



# SFPI

Divers produits de construction / France

## Une robustesse avérée, pour aborder le post Covid

Publication Res./CA - 04/06/2021

Grâce à une gestion rigoureuse et à un bilan très solide encore renforcé en 2020, SFPI s'est particulièrement bien sorti de la crise liée à la Covid-19. Compte tenu de la vigueur de la demande dans le secteur de la construction et de l'accélération de l'investissement, les perspectives concernant 2021 s'annoncent prometteuses. Nous avons relevé notre objectif de cours sur le titre de ce mini-conglomérat industriel très solide.

### Actualité

Si, comme attendu, la majeure partie des résultats 2020 ont été concentrés sur le S2, l'ampleur du rebond de l'activité et la qualité des performances réalisées durant la seconde moitié de l'exercice ont constitué une bonne surprise.

Le chiffre d'affaires annuel ne s'est finalement replié que de 11% (après un recul de 21 % au S1). Pourtant à -2m€ au terme du S1, l'EBIT atteignait 27m€ fin 2020.

Performance tout aussi remarquable, la trésorerie nette a progressé à 65m€ à fin décembre 2020 (contre 29m€ en 2019). Comme pour les autres groupes industriels ayant maintenu leurs stocks à des niveaux bas dans une conjoncture très incertaine, la trésorerie nette de SFPI a bénéficié d'un redul du BFR. Ce constat ne doit toutefois pas occulter la contribution de la génération de cash liée à l'exploitation.

Début 2020, le conseil d'administration de SFPI, au sein duquel la famille est majoritaire, a opté pour l'abandon du dividende 2019, une décision tout à fait louable à l'époque pour maximiser la trésorerie disponible pour le groupe. Prenant acte des bons résultats du S2, il a ensuite décidé de rétablir un dividende 2020 de 0,06€ par action.

### Analyse

Comme toujours, SFPI opère sur deux fronts, reflétant les deux principaux marchés finaux du groupe, et ce au travers de 2 grands ensembles de filiales à 100%.

#### Boom dans la construction

Un an après le déclenchement de la crise sanitaire et d'une politique monétaire très accommodante, il est généralement admis que le secteur de la construction est l'un des grands gagnants de cette période historiquement sans précédent. La situation n'était certainement pas la même en début de crise, en mars 2020. Le confinement et la rénovation des logements n'ont commencé à jouer qu'au T2 2020, lorsque le personnel pouvait se rendre sur les sites de production et assurer les livraisons.

Spécialisée sur les produits de protection, et notamment sur tout système de verrouillage, Dom est l'unité la plus importante du groupe. Avec la généralisation du télétravail, nous aurions pu nous attendre à de moindres besoins des ménages en systèmes de protection. La qualité des produits, les objets connectés et toute une gamme d'antimicrobiens – des produits sans contact répondant aux besoins



**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: 75,0 %
Cours objectif à 6 mois	4,73 €
Cours	2,70 €
Cap. boursière M€	268
Momentum du cours	<b>FORT</b>
Extrême 12 mois	1,06 ▶ 2,70
Sustainability score	2,0 / 10
Credit Risk	BBB →
Bloomberg	SFPI FP Equity
Reuters	SFPI.PA

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



Performance	1s	1m	3m	12m
SFPI Group	5,68 %	16,6 %	57,4 %	118 %
Matériaux de construction	1,86 %	6,07 %	15,1 %	53,8 %
STOXX 600	0,97 %	3,95 %	9,04 %	22,2 %

Dernière maj : 04/06/2021	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté (x)	5,82	10,9	10,2	8,96
Rendement net (%)	4,45	2,41	2,59	2,78
VE/EBITDA(R) (x)	2,90	4,51	4,12	3,52
BPA ajusté (€)	0,23	0,25	0,27	0,30
Croissance des BPA (%)	44,5	6,79	7,33	13,5
Dividende net (€)	0,06	0,07	0,07	0,08
Chiffre d'affaires (M€)	499	543	567	588
Marge d'EBIT (%)	5,41	6,40	7,00	7,28
Résultat net pdg (M€)	19,8	22,6	24,4	27,9
ROE (après impôts) (%)	9,57	9,95	9,93	10,7
Taux d'endettement (%)	-16,0	-26,7	-32,1	-35,1

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

des entreprises – ont cependant maintenu la demande à un niveau élevé. Ces activités fondées sur des marques fortes bénéficient d'un potentiel de croissance considérable, de bons outils industriels et de l'ensemble de l'innovation autour de la numérisation de la sécurité. La marge opérationnelle récurrente de la division, qui a longtemps stagné autour de 9%, a bondi à 15% au S2 2020, laissant espérer une base normalisée située entre 10% et 12% pour une hausse du chiffre d'affaires de 4% par an.

MAC fabrique des systèmes de fermeture et des fenêtres, avec des cadres principalement en aluminium et en plastique, pour les entreprises comme pour les particuliers. Structurellement très concurrentielle et tributaire d'un certain nombre de mesures d'incitation aux économies d'énergie, l'activité a été portée par la demande des ménages. La division est organisée autour d'une collection d'entités distinctes rendues plus efficaces par la concentration des procédés de fabrication et s'appuyant fortement sur les ventes en ligne, avec un certain succès (21% du chiffre d'affaires contre 14% précédemment). Dans la mesure où le gouvernement français devrait encourager plus fortement encore les dépenses des ménages consacrées aux économies d'énergie, les perspectives s'annoncent prometteuses. Cette tendance devrait se poursuivre bien au-delà de 2022. Si la croissance normalisée du chiffre d'affaires est désormais attendue à 5%, la marge récurrente d'EBIT pourrait être pénalisée par un renforcement de la concurrence et stagner de fait autour de 2,5%.

#### Secteur industriel

Les deux lignes d'activité dans l'industrie représentent environ 30% du chiffre d'affaires du groupe. Elles ne s'adressent qu'à des clients BtoB.

La première, NEU-JFK opère sur les marchés des HVAC (chauffage, ventilation et climatisation). Si les performances en 2020 ont été sauvées par les nouveaux investissements et une maîtrise des coûts, le carnet de commandes très bien rempli en fin de période laissent entrevoir de bonnes perspectives à court terme. La division a également fait sensation avec un système de purification de l'air capable d'éradiquer les virus. A 5k€ l'unité, le produit semble très bien reçu. Nous tablons sur un retour des marges d'EBIT aux 6% observés pour la dernière fois en 2015.

La deuxième activité concerne les échangeurs de chaleur pour l'industrie. Cette division est parvenue à préserver sa marge d'EBIT de 10% durant toute la crise et semble en mesure de réitérer la performance avec un carnet de commandes plein. La division n'est pas non plus insensible au potentiel d'une chaîne de valeur dans l'hydrogène susceptible de devenir l'une des prochaines priorités de l'Europe dans le cadre de ses efforts pour sortir du carbone.

#### Freins trans divisions

Comme dans de nombreux secteurs, la réduction des capacités d'un côté et la vigueur de la demande découlant d'une reconstitution des stocks de l'autre entraînent une flambée des prix. Alphavalue estime que si cette situation ne devrait pas durer, elle devrait très certainement entraîner un renchérissement des prix des intrants pour SFPI au S2-2021. Opérant dans des secteurs plutôt concurrentiels, SFPI pourrait ne pas être en mesure de répercuter ces hausses sur ses prix de vente. Il s'agit de la principale raison pour laquelle les marges opérationnelles exceptionnellement élevées observées au S2-2020 sont appelées à ne plus retrouver de tels niveaux.

Le groupe ne devrait pas être affecté par la pénurie de semi-conducteurs, ses unités de contrôle de ses différents produits finaux n'intégrant pas de micro-

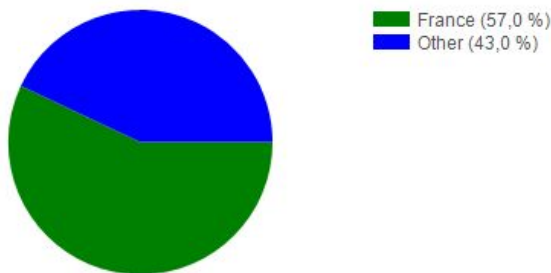
processeurs ni de contrôleurs haut de gamme.

SFPI s'attend raisonnablement à une augmentation de ses BFR à mesure de la normalisation de l'activité. De fait, le groupe préservera sa trésorerie et ne s'engagera dans aucune acquisition (trop chères de toute façon).

## ■ Impact

Les excellents résultats du S2-2020 comme un bon début 2021 nous conduisent à anticiper un chiffre d'affaires de 543m€, seulement supérieur de peu à la prévision toujours prudente de la direction (540m€). La logistique et les chaînes d'approvisionnement pourraient en effet gêner les efforts du groupe pour satisfaire une demande sous-jacente robuste. Compte tenu d'une base de coûts rationalisée et d'une inflation des intrants devant être contenue, nous relevons nos prévisions de résultats pour 2021 et 2022 d'environ 15%.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

	12/20A	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	M€ 499	543	567
Croissance du CA	% -11,4	8,84	4,35
Variation des coûts de personnel	% -9,48	4,50	3,47
EBITDA	M€ 48,7	55,9	59,7
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 9,76</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>
Dotations aux amortissements	M€ -20,2	-21,0	-21,5
Résultat opérationnel courant	M€ 28,6	34,9	38,2
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 27,0</b>	<b>32,2</b>	<b>35,5</b>
Résultat financier net	M€ 3,20	-0,20	-0,20
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,97	-0,99
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -10,5	-9,55	-11,0
Mises en équivalence	M€ 0,16	0,20	0,20
Intérêts minoritaires	M€ -0,11	-0,11	-0,11
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 23,0</b>	<b>24,6</b>	<b>26,4</b>
NOPAT	M€ 20,1	25,3	27,7

## Tableau de financement

	12/20A	12/21E	12/22E
EBITDA	M€ 48,7	55,9	59,7
Variation du BFR	M€ 17,4	-0,55	-4,79
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -10,2	-9,55	-11,0
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -1,00	-1,00	-1,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 54,9	44,8	42,9
Investissements matériels	M€ -11,4	-18,5	-19,3
Flux d'investissement net	M€ -11,7	-18,5	-24,3
Charges financières nettes	M€ 3,20	-0,20	-0,20
Dividendes (maison mère)	M€ 0,00	-5,96	-6,46
Dividendes payés aux minoritaires	M€ -0,10	-0,10	-0,10
Augmentation de capital	M€ -1,20		
Flux financiers totaux	M€ 1,35	-5,28	-31,1
Variation de la trésorerie	M€ 44,5	21,1	-12,5
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ 46,6</b>	<b>26,2</b>	<b>23,4</b>

## Données par action

	12/20A	12/21E	12/22E
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. surval. et dilut.)</b>	<b>€ 0,23</b>	<b>0,25</b>	<b>0,27</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,06</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	4,23 €	35 %	IMI
Somme des parties	5,03 €	20 %	Travis Perkins
VE/Ebitda	5,40 €	20 %	Alfa Laval
P/E	5,40 €	10 %	GEA Group
Rendement	3,47 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	5,40 €	5 %	
Objectif de cours	4,73 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/20A	12/21E	12/22E
Survaleurs	M€ 47,0	47,0	47,0
Total actif incorporel	M€ 52,8	52,8	52,8
Immobilisations corporelles	M€ 78,4	80,0	81,6
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 2,40	2,45	2,45
BFR	M€ 110	110	115
Autres actifs courants	M€ 45,3	46,2	46,2
Actif total (net des engagements CT)	M€ 309	315	322
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 214</b>	<b>239</b>	<b>252</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 1,60	2,00	1,63
Provisions pour retraite	M€ 66,5	67,0	67,9
Autres prov. pour risques et charges	M€ 9,80	10,00	15,0
Total des prov. pr risques et charges	M€ 76,3	77,0	82,9
Charges d'IS	M€ 9,10	9,28	9,47
Autres charges	M€ 61,0	62,2	63,4
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ -53,3</b>	<b>-74,4</b>	<b>-87,3</b>
Passifs totaux	M€ 309	315	322

## Capitaux employés

	12/20A	12/21E	12/22E
Capitaux investis	M€ 243	245	252

## Ratios de profits & risques

	12/20A	12/21E	12/22E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>% 9,57</b>	<b>9,95</b>	<b>9,93</b>
Rendement des capitaux investis	% 8,29	10,3	11,0
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>% -16,0</b>	<b>-26,7</b>	<b>-32,1</b>
Dettes nettes ajustées/EBITDA(R)	x -1,09	-1,33	-1,46
Couverture des frais financiers	x -8,92	-45,1	-48,4

## Ratios de valorisation

	12/20A	12/21E	12/22E
<b>PER ajusté</b>	<b>x 5,82</b>	<b>10,9</b>	<b>10,2</b>
Rendement du cash flow disponible	% 34,8	9,76	8,74
P/ANC	x 0,63	1,12	1,07
<b>Rendement du dividende</b>	<b>% 4,45</b>	<b>2,41</b>	<b>2,59</b>

## Valeur d'entreprise

	12/20A	12/21E	12/22E
Capitalisation boursière	M€ 134	268	268
+ Provisions	M€ 76,3	77,0	82,9
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ -67,9	-92,4	-105
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 2,40	2,45	2,00
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 1,60	2,00	2,00
= Valeur d'entreprise	M€ 142	252	246
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 2,90</b>	<b>4,51</b>	<b>4,12</b>
VE/CA	x 0,28	0,46	0,43

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 04/06/2021.