

**10.90 EUR -3.54%**

Euronext Growth

# HiPay Group (ALHYP:FP)

Services aux entreprises / Services divers

*La croissance va rester vigoureuse même si les bases de comparaison et l'inflation vont peser à très court terme*Capitalisation **54 MEUR**Volume annuel **27 MEUR**

Prochaine publication

**Chiffre d'affaires T1 (19/05)**

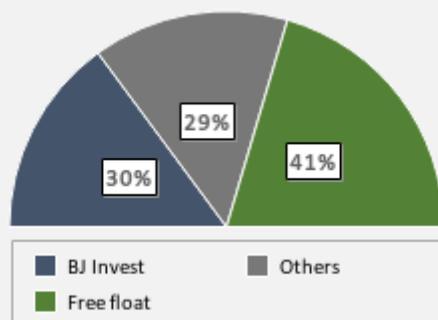
Pond. CAC M&amp;S 0.0%

Pond. CAC Mid60 0.0%

Pond. CAC Small 0.5%

Pond. Eur. Growth 0.1%

MEUR	Dec21h	Dec22e	Dec23e
CA	53.9	63.0	75.0
Var. CA	+18.0%	+16.8%	+19.1%
ROC	-0.7	1.0	3.8
Var. ROC	ns	ns	+272.0%
MOC	-1.3%	1.6%	5.0%
VE/CA	1.93x	1.08x	0.89x
VE/ROC	ns	67.3x	17.8x
PER c.	ns	217.9x	20.3x



Cours (€)	Var.	+ Haut	+ Bas
1er janv.	-40.8%	23.50	10.88
1 semaine	-4.4%	11.78	10.88
1 mois	-25.5%	15.16	10.88
3 mois	-46.6%	22.35	10.88
6 mois	-34.0%	23.50	10.88
1 an	-19.6%	23.50	10.88
3 ans	+57.5%	23.50	2.20
5 ans	-13.1%	23.50	2.20

**Buy**

Objectif de cours

**28.25 EUR**Potentiel **+159%**

Révision de nos prévisions

**CA 2022e : -3.1%**  
**ROC 2022e : -58.1%****CA 2023e : -2.6%**  
**ROC 2023e : -25.1%****\*\*\* IDMidCaps perçoit une rémunération de l'émetteur au titre de l'établissement de l'initiation de couverture et d'un suivi des publications \*\*\***

- Des performances opérationnelles conformes aux attentes en 2021
- Le litige fiscal a finalement été provisionné
- Des perspectives de croissance structurelle toujours vigoureuses
- Mais un léger trou d'air à prévoir en début d'année car la pandémie avait boosté l'e-commerce l'an dernier à cette période
- Une valorisation bargain

## En synthèse

HiPay a publié des résultats 2021 proches de nos attentes et un peu inférieurs à leurs niveaux de 2020. Le levier opérationnel généré par la croissance a permis d'absorber en grande partie le retour à un niveau de charges plus normatif après la fin des aides Covid-19. La société a choisi d'enregistrer par prudence une provision importante dans le cadre du litige fiscal hérité de l'époque HiMedia. En ce qui concerne les perspectives, la direction est toujours optimiste sur le maintien d'une croissance vigoureuse à deux chiffres à moyen terme. A très court terme, les effets de base de la pandémie qui avait boosté l'e-commerce l'an dernier, vont en revanche brider la progression des revenus sur le début de l'année. Quoi qu'il en soit, ni les perspectives de croissance ni la récurrence des revenus ne sont valorisées au cours actuel après le repli du titre de près de 40% depuis le début de l'année. Les comparables se traitent sur des multiples 3x plus élevés.

## Retour à un niveau de charges plus normatif

L'EBITDA du groupe est ressorti à 2,8M€, soit 17% de moins qu'en 2020. Néanmoins, retraité des économies de coûts temporaires dont le groupe avait bénéficié en 2020 grâce aux aides publiques pendant la crise sanitaire, l'EBITDA aurait quasiment doublé. Ce constat est valable également au niveau de la perte opérationnelle courante dont le montant a été de -0,7M€ contre -0,1M€ en 2020 mais quasiment -2M€ s'il n'y avait pas eu les aides l'an passé.

La marge sur coûts directs s'est légèrement dégradée de -0,6 point pour ressortir à 44,5%. Rien de significatif et une évolution probablement liée à celle du mix-géographique, celle des moyens de paiements utilisé dans le cadre des transactions et celle de la taille des clients en partie compensée par la renégociation de contrats avec certains prestataires pour prendre en compte

l'augmentation des flux. Mais on constate une amélioration entre le S1 et le S2 ce qui n'est pas le cas habituellement. La tendance est donc plutôt favorable. En valeur, la marge sur coût direct a progressé de 17% à 24M€. Sans surprise, les OPEX ont retrouvé le chemin de la croissance. Ils ont augmenté de 24% à près de 21M€. Le principal poste de charge reste les salaires qui ont crû de 20% pour atteindre 15,6M€. Un tiers de la hausse est liée à la fin des mesures sanitaires (fin du chômage partiel) et le solde au renforcement des équipes commerciales et de R&D. Leur hausse est d'ailleurs minorée par le fait que le groupe immobilise une partie de ses frais de développement, sachant que leur montant a considérablement augmenté en 2021. La reprise des salons et autres événements commerciaux a également contribué à la hausse des charges externes qui ont progressé de plus de 30% à près de 5,6M€. Le niveau des DAP est relativement stable.

### **Une provision fiscale de 2,7M€ correspondant à la totalité du risque encouru**

HiPay a enregistré sur l'exercice une provision de 2,7M€ afin de couvrir le risque maximum lié au litige fiscal datant des années 2013 et 2014, période où HiPay appartenait encore à HiMedia. Le management avait prévenu au moment de la publication du S1 que la décision défavorable en 1<sup>ère</sup> Instance entraînerait probablement une évolution du traitement comptable, rien n'ayant été provisionné jusqu'alors. C'est donc acté. En outre, même si le groupe a fait appel de la décision, il devra payer la somme, via un échéancier négocié. En cas de jugement définitif favorable, la société sera remboursée de ces sommes.

Le bas du compte de résultat appelle moins de commentaires si ce n'est que l'évolution des changes a été plus favorable qu'en 2020. Le résultat financier ressort à seulement -0,6M€ contre -1,2M€ en 2020. La perte nette part du groupe s'est donc creusée pour atteindre -4,4M€ (nous attendions -2M€ sachant que nous n'avions pas inclus la provision dans nos estimations) contre -1,9M€ en 2020.

### **Un free cash-flow positif pour la première fois**

La génération de trésorerie a largement bénéficié de l'amélioration du BFR de 3,8M€ sur un an. On ne peut pas tirer de conclusions de l'évolution du BFR qui dépend des volumes de transactions effectuées les derniers jours de l'année. La CAF (après les loyers) est quasi stable à 1,2M€ en dépit de la baisse des résultats. In fine, le groupe affiche un flux de trésorerie généré par les activités opérationnelles de près de 5M€ (vs -1,4M€ en 2020) qui couvre totalement les CAPEX dont le montant a fortement augmenté pour atteindre 4,9M€ (vs 3,6M€ en 2020) comme vu précédemment en lien avec l'effort de R&D capitalisé. Le free cash-flow est donc ressorti à l'équilibre (alors que nous attendions plutôt -2M€) contre -5M€ en 2020, une première pour le groupe. L'endettement net (hors IFRS 16 et incluant les comptes courants d'associés) est donc quasi stable à 12,6M€ en l'absence d'autres flux.

### **Les bases de comparaison et l'inflation vont peser à court terme sur la vigueur de la croissance**

La direction a confirmé son objectif d'une croissance à deux chiffres pour l'exercice en cours. Mais elle a indiqué qu'elle serait probablement plutôt à un chiffre au T1 du fait de la base de comparaison importante, le premier trimestre 2020 ayant enregistré une progression de 34%. La pandémie avait boosté l'e-commerce l'an passé.

Côté rentabilité, il faut s'attendre à un levier opérationnel limité de la croissance dans la mesure où la stratégie consiste à piloter les coûts pour capter le maximum de croissance même si la direction compte bien convertir une part toujours plus importante de sa croissance en EBITDA et en free cash-flow. L'objectif d'un accroissement des coûts fixes moitié moins rapide que le niveau de croissance du groupe, doit s'apprécier sur une période de plusieurs exercices.

Nous avons un peu modéré notre prévision de chiffre d'affaires 2022 pour le ramener à 63M€ (vs 65M€) soit une croissance de 17% par rapport à 2021 afin de tenir compte des tensions inflationnistes persistantes, renforcées par la guerre en Ukraine, qui risquent de freiner la consommation à court terme. Notre prévision de résultat opérationnel est abaissée de moitié à 1M€ mais la révision est peu significative en valeur et la configuration resterait favorable puisque le groupe enregistrerait un bénéfice pour la première fois de son histoire. Mais nous ne maîtrisons pas totalement la part des frais de R&D qui sera immobilisée.

### **Maintien des ambitions de croissance annuelle de près de 20% à moyen terme**

L'important est surtout que la croissance reste forte dans les années à venir soutenue à la fois par la croissance structurelle de l'e-commerce 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 toujours 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 et donc l'atteinte d'une taille critique auront mécaniquement à terme un effet incrémental important sur les résultats qui devraient rejoindre les normes sectorielles. Il faut se rappeler que la force du modèle d'HiPay est qu'il profite de la croissance de ses clients historiques sans engager 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 tendre vers 25% à terme (vs environ 6% aujourd'hui) quand les coûts d'acquisition clients se réduiront à mesure que le modèle et le marché deviendront plus matures.

### **Une valorisation vraiment inférieure à celle des comparables**

Les quelques ajustements auxquels nous avons procédé dans notre scénario prospectif n'amènent pas vraiment de changement dans notre objectif de cours par DCF qui ressort toujours à 30€ (avec un taux d'actualisation de 11%). Le comparable français Worldline se paie aujourd'hui plus de 3x son chiffre d'affaires alors que HiPay se traite à 1x. Ainsi même en appliquant une décote de 30% pour tenir compte de l'écart de taille et de performance actuelle entre les deux groupes, nous obtenons un objectif de 24€ par la méthode des comparables. Et ce prix constitue pour nous une valeur vraiment plancher : Worldline se paie encore 2 à 3x moins que les acteurs étrangers du secteur ou que les valorisations retenues dans le cadre de transactions non cotées.

Nous confirmons notre opinion Buy avec un objectif de cours de 28,25€ basé à 75% sur notre DCF et 25% sur 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, n'est pas un signal favorable. 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.

Multiples de valorisation	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21h	Dec22e	Dec23e
<b>VE/CA (hors dettes locatives)</b>	<b>1.46x</b>	<b>2.56x</b>	<b>1.55x</b>	<b>0.97x</b>	<b>1.69x</b>	<b>1.93x</b>	<b>1.08x</b>	<b>0.89x</b>
VE/CA plus haut	1.82x	3.09x	2.89x	1.65x	1.88x	2.02x	2.06x	nd
VE/CA plus bas	0.96x	1.89x	1.55x	0.87x	0.53x	1.38x	1.08x	nd
<b>VE/ROC (hors dettes locatives)</b>	<b>26.5x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>67.3x</b>	<b>17.8x</b>
VE/ROC plus haut	33.1x	ns	ns	ns	ns	ns	129.0x	nd
VE/ROC plus bas	17.5x	ns	ns	ns	ns	ns	67.8x	nd
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>1 495.8x</b>	<b>21.7x</b>
PER plus haut	ns	ns	ns	ns	ns	ns	3 218.1x	nd
PER plus bas	ns	ns	ns	ns	ns	ns	1 509.6x	nd
<b>P/CF</b>	<b>18.4x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>51.6x</b>	<b>73.2x</b>	<b>22.8x</b>	<b>10.6x</b>
P/CF plus haut	22.2x	ns	ns	ns	58.6x	77.1x	49.2x	nd
P/CF plus bas	13.1x	ns	ns	ns	9.3x	49.5x	23.1x	nd
Données boursières	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21h	Dec22e	Dec23e
# 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	5.2	5.2	5.2	5.2
Dernier cours	10.80	14.05	7.98	4.70	13.05	18.42	10.90	10.90
BNpA	-0.48	-0.93	-1.70	-1.16	-0.38	-0.88	0.01	0.50
BNpA (corrigé et dilué)	0.99	-0.80	-1.58	-0.98	-0.25	-0.24	0.05	0.54
<b>Capitalisation boursière (P)</b>	<b>53.5</b>	<b>69.6</b>	<b>39.5</b>	<b>23.3</b>	<b>64.7</b>	<b>91.4</b>	<b>54.1</b>	<b>54.1</b>
<b>Valeur d'entreprise (VE)</b>	<b>44.8</b>	<b>62.8</b>	<b>44.6</b>	<b>41.2</b>	<b>84.8</b>	<b>110.7</b>	<b>74.5</b>	<b>73.6</b>
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Performances économiques	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21h	Dec22e	Dec23e
<b>CA</b>	<b>30.7</b>	<b>24.5</b>	<b>28.8</b>	<b>34.9</b>	<b>45.7</b>	<b>53.9</b>	<b>63.0</b>	<b>75.0</b>
Variation	18.9%	-20.1%	17.4%	21.0%	31.1%	18.0%	16.8%	19.1%
Variation organique	18.9%	27.7%	17.4%	21.0%	31.1%	18.0%	16.8%	19.1%
<b>EBE</b>	<b>4.6</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>0.1</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>4.9</b>	<b>8.3</b>
Marge d'EBE	15.1%	-9.1%	-11.5%	0.4%	7.4%	5.2%	7.8%	11.0%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>-0.4</b>	<b>-4.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>-4.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>-3.5</b>	<b>0.7</b>	<b>3.5</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1.7</b>	<b>-4.2</b>	<b>-5.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>1.0</b>	<b>3.8</b>
Marge opérationnelle courante	5.5%	-16.9%	-19.2%	-11.2%	-0.3%	-1.3%	1.6%	5.0%
Coût de l'endettement net	-0.3	0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8
Autres produits et charges financières	0.0	0.0	-2.0	-0.6	-0.5	0.2	0.0	0.0
Taux d'IS	ns	7.9%						
MEQ / RN des activités cédées	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-2.4</b>	<b>-4.6</b>	<b>-8.4</b>	<b>-5.8</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.4</b>	<b>0.0</b>	<b>2.5</b>
Marge nette part du groupe	-7.7%	-18.7%	-29.2%	-16.5%	-4.1%	-8.1%	0.1%	3.3%
<b>Capitaux propres</b>	<b>54.9</b>	<b>50.9</b>	<b>42.5</b>	<b>36.8</b>	<b>34.4</b>	<b>29.9</b>	<b>29.9</b>	<b>32.4</b>
Ecart d'acquisition	45.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2		
Dettes financières	0.0	1.2	7.8	19.5	23.1	21.4	21.1	19.8
Trésorerie	8.8	8.0	2.7	1.6	3.1	2.1	0.7	0.3
BFR (% CA)	-25.2%	-19.0%	0.9%	-3.6%	-3.8%	-8.9%	-10.0%	-9.5%
<b>Dettes nettes</b>	<b>-8.8</b>	<b>-6.8</b>	<b>5.1</b>	<b>17.9</b>	<b>20.0</b>	<b>19.3</b>	<b>20.4</b>	<b>19.5</b>
Gearing net	-16.0%	-13.4%	12.0%	48.7%	58.2%	64.5%	68.3%	60.1%
Dettes nettes / EBE	ns	ns	ns	144.3x	5.9x	6.9x	4.2x	2.4x
Intensité capitalistique (CE / CA)	1.50x	1.84x	1.59x	1.47x	1.19x	0.96x	0.79x	0.68x
ROCE courant	2.4%	-9.2%	-12.1%	-7.7%	-0.2%	-1.3%	1.3%	4.8%
<b>Capacité d'autofinancement (CF)</b>	<b>2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-4.3</b>	<b>-3.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.4</b>	<b>5.1</b>
Variation du BFR	-1.8	2.0	-3.3	2.5	-2.7	3.8	1.5	0.8
Investissements nets d'exploitation	-3.8	-3.4	-3.5	-3.7	-3.4	-4.9	-5.0	-5.0
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>-2.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-11.1</b>	<b>-4.5</b>	<b>-4.8</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.9</b>
FCF / CA	-8.7%	-18.1%	-38.5%	-12.9%	-10.6%	0.2%	-1.8%	1.3%
FCF yield [Equity]	ns	ns	ns	ns	ns	0.1%	ns	1.7%
Investissements financiers	-0.4	1.9	-0.5	-0.9	0.0	-0.0	0.0	0.0
Variation des dettes	0.0	1.2	6.1	4.4	6.4	-1.0	-0.3	-1.3
Variation du capital	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes versés	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0