

14.52 EUR +0.14%

Euronext Growth

HiPay Group (ALHYP:FP)

Services aux entreprises / Services divers

L'objectif prioritaire est de maintenir la croissance proche des 20%



Buy

Objectif de cours

28.25 EUR

Potentiel +95%

Révision de nos prévisions

CA 2022e : **-3.00%**
 ROC 2022e : **-45.9%**

CA 2023e : **-1.30%**
 ROC 2023e : **-33.9%**

Capitalisation **72 MEUR**
 Volume annuel **27 MEUR**

Prochaine publication

Résultats annuels (07/04)

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

MEUR	Dec21e	Dec22e	Dec23e
CA	54.5	67.0	78.0
Var. CA	+19.2%	+22.9%	+16.4%
ROC	0.9	4.4	7.6
Var. ROC	ns	+377.3%	+71.1%
MOC	1.7%	6.6%	9.7%
VE/CA	1.93x	1.25x	1.01x
VE/ROC	113.8x	19.0x	10.5x
PER c.	435.7x	22.3x	12.3x

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

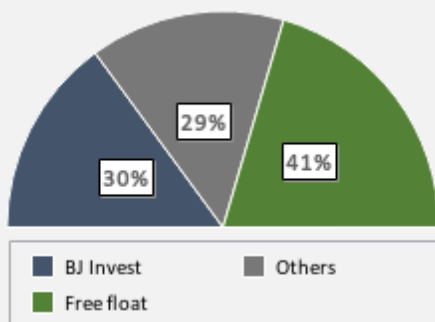
- Un dernier trimestre solide au vu de la base de comparaison
- Un renforcement des Sales & Marketing qui va peser probablement plus qu'anticipé
- Un seul objectif : croissance, croissance, croissance
- Une valorisation toujours aussi bargain

En synthèse

HiPay n'a pas échappé à la rotation sectorielle qui s'est opérée depuis la mi-janvier dans le sillage de la perspective d'une remontée des taux. Pourtant fondamentalement rien à vraiment changer. Le groupe a réalisé un dernier trimestre relativement proche de nos attentes avec une croissance qui est restée à 2 chiffres. Ceci lui a permis d'afficher une solide hausse de son chiffre d'affaires de près de 18% en 2021, une belle performance après le +31% de 2020. La direction est restée relativement floue sur l'évolution de ses résultats mais on comprend qu'ils seront en amélioration si l'on retrace des économies temporaires dont avaient bénéficié le groupe en 2020. Mais quoi qu'il en soit l'atterrissage des résultats 2021 n'est clairement pas l'enjeu pour la direction qui reste focalisée sur le maintien du rythme de croissance. Nous continuons d'apprécier cette stratégie dans un secteur où la croissance le principal vecteur de de la valorisation et confirmons notre opinion Buy.

La croissance est restée à 2 chiffres au T4

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 14,8M€, soit 10% de plus que l'an passé ce qui est en ligne avec la progression des volumes qui se sont avancé également de 10% à 1934M€ au cours des 3 dernier mois de l'année. Le niveau de commission perçue par le groupe est donc ressorti à 0,77%. Ce niveau est un peu plus faible que le niveau moyen observé les autres trimestres en raison de la saisonnalité. Le poids des paiements réalisés avec des cartes classiques appartenant à des particuliers est beaucoup plus important sur cette période de l'année du fait des fêtes de Noël ce qui tire mécaniquement le taux vers le bas puisque le moyen de paiement présent un taux de chiffre d'affaires inférieur à la moyenne.



Cours (€)	Var.	+ Haut	+ Bas
1er janv.	-21.2%	23.50	11.00
1 semaine	+2.3%	15.16	13.90
1 mois	-4.7%	15.48	11.00
3 mois	-20.3%	23.50	11.00
6 mois	-8.2%	23.50	11.00
1 an	+7.6%	23.50	11.00
3 ans	+85.2%	23.50	2.20
5 ans	+18.2%	23.50	2.20

Sur l'année, la performance est un peu meilleure avec des volumes qui ont progressé de 19% à près de 6612M€ et un chiffre d'affaires 53,9M€ (vs 54,5M€ pour IDM), en hausse de 18%. Le taux de commission est donc stable par rapport à l'année précédente ressortant 0,82%. Si l'on se fie au chiffre de la FEVAD, on peut considérer qu'environ 5% des volumes eCommerce français

Comme à son habitude, la direction n'a pas souhaité donner de chiffre précis mais les gains de part de marché à l'International ont clairement tiré la croissance puisque le chiffre d'affaires de ce segment a progressé de 28% à près de 10M€. La France et le Gaming ont plutôt enregistré une croissance en ligne avec la performance globale et l'activité générée auprès des « Long Tails » a continué de baisser ce qui est logique puisque le groupe n'est plus proactif sur ce segment.

Un phénomène un peu nouveau et qui a pesé en 2021 est la plus grande versatilité des clients Tiers 1. La priorité demeure les clients Tiers 2 (entre 1 et 100M€ de volumes d'affaires) dont il revendique avoir recruté 381 nouveaux clients au cours de l'exercice contre 305 en 2020.

La priorité est de maintenir une croissance proche de 20%

La direction n'a pas fait de commentaire quant à l'évolution de ses résultats. Néanmoins on note que son discours est de plus en plus axé sur la croissance. Il semble que les équipes commerciales ont encore été renforcé au second semestre afin de maintenir le rythme de croissance proche de 20%. Nous comprenons donc que l'objectif d'un accroissement des coûts fixes dont la hausse doit être moitié moins importante que le niveau de croissance du groupe doit s'apprécier sur une période de plusieurs exercices. Ainsi il est probable que le levier opérationnel ne soit aussi important que ce que nous attendions en 2021 et probablement en 2022 mais ce n'est pas un sujet tant que la croissance se maintient autour de 20%.

Nous avons donc abaissé notre ROC 2021 de -1M€ pour le ramener légèrement en deçà de l'équilibre soit un niveau assez comparable à l'an passé mais rappelons-nous que le groupe avait économiser près de 1,8M€ de coûts temporairement du fait de la crise (chômage partiel et marketing). Nous avons modéré de 2M€ notre prévision de chiffre d'affaires 2022 pour le ramener à 65M€ afin de tenir compte de l'atterrissage 2021 un peu inférieure et du contexte actuel qui pourrait freiner la consommation. La baisse est similaire en valeur absolue si bien que notre prévision de résultat opérationnel est abaissée de moitié quasiment à 2,4M€.

L'important est que la croissance reste forte dans les années à venir soutenue à la fois par la croissance de l'e-commerce, qui reste le moteur de la croissance, et le désengagement des acteurs traditionnels du monde bancaire dont l'offre n'est plus aux standards. Nous ne doutons pas que le groupe devrait être en mesure de maintenir une croissance à deux chiffres de ses revenus, entre 10 et 20%, dans les années à venir. Notre scénario prospectif intègre pour mémoire un TCAM du chiffre d'affaires de 13,5% sur la période 2020-2030 avec un niveau de croissance compris entre 15 et 20% sur la première moitié de la période 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 par le levier de la croissance des revenus sur les coûts fixes. HiPay profite de la croissance de ses clients historiques pour laquelle la société n'engage pas de frais supplémentaires hormis quelques dépenses informatiques pour gérer l'augmentation des volumes. Entre 2017 et 2020, près de la moitié du chiffre d'affaires (21M€) a été transformée en résultat (10M€).

Nous pensons donc que la marge d'EBITDA devrait continuer de progresser pour atteindre la norme sectorielle autour de 25% à terme (vs environ 6% aujourd'hui).

Une valorisation vraiment inférieure à celle des comparables

Les ajustements auxquels nous avons procédé n'amène pas vraiment de changement de notre estimation de FCF mais seulement un décalage dans le temps avec des résultats abaissés dans un premier temps et un niveau plus élevé par la suite du fait de la croissance plus forte. En revanche, nous avons été contraints de relever notre taux d'actualisation à 11% (vs 10%) afin de tenir compte de la plus grande volatilité actuelle du marché ce qui nous amène à réduire notre objectif de cours par DCF à 30€ contre 34€.

Ce niveau de valorisation est assez cohérent avec l'évolution de la valorisation des comparables qui a également baissé. Nous ne retenons que Worldline dans notre panel car la valorisation des autres acteurs est nettement supérieure. Worldline se paie aujourd'hui près de 3x le chiffre d'affaires alors que Hipay est autour de 1,3x. Donc en appliquant une décote de 30% pour tenir compte de l'écart de taille et de performance actuelle des 2 groupes, nous obtenons un prix de 23€. Et ce prix constitue pour nous une valeur vraiment plancher car Worldline se paie lui-même 2 à 3 fois moins que les acteurs étrangers du secteur ou les niveaux de valorisations retenues dans le cadre d'opérations capitalistiques observées dans le non coté.

Nous confirmons notre opinion Buy avec un objectif de cours ramené à 28,25€ basé à 75% sur notre DCF et 25% par la méthode des comparables.

Commentaire ESG

Le groupe ne propose pas de rapport ESG et les données extra-financières sont peu nombreuses dans le rapport annuel du groupe. Cela peut se comprendre au regard de sa taille et de son marché de cotation. Mais il s'agit quand même d'un point à améliorer pour attirer de nouveaux investisseurs. Le changement de marché de cotation récent avec le transfert du marché réglementé vers Euronext Growth, où les règles en matière de transparence et de communication sont moindres. D'un point de vue métier, le groupe exerce une activité de service par nature assez peu polluante. Son empreinte carbone est surtout liée aux serveurs qui hébergent sa plateforme. Il faut ajouter à cela quelques déplacements de commerciaux et le fonctionnement classiques de bureaux.

