

Secteur	Cours de l'action	Projection 12 mois	Haut-bas (52 semaines)
Matériaux de construction	42,85€	55,2€	52,40€/42,05€
BpA	Nombre d'action	EV/EBITDA	P/E
2,96€	Dilluted : 553 557 091	2017 – 7,0x	2017 – 14,4
Dividendes par action		2018 ^F – 6,6x	2018 ^F – 12,7
1,30€		2019 ^F – 5,7x	2019 ^F – 10,9

ACHETER À 42,8€ POUR UN TARGET DE 49,5€ (certain à 80%)

- Avec un cours se situant dans la fourchette basse de sa moyenne sur 52 semaines, je recommande d'acheter pour un retour potentiel sur 6 mois de 16%.
- En résumé, l'entreprise est en très bonne situation financière avec une amélioration de ses différents ratios financiers. De plus le marché bien que cyclique est en phase ascendante avec des prévisions de croissance du PIB mondial en augmentation, auquel l'activité de Saint-Gobain est très liée.
- Justification du prix cible : la projection provient d'une analyse DCF unlevered sur 5 ans avec pour hypothèses un WACC de 6,1%. Le taux de croissance à l'infini est conservateur à 1%. En prenant un taux de croissance moins conservateur de 1,5%, la valorisation affiche un target de 55,2€.
- Ma note de confiance est haute dû à la forte baisse du cours de bourse depuis la correction de marché de fin janvier.

CONCLUSION

POINTS POSITIFS

Saint-Gobain se positionne et investit dans les matériaux à forte valeur ajoutée permettant à la fois au groupe de se poser en leader de l'habitat de demain et de respecter les normes environnementales de plus en plus contraignantes.

POINTS NÉGATIFS

Présent sur un secteur très cyclique et très dépendant de la conjoncture économique mondiale et dont les marchés sont soit matures (Amérique du Nord, Europe), soit en développement mais concurrencés par des acteurs locaux.

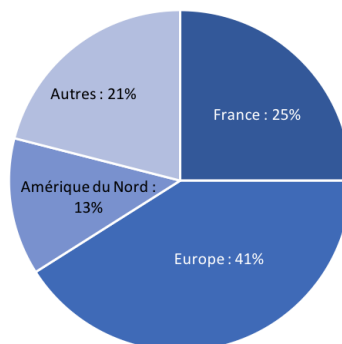
L'ENTREPRISE

Saint-Gobain figure parmi les leaders mondiaux de la fabrication et de la commercialisation de matériaux de construction. L'entreprise a été créée en 1665 par Colbert comme la Manufacture royale des Glaces. Tout d'abord spécialisé dans le vitrage, la groupe opère maintenant en tant que leader de l'habitat avec une activité à la fois B2B de fabrication de matériaux et B2C de distribution de matériaux.

Le CA du groupe s'élève en 2017 à **40 milliards d'euro** réparti par activité comme suit :

- Distribution de matériaux (**46%** ; n° 1 européen) : détention, à fin 2017, d'un réseau de plus de 4 100 points de vente (notamment enseignes Point.P et Lapeyre en France, Jewson et Graham au Royaume Uni, Raab Karcher en Allemagne, Dahl en Scandinavie et Telhanorte au Brésil).
- Fabrication de produits de construction (**29%**) : produits d'extérieur (produits de façade et en PVC, bardeaux asphaltés, etc.), d'isolation (laines de verre, mousses isolantes, plafonds métalliques, etc.) et de canalisation, mortiers industriels et matériaux en gypse ;
- Fabrication de matériaux innovants (**25%**) :
 - Vitrage (14%) : verre plat, vitrages d'automobile, verres de spécialités (verres anti-feu, de protection nucléaire, etc.). Le groupe développe également une activité de transformation et de distribution de verre pour le bâtiment.
 - Matériaux hautes performances (12%) : produits céramiques (n° 1 mondial des applications thermiques et mécaniques des céramiques) et plastiques (n° 1 mondial), produits abrasifs (n° 1 mondial) et matériaux de renforcement (n° 1 mondial des fils de verre).

Répartition du Chiffre d'Affaires



La stratégie de Saint-Gobain repose fortement sur l'innovation avec 23% des ventes réalisées par des produits qui ont moins de cinq ans et le **groupe fait partie des 100 plus innovantes entreprises du monde**. Saint-Gobain se veut se positionner comme la référence de l'habitat durable. La croissance vient aussi de la pénétration de Saint-Gobain en Asie et dans les pays émergents avec un taux de croissance interne deux fois supérieur sur ces marchés que celui du groupe consolidé.

Effectif : 179 149

ANALYSE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Tableau 1 : États financiers et principaux ratios

(Millions d'euros)	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Chiffre d'affaire	40 810	39 093	39 623	41 054	41 761	43 198
Résultat Net	1 631	1 352	1 165	1 000	632	1 360
Croissance CA (%)	4,4%	(1,3%)	(3,5%)	(1,7%)	(3,3%)	2,6%
Marge brute (%)	25,5%	25,5%	25,1%	24,3%	23,4%	23,5%
Marge d'exploitation (%)	7,4%	7,2%	6,7%	6,1%	6,6%	6,6%
Marge nette (%)	4,0%	3,5%	2,9%	2,4%	1,5%	3,1%
Actif/CA	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Ratio d'endettement sur fonds propres	40,6%	36,4%	37,9%	47,3%	52,6%	55,0%
ROE (%)	8,7%	7,1%	6,0%	5,4%	3,5%	7,8%
Bénéfice par action	2,81	2,35	2,29	1,70	1,10	1,10
Distribution de dividendes (%)	42,5%	50,3%	59,7%	68,5%	103,5%	47,5%
P/E = C/B	15,7	18,2	19,5	19,6	27,5	12,5
Book Value / Market Value	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Flux de trésorerie (%)	(385,0)	(1 639,0)	1 928,0	(885,0)	274,0	1 251,0

- Saint-Gobain a eu une croissance du chiffre d'affaire de 4,4% en 2017 après 4 ans de baisse, grâce à une croissance interne **soutenue par tous les pôles du groupe** et toutes les régions. La **cyberattaque de juin 2017** et son effet pénalisant sur la fin de l'exercice ainsi que **l'effet taux de change** réduisent cependant la croissance à données comparables de 4,7% à 4,4%.
- La hausse du résultat d'exploitation (+7,5%) et du résultat net (+16,7%) bien supérieure à la croissance du CA montre la bonne santé financière de Saint-Gobain porté par un **contexte économique favorable**. 2017 est donc la cinquième année consécutive de hausse du résultat net qui se stabilise à 4% du chiffre d'affaire porté par une **progression du prix des ventes (2%)** qui améliore les marges.
- Si le groupe se désendette globalement sur la période 2013-2017 avec une **diminution de 30% de la dette nette**, celle si **réaugmente** à partir de 2015 dû à la **politique d'investissements et d'acquisitions**. Mais le ratio dette/EBITDA **reste raisonnable à 1,4x l'EBITDA**. Le groupe optimise son portefeuille en réalisant pour 641 millions d'acquisitions en 2017 sur un portefeuille de 2 milliards d'euros d'ici à 2010. Parmi les **12 acquisitions** réalisées en 2017, un exemple est Kirson, entreprise allemande, spécialiste dans l'étanchéité des toitures et sols qui illustre la stratégie d'acquérir des entreprises positionnées sur des solutions hautes performances.
- En 2017 **l'autofinancement** de Saint-Gobain a augmenté de **7,6% à 1 353 millions d'euros**, avec une politique de réduction de coût de 1,2 milliards d'ici à 2020. Cette politique de réduction de coût bien entamé avec -290m€ par rapport à 2016. Cela porte l'autofinancement libre du groupe à 3,3% du chiffre d'affaire.
- La distribution de dividende baisse sur la période pour atteindre 42,6% du bénéfice net mais le groupe réalise des rachats d'action dont 403 millions d'euros en 2017 pour augmenter le rendement des actionnaires. Ainsi, le RoE de Saint-Gobain augmente passant de 7,8% en 2012 à 8,7% en 2017, plus haut sur la période. La publication des résultats annuels en février 2018 a donc été bien accueillie en bourse où les investisseurs saluent des performances en forte hausse.

ANALYSE INDUSTRIELLE

SWOT

Strengths :

- **Leader** européen et/ou mondial dans plusieurs de ses métiers.
- Très actif en matière de **R&D** avec une culture d'innovation.
- Présence géographique équilibrée entre pays développés et émergents.

Weaknesses :

- Forte **dépendance au marché de la construction** (>75% CA) qui est très lié à l'activité économique mondiale.
- Forte intensité capitalistique dans ses activités.

Opportunities :

- Renforcements des **normes environnementales** accentue les besoins en solutions à forte valeur ajoutée.
- Croissance marché automobile mondial donc hausse demande pour **l'activité vitrage**.
- Intégration croissante du *Building Information Modeling* dans la construction, segment sur lequel le groupe est positionné.

Threats :

- **Restriction des dépenses publiques** en Europe entraînant une baisse de l'activité dans le BTP.
- **Rigueur budgétaire** en France qui affecte les investissements BTP des collectivités territoriales.
- **Concurrence croissante** des acteurs locaux dans les pays émergents, notamment en Chine.

Tendances à observer

- Politique de croissance externe via des acquisitions sur les marchés étrangers en croissance, notamment américain et asiatiques. De plus la groupe mène une politique d'investissement massive pour accroître ses capacités industrielles et faire face aux dynamismes des différents marchés, dopés par la bonne croissance économique mondiale.
- Politique d'innovation en direction du digital avec la technologie *Building Information Modeling*. Cette technologie de maquette numérique permet de gagner en efficacité sur toutes les étapes de construction tout en promouvant les produits. De plus des plateformes d'intermédiation en travaux sont conçus à destination des consommateurs et artisans.
- Positionnement sur des secteurs porteurs à travers des expertises précises sur les marchés les plus dynamiques comme les adhésifs en 2017. Ce positionnement passe par des acquisitions d'entreprises spécialisées du marché dans différentes régions.

Note de marché

Marché de la construction (80% CA Saint-Gobain) :

- Reprise de la croissance en 2017 en Europe et aux États-Unis à **2,1% en volume** (représentant 55% du CA du groupe).
- Prévisions de croissance de 70% entre 2015 et 2025, le **marché passera de 8.3 milliards d'euro à plus de 14 milliards d'euro**. Saint-Gobain se situe 4^e dans le classement des plus grosses entreprises du secteur en 2017.
- Le marché de la construction est porté par la reprise de la croissance mondiale qui s'élèvera à 3,9% en 2018 et 2019, mais aussi par la croissance de la population mondiale et à l'augmentation du taux d'urbanisation.

Marché automobile (8% CA Saint-Gobain) :

- Vente de véhicule ont augmenté de 4,7% au niveau mondial avec deux zones. Dans les marchés **matures** (Amérique du Nord, Europe), **vente stagne** mais taux d'équipement élevés et segment haut de gamme. Dans les marchés **émergents** (Afrique, Amérique du Sud, Asie) la **demande est forte** permet des relais de croissance.
- **Croissance moindre** autour de 5% d'ici à 2020, avec des volumes passant de 96 millions de véhicules vendus en 2017 à plus de 100 millions en 2020.
- Le marché automobile **croît peu fortement du fait des nouvelles régulations** contre l'achat de voiture neuve dans de nombreux pays, dont la Chine premier marché mondial. Le marché des véhicules d'occasion se développera donc plus que le marché des véhicules neufs.

Analyse de Porter du marché du bâtiment

Menace de nouveaux entrants : Moyen	Menace de substitutions : Faible	Pouvoir des clients : Faible	Pouvoir des fournisseurs : Faible
<ul style="list-style-type: none"> - Fort coût d'investissement fixe pour entrer sur le marché - Entreprises du BTP qui diversifient leurs activités en amont de la fabrication de composants 	<ul style="list-style-type: none"> - Produits basiques dont la valeur ajoutée est protégée par des brevets - Coût de recherche et développement important pour parvenir à des solutions innovantes 	<ul style="list-style-type: none"> - Pour les gros projets de construction peu d'acteur important au niveau mondial 	<ul style="list-style-type: none"> - Petits fournisseurs dépendants des géants du secteur - Prix des matières premières fixé par le marché

Tableau 3 : Comparatifs concurrents

(Millions d'euros)	Ferguson	Owens Corning (2016)	Lafarge Holcim (2016)	Moyenne secteur
Capitalisation boursière	14 820	8 240	17 291	13 450
Chiffre d'affaires (dernière année)	17 405	5 396	24 021	15 607
Croissance du chiffre d'affaire (par rapport à l'an dernier)	21,3%	6,1%	14,1%	13,8%
Marge brute (DA)	28,9%	24,3%	41,9%	31,7%
Marge d'exploitation (DA)	6,5%	12,3%	10,5%	9,8%
Marge bénéficiaire nette (DA)	5,8%	7,0%	(6,3%)	2,2%
Bénéfice par actions (DA)	3,5	3,24	1,95	2,9
Distribution de dividendes (%)	37,6%	77,0%	55,4%	56,7%
P/E=C/B (DA)	15,59	21,73	16,8	18,0
C/Valeur comptable (DA)	0,27	2,23	0,70	1,1
(C/B)/Croissance (Prévision sur 5 ans)	13,25	111,47	34,75	53,2
Nette dette/EBITDA	2,2x	1,9x	3,3x	2,5x
Flux de trésorerie	241	20,91	1 043	435
Actifs/CA	0,1	0,7	0,8	0,5
ROE (%)	28%	7%	6,3%	13, 8%

- Saint-Gobain n'a pas de concurrent direct sur toutes ses activités qui sont diversifiées entre fabrication et distribution de matériaux de construction et l'activité vitrage à la fois dans la construction et le secteur automobile.
- Ces concurrents partiels sont donc des plus petites entreprises présentes uniquement sur certains marchés et secteurs stratégiques du groupe. Ils ont donc des profils variés.

MÉTHODE DE VALORISATION

Méthodologie Valorisation

Valorisation par DCF unlevered :

- Projection sur 5 ans du résultat de 2017.
- Taux de croissance futur à l'infini pour le calcul de la valeur terminale égal à 1% pour prendre en compte la reprise de croissance du PIB et rester conservateur sur le potentiel de croissance d'une industrie mature et cyclique.
- Taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaire sur la période 2010-2017 pour lisser la cyclicité de l'activité.
- D&A, Capex et Variation du BFR projetés en part de chiffre d'affaires moyen depuis 2012.

Assumptions	
Revenue Growth	0,2%
Tax rate	33,3%
EBIT/Sales	2,9%
D&A/CA	4,4%
Capex/Sales	2,7%
Change of WCR	0,1%
WACC	6,1%

	2017	2018	2019	2020	2021
(€ millions)	1	2	3	4	5
Revenue forecasted	40 810,0	40 909,7	41 009,6	41 109,8	41 210,2
Growth rate	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Tax rate	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
EBIT/Revenues ratio	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
EBIT forecasted	1 168,3	1 171,1	1 174,0	1 176,8	1 179,7
Tax adjusted EBIT	779,2	781,1	783,0	785,0	786,9
D&A	1 811,6	1 816,1	1 820,5	1 824,9	1 829,4
Capex forecasted	1 100,6	1 103,3	1 106,0	1 108,7	1 111,4
Change in WCR	28,0	28,1	28,2	28,2	28,3
Unlevered FCF	1 462,2	1 465,8	1 469,4	1 473,0	1 476,6
WACC	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
PV of FCF	1 378,0	1 301,8	1 229,9	1 161,9	1 097,6
Sum of PV FCF	6 169,3				

Terminal Value (Gordon Shapiro Method)	
Perpetuity growth rate (World Bank projection)	1,0%
WACC	6,1%
FCF(n+1)	1 476,6
Terminal Value (m€)	28 892,9
PV EV (m€)	35 062,2

- Unlevered Beta de 0,89 non calculé, basé sur les estimations de Yahoo Finance.
- WACC calculé à partir du taux sans risque des bonds souverains français à 0,84% et un premium de marché basé sur le ROI moyen du SBF 120 de 8,09%.

Sources : <https://fr.finance.yahoo.com/quote/SGO.PA/>

WACC	
Current price of share	42,72
Number of shares	553 557 091
Cost of debt	3,9%
Tax rate	33,3%
Cost of debt after tax	2,6%
Risk Free Rate (OAT)	0,8%
Unlevered Beta	0,89
Market Premium = ROI	7,2%
Cost of equity	7,2%
Total net debt	7 655 000 000
Total equity	23 647 958 927
Debt part	24,5%
Equity part	75,5%
WACC	6,1%

- Valeur d'entreprise actualisée est de 35 062 Md€ menant à un **prix d'action à 50€**.
- Prix de l'action calculé est **17% supérieur au cours actuel de 42,7€**, l'action est potentiellement sous-cotée.

Enterprise Value to Equity Value	
Net debt	7 655,0
Fair Value of Equity	27 407,2
Diluted Outstanding	553 557 091
Calculated Share Price €	49,5
Enterprise Value	35 062,2
Current Share Price	42,7
Market Capitalisation	23 648,0

- L'approche DCF fait ressortir une valorisation de 49,5€ par action.
- Cette valorisation est toutefois très sensible aux hypothèses de WACC et de croissance infini retenues comme la valeur d'entreprise dépend à 80% de la valeur terminale.
- Avec un taux de croissance à l'infini moins conservateur de 1,4%, la valorisation donne un prix par action de 53,3€, soit un plus haut depuis la crise de 2008.

Tableau 4 : Tableau de sensibilité

		WACC				
Perpetuity Growth Rate		5,7%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%
	0,6%	49,6	47,6	45,7	44,0	42,3
	0,8%	51,8	49,6	47,5	45,7	43,9
	1,0%	54,1	51,7	49,5	47,5	45,6
	1,2%	56,6	54,0	51,6	49,5	47,4
	1,4%	59,3	56,5	53,9	51,6	49,4

