



SFPI

Divers produits de construction / France

Spécialisé dans la protection des personnes, des biens et de l'environnement

Initiation cov. - 05/12/2018

Le cœur du business model de SFPI Group consiste à cibler des niches au sein des secteurs de la construction et de l'industrie dont la croissance est plutôt modérée. SFPI Group devance notablement ses concurrents dans plusieurs de ses marchés de niche fragmentés.

La capitalisation boursière de SFPI Group avoisine 230m€.

Nous entamons la couverture de SFPI Group avec une recommandation d'Achat. Le titre présente, selon nous, un potentiel de hausse proche de 70%.

Compte tenu du succès de la fusion-absorption de DOM-Security, nous estimons que le groupe dispose désormais d'une puissance de feu accrue et qu'il pourrait annoncer prochainement de nouvelles acquisitions.

Business model et capitalisation boursière

Le cœur du business model consiste à cibler des niches au sein des secteurs de la construction et de l'industrie dont la croissance est plutôt lente. SFPI Group devance notablement ses concurrents dans plusieurs de ses marchés de niche fragmentés. La direction possède une réelle expertise pour identifier des sociétés cibles, les possibles synergies, le besoin de restructuration et le levier opérationnel des sociétés acquises. Depuis la création de la société en 1985, elle a réalisé plus de 80 acquisitions ciblées. Par le biais de la croissance externe, la direction souhaite renforcer la présence du groupe à l'étranger.

En outre, la force du business model est d'apporter une gamme de plus en plus complète de services et de catégories de produits afin de devenir un véritable partenaire apportant des solutions et de ne pas se limiter à une simple offre de produits pour les secteurs de la construction et de l'industrie.

Si le groupe consolide plus de 80 sociétés, sous des marques très différentes, il existe toutefois une volonté manifeste de réduire le nombre de ces dernières.

La digitalisation est au cœur des investissements de SFPI Group pour la croissance future.

Le business model diffère selon les divisions :

- Trois points importants sont à noter concernant celui de DOM Security (qui représente environ 45% de notre NAV): les produits conçus par le groupe sont hautement sécurisés, faciles à utiliser et les utilisateurs doivent être en confiance.
- Le développement constant de son réseau de distribution constitue l'un des principaux atouts de MAC. La société est parvenue à fidéliser tout un réseau d'artisans. Il s'agit d'un processus sur plusieurs décennies, expliquant pourquoi la croissance organique de MAC est plutôt lente à l'étranger.
- la division industrielle s'efforce quant à elle de devenir un guichet unique.

Partant du fait que le secteur de la construction est local, SFPI Group estime qu'avoir une très grande taille n'est pas nécessaire pour être efficace.



Felix BRUNOTTE

buildingmaterials@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

AlphaValue à été mandaté par SFPI Group pour la production et la diffusion d'une analyse financière sur SFPI Group.

Achat Potentiel: 69,7 %

Cours objectif à 6 mois	3,99 €
Cours	2,35 €
Cap. boursière M€	233
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	2,35 ▶ 3,49
Bloomberg	SFPI FP Equity
Reuters	SFPI.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
SFPI Group	-6,00 %	-17,5 %	-28,1 %	-22,6 %
Matériaux de construction	-1,69 %	-5,95 %	-11,4 %	-21,0 %
STOXX 600	0,29 %	-1,55 %	-5,63 %	-7,49 %

Dernière maj : 05/12/2018	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E
PER ajusté (x)	14,7	14,7	10,5	10,1
Rendement net (%)	1,71	1,96	2,63	3,01
VE/EBITDA(R) (x)	5,89	5,86	4,37	3,71
BPA ajusté (€)	0,20	0,21	0,22	0,23
Croissance des BPA (%)	154	4,56	7,59	3,70
Dividende net (€)	0,05	0,06	0,06	0,07
Chiffre d'affaires (M€)	475	504	554	571
Marge d'EBIT (%)	6,64	6,52	5,95	6,51
Résultat net pdg (M€)	16,8	25,2	20,1	23,1
ROE (après impôts) (%)	10,3	10,6	9,91	10,2
Taux d'endettement (%)	-33,7	-29,3	-24,1	-26,4

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

La capitalisation boursière de SFPI Group avoisine 230m€.

Recommandation, potentiel de hausse et principaux facteurs agissant sur les résultats

Nous entamons la couverture de SFPI Group avec une recommandation d'Achat. Le titre présente, selon nous, un potentiel de hausse proche de 70%.

Principaux facteurs agissant sur les résultats :

- MAC pourrait être légèrement affecté par la fin des crédits d'impôt sur le marché de la rénovation ;
- les résultats de MAC dépendent surtout des gains d'efficacité énergétique ;
- DOM Security est une "late-cyclical" du secteur de la construction ;
- NEU-JKF devrait bénéficier de la vigueur du chiffre d'affaires réalisé dans l'industrie et du renforcement de la réglementation en matière de qualité de l'air ;
- MMD (Cordero/Barriquand) tirera profit du réchauffement climatique ;
- MMD (Steriflow) bénéficiera de la croissance du secteur agroalimentaire.

A noter

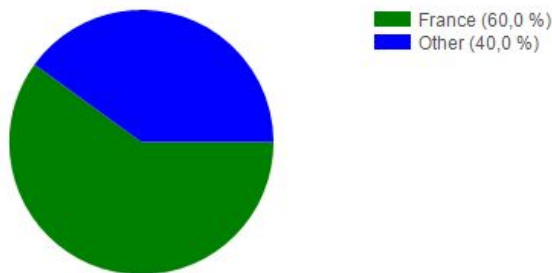
Trois points essentiels sont à noter :

- La société a été fondée en 1985 par un groupe d'entrepreneurs à qui elle appartient encore aujourd'hui. Ce même groupe la dirige toujours.
- Il existe deux branches, quatre divisions opérationnelles et plus de 80 sociétés spécialisées dans la sécurité des personnes, des biens et de l'environnement.
- Le groupe est devenu de plus en plus européen (40% de son chiffre d'affaires se fait en Europe) et présente de fortes ambitions à l'international.

Prochains catalyseurs

SFPI Group a cherché à simplifier sa structure mi-2018 en lançant une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) sur 10% de DOM Security (sursouscrite), puis en fusionnant avec DOM Security par le biais d'un échange d'actions avec une parité de 20 actions SFPI Group pour une action DOM Security. Au-delà de simplifier la structure du groupe, l'objectif principal était d'améliorer la liquidité du titre SFPI Group dont le free float est passé de 18,9% à 26,5%. L'autre objectif était de simplifier le fonctionnement du groupe en faisant baisser les coûts d'exploitation, la cotation de deux titres n'étant pas justifiée. L'opération augmentera mécaniquement le résultat net attribuable aux actionnaires de SFPI Group ainsi que les fonds propres du groupe, ce qui devrait augmenter la puissance de feu de la société. Après la fusion de SFPI Group avec DOM Security, nous nous attendons donc à de nouvelles acquisitions dans un avenir proche, et ce notamment dans le secteur des systèmes de verrouillage. La fusion avec DOM Security facilite la croissance externe et évite les conflits d'intérêts, les difficultés rencontrées dans le passé ayant résulté de la double cotation (celle de DOM Security et celle de SFPI group qui détenait environ 70% de DOM Security avant la fusion).

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/17A	12/18E	12/19E
Chiffre d'affaires	M€	504	554	571
Croissance du CA	%	6,11	9,89	2,99
Variation des coûts de personnel	%	6,37	12,0	-3,85
EBITDA	M€	46,8	48,8	53,4
Marge d'EBITDA(R)	%	9,27	8,79	9,35
Dotations aux amortissements	M€	-13,9	-15,8	-16,2
Résultat opérationnel courant	M€	32,9	33,0	37,2
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	34,1	32,0	37,2
Résultat financier net	M€	-0,63	-0,67	-1,64
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,83	-0,89
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-10,3	-10,3	-11,7
Mises en équivalence	M€	0,06	0,07	0,15
Intérêts minoritaires	M€	-4,18	-0,89	-0,89
Résultat net ajusté, pdg	M€	18,2	20,9	23,1
NOPAT	M€	23,1	23,7	26,8

Tableau de financement

		12/17A	12/18E	12/19E
EBITDA	M€	46,8	48,8	53,4
Variation du BFR	M€	-8,23	-2,90	-2,47
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-8,78	-10,3	-11,7
Eléments exceptionnels	M€	0,44		
Autres cash flow d'exploitation	M€	10,0		
Cash flow d'exploitation total	M€	40,2	35,5	39,2
Investissements matériels	M€	-14,3	-16,6	-17,1
Flux d'investissement net	M€	-35,5	-34,6	-17,1
Charges financières nettes	M€	-0,63	-0,67	-1,64
Dividendes (maison mère)	M€	-4,38	-5,27	-6,05
Dividendes payés aux minoritaires	M€	-1,53	-1,53	-0,30
Augmentation de capital	M€	-4,26		
Flux financiers totaux	M€	9,07	22,9	-7,10
Variation de la trésorerie	M€	13,7	33,8	15,0
Cash flow disponible (avant div)	M€	25,3	18,2	20,4

Données par action

		12/17A	12/18E	12/19E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	87,9	99,3	99,3
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	87,7	93,6	99,3
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	0,21	0,22	0,23
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,06	0,06	0,07

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	4,49 €	35 %	■ Saint-Gobain
Somme des parties	4,47 €	20 %	■ Legrand
VE/Ebitda	4,45 €	20 %	■ Gea Group
P/E	2,77 €	10 %	■ Alfa Laval
Rendement	1,96 €	10 %	■ Rexel
Cours/Actif net comptable	3,14 €	5 %	■ Travis Perkins
Objectif de cours	3,99 €	100 %	■ IMI

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/17A	12/18E	12/19E
Survaleurs	M€	49,8	50,1	50,1
Total actif incorporel	M€	53,8	54,1	54,1
Immobilisations corporelles	M€	72,6	81,3	82,9
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	39,9	40,7	41,6
BFR	M€	106	109	111
Autres actifs courants	M€	17,0	17,0	17,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	294	302	307
Capitaux propres part du groupe	M€	189	218	235
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	29,8	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	55,1	59,1	59,8
Autres prov. pour risques et charges	M€	10,7	15,7	16,0
Total des prov. pr risques et charges	M€	65,9	74,8	75,9
Charges d'IS	M€	3,64	3,71	3,79
Autres charges	M€	56,2	60,3	61,5
Endettement net / (trésorerie)	M€	-50,4	-54,7	-69,6
Passifs totaux	M€	294	302	307

Capitaux employés

		12/17A	12/18E	12/19E
Capitaux investis	M€	272	285	290

Ratios de profits & risques

		12/17A	12/18E	12/19E
ROE (après impôts)	%	10,6	9,91	10,2
Rendement des capitaux investis	%	8,47	8,32	9,23
Ratio d'endettement	%	-29,3	-24,1	-26,4
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-1,08	-1,12	-1,30
Couverture des frais financiers	x	52,4	-216	49,6

Ratios de valorisation

		12/17A	12/18E	12/19E
PER ajusté	x	14,7	10,5	10,1
Rendement du cash flow disponible	%	9,42	7,80	8,76
P/ANC	x	1,42	1,07	0,99
Rendement du dividende	%	1,96	2,63	3,01

Valeur d'entreprise

		12/17A	12/18E	12/19E
Capitalisation boursière	M€	269	233	233
+ Provisions	M€	65,9	74,8	75,9
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-50,4	-54,7	-69,6
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	39,9	40,7	41,6
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	29,8	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	274	213	198
VE/EBITDA(R)	x	5,86	4,37	3,71
VE/CA	x	0,54	0,38	0,35

Analyste : Felix Brunotte, Changements de prévisions : 05/12/2018.