

Première Impression : HF Company : le bizarre de la valorisation

1 - HF Company a réalisé une **opération intéressante** en mai dernier : la **cession d'environ un tiers de son activité**, son Pôle Domotique/Confortique en fait, payée cash par des fonds de private equity. Intéressante parce qu'elle s'est faite à une **valorisation**, 0,65xVE/CA et environ 0,50xCB/CA, qui n'a pas grand chose à voir avec la valorisation que le marché accorde habituellement à la société : en 2013, sur la base d'un cours moyen de 6€ environ sur l'année, HF Company affichait un multiple VE/CA d'à peine 0,20x. La direction s'est plu à souligner ce fait dans le rapport semestriel (page 8, dernier §), indiquant que le montant de la cession, 23,5M€ en valeur d'entreprise, représentait 80% de la capitalisation boursière du moment.

2 - **Le plus intéressant, toutefois, n'est pas cette opération, qui appartient au passé, mais le présent** de HF Company, qui se résume à

i) un **bilan extraordinairement riche** en liquidités (cf >>>), et,

ii) un **premier trimestre très pauvre** par contre au niveau **opérationnel**, puisque le chiffre d'affaires a reculé de près de 19% à périmètre constant, avec à la clé une perte d'exploitation non négligeable. Et éventuellement une année 2014 en perte aussi, hors plus-value de cession.

HF Company - Bilan au 30 juin 2014 :

en M€

GW et incorp.	22,9	Fonds Propres	61,4
Immobilisations	5,4	Provisions	0,7
Autres actifs	30,1	Dette financière*	14,2
Liquidités	40,6	Autres passifs	22,7
	99,0		99,0

* : dont DCT : 7,7

Dette nette :	-26,4		
Dette nette/FP :	-43%	FR	40,3
		BFR	7,4
		Trésorerie Nette	32,9

Sources : publications société

iii) si par ailleurs on relève un peu le nez et on regarde derrière soi, on s'aperçoit aussi que ce présent peut paraître bizarre par rapport au **passé** récent : la société devrait réaliser un chiffre d'affaires d'environ 50M€ cette année sur son nouveau périmètre, à comparer à 95M€ l'année dernière, 113M€ en 2012, et 144M€ en 2011. Soit une vraie réduction de taille, sans que jamais le mot "downsizing" ait été prononcé.

3 - Le terme bizarre convient aussi assez bien si l'on essaie de comprendre la valorisation de la société :

a) Sur la base du nouveau périmètre, un chiffre d'affaires de 50M€, et d'une prévision de résultat 2015^e de 0,32€/action, reposant sur une hypothèse de marge op. de 3,5%, très aléatoire il est vrai, HF Company affiche éventuellement des multiples élevés, à 0,64x Capitalisation B./Chiffre d'affaires, et plus de 25x ce résultat.

b) Si, par contre, on tient compte de la dette nette, qui est négative avec les 40M€ de cash en caisse à fin juin, alors on ne paie plus la société que 0,10xVE/CA, ce qui peut paraître tentant si l'on pense qu'on a pour ce prix une collection de petits fonds de commerce de relativement bonne qualité. Après tout, HF Company possède de vrai savoir faire technologiques, et une bonne capacité d'innovation sur des marchés de niches High Tech. Que ce soit en B to C : des gammes de récepteurs TNT/satellite et d'objets connectés audio, etc... vendus en GSG et en GSA, ou en BtoB : des petits équipements de réseaux domestiques, ainsi que des tests et de la certification.

c) On peut même pousser le raisonnement plus loin: si l'on valorise le reste de l'activité Grand Public, 30M€ de chiffre d'affaires annuel au bas mot, au même niveau que la confortique, soit 15M€, alors l'activité restante B to B est valorisée moins que zéro (31,5-26,4-15 = -9,9), en comptant la dette nette, dans la capitalisation boursière du moment.

Mais ce n'est qu'un raisonnement, et chacun verra, comme il le voudra, le verre à moitié plein, ou le verre à moitié vide.

4 - **Que dire de plus**, sinon i) qu'il semble bien, d'après les déclarations de la direction, que ce cash en trop ne sera pas prétexte à un dividende exceptionnel, ne serait-ce que parce que le titre HF Company donne déjà un rendement confortable, et, ii) que ce cash en trop pourrait trouver difficilement à bien s'employer, comme cela a déjà été un peu le cas avec les 20M€ de l'augmentation de capital de 2007. On peut ajouter que l'actionnaire/dirigeant/fondateur n'est éventuellement plus assez présent au capital (14,3%) pour organiser une sortie des minoritaires. A moins éventuellement de trouver des alliés souscrivant sans réserve au raisonnement c). Etc..., etc..., etc.... JLieury 12/12/2014

Isin FR0000038531 Reuters/Bloom : **HF.PA/ FP**

Données boursières : 12/11/14 n actions : 3,755

Dernier cours : 8,40€

+haut /+bas 1 an : 10,90/5,42

Cap. boursière : 31,5 M€

Performance YTD : + 45% **Perf. 2013 :** - 9%

	2011	2012	2013	2014e	2015e
BNA	0,88€	0,53€	0,59€	-0,19€	0,32€
Croissance BNA		-39%	+10%	-132%	-271%
Cash Flow pa	1,54€	1,23€	1,33€	0,56€	1,07€
Actif Net pa	19,17€	15,55€	15,50€	14,81€	14,63€
Dividende net	0,80€	0,52€	0,50€	0,50€	0,50€
PER			14,3x	ns	26,3x
P/CF			6,3x	15,0x	7,9x
P/AN		0,41	0,37	0,57	0,57
Rendement net			6,0%	6,0%	6,0%
CB/CA			0,33	0,64	
VE/CA			0,28	0,10	
VE / EBITDA			5,4x		



Actionnariat :

Mr Y Bouget 14,34%, Mr E Tabone 6,37%, Argos IM 5,36%,
FMR LLC 5,18%.