



# SFPI

Divers produits de construction / France

## Cicatrices du S1 limitées; S2 marquera un retour partiel à la normale

Publication Res./CA - 28/09/2020

Une gestion rigoureuse et réactive cherchant à renforcer la solidité du bilan a permis au groupe de sauver la mise malgré le confinement. Si la direction est prudente, le petit conglomérat industriel a les cartes en main pour parvenir à verser de nouveau un dividende en 2021.

### Actualité

Compte tenu des difficultés opérationnelles extrêmes rencontrées par ses activités industrielles face à la crise liée à la COVID-19, SFPI a publié de bons résultats.

Si le chiffre d'affaires s'est replié de 21% et les résultats ont chuté à -4,4m€ (contre +4,7m€ en 2019), la trésorerie nette a progressé d'environ 7m€ à 36m€ et la génération de FCF a été positive à environ 10m€.

### Analyse

En termes de chiffre d'affaire, à -21%, le repli a été nettement moins marqué que nous ne l'anticipions (-37%). Pour l'ensemble de 2020, le petit conglomérat industriel table sur -15% (restant probablement prudent compte tenu d'une très faible visibilité sur l'environnement), une performance nettement moins dégradée que celle attendue en mai dernier (-23%).

La partie construction de l'activité (serrures et sécurité avec DOM, fermetures avec MAC) a souffert du confinement tant des salariés que des clients. Le pire est à l'évidence derrière nous, mais il aura duré environ six semaines. Si une reprise se profile, une mise en garde s'impose : alors que les deux entreprises sont surtout exposées au marché du neuf, le raffermissement de la demande concerne principalement la rénovation/la modernisation. Il n'est donc pas certain que le groupe tire profit immédiatement des programmes mis en place par le gouvernement visant à réduire les pertes d'énergie du parc immobilier. Il pourrait toutefois en bénéficier à un moment donné, lorsque la nouvelle demande ne pouvant plus être satisfaite sera redirigée vers des acteurs de plus petite taille comme SFPI.

L'un des faits les plus remarquables à l'origine de la solidité des résultats du S1 2020 a été l'augmentation jusqu'à environ 20% de la part des commandes en ligne dans le chiffre d'affaires des activités B2B.

La partie industrielle (épuration d'air et échangeurs de chaleur) a moins souffert, les unités opérant hors de France n'ayant pratiquement pas subi de confinement. Les développeurs ont eu le temps de concevoir de nouveaux produits de purification de l'air répondant aux nouvelles exigences sanitaires liées au Covid-19. Alors que la prochaine étape consistera à trouver le moyen de pénétrer le secteur de la santé, les équipes ont certainement démontré leur esprit combatif. Une baisse de 15% du chiffre d'affaires en 2020 impliquerait un repli de 15% au S2 à 250m€ (contre 274m€ au S2 2019). Nous pourrions nous montrer plus optimistes que la direction en supposant que les activités non réalisées au S1 le seront au S2. Un tel scénario serait toutefois fortement hasardeux.

Il convient en effet de ne pas oublier qu'une activité industrielle est très exposée aux perturbations de charge et que les capacités de production ne peuvent pas



Pierre-Yves GAUTHIER

buildingmaterials@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

### Achat Potentiel: 132 %

Cours objectif à 6 mois 2,81 €

Cours 1,21 €

Cap. boursière M€ 120

Momentum du cours **BON**

Extrême 12 mois 0,83 ▶ 1,87

Bloomberg SFPI FP Equity

Reuters SFPI.PA

[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)

Performance	1s	1m	3m	12m
SFPI Group	-3,20 %	-5,10 %	-11,4 %	-35,3 %
Matériaux de construction	-4,03 %	-3,22 %	8,55 %	4,81 %
STOXX 600	-3,60 %	-4,72 %	-1,18 %	-8,28 %

Dernière maj : 26/09/2020	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté (x)	13,8	15,5	7,29	5,26
Rendement net (%)	0,00	4,13	4,96	5,79
VE/EBITDA(R) (x)	5,38	5,87	3,71	2,94
BPA ajusté (€)	0,16	0,08	0,17	0,23
Croissance des BPA (%)	-6,55	-51,3	113	38,6
Dividende net (€)	0,00	0,05	0,06	0,07
Chiffre d'affaires (M€)	563	489	556	582
Marge d'EBIT (%)	5,43	1,61	4,71	6,25
Résultat net pdg (M€)	3,73	5,25	16,5	22,8
ROE (après impôts) (%)	1,85	2,60	7,84	10,3
Taux d'endettement (%)	-10,7	-9,80	-11,4	-12,7

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

toujours être augmentées aussi rapidement que ne l'exigerait une demande versatile. Il ne paraît pas déraisonnable de supposer qu'une partie du rattrapage des commandes n'interviendra qu'en 2021.

### **Solidité des comptes**

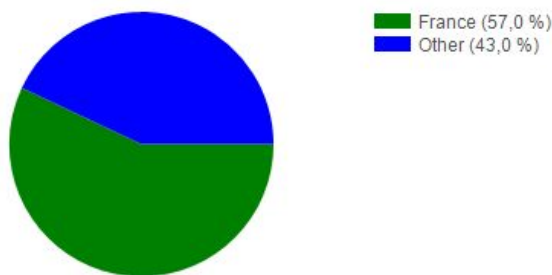
Le principal atout de SFPI réside dans la prudence de sa gestion. Le groupe familial sait en effet que ses excédents de trésorerie constituent sa seule police d'assurance. Le test que représente la crise liée au COVID-19 tend à confirmer ce point de vue. SFPI a entamé le S1 avec environ 29m€ de trésorerie nette et le termine avec 36m€. L'ajustement rapide des coûts, l'annulation du dividende, la révision en baisse des investissements et la bonne maîtrise du fonds de roulement ont été des mesures efficaces. Si la performance du S1 en matière de génération de fonds de roulement (5m€) ne devrait pas être reconduite au S2 dans un contexte de reprise de l'activité, elle constitue néanmoins une bonne nouvelle.

Pour rappel, SFPI, qui a eu largement recours aux régimes de chômage partiel en France, a dû faire face à deux sources de coûts résiduels : 16% des salaires associés au chômage temporaire en France restent à la charge du groupe et les mesures de prévention du COVID-19 ont entraîné un coût réel estimé à 1m€ au cours de l'ensemble de 2020.

### **■ Impact**

Clairement, le chiffre d'affaires meilleur que prévu au S1 et la tonalité positive des premiers commentaires concernant le S2 justifient des anticipations moins prudentes pour 2020. Nous avons donc révisé à la hausse nos prévisions de résultats pour 2020 à environ 7m€ (contre zéro précédemment), sans modifier pour autant nos projections pour 2021, ces dernières intégrant déjà un certain degré de normalisation de l'activité. Le risque pour 2020 est celui d'un report à début 2021 de l'amélioration attendue au S2 en raison des trop nombreuses perturbations au niveau de l'opérationnel.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

	12/19A	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	M€ 563	489	556
Croissance du CA	% 2,40	-13,2	13,9
Variation des coûts de personnel	% 1,90	-6,14	7,93
EBITDA	M€ 52,7	30,0	48,1
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 9,35</b>	<b>6,14</b>	<b>8,65</b>
Dotations aux amortissements	M€ -22,1	-22,0	-23,0
Résultat opérationnel courant	M€ 30,6	8,00	25,1
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 12,0</b>	<b>5,50</b>	<b>25,1</b>
Résultat financier net	M€ -0,53	1,25	-0,20
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,94	-0,96
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -7,76	-1,65	-8,58
Mises en équivalence	M€ 0,05	0,20	0,20
Intérêts minoritaires	M€ -0,05	-0,05	-0,05
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 15,9</b>	<b>7,75</b>	<b>16,5</b>
NOPAT	M€ 21,4	6,46	18,4

## Tableau de financement

	12/19A	12/20E	12/21E
EBITDA	M€ 52,7	30,0	48,1
Variation du BFR	M€ -2,11	-3,52	-12,2
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -8,97	-1,65	-8,58
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ 1,00		
Cash flow d'exploitation total	M€ 42,6	24,8	27,3
Investissements matériels	M€ -18,6	-16,6	-18,9
Flux d'investissement net	M€ -26,1	-16,6	-23,9
Charges financières nettes	M€ -0,53	1,25	-0,20
Dividendes (maison mère)	M€ -4,86	0,00	-4,97
Dividendes payés aux minoritaires	M€ -0,30	-0,30	-0,30
Augmentation de capital	M€ 0,00		
Flux financiers totaux	M€ -19,2	1,89	-4,50
Variation de la trésorerie	M€ -9,22	10,1	-1,12
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ 23,5</b>	<b>9,47</b>	<b>8,19</b>

## Données par action

	12/19A	12/20E	12/21E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 99,3	99,3	99,3
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 99,3	99,3	99,3
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€ 0,16</b>	<b>0,08</b>	<b>0,17</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,00</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	2,96 €	35 %	● GEA Group
Somme des parties	3,41 €	20 %	● Alfa Laval
VE/Ebitda	2,42 €	20 %	● Travis Perkins
P/E	2,42 €	10 %	● IMI
Rendement	2,42 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	2,42 €	5 %	
Objectif de cours	2,81 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/19A	12/20E	12/21E
Survaleurs	M€ 49,4	49,4	49,4
Total actif incorporel	M€ 55,7	55,7	55,7
Immobilisations corporelles	M€ 80,1	73,1	74,5
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 1,10	1,12	1,14
BFR	M€ 98,6	102	114
Autres actifs courants	M€ 22,0	22,4	22,9
Actif total (net des engagements CT)	M€ 281	278	292
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 200</b>	<b>204</b>	<b>216</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 1,75	2,00	2,00
Provisions pour retraite	M€ 64,4	65,7	67,0
Autres prov. pour risques et charges	M€ 14,1	14,4	14,7
Total des prov. pr risques et charges	M€ 78,5	80,1	81,7
Charges d'IS	M€ 8,31	8,47	8,64
Autres charges	M€ 7,73	7,89	8,05
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ -15,0</b>	<b>-25,1</b>	<b>-24,0</b>
Passifs totaux	M€ 281	278	292

## Capitaux employés

	12/19A	12/20E	12/21E
Capitaux investis	M€ 235	232	246

## Ratios de profits & risques

	12/19A	12/20E	12/21E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>% 1,85</b>	<b>2,60</b>	<b>7,84</b>
Rendement des capitaux investis	% 9,10	2,78	7,51
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>% -10,7</b>	<b>-9,80</b>	<b>-11,4</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x -0,28	-0,84	-0,50
Couverture des frais financiers	x 58,1	-3,65	-33,0

## Ratios de valorisation

	12/19A	12/20E	12/21E
<b>PER ajusté</b>	<b>x 13,8</b>	<b>15,5</b>	<b>7,29</b>
Rendement du cash flow disponible	% 10,7	7,88	6,81
P/ANC	x 1,10	0,59	0,56
<b>Rendement du dividende</b>	<b>% 0,00</b>	<b>4,13</b>	<b>4,96</b>

## Valeur d'entreprise

	12/19A	12/20E	12/21E
Capitalisation boursière	M€ 219	120	120
+ Provisions	M€ 78,5	80,1	81,7
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ -15,0	-25,1	-24,0
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 1,10	1,12	1,14
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 1,75	2,00	2,00
= Valeur d'entreprise	M€ 283	176	179
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 5,38</b>	<b>5,87</b>	<b>3,71</b>
VE/CA	x 0,50	0,36	0,32

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 26/09/2020.