



# SFPI

Divers produits de construction / France

## Même si la génération de cash flow est intacte, déception au niveau du compte de résultat publié pour le S1 2019.

Publication Res./CA - 07/10/2019

Le compte de résultat publié a déçu les intervenants. Cependant, "cash is king" et les investisseurs devraient plutôt retenir le bon niveau auquel se maintient le FCF.

La direction a confirmé ses prévisions pour 2019, tablant sur un chiffre d'affaires de 570m€, avec 2% de croissance organique et un effet périmètre de 1,5%.

Globalement, nous nous attendons à revoir en baisse notre objectif de cours d'environ 15%. Néanmoins, nous restons convaincus par le business model et la stratégie du groupe. De fait, nous maintenons notre recommandation à l'Achat.

### Actualité

#### Points à retenir

- Progression de 4% du chiffre d'affaires, principalement grâce à un effet de périmètre significatif, la croissance organique ayant à peu près stagné.
- Le résultat opérationnel courant a baissé de 4,6m€, soit d'environ 35%.
- Le résultat net part du groupe n'a été que de 4,4m€ (contre 9,6m€ au S1 2018).
- Perspectives maintenues en termes de chiffre d'affaires, ce dernier étant attendu à 570m€ en 2019.

### Analyse

#### Les données publiées

Progression de 4% du chiffre d'affaires consolidé par rapport au S1 2018 grâce aux acquisitions (Cipriani, Antipanic et Eliot en 2018, puis Hoberg en 2019). A taux de change et périmètre constants, la croissance a été nulle, ce qui est un peu décevant.

Le résultat opérationnel courant a baissé de 4,6m€, soit d'environ 35%.

Le résultat net part du groupe n'a été que de 4,4m€ (contre 9,6m€ au S1 2018).

#### Par division

- DOM Security (environ 65% de l'actif brut dans notre ANR) a publié une croissance organique de 2,5%, une bonne performance confirmant que le rachat des derniers minoritaires l'an dernier était stratégiquement pertinent. Pour rappel, la division est le joyau du groupe, représentant plus de 60% de l'actif brut de notre ANR. Elles concentrent tous les regards. Malgré le caractère dilutif en termes de marge brute de l'acquisition d'Antipanic (60% contre 70% en moyenne pour DOM Security), et un certain nombre de coûts pouvant être considérés comme exceptionnels (acquisition d'Unitecnic, une société en faillite, réhabilitation de l'usine Picard), la division est parvenue à publier un résultat opérationnel courant

**Felix BRUNOTTE**

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-matériel mineur tel que défini par MIFID2

<b>Achat</b>	<b>Potentiel: 78,8 %</b>
Cours objectif à 6 mois	3,22 €
Cours	1,80 €
Cap. boursière M€	179
Momentum du cours	<b>NÉGATIF</b>
Extrême 12 mois	1,80 ▶ 2,99
Bloomberg	SFPI FP Equity
Reuters	SFPI.PA

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

Performance	1s	1m	3m	12m
SFPI Group	-3,74 %	-1,91 %	-19,6 %	-39,8 %
Matériaux de construction	-2,98 %	1,11 %	-5,72 %	-0,20 %
STOXX 600	-2,95 %	-0,77 %	-3,24 %	0,14 %

Dernière maj : 07/10/2019	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	15,9	10,8	8,67	7,17
Rendement net (%)	1,83	3,33	3,89	4,44
VE/EBITDA(R) (x)	6,03	3,75	3,04	2,41
BPA ajusté (€)	0,17	0,17	0,21	0,25
Croissance des BPA (%)	-17,5	-2,76	24,4	20,9
Dividende net (€)	0,05	0,06	0,07	0,08
Chiffre d'affaires (M€)	550	570	585	601
Marge d'EBIT (%)	5,52	4,39	5,28	6,17
Résultat net pdg (M€)	13,7	16,6	20,6	24,9
ROE (après impôts) (%)	6,94	7,80	9,04	10,1
Taux d'endettement (%)	-19,1	-14,6	-18,2	-22,4

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

stable. Notons enfin qu'en matière de contrôle d'accès, DOM a installé plus de 500k produits au cours des 10 dernières années contre 1m d'unités pour le leader. Nous estimons qu'il s'agit d'une activité en forte croissance à surveiller : au-delà d'une progression de son chiffre d'affaires qui devrait atteindre 20% en 2019, elle paraît présenter les meilleures perspectives de croissance à long terme. En fin de compte, l'avenir semble toujours très prometteur pour DOM Security.

- MAC (environ 10% de l'actif brut dans notre ANR) a publié un chiffre d'affaires en baisse, principalement en raison de l'effondrement de 7% du marché de la fenêtre après la fin du crédit d'impôt pour la transition énergétique (CITE). Pourtant en progression d'environ 5%, le chiffre d'affaires de l'activité stores n'a visiblement pas suffi à compenser un tel repli. En dépit de la baisse du CA, la marge brute a été stable grâce à la hausse des prix qui a plus que compensé le mix défavorable et le renchérissement des coûts des matières premières. Dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, le résultat opérationnel courant a été pénalisé par l'impact des retraites. Les retombées sur les marges des processus de rationalisation et de concentration de l'actif de production, s'ils sont bien engagés, ne sont pas encore significatives. Selon nous, elles devraient être positives à partir de 2020. Enfin, la numérisation du processus de vente est en bonne voie. Alors que certaines grandes entreprises se contentent d'une part des ventes sur internet avoisinant 15%, le site France Fermetures génère désormais 32% de son chiffre d'affaires en ligne. Six mois seulement après le lancement de la boutique internet, cette même proportion atteint 24% pour Franciافlex. Nous estimons que cette tendance aidera le groupe à conserver ses clients et confortera son pricing power : située au cœur de la stratégie adoptée, elle devrait rapidement s'avérer payante.
- NEU-JKF (environ 10% de l'actif brut dans notre ANR) a publié un chiffre d'affaires globalement stable. Principale information concernant cette division, la filiale polonaise a enchéri pour des contrats plus importants que par le passé, et ce à des prix semblant trop faibles, ce qui a conduit à l'adoption de provisions. Toutefois, compte tenu de la prudence et de l'expérience de la direction, nous estimons que le risque d'une nouvelle série de provisions est faible pour SFPI, la politique de provisionnement mise en œuvre présentant le plus haut degré possible de prudence et de diligence. Globalement, la division a publié une perte opérationnelle courante, une performance certes décevante, mais s'expliquant principalement par des éléments exceptionnels. De fait, nous anticipons un meilleur S2 (notamment en termes de CA, le carnet de commandes ayant progressé de 6%, les performances étant portées par l'importance du levier opérationnel de la division à l'image de l'ensemble des secteurs à forte intensité capitalistique). En outre, la trajectoire de la croissance de NEU-JKF sera à l'avenir soutenue tant par les ventes croisées (synergies de vente) que par la numérisation.
- MMD (environ 10% de l'actif brut dans notre ANR) a publié un chiffre d'affaires globalement stable à taux de change et périmètre constants. En raison du caractère dilutif sur les marges (de 3pp) de l'acquisition de Cipriani et de l'impact négatif 2,4pp de l'activité innovante développée pour Steriflow, la marge brute s'est contractée de 6pp. Toutefois, la baisse des dotations aux amortissements et une bonne maîtrise des coûts de gestion a permis de maintenir la rentabilité à un niveau correct en termes de résultat opérationnel courant. Comme la direction, nous estimons que les perspectives pour le S2 2019 sont bien orientées pour l'activité (croissance

exceptionnelle d'environ 31% des commandes reçues).

## Acquisitions

- Hoberg : l'un des deux actionnaires de cette société était prêt à céder sa participation. Hoberg étant le distributeur exclusif des produits DOM Security en Belgique depuis 1973, il y avait un intérêt stratégique évident à ne pas laisser le carnet d'adresses des clients de l'entreprise être racheté par un concurrent. Son chiffre d'affaires atteint 5,5m€ et son résultat opérationnel 1m€. La société a été acquise pour 7,8m€ avec un goodwill provisoire de 5,4m€ ce qui peut sembler à la fois cher (le prix d'acquisition représentant 70% du goodwill) et en même temps abordable (7,8x le résultat opérationnel pour une entreprise du marché de la serrure). Nous estimons quant à nous que cette acquisition qui s'imposait s'est faite à un prix très intéressant.

## Perspectives

La direction a confirmé ses prévisions pour 2019, tablant sur un chiffre d'affaires de 570m€, avec 2% de croissance organique et un effet périmètre de 1,5%.

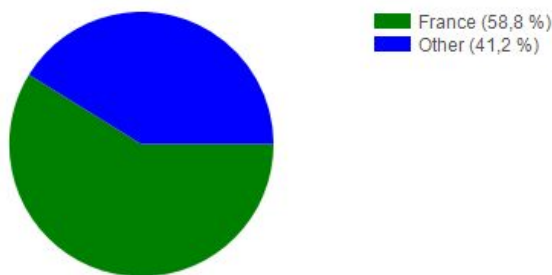
De notre côté, nous sommes un peu déçus par l'absence de prévisions pour 2019 en termes d'EBITDA ou de résultat opérationnel courant, et ce même si nous comprenons qu'elle s'inscrit dans le cadre d'une démarche prudente.

## ■ Impact

Comme toujours, la direction a fait preuve de transparence et d'humilité dans sa façon de présenter les résultats. Nous regrettons toutefois l'absence de prévision en termes de résultat (EBITDA ou EBIT) pour compléter les perspectives en matière de chiffre d'affaires.

Globalement, nous nous attendons à revoir en baisse notre objectif de cours d'environ 10%. Néanmoins, nous restons à l'évidence convaincus par le business model et la stratégie du groupe. De fait, nous maintenons notre recommandation à l'Achat.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E
Chiffre d'affaires	M€	550	570	585
Croissance du CA	%	8,98	3,64	2,70
Variation des coûts de personnel	%	8,16	4,01	2,67
EBITDA	M€	45,5	45,0	51,4
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>8,27</b>	<b>7,89</b>	<b>8,78</b>
Dotations aux amortissements	M€	-15,1	-19,9	-20,5
Résultat opérationnel courant	M€	30,4	25,0	30,9
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>26,6</b>	<b>25,3</b>	<b>30,9</b>
Résultat financier net	M€	-0,54	-0,80	-0,45
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,82	-0,88
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-9,75	-8,09	-10,1
Mises en équivalence	M€	0,02	0,15	0,20
Intérêts minoritaires	M€	-2,64	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>16,1</b>	<b>16,6</b>	<b>20,6</b>
NOPAT	M€	21,3	18,2	22,5

## Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E
EBITDA	M€	45,5	45,0	51,4
Variation du BFR	M€	-2,72	-3,06	-2,93
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-9,38	-8,09	-10,1
Eléments exceptionnels	M€	-1,41		
Autres cash flow d'exploitation	M€	-0,84		
Cash flow d'exploitation total	M€	31,1	33,8	38,4
Investissements matériels	M€	-16,1	-19,4	-19,9
Flux d'investissement net	M€	-25,3	-19,4	-19,9
Charges financières nettes	M€	-0,54	-0,80	-0,45
Dividendes (maison mère)	M€	-5,27	-4,97	-5,96
Dividendes payés aux minoritaires	M€	-1,33	-0,30	-0,30
Augmentation de capital	M€	-18,0		
Flux financiers totaux	M€	2,83	-5,24	-5,83
Variation de la trésorerie	M€	8,61	9,19	12,7
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>14,5</b>	<b>13,6</b>	<b>18,1</b>

## Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	99,3	99,3	99,3
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	93,6	99,3	99,3
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>0,17</b>	<b>0,17</b>	<b>0,21</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>0,07</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	3,51 €	35 %	● Saint-Gobain
Somme des parties	3,46 €	20 %	● Gea Group
VE/Ebitda	3,60 €	20 %	● Alfa Laval
P/E	2,32 €	10 %	● Travis Perkins
Rendement	1,89 €	10 %	● IMI
Cours/Actif net comptable	3,16 €	5 %	
Objectif de cours	3,22 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

		12/18A	12/19E	12/20E
Survaleurs	M€	53,6	53,6	53,6
Total actif incorporel	M€	60,4	60,4	60,4
Immobilisations corporelles	M€	83,4	85,1	86,8
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	41,3	42,1	42,9
BFR	M€	106	109	112
Autres actifs courants	M€	16,8	16,8	16,8
Actif total (net des engagements CT)	M€	320	325	331
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>205</b>	<b>220</b>	<b>236</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	1,87	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	59,7	58,9	59,7
Autres prov. pour risques et charges	M€	9,71	9,90	10,1
Total des prov. pr risques et charges	M€	69,4	68,8	69,8
Charges d'IS	M€	7,64	7,79	7,95
Autres charges	M€	63,9	65,2	66,5
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-27,5</b>	<b>-36,7</b>	<b>-49,4</b>
Passifs totaux	M€	320	325	331

## Capitaux employés

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitaux investis	M€	291	296	302

## Ratios de profits & risques

		12/18A	12/19E	12/20E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>6,94</b>	<b>7,80</b>	<b>9,04</b>
Rendement des capitaux investis	%	7,32	6,16	7,45
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>-19,1</b>	<b>-14,6</b>	<b>-18,2</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-0,61	-0,82	-0,96
Couverture des frais financiers	x	56,8	-1 076	-71,3

## Ratios de valorisation

		12/18A	12/19E	12/20E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>15,9</b>	<b>10,8</b>	<b>8,67</b>
Rendement du cash flow disponible	%	5,32	7,62	10,1
P/ANC	x	1,33	0,81	0,76
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>1,83</b>	<b>3,33</b>	<b>3,89</b>

## Valeur d'entreprise

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitalisation boursière	M€	272	179	179
+ Provisions	M€	69,4	68,8	69,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-27,5	-36,7	-49,4
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	41,3	42,1	42,9
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	1,87	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	274	169	156
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>6,03</b>	<b>3,75</b>	<b>3,04</b>
VE/CA	x	0,50	0,30	0,27

Analyste : Felix Brunotte, Changements de prévisions : 07/10/2019.