

Komori

PORTEFEUILLE DAUBASSES 2

Bourse de Tokyo - Ticker : 6349 / ISIN : JP3305800009

KOMORI

- Une bonne impression ? -

Date d'achat : 23.12.2022

Cours d'achat : 785 JPY

Nombre de titres achetés : 100

Objectif de cours : 1 467 JPY (potentiel de +87%)

I. Introduction

Komori est une entreprise japonaise spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'équipements d'impression professionnels. La société propose des solutions d'impression offset pour la presse, les livres, emballages, catalogues, brochures... ainsi que des imprimantes de billets de banque.

Elle réalise environ la moitié de son chiffre d'affaires au Japon, près d'un quart en Europe et 15% en Chine.

Bientôt centenaire (la société a été fondée en 1923), Komori compte 2 600 salariés. Le capital de l'entreprise n'est pas verrouillé et la capitalisation boursière est de l'ordre de 45 milliards JPY soit plus de 300 M USD.

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

Cette analyse a été préparée à partir des états financiers au 30 septembre 2022. Le nombre d'actions (auto-contrôle déduit) à cette date est de 54 521 999.



Imprimante de billets de banque

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

Nous avons acheté un actif courant de (montant en JPY par action) :

Trésorerie et équivalents =	832
Créances clients =	288
Stocks =	666
Autres =	383

Total =	2 169
Total des dettes	-997

VANN par action =	1 172
--------------------------	--------------

Komori possède un actif courant d'une valeur totale de 2 169 JPY par action. En retranchant de ce montant l'ensemble des dettes (intérêts minoritaires compris) représentant 997 JPY par action, la VANN s'établit à 1 172 JPY par action.

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

La société détient de l'immobilier (immeubles + terrains) qu'elle utilise pour son usage propre. Ces actifs ont été acquis pour une valeur historique de 36 931 M JPY soit 677 JPY par action.

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

LES DAUBASSES

Nous prenons habituellement une marge de sécurité de 20% sur cette valeur pour calculer la VANE. Dans le cas de Komori, nous allons nous montrer plus prudents et appliquer une marge de 40%. La société a procédé à d'importantes dépréciations d'actifs sur son immobilier en 2020 en raison de perspectives commerciales moins favorables, ce qui nous incite à doubler notre marge de sécurité.

Nous retenons ainsi une valeur de 406 JPY par action pour l'ensemble du patrimoine immobilier. Nous ajoutons ce montant à la VANN et obtenons une VANE de **1 579 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) :

Postes du bilan	Valeur par Action	Marge de Sécurité	Valeur Nette par Action
Liquidité	832	0%	832
Titres de participation	288	30%	201
Créances	289	20%	231
Stocks	666	30%	466
Actifs non courants			
Immobilier	677	40%	406
Immobilisations corporelles	320	90%	32
Participations	172	30%	120
Total Actif (A)			2 289
Hors bilan			
Leases	-15	50%	-7
Stock Option	0	0%	0
Engagements retraites	-374	0%	-374
Total passif			-994
Total Passif + Hors bilan (B)			-1 375
VMLV (A) + (B)			914

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

LES DAUBASSES

Notons que la société détient des titres de sociétés cotées classés en actifs courants. Nous avons appliqué une marge de 30% sur la valeur comptable de ces titres (comme nous le faisons pour les titres de participations classés en non courant) pour tenir compte de la volatilité et d'un éventuel effet d'impôt.

La société a également des engagements de retraite pour un montant 20,3 milliards JPY (374 JPY par action) dont nous avons tenu compte dans notre calcul à 100% par prudence.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, Komori a enregistré 2 exercices en perte. La moyenne des résultats opérationnels sur ces 5 exercices ressort à 594 M JPY. Nous retranchons de ce montant un impôt forfaitaire de 30% et actualisons le tout à 14%. Nous obtenons une VCB de **2 969 M JPY** soit **54 JPY** par action.

VI. Conclusions

A notre prix d'achat de 785 JPY, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

33% sur la VANN de 1 172 JPY
50% sur la VANE de 1 579 JPY
17% sur la VMLV de 942 JPY

Le potentiel sur la Valeur d'Actifs Net Tangibles (VANT par action = 1 834 JPY) est de : +134%
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 :

=> Objectif de cours pour l'action Komori = 80% VANT = 1 834 x 80% = 1 467 JPY. Nous serons donc vendeurs à ce cours qui correspond à un potentiel de +87% par rapport à notre cours d'achat.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **107%**. Nous sommes bien au-dessus de notre seuil minimum exigé de 40% pour passer à l'achat.

Ratio technologique = **53%**. L'entreprise a dépensé 12 951 M JPY (env. 90 M EUR) en recherche & développement sur les 5 derniers exercices.

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

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

Le cours de Komori a perdu près de 40% depuis ses niveaux de 2017-2018. La principale raison de cette baisse semble être un recul de l'activité accentué par la crise covid dans un marché déjà en déclin depuis les années 2000.

Ces difficultés opérationnelles ont conduit l'entreprise à réaliser des dépréciations d'actifs significatives au cours de l'exercice clos au 31 mars 2020. Une perte de valeur de 16,8 Md JPY (154 M USD) a été comptabilisée. Elle porte principalement sur des terrains (9,9 Md JPY) et des bâtiments (4,8 Md JPY).

Les dirigeants n'y sont pas allés avec le dos de la cuillère. Au 31 mars 2019, les terrains étaient valorisés 18 Md JPY (env. 125 M EUR). Un an plus tard, leur valeur comptable était réduite de 55% à 8 Md JPY (env. 55 M EUR). S'il est vrai que l'exercice s'est soldé par une perte opérationnelle (hors dépréciation) de 3,4 Md JPY, les comptes ont été préparés dans un contexte de panique générale. Est-ce que l'entreprise n'aurait pas fait preuve d'un conservatisme extrême (la norme au Japon) à une période où on nous annonçait la fin du monde ? N'aurait-elle pas profité de la crise covid pour tailler à la serpe dans son bilan ?

Précisons que cette perte de valeur a été déterminée en fonction des flux de trésorerie futurs attendus. Elle n'est sans doute pas révélatrice de l'évolution de la valeur vénale des biens immobiliers en question. Elle a toutefois pesé sur les fonds propres. Leur valeur est passée de 130 Md JPY au 31 mars 2019 à 98 Md JPY au 31 mars 2020, soit une baisse de 25% sur un an.

Ajoutons à ce point un environnement macroéconomique incertain : inflation, conflit russo-ukrainien, risque de récession...

Et tous les éléments propres au Japon :

- une démographie décroissante depuis des années = décroissance économique du pays (dans la tête des investisseurs) ?
- 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'État 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 ?

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

- quid des risques de catastrophes naturelles comme les typhons, tremblements de terre et tsunamis : des évènements 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 ?

Avec le développement d'internet, des médias digitaux et des livres numériques, le marché des imprimantes professionnelles est en déclin. Cette tendance de fond pourrait se poursuivre et entraîner une baisse de la demande des produits commercialisés par notre daubasse nippone.

Une conjoncture économique dégradée pourrait aussi être préjudiciable à l'activité de Komori. L'entreprise commercialise des biens d'équipements dont la demande peut fluctuer en fonction de l'environnement macroéconomique. En période de récession, les clients de Komori seront moins disposés à renouveler leurs équipements.

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

Un patrimoine sous-évalué ?

Après deux années dans le rouge, les résultats de Komori ont retrouvé des couleurs au cours de l'exercice 2022. Les ventes à l'export, qui avaient été pénalisées lors de la crise covid, sont reparties de l'avant (+50% vs 2021) et le résultat opérationnel a grimpé en flèche à 2,3 Md JPY contre une perte de -2,3 Md JPY un an plus tôt. La société a également réalisé une opération de *lease-back* (vente d'un actif suivie d'une location en crédit-bail) sur des actifs immobiliers (terrain du centre de pièces détachées de Sekiyado) et réalisé au passage un gain exceptionnel de 3,7 Md JPY.

L'exercice 2022 était donc un bon cru. Il s'est soldé par un bénéfice de 6,2 M JPY (111 JPY par action), loin des pertes de 2020 (-450 JPY par action) et de 2021 (-37 JPY par action).

L'opération de *lease-back*, justifiée par l'entreprise par sa volonté de rationaliser son organisation, est intéressante pour les investisseurs dans la valeur que nous sommes car elle montre que le terrain en question était largement sous-évalué dans le bilan. La société a dégagé un produit de cession de 4,1 Md JPY et réalisé une plus-value de 3,7 Md JPY. La valeur comptable du terrain était donc de $4,1 - 3,7 = 0,4$ Md JPY. Ce terrain a été vendu à un niveau environ 10x supérieur à sa valeur comptable. Pour une entreprise presque centenaire, ce n'est pas si surprenant d'autant plus qu'on rappelle que Komori a déprécié ses terrains de 55% en 2020 !

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

Il n'est donc pas impossible que les actifs immobiliers et les fonds propres de Komori soient (largement ?) sous-évalués. C'est une marge de sécurité supplémentaire en ce qui concerne notre objectif et un catalyseur potentiel en cas de nouvelles cessions d'actifs avec des plus-values importantes.

Des perspectives pas si moroses

Le secteur de l'impression professionnelle est en déclin mais les perspectives de résultats de Komori n'ont rien d'alarmantes à ce stade.

Oct 28 (Reuters)-
Komori Corp
CONSOLIDATED FINANCIAL HIGHLIGHTS
(in billions of yen unless specified)

	6 months ended Sep 30, 2022	6 months ended Sep 30, 2021	Year to Mar 31, 2023
	LATEST RESULTS	YEAR-AGO RESULTS	LATEST FORECAST
Sales	46.10 (+14.8 pct)	40.14 (+18.4 pct)	98.00 (+11.8 pct)
Operating	2.73 (+434.8 pct)	509 mln	4.40 (+94.0 pct)
Recurring	4.10 (+354.5 pct)	901 mln	5.40 (+58.4 pct)
Net	3.27 (-8.9 pct)	3.59	4.20 (-31.8 pct)
EPS	59.95 yen	64.17 yen	77.03 yen
Ann Div		56.00 yen	30.00 yen
-Q2 div	15.00 yen	15.00 yen	
-Q4 div		41.00 yen	15.00 yen

Si le résultat net est attendu en recul de 32% à 4,2 Md JPY (baisse entièrement attribuable à une base de comparaison défavorable en raison de la plus-value de cession évoquée plus haut), l'activité devrait progresser de près de 12% à 98 Md JPY et le résultat opérationnel presque doubler à 4,4 Md JPY. Ces prévisions ont été revues à la hausse fin octobre alors que l'entreprise a publié un résultat opérationnel sur 6 mois (2,7 Md JPY) déjà supérieur à celui de l'exercice précédent (2,3 Md JPY).

Dans son plan stratégique 2021-2024, Komori prévoit des niveaux de résultats encore plus élevés pour 2024 : un chiffre d'affaires de 110 Md JPY (+12% / forecast 2023) et un résultat opérationnel de 7,7 Md JPY (+75% / forecast 2023). Ces objectifs paraissent ambitieux, mais ils montrent que l'entreprise n'a pas l'intention de se reposer sur ses lauriers.

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

LES DAUBASSES

L'atteinte de ces résultats passera peut-être par le développement de nouveaux produits et la conquête de nouveaux marchés. L'entreprise investit massivement dans la R&D (pour rappel, son ratio technologique est de 50%) et trouvera, on l'espère, des débouchés qui lui permettront de compenser le déclin de ses activités historiques. Elle investit par exemple dans des équipements d'impression offset de haute précision utilisés dans l'industrie des semi-conducteurs. Le marché de l'impression d'emballages est par ailleurs attendu en croissance et pourrait également contribuer à la hausse des résultats dans le futur.

Un modèle de gouvernance

Comme vous l'avez constaté, c'est un point sur lequel nous sommes de plus en plus vigilants pour nos investissements au Japon.

Komori nous paraît assez exemplaire en la matière. La politique du groupe prévoit un retour aux actionnaires de 80%. Un niveau particulièrement élevé pour le Japon, et peut-être même le plus élevé que nous avons vu jusque-là. Ce retour a pris la forme de rachats d'actions et de dividendes ces dernières années. Le nombre d'actions en circulation a diminué de 12,1% entre le 31 mars 2015 et le 30 septembre 2022. La société a par ailleurs versé 296 JPY de dividendes cumulés sur cette période, soit 36% du cours actuel.

Au cours de l'exercice 2022, Komori a été particulièrement généreuse avec ses actionnaires. Ces derniers ont bénéficié d'un dividende de 56 JPY par action (*payout* de 50% et rendement de près de 7% au cours actuel) et de rachats d'actions propres avec une diminution de 2,5% du nombre de titres en circulation. En cumulant dividendes et rachats d'actions, le retour aux actionnaires est plutôt de l'ordre de 70% que 80% du résultat net, un niveau malgré tout très appréciable. De notre compréhension, le niveau de 80% est plutôt une moyenne dans la durée.

On ne serait pas contre de nouvelles opérations de *lease-back* pour soutenir le niveau de distribution. Les actionnaires en ont doublement bénéficié au cours de l'exercice 2022 puisqu'ils se sont vu retourner une partie du bénéfice exceptionnel sous forme de dividende et que cette distribution a mécaniquement augmenté le retour sur fonds propres (ROE) en diminuant la valeur de ces derniers au bilan.

Pour finir, notons que la société a un capital ouvert et qu'elle communique largement en anglais sur son site investisseurs (résultats, rapports, présentations, ...). La société se paye 10x son bénéfice prévisionnel 2023 (pas spécialement bon marché), mais avec une capitalisation boursière couverte à plus de 100% par la trésorerie nette + les titres de participation, une volonté affichée de récompenser ses actionnaires et un patrimoine immobilier vraisemblablement sous-évalué, notre net-net nipponne pourrait aiguïser l'appétit d'investisseurs étrangers...

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

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