



### « L'exception Japonaise »

Chers Amis Investisseurs,

Dans nos investissements Autour du Monde commencés avec vous en 2005, le Japon a pris tardivement sa place, aux alentours de 2012-2013 et celle-ci n'a cessé de croître depuis. Notre récent voyage de 15 jours et plus de 40 rencontres d'entreprises sont l'occasion de revenir sur cette histoire commune.

Si nous avons pris notre temps pour aborder le Japon alors qu'il s'agit d'un marché boursier particulièrement profond, c'est que les valorisations ont beaucoup tardé à dégonfler depuis l'éclatement de la bulle à la fin des années 80 et que la majorité des entreprises japonaises n'ont que très progressivement fait une priorité de leurs niveaux de marge ou de dividendes, faisant longtemps preuve d'une irrationalité parfois déconcertante en matière d'allocation du capital. La médiocrité courante des marges ne s'explique pas seulement par une indifférence pour la finance mais aussi par un souci de cohésion sociale. Au Japon, la responsabilité sociale des entreprises est une évidence et s'étend par exemple jusqu'à la garantie de l'emploi à vie. C'était le cas de Showa Aircraft, société visitée en 2013 qui avait encore 300 employés totalement inoccupés 8 ans après la perte d'un contrat de sous-traitance ! D'une façon similaire, l'allocation du capital est contrainte par des pratiques de place auxquelles une société individuelle peut difficilement se soustraire. Par exemple l'habitude d'échanger des participations en capital croisées parfois significatives avec ses fournisseurs, clients et autres partenaires qui concerne encore plus de 60% des entreprises japonaises.

Dès 2012, nous avions tout de même trouvé des investissements pertinents dans des sociétés de croissance de bonne qualité faiblement valorisées comme Keyence, le spécialiste mondial du conseil et de la vente de capteurs pour la robotisation des lignes de production ou Mandom, société de cosmétiques qui connaît un beau développement en Asie du Sud-Est, tout particulièrement en Indonésie. Ces deux cas sont intéressants car c'est précisément l'irrationalité de l'allocation du capital se traduisant par une forte accumulation de trésorerie au bilan qui a conduit à une sous-valorisation manifeste de ces titres, le marché ne tenant plus aucun compte de la trésorerie alors même que dans un environnement de taux nuls, il est plus facile d'être patients avec les entreprises.

Depuis 2012, la place du Japon a grandi dans les fonds Sextant Autour du Monde et Grand Large, précisément en

raison du progrès de la culture financière des entreprises japonaises. Nous avons ainsi investi ces dernières années dans Shiseido et Fanuc, deux idées qui illustrent bien l'évolution récente de la mentalité des entreprises japonaises respectivement sur leurs niveaux de marge et sur l'allocation du capital. Shiseido a toujours eu la passion de développer d'excellents produits et a donc conservé de bonnes marques. Mais la société avait une rentabilité faible et même nulle à l'international, avec une déresponsabilisation totale des équipes de marketing par rapports aux ventes effectives et de larges inefficiences dans l'organisation, inconnues dans le reste du monde à cette taille d'entreprises, par exemple l'absence d'une fonction achats sur les frais généraux. L'arrivée d'un PDG à la double culture japonaise et américaine, nommé pour la première fois en provenance de l'extérieur, a initié une profonde révolution culturelle avec une revue de toute l'organisation interne et une redynamisation de l'activité et des marges avec un potentiel pluri-annuel. Dans le cas de Fanuc, l'arrivée au capital de l'activiste américain Daniel Loeb a donné l'occasion à l'entreprise de revoir intégralement sa politique de retour aux actionnaires, historiquement famélique malgré une trésorerie nette pléthorique. Désormais la société s'est engagée à retourner l'intégralité de sa génération annuelle de trésorerie aux actionnaires via dividendes réguliers et rachats d'actions opportunistes. C'est un progrès considérable et mal pris en compte à notre avis dans la valorisation actuelle du titre même s'il reste la question de la trésorerie déjà accumulée au bilan.

Il y a donc encore matière à progrès. Pour le mesurer précisément, nous y sommes donc retournés pour rencontrer plus de quarante entreprises à Tokyo, Yokohama, Nagoya, Osaka et Kyoto ainsi que des analystes sectoriels et des investisseurs locaux partageant notre philosophie d'investissement. C'est aussi le reflet de notre approche opportuniste de l'investissement à l'international après plus de dix ans d'expérience qui nous ont donné une bonne base de connaissances dans les grands marchés boursiers. Pour savoir où concentrer nos efforts à un moment donné, nous évitons les scénarios macro-économiques et préférons une attitude contrariante, en faisant le pari qu'intervenir systématiquement au son du canon nous met du bon côté des probabilités puisque les risques macro-économiques se sont déjà matérialisés au moins en partie, que les valorisations ont déjà baissé et que le scepticisme est largement répandu. Nous activons alors nos réseaux locaux, établissons un programme de visites tous azimuts et cherchons des idées pertinentes à long-terme, quelque soit l'évolution de l'économie à court et



moyen-terme. Après l'Inde en 2010-2012, le Brésil en 2014 et la Russie en 2015, le Japon s'imposait cette année à la suite d'une forte baisse du marché liée à la hausse du yen depuis juin 2015, dans un contexte où les autres pays développés offrent de moins en moins de possibilités.

Côté météo le mois d'août n'est pas la période la plus favorable avec des températures aussi élevées que l'humidité et des typhons, sans compter l'expérience impressionnante d'un tremblement de terre en plein rendez-vous. Il y a aussi la barrière de la langue qui nécessite la présence quasi-permanente d'un interprète... Heureusement nous avons pu compter sur la courtoisie générale des Japonais, leur sens de l'hospitalité et du confort et leur obsession de l'hygiène qui s'expriment dans les toilettes chauffantes comme dans les dentelles impeccables qui ornent les sièges des taxis, ou dans le nettoyage "militaire" des TGV (le fameux miracle en 7 minutes : <http://m.youtube.com/watch?v=kt92-ZDm-HM> ou cherchez "miracle en 7 minutes" sur Google ou Youtube pour trouver la vidéo ou encore photographiez le QR code à la fin de la lettre). Comme cette discipline extrême et efficace, leur attirance obsessionnelle pour la perfection, souvent minimaliste, a aussi son côté obscur mais demeure fascinante. Steve Jobs s'en est inspiré et les Japonais le lui rendent bien, l'iPhone ayant au Japon sa plus forte part de marché mondiale, frôlant les 100% dans le métro de Tokyo, avec une représentation exceptionnelle des modèles les plus récents. Cela influe également les cultures d'entreprises et explique les parts de marché mondiales colossales souvent supérieures à 30% et parfois 50% de nombreuses sociétés rencontrées dans l'industrie et l'électronique, des connecteurs wifi de Murata aux équipements pneumatiques de chaînes de production automatisées de SMC.

Une conséquence est que les sociétés japonaises évoluent certes très lentement dans leurs pratiques financières mais aussi très sûrement à la façon d'un rouleau compresseur. Ainsi les taux de distribution de dividendes augmentent régulièrement et les rachats d'actions qui étaient eux pratiquement interdits jusqu'en 2001 représentent désormais le quart des sommes rendues aux actionnaires avec une croissance régulière et surtout indépendante de la tendance du marché actions alors qu'ailleurs dans le monde ils sont presque parfaitement corrélés avec le niveau du marché actions. Ces dernières années, ce mouvement a été encouragé par le

gouvernement par exemple via la création d'un indice incluant les entreprises les plus performantes en matière de rentabilité des fonds propres qui est une très bonne approximation de la qualité de la gestion financière d'une entreprise. Du coup aujourd'hui de plus en plus d'entreprises japonaises sont attentives à leur niveau de rentabilité de fonds propres. Elles ont défini des objectifs en la matière et communiquent dessus de façon régulière. De façon plus qualitative, le gouvernement encourage aussi les progrès en matière de bonne gouvernance, ce qui se traduit par une très forte progression de la part d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration. Ces progrès sont d'autant plus attrayants que les sociétés japonaises ont divisé par deux leur endettement depuis 2010 alors que les autres sociétés asiatiques l'ont doublé sur la même période et que les sociétés américaines en ont quasiment fait autant depuis 2007. Aux États-Unis cette dette sert de façon malsaine à la rémunération des actionnaires puisque cette dernière est désormais supérieure à la trésorerie qu'elles génèrent, ce qui, en haut de cycle, est une aberration insoutenable.

Bien sûr tout cela ne serait d'aucun secours si les valorisations du marché japonais l'intégraient dans les cours. Mais bien au contraire en regardant tout simplement le PER de l'année, les actions japonaises sont en moyenne 15% moins chères que les actions européennes et 25% moins chères que les actions américaines. Un facteur d'explication pourrait être la démographie, spécialement défavorable au Japon. Mais cette contrainte est bien anticipée par les sociétés japonaises qui dans l'industrie sont en pointe en termes d'automatisation et qui dans la consommation se tournent de plus en plus agressivement vers les marchés étrangers, notamment dans le reste de l'Asie. Par ailleurs la sous-valorisation n'est pas moindre chez les sociétés essentiellement exportatrices. Il est donc assez logique que nous trouvions de nouvelles idées au Japon, par exemple Meitec dont nous vous parlons dans le rapport mensuel du fonds Sextant Autour du Monde. D'autres sont en cours d'étude mais dès aujourd'hui les actions japonaises représentent respectivement 9% et 13% de l'actif investi en actions dans les fonds Sextant Autour du Monde et Sextant Grand Large.

Louis d'Arvieu et Julien Faure

