



Abril 2017

Kawasumi Laboratories una “net-net” de Benjamin Graham

- Creemos que Kawasumi está muy infravalorada a los precios actuales (715 yenes por acción, 16.409 millones de yenes de capitalización). Pensamos que su valor puede estar un 70% por encima de su cotización actual.
- Kawasumi nunca ha estado tan barata. Cotiza a cero veces EV/Ebitda y por debajo del NCAV (“Net Current Asset Value”) de Benjamin Graham, una aproximación a su valor de liquidación. Su precio ha retrocedido prácticamente un 66% desde 1994.
- Pensamos que unas ventas estancadas, entre otras causas, han hecho que cotice a estos niveles, pero su caja neta representa prácticamente su capitalización bursátil, y sigue generando flujo de caja libre. Creemos que a este precio el mercado está valorando a cero su negocio.
- Kawasumi podría seguir el camino de otras compañías japonesas que desde 2010 han incrementado significativamente su dividendo (actualmente un 2,1%) o sus programas de recompra de acciones.
- Un repunte de crédito en Japón y una mayor asignación de activos financieros de los hogares japoneses a acciones (que en la actualidad sólo destinan un 10%, muy por debajo de la media de otros países) podrían también ser positivos para Kawasumi.

Kawasumi Laboratories es una empresa de material médico

Kawasumi Laboratories es una empresa de material médico desechable fundada por Takumi Kawano en 1957. Tiene dos divisiones: una de bolsas de sangre y otra de productos para hemodiálisis y plasmaféresis. Los principales accionistas son Kuraray Co. Ltd (9,9%), Asahi Kasei Medical (9,2%), Terumo (5,5%) y Olympus (4,6%). Por zonas geográficas las ventas se dividen en: Japón 71%, Asia 13%, EEUU 9%, Europa 5% y 2% en otras regiones. Tiene cinco fábricas, tres en Japón y dos en Tailandia.



Tiene dos divisiones principales

Kawasumi tiene dos divisiones principales. La división de sangre (83% Ebit 2016) vende bolsas de sangre y productos para terapias de infusión. Kawasumi es el número uno en Japón en este segmento, siendo uno de sus principales clientes la Cruz Roja japonesa. La segunda división (17% Ebit 2016) produce productos desechables para tratamientos de hemodiálisis y plasmaféresis. La hemodiálisis se aplica a pacientes con problemas de riñón que necesitan eliminar las sustancias tóxicas de la sangre, mientras que la plasmaféresis es un método por el cual se extrae la sangre del cuerpo y se separan las células de la sangre del plasma. La compañía fabrica principalmente en esta división dializadores, filtros, tubos para conducir la sangre y agujas para fístulas.

Las ventas se han estancado en los últimos años

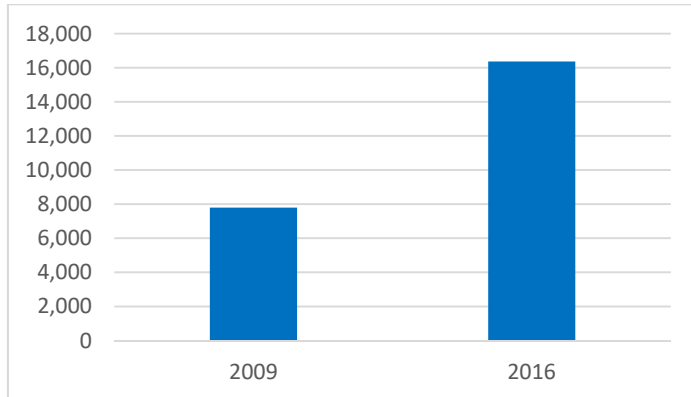
Las ventas de Kawasumi han sido bastante estables a lo largo de las dos últimas décadas, estando siempre desde el año 1999 hasta hoy en el rango de entre 28 y 32 billones de yenes. En los últimos años sin embargo, no han conseguido crecer en ventas, el CAGR de los ingresos es ligeramente negativo. Las ventas se han estancado y los márgenes son relativamente bajos (c4% margen neto). La compañía ha sufrido también presión regulatoria en precios y una mayor competencia. Geográficamente Japón continúa siendo su principal mercado, siendo el resto de Asia el segundo. En los países asiáticos ex-Japón están creciendo las ventas, pero este crecimiento se ha visto compensado por el descenso de ventas en EEUU. El descenso de ventas y la “poison pill” establecida en 2007 no han ayudado a la cotización.

Pero sigue generando caja y la acción nunca ha estado tan barata

A pesar de todo ello, y gracias a ajustes en los costes, la compañía ha seguido generando mucha caja, que prácticamente ha doblado desde 2009. La compañía el año pasado generó un flujo de caja libre del 18%. Creemos además que los niveles de inversión a futuro podrían ser menores de lo que venían siendo los últimos años, de hecho ya desde 2014 vienen reduciéndose.



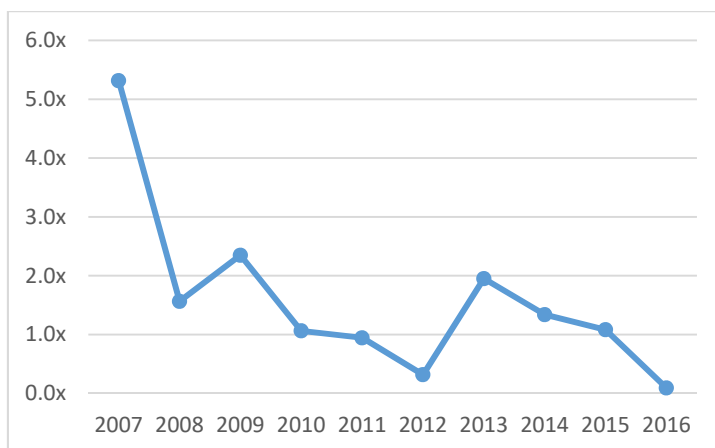
Evolución de caja (M yenes)



Fuente: *Kawasumi Laboratories, SMC*

Además Kawasumi nunca ha estado tan barata. Cotiza a 0,01x EV/Ebitda, a 0,4x valor en libros y por debajo de su NCAV. El precio de la compañía está prácticamente un 66% por debajo de su cotización en 1994. Creemos, por otra parte, que Kawasumi es un valor defensivo en caso de producirse una recesión y podría beneficiarse de un repunte de la inversión en acciones de los hogares japoneses.

Evolución del ratio EV/Ebitda (x)



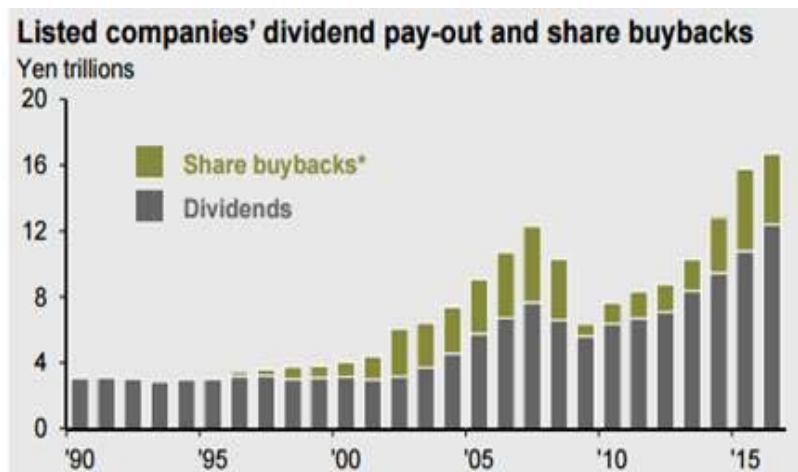
Fuente: *Kawasumi Laboratories, SMC*



Kawasumi no es un caso aislado en Japón

Creemos que la enorme posición de caja de Kawasumi Laboratories no es un caso aislado en las compañías japonesas. Esta situación es relativamente frecuente en las empresas de pequeña y mediana capitalización (la caja de las compañías japonesas es aproximadamente 2,4 billones de dólares casi un 48% del PIB japonés, el porcentaje más alto dentro de los países desarrollados). Pensamos que dos de los factores que han contribuido a que las compañías japonesas acumulen una posición tan importante de caja han sido: el desendeudamiento de las empresas en Japón después de la crisis de crédito de finales de los años 80 y un período deflacionario en el cual tenía sentido económico acumular caja. Pero poco a poco las empresas están mirando más por los accionistas y han incrementado tanto sus pagos en dividendos como las recompras de acciones desde el año 2009.

Dividendos y recompras de acciones de las compañías japonesas



Fuente: JP Morgan

Otro factor positivo es que las acciones en Japón han sufrido un mercado bajista desde principios de los años 90 que ha hecho que las familias no invirtieran en acciones (el 52% de los 16 billones de dólares de su riqueza financiera está en liquidez y depósitos frente al 15% en EEUU o de prácticamente el 30% en los países europeos). Creemos que estos factores se podrían revertir y podrían ser positivos para la compañía en un futuro.

Gracias

Guillermo Nieto, Marta Escribano



AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a comprar dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicaav ni sus representantes legales, ni Glaciar Azul S.L., ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.