

## Groupe SFPI

ÉLIGIBLE PEA & PEA-PME

Bourse de Paris - Ticker : SFPI / ISIN : **FR0004155000**

- Un groupe industriel diversifié avec des fondamentaux solides -

Date de l'analyse : 19.11.2020

Cours de référence : 1,54 EUR

Objectif de cours : 2,83 EUR (potentiel de +84%)

### Présentation

SFPI (Safety for People and Industry) est un groupe français créé en 1985, qui opère dans les métiers de la sécurisation et du confort des bâtiments, du traitement de l'air et de la maîtrise des énergies pour des clients industriels et des particuliers. Ses activités sont organisées en deux branches :

- La branche **Bâtiment**, où les pôles DOM Security et MAC fournissent des solutions de sécurisation et de confort pour les bâtiments, à destination des professionnels ou des particuliers.
- La branche **Industrie** regroupe quant à elle les pôles MMD et NEU-JKF qui interviennent dans le traitement de l'air et la maîtrise des énergies en milieux industriels.

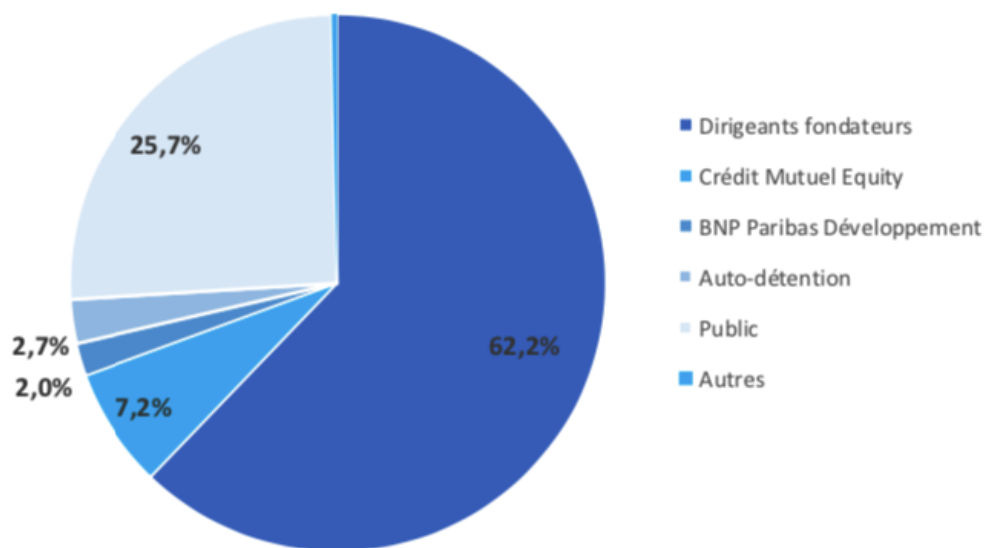
Le groupe compte plus de 3 900 collaborateurs, dont 40% à l'international.

Le capital de la société est détenu majoritairement par les associés fondateurs (62,2% au 30 juin 2020). Le Crédit Mutuel est le deuxième plus gros actionnaire avec 7,2% du capital.

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

# LES DAUBASSES



## Répartition du capital SFPI group au 30 juin 2020

Source : [présentation SFAF juin 2020](#)

Le titre a retenu notre attention en raison d'une situation financière saine et d'une décote notable sur ses ratios historiques VANT, VE/EBIT et VE/EBITDA.

*Cette analyse est réalisée sur la base du rapport semestriel au 30 juin 2020, du rapport annuel 2019 et de certains rapports annuels antérieurs.*

## 4 pôles opérationnels autonomes

### 1. Pôle Dom Security

Le pôle Dom Security conçoit des solutions de sécurité et d'accès. Ses domaines d'expertise sont le matériel, les logiciels et les systèmes mécatroniques (association de la mécanique et de l'électronique).

Le groupe Dom Security était coté par le passé. Il a fusionné avec le groupe SFPI au cours de l'exercice 2018. SFPI en était déjà l'actionnaire majoritaire avec près de 70% du capital avant l'opération de fusion absorption.

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

Pôle Dom (M EUR)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	163,2	170,3	174,4	186,4	198,6
évolution	-	4,3%	2,5%	6,8%	6,5%
Résultat opérationnel courant	12,5	16,6	16,0	17,0	17,1
%	7,7%	9,8%	9,1%	9,1%	8,6%
Résultat opérationnel	10,2	15,5	16,1	15,6	13,3
%	6,3%	9,1%	9,3%	8,4%	6,7%
Résultat net	6,7	11,0	11,0	10,7	9,5
%	4,1%	6,5%	6,3%	5,7%	4,8%

Dom est la pépite du groupe. Le chiffre d'affaires du pôle a augmenté à un rythme d'environ 5% par an en moyenne sur les 4 derniers exercices avec un niveau de marge opérationnel courant moyen de près de 9%.

Le pôle ne représente que 35% de l'activité du groupe pour l'exercice 2019 mais contribue très majoritairement aux bénéfices.

## 2. Pôle MAC

Les sociétés du pôle MAC conçoivent, produisent et commercialisent des équipements de fermetures pour le bâtiment (fenêtres et menuiseries, volets et stores, portes d'entrée et de garage, fermetures industrielles) à destination des particuliers et des professionnels.

Pôle MAC (M EUR)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	183,5	184,4	189,3	189,4	190,6
évolution	-	0,5%	2,6%	0,1%	0,7%
Résultat opérationnel courant	3,9	6,2	8,8	4,0	4,4
%	2,4%	3,6%	5,0%	2,1%	2,2%
Résultat opérationnel	-3,6	6,0	9,8	0,7	-0,3
%	-2,2%	3,5%	5,6%	0,4%	-0,1%
Résultat net	-2,5	3,9	7,5	-1,4	-1,3
%	-1,5%	2,3%	4,3%	-0,8%	-0,7%

L'activité du pôle MAC a connu une croissance faible sur les 4 derniers exercices (de l'ordre de +1% par an). Du côté des marges, ce n'est pas bien brillant non plus dans un secteur particulièrement concurrentiel. La marge opérationnelle courante a été de 3,1% en moyenne sur

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

les exercices 2015 à 2019.

Le résultat opérationnel et le résultat net évoluent quant à eux au gré des coûts de restructuration du pôle qui sont assez récurrents : 7,5 M EUR en 2015, 2,6 M EUR en 2018 et enfin 4,5 M EUR en 2019 suite au projet de fermeture d'une usine de menuiseries aluminium.

Le pôle représente 34% du chiffre d'affaires du groupe sur l'exercice 2019 mais sa contribution au résultat net a été négative pour 3 des 5 derniers exercices.

### 3. Pôle MMD

Les sociétés du pôle MMD fournissent aux industriels (agroalimentaire, chimie, industrie lourde, ...) des solutions d'échange thermiques et de stérilisation. Le pôle s'articule autour de trois sociétés principales :

- BARRIQUAND qui fabrique des échangeurs thermiques
- STERIFLOW qui fabrique des autoclaves de stérilisation
- CIPRIANI, société rachetée le 29 juin 2018, spécialisée elle aussi dans la fabrication et la commercialisation d'échangeurs thermiques

Pôle MMD (M EUR)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	47,2	46,9	48,8	51,7	56,4
évolution	-	-0,7%	4,1%	6,0%	9,1%
Résultat opérationnel courant	5,1	5,2	5,8	6,4	5,5
%	3,1%	3,1%	3,3%	3,4%	2,8%
Résultat opérationnel	5,1	5,2	5,8	10,6	5,5
%	3,1%	3,0%	3,3%	5,7%	2,8%
Résultat net	3,4	3,3	3,9	8,5	3,7
%	2,1%	1,9%	2,2%	4,6%	1,9%

Le pôle a connu une croissance notable de son niveau d'activité sur les 5 derniers exercices (+19,5% entre 2015 et 2019, soit une croissance annualisée de +4,6% par an). Cette croissance a notamment été portée par l'acquisition de la société Cipriani au cours de l'exercice 2018. Cette dernière a réalisé un chiffre d'affaires de 11 M EUR sur l'exercice 2019.

SFPI s'est par ailleurs séparé de la société Spomasz Wronki fin avril 2018. Cette société avait généré un chiffre d'affaires de 5,6 M EUR en 2017. Cette cession a permis de dégager une plus-value de 4,4 M EUR qui explique le niveau de résultat opérationnel et de résultat net plus élevé

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

sur l'exercice 2018.

Le pôle ne pesait que 10% du chiffre d'affaires du groupe en 2019, mais l'activité a toujours été bénéficiaire sur les 5 derniers exercices avec une contribution notable au résultat consolidé.

## 4. Pôle NEU JFK

Le pôle NEU JFK conçoit, fabrique et commercialise des solutions et équipements dédiés à l'amélioration de la qualité de l'air en milieu industriel : système de dépoussiérage, filtration et conditionnement de l'air, traitement pneumatique des déchets de production, transport pneumatique, ventilateurs industriels, ...

Il réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires hors de France et compte des clients dans un grand nombre de secteurs industriels : agroalimentaire, bois, chimie, ciment, verre, métaux, carton et papier, nucléaire, plastique, aéronautique ou encore automobile.

Pôle NEU JFK (M EUR)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	78,2	73,9	92,2	122,5	117,2
évolution	-	-5,5%	24,7%	32,8%	-4,3%
Résultat opérationnel courant	5,1	3,7	3,5	3,9	3,2
%	3,1%	2,2%	2,0%	2,1%	1,6%
Résultat opérationnel	5,1	3,7	2,8	3,3	-7,0
%	3,1%	2,2%	1,6%	1,8%	-3,5%
Résultat net	3,2	2,7	1,0	1,1	-8,3
%	2,0%	1,6%	0,6%	0,6%	-4,2%

SFPI a acquis le 31 juillet 2017, 98% du capital de la société danoise JFK Industri A/S, pour un montant de 28,9 M€. Cette acquisition a été financée par emprunt bancaire à hauteur de 25 M€, le solde étant financé sur les fonds propres. L'année de l'acquisition, JFK Industri a contribué à hauteur de 16,3 M EUR au chiffre d'affaires du pôle (pour une période de 7 mois) ce qui explique l'essentiel de la hausse du CA (+18,3 M EUR sur l'exercice).

L'opération a donné lieu à la comptabilisation d'un écart d'acquisition (= actif incorporel) pour un montant de 16,5 M€. Celui-ci a été réévalué à 10,5 M EUR au cours de l'exercice 2018 et déprécié en quasi-totalité au cours de l'exercice 2019. La valeur résiduelle de ce goodwill n'est plus que d'1 M EUR au 31 décembre 2019. Cette dépréciation explique la perte du pôle sur l'exercice 2019.

Le pôle contribue à hauteur de 20,8% au chiffre d'affaires du groupe pour l'exercice 2019 mais a

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

largement plombé le résultat consolidé en raison de la rapide dépréciation du goodwill.

## **Gestion familiale = bilan conservateur**

Bien souvent dans les sociétés avec un actionnaire familial majoritaire, la gestion des affaires se veut saine et conservatrice. SFPI ne déroge pas la règle.

Au 30 juin 2020, les liquidités s'élevaient à 138,0 M EUR. Les dettes financières, hors dettes locatives, étaient de 101,5 M EUR. **Le groupe a une situation de trésorerie nette excédentaire de 36,5 M EUR.**

Notre ratio de solvabilité maison s'établit à **51%** à cette même date, un niveau satisfaisant.

Autre point notable s'agissant du bilan, **les indemnités de fin de carrière**. Elles s'élèvent à 62,8 M EUR au 30 juin 2020, soit **32% de la valeur des fonds propres**, ce qui n'est pas négligeable. Nous avons déjà évoqué ce sujet dans l'analyse de [Villeroy & Boch](#). Pour rappel, nous écrivons :

« Le principal risque lié à cette dette repose sur des changements dans les hypothèses de calcul, en particulier le taux d'actualisation. La provision retraite doit en effet être actualisée puisque les prestations seront versées dans le futur à des échéances plus ou moins longues. »

Les taux actuariels retenus par SFPI pour le calcul des indemnités de fin de carrière ont baissé de manière notable en 2019 : 0,39% à 1,77% contre 1 à 2,23% (pour les sociétés se trouvant en zone euro). Cette baisse a contribué à une perte actuarielle de 7,0 M EUR. Après prise en compte des impôts différés, cela représente approximativement 0,05 EUR par action. Pas de quoi vraiment s'inquiéter mais encore une fois il est toujours bon de garder à l'esprit que cette dette existe et qu'elle peut fluctuer en fonction de paramètres que la société ne maîtrise pas (avec au final un impact possible à la hausse ou à la baisse sur la VANT = Valeur d'Actif Net Tangible).

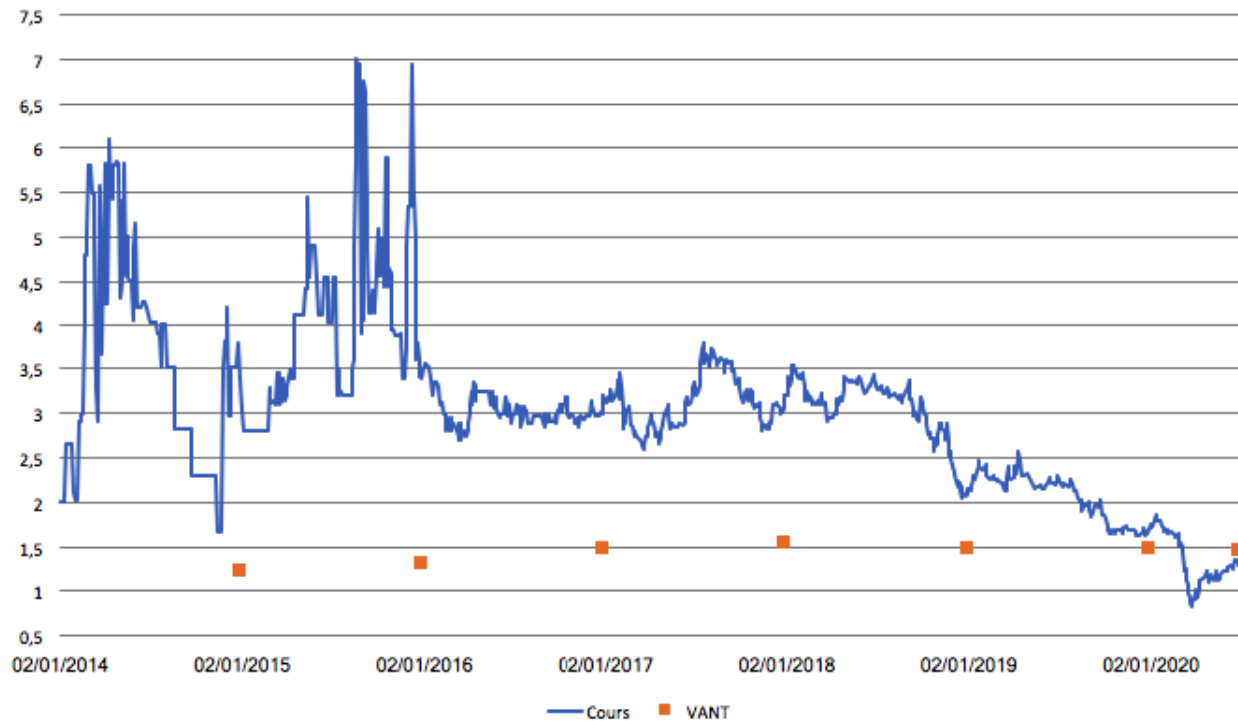
## **Une décote sur actifs à un niveau historiquement élevé**

Vous y êtes désormais habitués, voici un graphique mettant en perspective le cours et la VANT du titre.

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

# LES DAUBASSES



## Cours et VANT du titres SFPI du 1<sup>er</sup> janvier 2014 au 30 juin 2020

Trois constats rapides :

1. Après avoir progressé au cours des exercices 2015, 2016 et 2017, la VANT fait du surplace et s'est stabilisée autour de 1,50 EUR (1,45 EUR au 30 juin 2020).
2. Entre 2014 et 2020, le titre s'est échangé à des niveaux de valorisation très largement supérieurs à la VANT (avec des pics à plus de 4x la VANT en 2014 et 2015).
3. Depuis maintenant environ 2 ans, le cours ne fait que baisser. Après avoir fait une brève incursion sous les 1 EUR lors du krach de ce début d'année, il est revenu au niveau de la VANT.

Pourquoi M. Marché est-t-il aussi pessimiste sur ce titre ? Plusieurs raisons selon nous :

**(i) une diversification des activités qui confère au groupe un profil un peu atypique.** On peut en effet s'interroger sur la complémentarité des différents pôles du groupe et SFPI souffre manifestement d'une forme de décote de holding.

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

**(ii) une structure actionnariale qui peut rebuter les gros investisseurs.** Le capital est verrouillé par les associés fondateurs ce qui rend impossible une OPA sur le titre. Par ailleurs, même si le flottant s'est élargi en 2018 suite à la fusion absorption de Dom Security (25,7% au 30 juin 2020 contre 18,9% au 31 décembre 2017, avant la fusion), il reste encore assez limité.

**(iii) deux des quatre activités de SFPI sont en souffrance :**

- le pôle **MAC** qui voit régulièrement ses résultats passer dans le rouge.
- le pôle **NEU-JKF** qui n'a pas totalement digéré l'acquisition de JFK en 2017 et au sein duquel les synergies se font attendre.

Les dépréciations d'actifs rattachés à ces pôles ont pesé lourdement sur les résultats consolidés du groupe pour les exercices 2018 et 2019.

**(iv) le contexte actuel pénalise l'ensemble des pôles du groupe.** Le chiffre d'affaires a reculé de 20,8% au 1<sup>er</sup> semestre 2020 et le résultat opérationnel est également en fort recul à -5,8 M EUR contre +9,0 M EUR au 1<sup>er</sup> semestre 2019. Aucun des pôles du groupe n'est épargné, le pôle MMD affiche le repli le plus modéré à -12,8% alors que le pôle MAC est celui qui souffre le plus (-29,0%).

**(vi) d'autres facteurs exogènes, comme un désintérêt actuel du marché pour les sociétés qui cochent les cases « small », « value », « industrie », « cyclique »...** et SFPI coche à peu près chacune d'entre elles !

## Valorisation

### 1. VANT historique

Le ratio VANT s'est élevé à 2,27x le cours de bourse en moyenne sur les 6 derniers exercices (plus haut à 3,10x sur 2015 et plus bas à 1,40x sur 2019). Il est actuellement de 1,06x. Sur la base de ce ratio moyen historique, nous calculons un objectif de cours de **3,29 EUR** (soit un potentiel de +114%).

### 2. Valeur d'entreprise / EBITDA

Sur les 6 dernières années, le ratio VE/EBITDA moyen de l'entreprise était de 5,6x. Avec un EBITDA de 47,2 M EUR\* pour l'exercice 2019 et une trésorerie nette (hors dette locative) de 36 M EUR au 30 juin 2020, nous calculons un objectif sur ce ratio historique de **3,13 EUR**. Le potentiel sur cet objectif est de +103%.

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>



\* hors amortissements liés à IFRS16

## Détail du calcul :

Objectif EV/EBITDA =  $(5,6 \times 47 + 36) / 96,7$  (nb de titres) = **3,13 EUR par action**

### **3. Valeur d'entreprise / résultat opérationnel (y-compris éléments exceptionnels)**

Sur les 6 dernières années, le ratio moyen EV/EBIT\* de l'entreprise était de 12,1x. Avec un EBIT de 12,0 M EUR\* pour l'exercice 2019 et une trésorerie nette (hors dette locative) de 36 M EUR au 30 juin 2020, nous calculons un objectif sur ce ratio historique de **1,88 EUR**. Le potentiel sur cet objectif est de +22%.

Cet objectif nous semble très conservateur car l'exercice 2019 a été le pire exercice de la société sur les 6 dernières années en raison de la dépréciation du goodwill de NEU-JFK. Sur 6 ans, le résultat opérationnel s'est élevé en moyenne à 22,5 M EUR, un niveau bien supérieur à celui de 2019.

\* résultat opérationnel tenant compte des éléments exceptionnels comme les dépréciations d'actifs

Notre objectif de cours est la moyenne de ces 3 valorisations, soit **2,83 EUR (potentiel de +84%)**.

## **Conclusion**

SFPI traverse une passe difficile et le titre semble avoir été complètement délaissé par les investisseurs (bien que nous notons un regain d'intérêt ces dernières semaines). Si les efforts pour réorganiser les pôles **MAC et NEU-JFK** ne permettent pas de dégager des synergies et de retrouver des niveaux de marges plus élevés, la société pourrait continuer de périlcliter dans les mois et années à venir.

Néanmoins, nous voyons quelques raisons d'être plus optimistes :

- Le groupe dispose d'une belle cash machine avec le pôle **Dom Security** qui occupe une position de leader sur le marché européen.
- Le groupe exerce ses activités dans des secteurs qui devraient rester porteur : la sécurité, la maîtrise des énergies et le traitement de l'air.
- La société consacre tous les ans un budget conséquent à la R&D : 11,2 M EUR pour 2019,

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

# LES DAUBASSES

10,7 M EUR pour 2018 et 11,9 M EUR pour 2017. Ces montants sont comptabilisés en charge, il n'y aura donc pas de mauvaise surprise de ce côté-là (actifs et capitaux propres non surévalués par de la R&D capitalisée). Ces efforts de R&D pourraient également permettre à la société de proposer des produits innovants à forte valeur ajoutée. Elle a par exemple annoncé récemment le développement d'une nouvelle gamme de produits de purification de l'air qui filtrent les particules fines et les virus / bactéries (source : [présentation SFAF juin 2020](#)).

- Le pôle **MAC** (fenêtre et porte pour simplifier) souffre particulièrement en ce moment, mais à plus long terme il pourrait bénéficier des mesures gouvernementales pour favoriser la transition énergétique et les économies d'énergie.

Lors de la communication des résultats du 1<sup>er</sup> semestre, le groupe a indiqué que l'activité avait retrouvé le niveau de l'an passé depuis la fin des mesures de confinement. Le chiffre d'affaires est malgré tout attendu en recul de 15% sur l'ensemble de l'exercice 2020 (prévision faite avant l'annonce d'un nouveau confinement). Il faudra donc sans doute attendre encore quelques mois pour espérer voir l'horizon s'éclaircir un peu.



---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## **Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?**

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

### **Avertissements !**

**Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.**

**Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.**

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

**daubasses.com**

**© Tous droits réservés**

---

Retrouvez-nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.