

**15.90 EUR +1.53%**

Euronext Growth



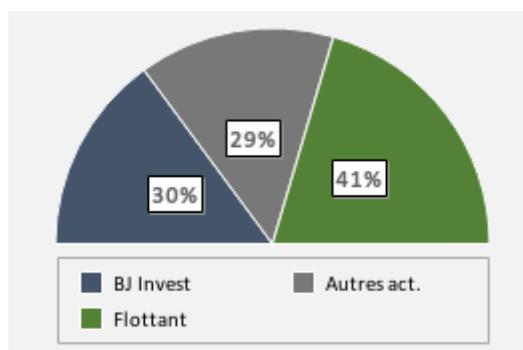
Capitalisation **79 MEUR**  
Volume annuel **41 MEUR**

Prochaine publication

**Chiffre d'affaires T3 (28/10)**

Pond. CAC M&S 0.0%  
Pond. CAC Mid60 0.0%  
Pond. CAC Small 0.0%  
Pond. Eur. Growth 0.2%

MEUR	Dec20h	Dec21e	Dec22e
CA	45.7	56.0	67.0
Var. CA	+31.1%	+22.5%	+19.6%
ROC	-0.1	1.2	4.4
Var. ROC	ns	ns	+258.9%
MOC	-0.3%	2.2%	6.6%
VE/CA	1.69x	1.65x	1.35x
VE/ROC	ns	75.1x	20.5x
PER c.	ns	170.1x	24.4x



Cours (€)	Var.	+ Haut	+ Bas
1er janv.	+21.8%	18.35	12.14
1 semaine	-0.7%	16.98	15.00
1 mois	+24.4%	17.18	12.84
3 mois	+3.9%	17.18	12.14
6 mois	+12.0%	17.18	12.14
1 an	+234.0%	18.35	3.77
3 ans	+15.2%	18.35	2.20
5 ans	+39.7%	18.35	2.20

# HiPay Group (ALHYP:FP)

Services aux entreprises / Services divers

*La croissance va se poursuivre à un rythme soutenu***Buy**

Objectif de cours

**34.00 EUR**Potentiel **+114%**

Révision de nos prévisions

**CA 2021e : 0.0%****ROC 2021e : -12.0%****CA 2022e : 0.0%****ROC 2022e : 0.0%**

\*\*\* IDMidCaps perçoit une rémunération de l'émetteur au titre de l'établissement de l'initiation de couverture et d'un suivi des publications \*\*\*

- Bonne maîtrise des commissions de vente et d'achat malgré la forte croissance
- Une hausse des OPEX à relativiser
- La capacité à générer du cash se confirme
- La croissance devrait rester vigoureuse
- Une valorisation toujours bargain

## En synthèse

HiPay a publié des résultats S1 en ligne avec nos attentes qui confirment que le redressement est bien engagé et que la société devrait être en mesure d'afficher un résultat d'exploitation et un résultat net à l'équilibre sur l'année entière. Ce serait une première dans l'histoire du dossier pour le périmètre actuel. Dans ce contexte, et avec une croissance qui va rester forte à court comme à moyen terme, la valorisation apparaît toujours bargain puisque très en deçà de celles des comparables.

## La société parvient à tenir son taux de commission malgré la croissance forte

Nous connaissons déjà le chiffre d'affaires qui était ressorti en hausse de 23% sur la première moitié de l'exercice à près de 27M€. Ce niveau d'activité est à rapprocher des volumes de paiements qui ont progressé de 27% sur la période pour atteindre 3,2Md€. La France reste la principale source de revenus. Sa croissance a logiquement décéléré après l'exceptionnel S1 2020 (+53%), où l'e-commerce a connu un pic d'activité pendant le confinement, mais les volumes de transaction ont tout de même encore progressé de près de 20% à près de 2Md€. La croissance a donc été plus dynamique dans les autres segments que sont l'iGaming (672M€) et l'International (480M€) qui ont augmenté de plus de 40% chacun. Autre élément d'importance, la dégradation modérée du taux de commission moyen qui a diminué de seulement 2bps par rapport à la même période de l'an passé à 0,84%. Cette légère inflexion démontre bien qu'HiPay parvient à tenir ses « prix » malgré sa stratégie d'aller capter plus de gros volumes, notamment en France où la société met l'accent sur les clients Tier 2, c'est-à-dire ceux réalisant entre 1 et 100M€ d'encaissements e-commerce. Le développement de l'offre omnicanale pèse également légèrement sur le taux de commission

moyen puisqu'il est intrinsèquement moins élevé sur les paiements dans les réseaux physiques. A ce stade, les volumes d'achats en magasin restent marginaux puisqu'ils représenteront entre 3 et 5% des flux mais leur poids pourrait évoluer dans la mesure où les ventes physiques de certains clients sont beaucoup plus importantes qu'en e-commerce. Il est plus difficile d'analyser l'évolution des autres segments dont le taux dépend à la fois du mix pays et du mix de moyens de paiement utilisés sur les sites clients mais il n'y a pas de changement majeur à noter.

Autre élément important, l'évolution des coûts d'achats, qui correspond à la rémunération des différents intermédiaires lors des transactions, dont le montant a progressé de 29% à 14M€. Le taux de marge brute d'HiPay ressort ainsi à 44,2% en contraction de -260bps. En valeur, la marge brute a tout de même progressé de 16% à 11,8M€. En fait, le coût d'achat rapporté aux flux traités est quasiment stable à 0,47% (+1bp). L'évolution défavorable du taux de marge brute est liée à la stratégie commerciale avec la volonté d'aller capter des clients à plus fort volume. Au cours des derniers mois, le groupe a d'ailleurs renégocié les contrats avec certains prestataires maintenant que ses volumes sont devenus significatifs, ce qui aura mécaniquement un impact favorable visible en 2022.

### Une augmentation des OPEX à relativiser

Les OPEX ont quant à eux progressé de près de 33% à 10,4M€. La hausse est à relativiser car les charges du S1 2020 étaient exceptionnellement basses du fait des mesures de chômage partiel qui représentaient une économie d'environ 0,8M€ à laquelle s'ajoutaient environ 0,5M€ de baisse temporaire de frais déplacements, marketing, etc. Retraitée de ces économies à caractère exceptionnel, la hausse des OPEX aurait plutôt été de 15%. La hausse des OPEX a été partiellement compensée par le retour à un niveau plus normatif des DAP (1,7M€ vs 2,5M€ au S1 2020) alors que la société avait comptabilisé quelques provisions exceptionnelles en 2020 liées à des litiges commerciaux. Le ROC est ainsi quasi stable, ressortant à -0,3M€ contre -0,1M€ au S1 2020. Le résultat opérationnel (-0,3M€ vs -1,2M€ au S1 2020) et le résultat net (-0,9M€ vs -2M€ au S1 2020) sont quant à eux en amélioration du fait de l'absence de charges non courantes contrairement à l'an passé.

### La capacité du groupe à générer du cash-flow se confirme

La génération de trésorerie des activités opérationnelles sur le semestre est principalement liée à l'évolution favorable du BFR qui a diminué de -3,4M€ alors que la CAF n'a que légèrement progressé (0,6M€ vs 0,4M€ au S1 2020) dans la lignée du résultat net hors éléments non cash. Il n'y a rien de notable dans le BFR dont l'évolution est souvent favorable sur le S1 si ce n'est que la baisse est plus significative que d'habitude. La direction a concédé qu'elle n'avait pas fait d'effort particulier au cours du semestre. Les CAPEX, qui correspondent pour l'essentiel à la R&D capitalisée, ont progressé de manière raisonnée (+12% à 2M€) ce qui permet au groupe d'afficher un free cash-flow de 2M€ sur le semestre contre 0,3M€ l'an passé. La génération de cash a permis de rembourser 1M€ de comptes courants à BJ Invest et 0,5M€ d'autres emprunts. A la fin du semestre, la dette nette (hors IFRS 16 et incluant les comptes courants) a donc diminué de 2M€ ressortant à 10,5M€. Le gearing a diminué de près de 5 points à 32% et un levier financier de 4,2x sur 12 mois glissant (vs 3,7x à fin 2020).

### La croissance restera forte au S2

Le management s'est montré confiant dans la poursuite de la croissance sur la seconde moitié d'exercice sans communiquer de prévision chiffrée. Il n'en communique jamais et la croissance reste forte (environ 25% par an depuis l'IPO). Sur le plan opérationnel, la stratégie n'a évidemment pas varié depuis notre initiation de couverture à savoir accroître les parts de marché auprès des clients Tier 2, poursuivre le développement de l'international et accélérer la mise en service des contrats signés pour doper la croissance. En lame de fond, HiPay bénéficie toujours de la croissance de l'e-commerce (12% de TCAM historique en France selon la FEVAD sur les dernières années) qui fait augmenter son chiffre d'affaires réalisé avec ses clients existants sans nouvel effort commercial et qui lui permet de capter facilement de nouveaux clients.

De notre côté, nous ne modifions pas notre prévision de chiffre d'affaires 2021 de 56M€ qui implique une croissance annuelle de 22% dans la lignée du S1. Au niveau des résultats, nous avons ajusté à la marge notre prévision de ROC annuel à 1,2M€ (vs 1,4M€) ce qui reste négligeable. Il faut surtout retenir que le ROC et le RN devraient être à l'équilibre pour la première fois (sur le périmètre actuel).

Au-delà de l'exercice en cours, nous avons donc conservé nos prévisions de croissance à savoir un TCAM moyen du chiffre d'affaires de 13% sur la période 2020-2030 avec un niveau de croissance compris entre 15 et 20% sur la première moitié et plutôt autour de 10% sur la seconde moitié. Le maintien de la bonne dynamique de croissance aura mécaniquement un effet incrémental important sur les résultats qui vont continuer de s'apprécier grâce au levier de la croissance sur les coûts fixes. Rappelons qu'entre 2017 et 2020, près de la moitié du chiffre d'affaires additionnel généré, soit environ 10M€ sur 21M€, est liée simplement à la croissance des clients historiques pour laquelle le groupe n'engage pas de frais supplémentaires hormis quelques dépenses informatiques pour gérer l'augmentation des volumes. C'est pourquoi nous pensons que le niveau d'EBITDA devrait continuer de progresser pour atteindre 25% à terme (vs environ 8% aujourd'hui) ce qui est dans la norme du secteur.

Nous confirmons notre opinion Buy et notre objectif de cours de 34€. Les valorisations des comparables et les transactions dans le secteur se font à des niveaux d'au moins 3 à 4x le chiffre d'affaires voire beaucoup plus, là où HiPay se traite à moins de 2x ses revenus. Le plus proche comparable, Dalenys, a été racheté par Natixis début 2018 à 5x le chiffre d'affaires proforma pour une taille et un profil comparable à ceux de HiPay.

### Nouveau changement des CAC

La société vient de changer de CAC. Deloitte et Exco ont été nommés en remplacement de Mazar et de KMPG dont le contrat arrivait à terme. Le choix de ces CAC ne pose pas question en soi dans la mesure où ce sont tous deux de grands cabinets internationaux. Néanmoins, ce changement va entraîner une revue complète à l'issue de laquelle il est possible que certains traitements comptables changent. C'est notamment le cas du litige qui oppose HiPay à l'administration fiscale que le groupe a perdu en première instance. Jusqu'alors les CAC avaient autorisé la société à ne pas comptabiliser de provisions sachant le montant du litige est de 2,7M€ (hors pénalité et intérêts). Bien que le groupe ait fait appel de la décision, il va devoir placer les fonds sous séquestre en attendant le résultat de l'appel. Aucune date n'est encore fixée. Il est donc possible que les CAC demandent à HiPay de provisionner toute ou partie de ce montant sachant que le groupe a négocié un étalement du paiement.

Multiplés de valorisation	Dec15h	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21e	Dec22e
<b>VE/CA (hors dettes locatives)</b>	<b>1.24x</b>	<b>1.46x</b>	<b>2.56x</b>	<b>1.55x</b>	<b>0.97x</b>	<b>1.69x</b>	<b>1.65x</b>	<b>1.35x</b>
VE/CA plus haut	2.87x	1.82x	3.09x	2.89x	1.65x	1.88x	1.79x	nd
VE/CA plus bas	0.88x	0.96x	1.89x	1.55x	0.87x	0.53x	1.35x	nd
<b>VE/ROC (hors dettes locatives)</b>	<b>28.1x</b>	<b>26.5x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>75.1x</b>	<b>20.5x</b>
VE/ROC plus haut	64.7x	33.1x	ns	ns	ns	ns	81.2x	nd
VE/ROC plus bas	19.8x	17.5x	ns	ns	ns	ns	61.3x	nd
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>400.9x</b>	<b>26.8x</b>
PER plus haut	ns	ns	ns	ns	ns	ns	438.7x	nd
PER plus bas	ns	ns	ns	ns	ns	ns	314.2x	nd
<b>P/CF</b>	<b>37.9x</b>	<b>18.4x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>51.6x</b>	<b>36.6x</b>	<b>14.0x</b>
P/CF plus haut	74.4x	22.2x	ns	ns	ns	58.6x	40.0x	nd
P/CF plus bas	29.7x	13.1x	ns	ns	ns	9.3x	28.7x	nd
Données boursières	Dec15h	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21e	Dec22e
# actions fin d'année (millions)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
# actions fin d'année diluées (millions)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2
Dernier cours	8.81	10.80	14.05	7.98	4.70	13.05	15.90	15.90
BNpA	-0.61	-0.48	-0.93	-1.70	-1.16	-0.38	0.04	0.59
BNpA (corrigé et dilué)	0.15	0.99	-0.80	-1.58	-0.98	-0.25	0.09	0.65
<b>Capitalisation boursière (P)</b>	<b>43.7</b>	<b>53.5</b>	<b>69.6</b>	<b>39.5</b>	<b>23.3</b>	<b>64.7</b>	<b>78.9</b>	<b>78.9</b>
<b>Valeur d'entreprise (VE)</b>	<b>32.1</b>	<b>44.8</b>	<b>62.8</b>	<b>44.6</b>	<b>41.2</b>	<b>84.8</b>	<b>100.1</b>	<b>98.2</b>
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Performances économiques	Dec15h	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21e	Dec22e
<b>CA</b>	<b>25.8</b>	<b>30.7</b>	<b>24.5</b>	<b>28.8</b>	<b>34.9</b>	<b>45.7</b>	<b>56.0</b>	<b>67.0</b>
Variation	-71.4%	18.9%	-20.1%	17.4%	21.0%	31.1%	22.5%	19.6%
Variation organique		18.9%	27.7%	17.4%	21.0%	31.1%	22.5%	19.6%
<b>EBE</b>	<b>3.9</b>	<b>4.6</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>0.1</b>	<b>3.4</b>	<b>4.6</b>	<b>8.8</b>
Marge d'EBE	14.9%	15.1%	-9.1%	-11.5%	0.4%	7.4%	8.2%	13.1%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>-3.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>-4.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>-4.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>4.0</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>-4.2</b>	<b>-5.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.2</b>	<b>4.4</b>
Marge opérationnelle courante	4.4%	5.5%	-16.9%	-19.2%	-11.2%	-0.3%	2.2%	6.6%
Coût de l'endettement net	-0.2	-0.3	0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-0.8	-0.8
Autres produits et charges financières	0.0	0.0	0.0	-2.0	-0.6	-0.5	0.0	0.0
Taux d'IS	ns	8.6%						
MEQ / RN des activités cédées	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.4</b>	<b>-4.6</b>	<b>-8.4</b>	<b>-5.8</b>	<b>-1.9</b>	<b>0.2</b>	<b>2.9</b>
Marge nette part du groupe	-11.8%	-7.7%	-18.7%	-29.2%	-16.5%	-4.1%	0.4%	4.4%
<b>Capitaux propres</b>	<b>57.7</b>	<b>54.9</b>	<b>50.9</b>	<b>42.5</b>	<b>36.8</b>	<b>34.4</b>	<b>34.6</b>	<b>37.6</b>
Ecart d'acquisition	45.2	45.2	40.2	40.2	40.2	40.2		
Dettes financières	0.0	0.0	1.2	7.8	19.5	23.1	21.6	19.6
Trésorerie	11.9	8.8	8.0	2.7	1.6	3.1	0.4	0.3
BFR (% CA)	-30.2%	-25.2%	-19.0%	0.9%	-3.6%	-3.8%	-4.0%	-4.5%
<b>Dettes nettes</b>	<b>-11.9</b>	<b>-8.8</b>	<b>-6.8</b>	<b>5.1</b>	<b>17.9</b>	<b>20.0</b>	<b>21.2</b>	<b>19.3</b>
Gearing net	-20.6%	-16.0%	-13.4%	12.0%	48.7%	58.2%	61.2%	51.3%
Dettes nettes / EBE	ns	ns	ns	ns	144.3x	5.9x	4.6x	2.2x
Intensité capitalistique (CE / CA)	1.66x	1.50x	1.84x	1.59x	1.47x	1.19x	0.98x	0.84x
ROCE courant	1.8%	2.4%	-9.2%	-12.1%	-7.7%	-0.2%	1.5%	5.2%
<b>Capacité d'autofinancement (CF)</b>	<b>1.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-4.3</b>	<b>-3.2</b>	<b>1.3</b>	<b>2.2</b>	<b>5.6</b>
Variation du BFR	-5.4	-1.8	2.0	-3.3	2.5	-2.7	0.5	0.8
Investissements nets d'exploitation	-2.5	-3.8	-3.4	-3.5	-3.7	-3.4	-3.8	-4.5
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>-6.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-11.1</b>	<b>-4.5</b>	<b>-4.8</b>	<b>-1.2</b>	<b>1.9</b>
FCF / CA	-26.1%	-8.7%	-18.1%	-38.5%	-12.9%	-10.6%	-2.1%	2.8%
FCF yield [Equity]	ns	2.4%						
Investissements financiers	3.5	-0.4	1.9	-0.5	-0.9	0.0	0.0	0.0
Variation des dettes	0.0	0.0	1.2	6.1	4.4	6.4	-1.5	-2.0
Variation du capital	-0.5	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes versés	-0.5	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0