

## **Stef**

### **PÉPITES PEA !**

Bourse de Paris - Ticker : STF / ISIN : **FR0000064271**



**- Un groupe qui n'a pas froid aux yeux -**

Date de l'analyse : 13.07.2020

Cours de référence : 70,30 EUR

Objectif de cours : 126 EUR (potentiel de +79%)

### **Présentation**

STEF est leader européen des services de transport et de logistique sous température contrôlée (-25°C à +15°C). Le groupe opère en France (60% du chiffre d'affaires) ainsi qu'en Espagne, au Portugal, en Belgique, aux Pays-Bas, en Italie et en Suisse. Il exerce également une activité maritime au travers de la Mériidionale qui assure un service public de transport de passagers et de fret entre la Corse et Marseille.

Avec 242 sites, dont 173 en France et 69 dans les autres pays, le groupe dispose d'un maillage dense sur le territoire européen qui lui confère un bel avantage concurrentiel. Stef détient par ailleurs la majorité de ses entrepôts en propre ce qui bien sûr n'est pas pour nous déplaire !

Aussi, son positionnement exclusif sur la chaîne logistique alimentaire lui assure une résilience au niveau business et confère à la société un profil assez défensif. Malgré la crise sanitaire, le chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> trimestre 2020 n'a connu qu'un repli modéré de 1,1%.

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Stef, c'est également un retour sur fonds propres qui avoisine les 15% et une croissance annualisée du chiffre d'affaires de +5% (moyenne sur les 8 dernières années).

**Croissance, création de valeur et actifs immobiliers**, voici donc le programme de cette analyse !

*Cette analyse est réalisée sur la base du rapport annuel au 31 décembre 2019 et de rapports annuels antérieurs.*

## Une croissance régulière de l'activité

Cette année 2020 marque le centenaire du groupe. Pour fêter ça, nous aurions pu vous proposer une rétrospective complète du groupe depuis ses origines ! En fait... non. En revanche, ces quelques ratios sur les 8 dernières années nous semblent être une bonne entrée en matière :

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bénéfice par action (en €)	4,29	4,68	5,28	6,13	7,09	7,60	7,66	8,12
Chiffre d'affaires par action (en €)	193,91	204,83	224,31	230,33	229,89	241,59	263,91	278,33
Free cash-flow par action (en €)	6,23	-0,66	0,69	0,42	3,06	1,06	-8,72	8,55
Dividende par action (en €)	1,45	1,50	1,70	1,95	2,25	2,45	2,50	0,00
Rapport "free cash-flow" / dividende	4,29	-0,44	0,41	0,22	1,36	0,43	-3,49	na
Marge opérationnelle courante	3,8%	3,7%	3,7%	3,9%	4,4%	4,4%	4,2%	4,7%
ROE	14,7%	14,2%	14,9%	15,3%	15,6%	15,0%	13,6%	13,2%

Entre 2012 et 2019, le chiffre d'affaires par action a augmenté de 43%, soit +5,3% de croissance annualisée. Le bénéfice par action a progressé de manière plus rapide (et ininterrompue !) avec une hausse de 89% sur la période, soit +9,5% par an. On remarque ici l'effet économie d'échelle qui joue son plein avec un bénéfice qui progresse plus vite que l'activité. Bien entendu, c'est un point positif.

Au cours du dernier exercice, le chiffre d'affaires consolidé du groupe s'est inscrit en hausse de +5,7%. À périmètre constant, la hausse du chiffre d'affaires était de +3,4% pour la France, +6,3% pour l'Espagne et +7,6% pour l'Italie. On voit donc que **la croissance n'est pas le seul fait des opérations externes**, il y a aussi de la croissance organique.

L'évolution des free cash-flow est beaucoup plus irrégulière. En 2018, une forte augmentation des investissements (plus de 2x le niveau moyen observé sur 8 ans) a conduit à un niveau de free cash-flow négatif. Cette hausse s'explique par deux opérations de croissance externe (en France et en Italie), la livraison de plusieurs nouveaux sites (dont 2 en île-de-France et 1 en région Rhône-Alpes) et la poursuite d'une politique active d'acquisitions foncières. Les flux de trésorerie

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

d'exploitation affichent quant à eux une tendance haussière. Ils sont passés de 169 M EUR en 2012 à 265 M EUR en 2019 (+57% sur la période).

On notera pour finir un niveau de retour sur fonds propres très satisfaisant, bien qu'en retrait depuis 2016. **En moyenne sur 8 ans, le ROE s'est établi à 14,6% sur la période observée.**

## Un patrimoine immobilier atypique !

L'un des atouts de Stef est **la détention en propre de son patrimoine immobilier** au travers de sa filiale Immostef. Comme vous le savez, on aime les actifs tangibles. Il était donc difficile pour nous de résister à la tentation de valoriser ce patrimoine bien particulier.

La tâche s'est avérée ardue car Stef fait un peu figure d'ovni dans le paysage des acteurs cotés de la logistique en Europe. Non seulement, Stef est un spécialiste de l'alimentaire mais il est aussi un des rares acteurs (peut-être le seul parmi les acteurs cotés ?) à privilégier la détention en propre de ses principaux actifs. L'approche retenue par Stef est plus capitalistique (= gourmande en capitaux) mais elle permet à la société d'avoir une assise financière solide appuyée sur un collatéral patrimonial constitué d'actifs tangibles : ses entrepôts frigorifiques.

**XPO Logistics Europe** (ex Norbert Dentressangle suite à l'OPA initiée par XPO en 2015) ou **ID Logistics**, deux acteurs du secteur cotés sur la place parisienne, ont choisi une autre voie en ayant majoritairement recours à la location des entrepôts dans lesquels ils opèrent et non à la détention du patrimoine immobilier. Conclusion, pas grand-chose à se mettre sous la dent de ce côté là...

Nous nous sommes donc tournés vers **Argan**, une foncière cotée, active dans la gestion d'entrepôts logistiques et donc avec une majorité des actifs détenus en pleine propriété. Les actifs d'Argan présentent malgré tout deux différences notables par rapport à ceux de Stef :

- Une surface moyenne d'entreposage supérieure (34 000 m<sup>2</sup> en moyenne et 57% des entrepôts avec une surface supérieure à 50 000 m<sup>2</sup> ; et la taille justifie un premium dans le secteur) ;
- La majorité des entrepôts ne sont pas sous température contrôlée.

Néanmoins, ces actifs sont de même nature (des plateformes logistiques) et leur valorisation (effectuée par des experts immobiliers) nous semble être une première piste intéressante à explorer.

Au 31 décembre 2019, Argan disposait de 85 entrepôts, représentant une surface de 2,86 millions

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

de m2. La juste valeur de ces biens a été estimée à 2 670 M EUR par un expert indépendant à cette même date. Cela nous donne donc **un prix / m2 moyen de 934 EUR**.

### Americold

**Americold** est un des leaders mondiaux de l'entreposage sous température contrôlée. Avec 992 millions de pieds cubes aux États-Unis (= 28 millions de m3, soit environ 3x les capacités de Stef), le groupe est n°2 du secteur dans le pays avec une part de marché estimée à 27,2%. Americold est également n°2 mondial (5,1% de parts de marché) derrière Lineage Logistics (non coté en bourse).

Americold a procédé à deux acquisitions au mois de janvier 2020 : l'une au Canada, l'autre aux États-Unis. En voici les caractéristiques :

### **Nova Cold Logistics**

Emplacements : Toronto, Calgary et Halifax

Superficie : 23,5 millions de pieds cubes (= 0,66 millions de m3)

Prix d'acquisition : 339 millions CAD (= environ 220 M EUR)

Prix/m3 = 220 000 000 / 660 000 = **333 EUR / m3**

### **Newport-St. Paul Cold Storage**

Emplacement : St. Paul (Minnesota)

Superficie : 6,1 millions de pieds cubes (= 0,17 millions de m3)

Prix d'acquisition : 57 millions USD (= environ 50 M EUR)

Prix/m3 = 50 000 000 / 170 000 = **294 EUR / m3**

Le prix moyen de ces deux acquisitions s'établit à 313 EUR / m3. Nous avons estimé la hauteur utile moyenne d'un entrepôt à 6m (en recoupant des données en m3 et en m2 de plusieurs plateformes de Stef et d'Americold). Nous arrivons donc à **un prix moyen de 1 878 EUR / m2**.

Ce prix est 2x supérieur au prix calculé pour Argan ! Plusieurs explications possibles : (i) nous sommes sur le marché nord-américain, les prix de l'immobilier industriel y sont peut-être sensiblement différents, (ii) il existe une prime liée à la température contrôlée, (iii) Americold a accepté de déboursier une prime pour asseoir son maillage sur le territoire et conforter sa position de leader.

On peut dire que la part de l'écart expliquée par : (i) serait défavorable pour notre valorisation, (ii) serait favorable et (iii) serait plutôt neutre. D'après nos recherches, les coûts de construction

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

d'un entrepôt réfrigéré sont deux fois supérieurs à ceux d'un entrepôt à température ambiante. Il serait de l'ordre de 250 USD / pied carré aux États-Unis (soit environ 2 300 EUR /m2).

La prime liée à la température contrôlée est donc bel et bien justifiée et nous prenons l'hypothèse que la part de (i) dans l'explication de l'écart de valorisation entre Argan et Americold n'est pas déterminante.

## Valorisations

*Le nombre d'actions retenu pour nos calculs est le suivant :*

*Nombre d'actions au 31.12.2019 - actions propres = 13 000 000 - 636 915 = **12 363 085***

### 1. Les comparables : XPO Logistics Europe, ID logistics, Americold

Stef n'a pas d'équivalent coté en Europe. Faute de mieux, nous allons donc comparer la société à des logisticiens généralistes : **XPO Logistics Europe** et **ID logistics**. L'activité d'**Americold** est comparable à celle de Stef mais la zone géographique n'est pas la même.

Voici donc un comparatif de ces différents acteurs :

	<b>Stef (EUR)</b>	<b>XPO logistics (EUR)</b>	<b>ID logistics (EUR)</b>	<b>Americold (USD)</b>
Chiffre d'affaires (millions)	3441	6414	1534	1784
Résultat opérationnel (millions)	163	282	54	131
Marge opérationnelle	4,7%	4,4%	3,5%	7,4%
EBITDA hors IFRS 16 (millions)	270	410	80	N/A
EBITDA publié (millions)	324	735	205	301
Marge EBITDA	9,4%	11,5%	13,4%	16,9%
Nombre titres (millions)	12,4	9,8	6,0	191,8
Cours	70,30	232,00	182,20	36,63
Dette nette hors IFRS 16 (millions)	605	767	87	1461
VE (millions)	1474	3039	1172	8487
VE/EBITDA hors IFRS 16	5,5	7,4	14,6	N/A
VE/EBITDA publié	4,5	4,1	5,7	28,2
VE/EBIT	9,1	10,8	21,7	64,6
VE/CA	0,4	0,5	0,8	4,8

### Ratios Stef, Xpo Logistics, ID Logistics, Americold

*(Sources : rapports annuels au 31.12.2019)*

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Quel que soit le multiple de valorisation retenu, **Stef** apparaît décoté.

Un autre élément marquant est le niveau de valorisation lunaire d'**Americold**. La société se paie près de 5x son chiffre d'affaires et 29x son EBITDA ! Des niveaux à peine croyables pour une entreprise de ce secteur. La société bénéficie sans doute d'une prime liée à sa position de leader sur le marché. Les marchés américains sont peut-être aussi sur leur petite nuage... ? Par mesure de prudence, nous décidons d'appliquer une marge de sécurité de 50% sur les ratios d'**Americold**.

Nous retenons également une marge de sécurité de 20% sur les ratios de **XPO logistics** et **ID logistics** pour tenir compte de la moindre liquidité du titre **Stef** et de la composition de l'actionnariat qui limite le flottant (cf. conclusion).

Dans notre dernier édito de juillet 2020, nous vous parlions d'IFRS 16 et de son impact sur l'EBITDA. Avec **XPO logistics** et **ID logistics**, nous avons ici deux exemples de sociétés qui ayant majoritairement recours à la location de leurs actifs immobiliers ont vu leur EBITDA exploser avec la mise en application de la norme :

- XPO logistics : +79%
- ID logistics : +156%

Pour **Stef**, la hausse n'est que de +20%. Si l'objectif de la norme IFRS 16 était de faciliter la comparaison entre les entreprises, on voit une nouvelle fois qu'il n'en n'est rien pour l'EBITDA. Les droits d'utilisation des biens pris en location étant amortis sur une période beaucoup plus courte que les plateformes acquises par **Stef** (quelques années contre 25 à 30 pour les plateformes de Stef), les entreprises ayant recours à la location sont clairement avantagées.

Notre valorisation se base donc sur un multiple VE/EBITDA hors IFRS 16. Ce ratio moyen  $((7,4 + 14,5) \times 0,8) + (29,0 \times 0,5)$  est de 10,7. Il est actuellement de 6,2 pour Stef. Sur la base de ce ratio moyen, notre objectif ressort à **167 EUR**, soit un potentiel de +141%.

## 2. L'immobilier

Une autre manière d'aborder la valorisation de Stef est de considérer son patrimoine immobilier, dont la société est majoritairement propriétaire. Stef ne communique la part exacte des biens détenus en propre, mais nous estimons celle-ci à 85%.

Le volume de stockage exploité par le groupe est de 9,3 millions de m<sup>3</sup>. Sur la base de notre hypothèse d'une hauteur utile de 6m, nous en déduisons une surface de stockage utile de 1,55 millions de m<sup>2</sup>.

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Pour rappel nos hypothèses de valorisation sont :

**Argan** : 934 EUR / m<sup>2</sup>. Nous avons vu que les entrepôts réfrigérés ont un coût de construction environ 2x supérieur à celui des entrepôts non réfrigérés. Néanmoins Argan bénéficie de plateformes d'une taille moyenne supérieure à celles de Stef et les plus grandes plateformes seraient mieux valorisées. Pour tenir compte de ces deux facteurs, nous appliquerons une prime de 50% sur la valorisation Argan, ce qui conduit à un prix de **1 401 EUR / m<sup>2</sup>**.

**Americold** : **1 878 EUR / m<sup>2</sup>** (cf. plus haut).

En moyenne, nous arrivons donc à **1 639 EUR / m<sup>2</sup>**, ce qui valorise le patrimoine immobilier de Stef à : 1 639 x 1,55 millions de m<sup>2</sup> x 85% (part détenue en propre) = 2,16 Md EUR.

Au 31 décembre 2019, la dette nette de Stef, hors obligations locatives, est de 605 M EUR ce qui conduit à une valorisation cible de : immobilier - dette financière = 2 160 - 605 = 1 555 M EUR, **soit 126 EUR par action** (pour 12 363 085 actions retenues dans notre calcul).

Cette valorisation ne tient pas compte des surfaces de quai (550 000 m<sup>2</sup>) ni des réserves foncières qui ont atteint 100 ha en 2019 et que nous estimons à environ 50 M EUR. Ces montants non pris en compte augmentent notre marge de sécurité.

**Cet objectif qui tient compte seulement de l'immobilier nous paraît conservateur, puisque nous valorisons l'activité (logistique + transport) à 0.**

On pourrait également envisager un scénario dans lequel la société externaliserait son immobilier (à l'image de ses principaux concurrents européens) et ajouter un multiple d'EBITDA à la valeur de l'immobilier puisque ID Logistics est la preuve que l'on peut être un logisticien très rentable sans être propriétaire de ses sites opérationnels.

## Objectif de cours

Notre objectif de cours est la plus basse de nos 2 valorisation = **126 EUR** (potentiel de +79%)



# LES DAUBASSES



## Conclusion

Le titre semble boudé par les investisseurs. Nous voyons plusieurs raisons à cela :

- Le flottant du titre est limité : 71,7% du capital est détenu par le management et les salariés, dont 16,95% dans le cadre d'un FCPE ;
- La branche maritime connaît des difficultés opérationnelles. Elle a perdu la desserte des ports de Bastia et d'Ajaccio en 2019. Les médias ont largement mis en avant cette mésaventure qui est en fait relativement anecdotique dans l'histoire de Stef ;
- L'activité RHD (restauration hors domicile) a été fortement impactée par la crise sanitaire ;
- Le groupe a décidé de supprimer le dividende de 2,65 EUR par action qui devait être versé au titre de l'exercice 2019 en raison du contexte exceptionnel de ce début d'année ;
- Si la société est bien implantée en Europe, le marché allemand largement dominé par des acteurs nationaux lui fait encore défaut.

Concernant l'activité maritime, celle-ci ne représente que 2,7% du chiffre d'affaires 2019 et la perte opérationnelle 3,8% du résultat opérationnel du groupe. Pour ce qui est de l'activité RHD, elle représentait 6% du chiffre d'affaires en 2019. Malgré les difficultés récentes de ces deux branches d'activité, l'impact global sur les résultats du groupe devrait donc rester limité.

La suppression du dividende ne nous inquiète pas plus que ça. Au regard du retour sur fonds propres de l'entreprise, nous pouvons même dire que cette décision a du bon puisque ce cash "préservé" va pouvoir être réinvesti avec un bon rendement.

Enfin, il est vrai que la limitation du flottant et la présence majoritaire des salariés au capital

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.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

pourrait tenir à l'écart un certain nombre d'investisseurs car cela impacte la liquidité de l'action en bourse (= moins de volumes de transaction) ce qui pourrait limiter la revalorisation du titre.

Néanmoins, avec son patrimoine immobilier, son niveau historique de retours sur fonds propres élevés, la conquête régulière de parts de marché et le développement d'un maillage européen de plus en plus fin (la société prend des parts de marché dans un secteur encore atomisé), les atouts de Stef sont nombreux.

Stef est un bon véhicule pour qui veut diversifier son PEA avec de l'immobilier atypique : des entrepôts frigorifiques !

---

## **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**

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.