéfice plus que doublé. Après ces résultats record, les perspectives pour l'exercice en cours (2022/2023) restent solides avec un chiffre d'affaires attendu à 44 Md JPY (+8,2%), un résultat opérationnel à 11,8 Md JPY (+3,6%) et un résultat net à 8,3 Md JPY (+0,2%). Sur la base de ces prévisions, l'entreprise est bon marché avec un PER inférieur à 7.

L'horizon semble plutôt dégagé pour notre RAPP, mais l'industrie des semi-conducteurs est cyclique et un retournement de tendance, au moins à court terme, n'est pas à exclure. Nous pensons néanmoins qu'investir dans Nippon Pillar Packing peut être un bon moyen de s'exposer indirectement et à un prix raisonnable à une industrie dont la tendance de fond devrait rester porteuse. Notons enfin qu'il n'y a pas d'activiste au capital, mais avec un flottant de près de 80%, une mauvaise allocation du capital pourrait vite attirer ce genre d'investisseur.

### **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.