

# LES DAUBASSES

- Analyse RAPP -

## Showa Paxxs

Bourse de Tokyo, Ticker : 3954 / Isin : JP3368600007

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

Cours de clôture du jeudi 25 juillet 2019 = **1 541 JPY**

### Présentation

**Showa Paxxs Corporation** est une société japonaise active dans la conception et la vente d'emballages divers. Son activité est centrée sur 4 activités : les emballages sous forme de sacs, les films plastiques, les emballages techniques pour l'industrie et les machines pour remplir et sceller les emballages. Les produits répondent à différentes exigences (chaleur, étanchéité, résistance, ...) : ils sont destinés à l'industrie et à l'agriculture.

Les images ci-dessous permettent de mieux appréhender les différents produits fabriqués et vendus par la société :

工業用シュリンクフィルム

エスタイト

防塵効果が高く  
超大型製品を包装できる  
熱収縮包装用フィルム。



工業用ストレッチフィルム

エスラップ

省資源・省エネルギー時代を  
一歩リードする  
画期的な包装資材。



Films plastiques

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

重包装用紙袋

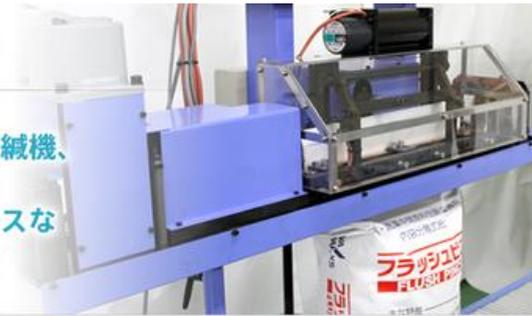
フラッシュピンチ

ISO14000、HACCPを  
考慮した食品・医療中間体  
原料包装に最適な紙袋。



Compact pinch bag sealer  
簡易型封緘機

ピンチ袋外層封緘機、  
内層シール機。  
安価で省スペースな  
簡易型封緘機。



重包装用紙袋

ダブルピンチバッグ

被包装物の特性に合わせて  
袋の最内層の素材を  
選定することができる紙袋。  
超防湿・超ガスバリア包装に最適。



Auto pinch bag machine  
自動封緘機

専用のシーラークローサー  
(ダブルピンチシーラー) により  
簡単に封緘。



Exemple d'emballages "sacs"

Machines pour les industriels

粉・粒用

エルコン(ワンウェイ用フレキシブルコンテナ)

包装・輸送・保管の合理化に  
用途に応じて形式選択可能。  
エルコンは、安心のJIS適合(準拠)品。



Exemple d'emballage à vocation industrielle

Créée en 1935, Showa Paxxs emploie 636 salariés et a son siège social dans la capitale japonaise, Tokyo.

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

---

**I. Gestion** : nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires

1. Evolution du nombre d'actions (en millions)

*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.*

2019	4,440
2018	4,440
2017	4,440
2016	4,441
2015	4,441
2014	4,442
2013	4,442
2012	4,443

La société a annulé 2 74 actions sur la période. On peut parler de nombre d'actions constant sur la période.

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.*

2019	12,1%
2018	12,6%
2017	13,2%
2016	12,6%
2015	12,7%
2014	12,6%
2013	12,9%
2012	12,6%

Quelle stabilité ! On pourrait regretter qu'ils ne soient pas en réduction, mais ils ne sont pas non plus en progression. Pas de bon point ni de mauvais point.

---

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

---

### 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.*

2019	40,7
2018	42,4
2017	44,6
2016	45,1
2015	47,3
2014	45,3
2013	50,6
2012	49,9

On observe une belle réduction de la rotation des stocks. En passant de 50 jours à 40 jours de chiffre d'affaires, c'est un gain de 10 jours. Bel indicateur de gestion

### 4. Création de valeur sur 8 années : 86,4%

*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 +9,3% par an sur les 8 dernières années.

**Conclusions** : On peut regretter qu'il n'y ait pas eu de rachats d'actions opportunistes et n'a pas non plus réussi (ou eu la volonté ?) de réduire la part des frais généraux. Hormis ces deux points, les stocks tournent plus rapidement et la société crée de la valeur pour les actionnaires. Regardons maintenant si les finances sont solides.

---

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.

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

2. Trésorerie nette par action : 1 215 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 accumulée au fil des ans est impressionnante. La trésorerie nette représente 79% de la capitalisation boursière actuelle de la société !

3. Rapport "dettes long terme" / "free cash-flow moyen" = 11,0x

*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.*

Ce ratio ne fait pas rêver : il est assez élevé puisqu'il faudrait 11 années de FCF moyen des 5 derniers exercices pour désintéresser les créanciers à long terme. Néanmoins, notons que les actifs courants couvrent plus de 1,5x le total du passif. A relativiser donc.

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.*

# LES DAUBASSES

---

L'entreprise présente une très bonne solvabilité. Le ratio calculé est le double de notre seuil minimal de 40% exigé pour acheter une action. Showa Paxxs a l'assise financière suffisamment solide pour faire face à des imprévus, même majeurs.

**Conclusions :** L'abondante trésorerie est un gage de sécurité certain pour les actionnaires et pour assurer la pérennité de la société à moyen terme.

**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)

2019	260
2018	231
2017	196
2016	186
2015	148
2014	159
2013	118
2012	109

De 2012 à 2019, le bénéfice par action (BPA) a augmenté de 139%, soit un rythme annualisé de +13,2% par an. Pas un seul exercice en retrait sur la période. Bel exemple de croissance rentable au profit des actionnaires.

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

2019	4 914
2018	4 678
2017	4 502
2016	4 520
2015	4 468
2014	4 402
2013	4 199
2012	4 261

Le chiffre d'affaires par action n'a progressé que de 15% sur 8 ans, avec une hausse moyenne de +2,1% par an. Comme pour le BPA, pas un seul exercice est en retrait. C'est assez impressionnant pour le calculer. On notera que les BPA progresse à un rythme plus important que le CA. Signe de bonne gestion.

---

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

---

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

*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.*

2019	295
2018	250
2017	219
2016	169
2015	154
2014	14
2013	95
2012	30

C'est LE ratio phare pour les actionnaires. Le cash qui rentre en caisse, ça ne peut pas mentir ! Le FCF progresse en moyenne de +38,7% par an sur la période. Il est multiplié par 10.

En regardant en détail, on voit très bien un changement au cours de ces 8 ans. Les années avançant, les flux opérationnels (générés par l'activité) augmentent au fil des ans alors que les investissements sont de plus en plus faibles. L'effet ciseau est impressionnant sur la génération de flux de trésorerie.

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

2019	38
2018	34
2017	34
2016	24
2015	24
2014	24
2013	24
2012	24

On ne change pas rapidement la culture japonaise au sein des entreprises japonaise. Cela se voit sur la distribution de dividendes. Les dividendes versés sont certes en croissance sur la période (+58%) mais à un niveau bien moindre que les BPA ou le FCF par action. On sait où le cash est accumulé : dans le bilan de la société, en banque.

---

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

---

## 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.*

2019	7,8
2018	7,3
2017	6,4
2016	7,0
2015	6,4
2014	0,6
2013	4,0
2012	1,2

Comme écrit ci-dessus, les dividendes ne sont distribués en fonction des résultats ou des flux de trésoreries générées. La politique sur le dividende, c'est "prudence avant tout". Le taux de distribution peut largement être revu à la hausse.

## 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.*

2019	7,0%
2018	6,7%
2017	6,0%
2016	5,5%
2015	4,1%
2014	4,5%
2013	4,0%
2012	4,1%

Les marges sont plutôt faibles en 2012 à 4,1%. Elles progressent de +70% sur la période pour atteindre 7,0%. Un niveau correct pour une entreprise industrielle.

---

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

---

## 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 satisfaisant.*

2019	7,4%
2018	6,7%
2017	6,4%
2016	6,9%
2015	5,7%
2014	6,7%
2013	5,4%
2012	5,4%

Le ROE moyen sur la période observée est de 6,3%. Niveau assez standard. En fait, il est pénalisé par la surcapitalisation de la société (cf. le niveau de trésorerie). Toutes choses égales par ailleurs, avec trésorerie 2x plus faible, le ROE 2019 ressortirait à 9,5%. C'est donc "un problème de riche" qui fait que le ROE est dégradé. Il pourrait s'améliorer avec un retour plus important vers les actionnaires (dividendes / rachats d'actions).

**Conclusions** : Showa Paxs est une belle entreprise, en croissance avec un très beau levier sur les marges (structure à coûts fixes ?). Même avec une faible hausse de l'activité de +2,1% en moyenne, le BPA a été multiplié par x2,4 sur la période. Les FCF sont également au rendez-vous. Reste à voir si le futur sera du même acabit.

Un management plus concentré sur le ROE serait également une bonne nouvelle pour les actionnaires. Le Japon est en train de prendre le virage du "ROE > 10%", mais selon les entreprises, cela prend plus ou moins de temps...

**IV. Valorisation** : dans cette partie sont présentés quelques éléments de valorisation de la société, avec des comparaisons historiques et comparaisons sectorielles

1. **PER 2019 = 5,9x** (PER moyen des 8 dernières années = 6,6x et PER du secteur en Asie = 10,7x)
2. **EV / EBITDA = 1,0** (EV / EBITDA du secteur = 6,3x)
3. **Rendement dividende = 2,5%**
4. **Price-to-book** (= multiple de capitaux propres *part du groupe*) **2019 = 0,44x**

---

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

---

(*price-to-book* moyen des 8 dernières années = 0,43x et *price-to-book* moyen du secteur = 0,79x)

5. **Le cash net représente** : 1 215 JPY par action, soit 79% de notre cours de référence (1 541 JPY)
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 **5 137 JPY**.

Soit un potentiel de +234% par rapport à notre prix de référence de 1 541 JPY.

---

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.

## VI. Conclusions



### **Une industrie pas du tout sexy**

Pour un business pourri, avec Showa Pawws, on est servi : de l'emballage industriel ! Et pourtant, derrière cette façade, apparaît une multitude de produits techniques qui permettent de générer de belles marges.

La société a investi massivement au début des années 2010. D'ailleurs, il semble qu'une acquisition s'est faite à un prix, largement sous les fonds propres, car la société a "amorti" en positif du Badwill (différence entre le prix payé et les fonds propres, quand le prix payé < fonds propres) pendant des années. Et depuis l'exercice 2015, les investissements sont plus mesurés. Ce qui n'empêche pas la société de faire croître son activité et sa rentabilité.

Est-ce le signe que la société a atteint une bonne taille critique et qu'elle a taillée des croupières sur son marché ? Quoi qu'il en soit, elle est valorisée en bourse 5x le FCF 2019 et a annoncé déjà pour le prochain exercice des chiffres proches à ceux 2019 (CA, résultat opérationnel, bénéfice et dividende).

### **Catalyseurs**

Trois catalyseurs potentiel pourraient donner un petit coup de boost au cours :

- **un meilleur retour aux actionnaires.** La société croule sous le cash. A moins qu'elle envisage d'installer des piscines remplis de billets pour y faire baigner ses employés, elle peut à tout moment distribuer un gros dividende ou réaliser des rachats d'actions opportunistes. Ce serait un bon moyen de créer de la valeur ;
- **une acquisition structurante.** En plus de retourner plus de cash aux actionnaires, la trésorerie de Showa Paxx est suffisante pour réaliser une belle acquisition pour changer de dimension. Si la cible a une taille suffisante, cela pourrait avoir un impact positif sur les niveaux d'activité, la rentabilité et donc sur la visibilité boursière de la société ;
- **Des résultats positifs qui se poursuivent.** A force d'accumuler les bons résultats, le marché, comme d'habitude, va se rendre compte que quelque chose cloche et devrait réviser la valorisation à la hausse. Le temps joue en faveur des actionnaires tant que les bénéfices sont présents.

### ***Déontologie : un / des membre(s) de l'équipe actionnaire(s)***

---

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

## **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**

**© Tout droits réservés**