



# SFPI

Divers produits de construction / France

## Les résultats 2022 décevants laissent entrevoir une gestion du groupe plus resserrée

Publication Res./CA - 26/04/2023

Les résultats 2022 de SFPI sont décevants. Malgré un chiffre d'affaires conforme aux objectifs, les marges se sont contractées avec le renchérissement (rapide) des coûts et une provision de 4m€ pour la refondation de sa division MAC (fenêtres, auvents, etc.). Une accélération des CAPEX devrait suivre. A 22m€, les résultats ont reculé d'environ 33%. Nous attendions 26,8m. Par ses priorités (hausse des investissements, multiples acquisitions bien ciblées, déploiement proactif des indicateurs ESG), la direction confirme son énergie entrepreneuriale néanmoins nous devons revoir à la baisse nos prévisions pour 2023.

### Actualité

SFPI a publié un résultat net en repli de 33% à partir d'un chiffre d'affaires en progression de 10,5% (de 7% pro forma). Le tableau ci-dessous revient plus en détail sur une contreperformance dont nous explicitons les origines dans la section "Analyse".

Malgré un net ralentissement de la génération de FCF (découlant des besoins en fonds de roulement), le bilan reste remarquablement solide avec une position nette de trésorerie de 25m€.

Pour tenir compte de la dégradation des résultats, le dividende est abaissé à 0,05€ (contre 0,08€ en 2021).

M€	2021	% of sales	2022	% of sales
<b>Sales</b>	<b>569,0</b>		<b>629,1</b>	
Gross margin	338,5	59,5%	361,4	57,4%
Payroll expenses	(185,3)	32,6%	(201,3)	32,0%
Other operating costs	(86,9)	15,3%	(98,1)	15,6%
Taxes	(4,2)		(4,6)	
Depreciation	(18,5)	3,2%	(21,4)	3,4%
<b>Recurring operating income</b>	<b>43,6</b>	<b>7,7%</b>	<b>36,0</b>	<b>5,7%</b>
Non-recurring cost and amortization	1,0		(3,9)	
<b>Operating income</b>	<b>44,6</b>	<b>7,8%</b>	<b>32,1</b>	<b>5,1%</b>
Financial Charges	(0,4)		(0,2)	
Corporate Income Tax	(12,0)		(10,2)	
<b>Consolidated Net Income</b>	<b>32,4</b>	<b>5,7%</b>	<b>21,8</b>	<b>3,5%</b>
<b>Group share</b>	<b>32,2</b>		<b>22,0</b>	

### Analyse

Pour résumer, les résultats de SFPI ont été pénalisés par le renchérissement des matériaux (provoquant une contraction de la marge brute de 59,5% à 57,4%) et par une écriture exceptionnelle de 4m€ liée à la réorganisation de MAC. Dans un tel contexte, l'évolution de la masse salariale paraît comparativement maîtrisée.

L'érosion de la marge brute excède nos anticipations arrêtées à mi 2022 et ne cadre pas avec le discours rassurant émanant des sociétés des secteurs des biens d'équipement et des matériaux de construction (certes d'une taille nettement plus imposante). SFPI pèse beaucoup moins et donc subit davantage les renégociations. A 52,4%, la marge brute de sa division MAC a notamment chuté



**Pierre-Yves GAUTHIER**  
buildingmaterials@alphavalue.eu  
+33 (0) 1 70 61 10 50  
corporate.alphavalue.com

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

Achat	Potentiel: 113 %
Cours objectif à 6 mois	4,80 €
Cours	2,25 €
Cap. boursière M€	223
Momentum du cours	<b>DÉFAVORABLE</b>
Extrême 12 mois	2,02 ▶ 2,99
Sustainability score	2,8 /10
Credit Risk	BBB →
Bloomberg	SFPI FP Equity
Reuters	SFPI.PA

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



Performance	1s	1m	3m	12m
SFPI Group	-9,27 %	-5,66 %	-4,26 %	-23,0 %
Matériaux de construction	-0,97 %	3,17 %	3,64 %	4,18 %
STOXX 600	-0,33 %	6,13 %	3,32 %	4,94 %

Dernière maj : 10/10/2022	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	7,99	8,70	6,05	5,96
Rendement net (%)	2,98	3,05	3,78	4,00
VE/EBITDA(R) (x)	3,89	4,32	3,32	3,06
BPA ajusté (€)	0,34	0,30	0,37	0,38
Croissance des BPA (%)	45,1	-10,3	23,4	1,52
Dividende net (€)	0,08	0,08	0,09	0,09
Chiffre d'affaires (M€)	569	627	693	707
Marge d'EBIT (%)	7,66	6,73	6,65	6,66
Résultat net pdg (M€)	32,5	26,8	32,3	32,8
ROE (après impôts) (%)	14,5	10,9	12,1	11,5
Taux d'endettement (%)	-25,5	-17,9	-11,4	-14,7

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

de 4%. Les hausses de prix de vente semblent avoir désormais du mal à passer coté consommateurs.

La provision de 4m€ passée en vue d'une restructuration des activités industrielles de MAC prévoit une réorganisation en profondeur des 11 sites industriels de la branche en vue d'optimiser la productivité, la logistique et les conditions de travail. Elle sera suivie d'une accélération des investissements jusqu'en 2025. Cette réorganisation des actifs industriels est indicative d'une gestion plus serrée par SFPI de ses actifs opérationnels, les outils industriels et les méthodes de travail devant aujourd'hui être améliorés pour défendre les marges. Les gains de productivité pourraient être conséquents tant l'organisation industrielle de MAC n'était pas optimale. Les marchés sous-jacents de MAC (secteur fortement subventionné de la rénovation résidentielle) ne semblent pas poser problème. Toutefois, les hausses de prix ont été à l'origine de l'essentiel de la croissance de 10% du chiffre d'affaires pro forma, laissant entrevoir des hausses futures plus difficiles et la nécessité pour MAC de se pencher activement sur ses coûts. En outre, il se pourrait que la partie discrétionnaire de l'offre de MAC (stores, auvents) commence à ressentir les effets de la dégradation du pouvoir d'achat des ménages.

Les autres divisions tirent légèrement mieux leur épingle du jeu. DOM (qui propose tous les systèmes de verrouillage) a passé pour 3,7m€ de dépréciations d'actifs, mais a continué d'investir dans les nouvelles technologies (solutions de contrôle d'accès cloud). Sur le plan industriel, l'activité de Neu-JFK (systèmes CVC de traitement de l'air) a été soutenue dans le secteur des échangeurs de chaleur, des produits très recherchés compte tenu du contexte de crise énergétique. MMD (traitements thermiques et échangeurs de chaleur) a également bien résisté, terminant 2022 avec des carnets de commandes toujours très bien remplis.

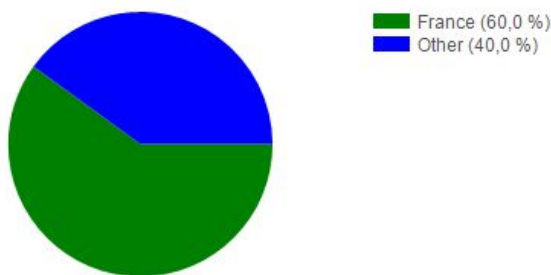
### **Une situation à peine moins confortable en termes de bilan**

SFPI est gérée avec une grande prudence, et à juste titre. L'augmentation des besoins en fonds de roulement, des capex et l'érosion de l'EBITDA ont entraîné une dégradation de la position de trésorerie nette, en repli à 25m€ contre 75m€ un an plus tôt. Un tel développement paraissait inévitable. En effet, SFPI n'avait guère de moyens de s'opposer aux hausses de prix passées par ses fournisseurs supérieures à l'augmentation de leurs propres coûts, ceux-ci faisant valoir qu'ils manquaient de biens à vendre. Il reste à espérer que de tels excès de la part des fournisseurs ne seront plus aussi fréquents. Pour rappel, les hausses de prix des intrants participent aussi au gonflement des stocks et donc à la dégradation du fonds de roulement.

### **■ Impact**

Les commentaires de la direction autour des résultats 2022 suggèrent que si le groupe repose sur une socle déjà robuste, il s'emploie à le consolider en investissant dans une simplification de la structure industrielle autant qu'il le faudra, et ce en dépit de l'impact à court terme sur la trésorerie. AlphaValue apprécie les entreprises qui investissent encore et encore dans leur avenir. L'adoption d'une procédure transversale pour traiter les sujets ESG semble avoir aidé à mettre en évidence les aspects de l'activité susceptibles d'être améliorés. Ce petit conglomérat industriel pourrait ainsi tendre vers une gestion plus serrée, c'est-à-dire accentuer sa recherche de synergies. Une telle mutation ne pourrait être que positive. Dans l'immédiat, nous devons revoir à la baisse d'environ 15% nos prévisions pour 2023.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	M€	569	627	693
Croissance du CA	%	14,0	10,3	10,4
Variation des coûts de personnel	%	10,0	11,3	12,7
EBITDA	M€	62,1	59,9	66,0
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>10,9</b>	<b>9,55</b>	<b>9,53</b>
Dotations aux amortissements	M€	-18,1	-20,0	-20,0
Résultat opérationnel courant	M€	43,9	39,9	46,0
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>44,9</b>	<b>36,7</b>	<b>43,3</b>
Résultat financier net	M€	-0,41	-0,20	-0,20
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,95	-0,97
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-12,0	-9,70	-10,8
Mises en équivalence	M€	0,20	0,20	0,20
Intérêts minoritaires	M€	-0,22	-0,22	-0,22
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>32,2</b>	<b>27,8</b>	<b>34,3</b>
NOPAT	M€	30,9	28,8	33,1

## Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	62,1	59,9	66,0
Variation du BFR	M€	-11,7	-28,1	-10,7
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-11,6	-9,70	-10,8
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	4,50	-1,00	-1,00
Cash flow d'exploitation total	M€	43,3	21,1	43,5
Investissements matériels	M€	-10,7	-21,3	-23,6
Flux d'investissement net	M€	-11,1	-51,3	-28,6
Charges financières nettes	M€	-0,41	-0,20	-0,20
Dividendes (maison mère)	M€	-5,68	-7,95	-7,95
Dividendes payés aux minoritaires	M€	-0,10	-0,10	-0,10
Augmentation de capital	M€	-10,0	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-38,7	27,5	-7,28
Variation de la trésorerie	M€	-6,51	-2,81	7,71
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>32,1</b>	<b>-0,48</b>	<b>19,8</b>

## Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	92,2	92,2	92,2
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	95,7	92,2	92,2
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>0,34</b>	<b>0,30</b>	<b>0,37</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	4,35 €	35 %	● dormakaba
Somme des parties	6,55 €	20 %	● GEA Group
VE/Ebitda	4,50 €	20 %	● Alfa Laval
P/E	4,50 €	10 %	● IMI
Rendement	3,94 €	10 %	● Travis Perkins
Cours/Actif net comptable	4,50 €	5 %	
Objectif de cours	4,80 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

		12/21A	12/22E	12/23E
Survaleurs	M€	46,8	46,8	46,8
Total actif incorporel	M€	51,0	51,0	51,0
Immobilisations corporelles	M€	79,1	80,7	82,3
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	2,90	2,96	3,02
BFR	M€	129	157	168
Autres actifs courants	M€	39,3	40,1	40,9
Actif total (net des engagements CT)	M€	320	381	395
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>233</b>	<b>259</b>	<b>275</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	1,35	1,63	1,63
Provisions pour retraite	M€	62,1	45,2	46,1
Autres prov. pour risques et charges	M€	12,2	13,0	15,0
Total des prov. pr risques et charges	M€	74,3	58,2	61,1
Charges d'IS	M€	8,81	15,0	15,3
Autres charges	M€	68,6	75,0	76,5
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-65,2</b>	<b>-27,6</b>	<b>-35,3</b>
Passifs totaux	M€	320	381	395

## Capitaux employés

		12/21A	12/22E	12/23E
Capitaux investis	M€	262	291	304

## Ratios de profits & risques

		12/21A	12/22E	12/23E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>14,5</b>	<b>10,9</b>	<b>12,1</b>
Rendement des capitaux investis	%	11,8	9,88	10,9
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>-25,5</b>	<b>-17,9</b>	<b>-11,4</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-1,05	-0,46	-0,54
Couverture des frais financiers	x	106	-53,4	-59,9

## Ratios de valorisation

		12/21A	12/22E	12/23E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>7,99</b>	<b>8,70</b>	<b>6,05</b>
Rendement du cash flow disponible	%	13,0	-0,20	9,54
P/ANC	x	1,06	0,93	0,75
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>2,98</b>	<b>3,05</b>	<b>3,78</b>

## Valeur d'entreprise

		12/21A	12/22E	12/23E
Capitalisation boursière	M€	248	242	207
+ Provisions	M€	74,3	58,2	61,1
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-78,9	-41,3	-49,3
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	2,90	2,00	2,00
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	1,35	2,00	2,00
= Valeur d'entreprise	M€	241	259	219
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>3,89</b>	<b>4,32</b>	<b>3,32</b>
VE/CA	x	0,42	0,41	0,32

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 10/10/2022.