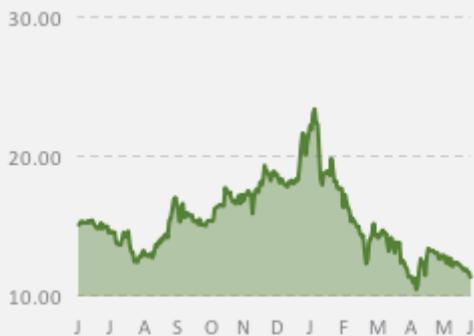


**11.28 EUR -3.59%**

Euronext Growth



# HiPay Group (ALHYP:FP)

Services aux entreprises / Services divers

*Un T1 en ligne qui permet d'être confiant sur l'objectif annuel***Buy**

Objectif de cours

**28.20 EUR**Potentiel **+150%**

Révision de nos prévisions

**CA 2022e : -3.17%**  
**ROC 2022e : -81.85%****CA 2023e : -2.67%**  
**ROC 2023e : -12.40%**Capitalisation **56 MEUR**  
Volume annuel **25 MEUR**

Prochaine publication

**Chiffre d'affaires T2 (28/07)**Pond. CAC M&S 0.0%  
Pond. CAC Mid60 0.0%  
Pond. CAC Small 0.7%  
Pond. Eur. Growth 0.2%

MEUR	Dec21h	Dec22e	Dec23e
CA	53.9	61.0	73.0
Var. CA	+18.0%	+13.1%	+19.7%
ROC	-0.7	0.2	3.3
Var. ROC	ns	ns	+1
MOC	-1.3%	0.3%	4.5%
VE/CA	1.93x	1.16x	0.96x
VE/ROC	ns	386.4x	21.4x
PER c.	ns	ns	24.7x

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

- Des volumes de transaction qui ont bien progressé au T1
- L'arrêt de certains moyens de paiement dans le gaming a pesé sur le taux de commission global
- Un objectif de croissance à 2 chiffres confirmé pour 2022
- Une valorisation toujours aussi bargain

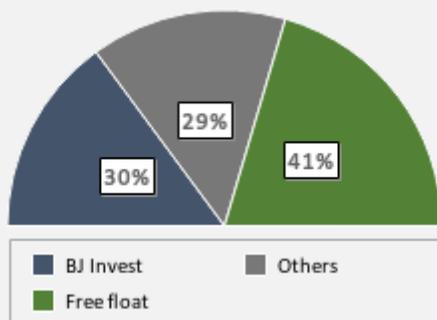
## En synthèse

La publication du chiffre d'affaires du T1 d'HiPay a comporté son lot de surprise même si globalement l'atterrissage du chiffre d'affaires est en ligne avec nos attentes et la guidance. La bonne nouvelle est qu'en dépit d'un ralentissement qui était anticipé de l'activité sur le début de l'année, la direction a confirmé sa prévision d'une croissance à 2 chiffres sur l'exercice. Après avoir subi la rotation sectorielle défavorable aux valeurs de la tech avec la hausse des taux d'intérêt, et indirectement celle en défaveur du secteur du retail à cause de l'inflation et de la baisse du pouvoir d'achat, le titre a amorcé un timide rebond depuis notre dernière note. Le multiple de VE/CA reste pour autant très inférieur à celui des comparables et celui des transactions sectorielles, ce qui constitue une aberration au regard du profil de croissance de la société et de son positionnement sur le segment le plus favorable de l'e-commerce. Dans ces conditions, nous confirmons notre opinion Buy.

## Une hausse des volumes plus forte que prévu mais le taux de commission diminue fortement

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 13,6M€ au T1, soit 2% de plus que l'an passé. La direction avait prévenu que l'activité serait en croissance modérée (moins de 10%) pénalisée par la base de comparaison dans la mesure où le chiffre d'affaires avait bondi de 33% au T1 2021 avec l'engouement exceptionnel dont avait profité l'e-commerce l'an passé en pleine crise sanitaire. La faible hausse n'est donc pas très surprenante en soi. Nous attendions à peine plus avec une croissance de 5%, soit 0,3M€ d'écart avec le chiffre d'affaires réalisé.

La bonne surprise de la publication provient surtout de l'augmentation des volumes de transaction qui ont progressé de 13% à quasiment 1800M€ ce qui est bien supérieur à nos anticipations. Cette progression est même légèrement supérieure à celle du marché français de l'e-commerce qui a crû de 12% sur la période selon la Fevad, sachant que le marché a surtout été tiré par le fort redressement des sites de tourisme et de transport que le groupe adresse peu.



Cours (€)	Var.	+ Haut	+ Bas
1er janv.	-38.8%	23.50	10.38
1 semaine	-5.5%	12.24	11.20
1 mois	-14.0%	13.20	11.20
3 mois	-20.0%	15.30	10.38
6 mois	-40.6%	23.50	10.38
1 an	-27.5%	23.50	10.38
3 ans	+57.5%	23.50	2.20
5 ans	-16.8%	23.50	2.20

Les ventes de produits reculent en fait de -12% quand les ventes de services ont augmenté de 43% selon l'organisme.

On constate en revanche que le taux de commission moyen a diminué de -9% à pour s'établir à 0,76%. Cette baisse est liée la suppression de certains moyens de paiement locaux utilisés par les clients Gaming (21% des volumes et 20% du chiffre d'affaires en 2021), dont les volumes se sont reportés sur d'autres moyens de paiement moins rémunérateurs.

Sur le plan commercial, le groupe a réalisé une bonne performance avec l'acquisition de 75 nouveaux clients Tiers 2 (entre 1 et 100M€ de volumes annuels) ce qui est supérieur aux 61 conquis au T1 2021. La tendance est donc favorable mais il conviendrait d'avoir le volume d'affaires des clients pour réellement apprécier ce paramètre.

### **L'objectif de croissance à 2 chiffres maintenu**

La direction a confirmé son objectif d'une croissance à deux chiffres pour l'exercice en cours. Le groupe bénéficiera de bases de comparaison plus favorables au cours des prochains trimestres (volume de transactions des 9 derniers mois de 2021 en hausse de 14% vs +36% au T1). Nous avons tout de même ajusté notre prévision de chiffre d'affaires pour tenir compte de la baisse du taux de commission dans le gaming. Nous visons désormais 61M€ (vs 63M€ précédemment) soit une croissance de 13% par rapport à 2021.

Côté rentabilité, pas vraiment de changement, 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. Notre prévision de résultat opérationnel est abaissée à 0M€ contre 1M€ précédemment afin de tenir compte de l'impact du gaming dont les marges étaient en moyenne meilleure qu'avec les autres moyens de paiement. En outre, la priorité de la direction est clairement la croissance et l'équipe de direction ne lésinera pas sur les efforts commerciaux. Ce changement reste néanmoins contenu en valeur. A noter que nous ne maîtrisons pas totalement la part des frais de R&D qui sera capitalisée ce qui pourrait jouer positivement dans la mesure où le groupe souhaite accroître son effort également.

### **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. 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 qu'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 25€ par la méthode des comparables. Et ce prix constitue pour nous une valeur vraiment plancher : Worldline se paie encore 2 à 3x moins cher que les acteurs étrangers du secteur ou que les valorisations retenues dans le cadre de transactions non cotées.

Nous confirmons donc notre opinion Buy avec un objectif de cours inchangé 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.

