

4.84 EUR +0.10%

Euronext Growth

HiPay Group (ALHYP:FP)

Services aux entreprises / Services divers

Un S1 très décevant mais toujours de solides perspectives de croissanceCapitalisation **24 MEUR**Volume annuel **22 MEUR**

Prochaine publication

Chiffre d'affaires T3 (27/10)

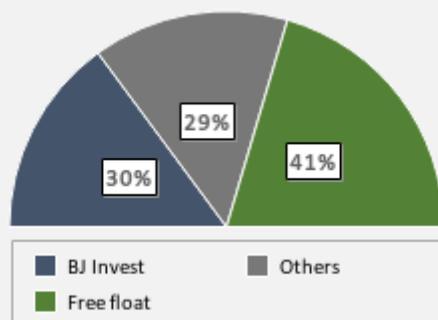
Pond. CAC M&S 0.0%

Pond. CAC Mid60 0.0%

Pond. CAC Small 0.0%

Pond. Eur. Growth 0.1%

MEUR	Dec21h	Dec22e	Dec23e
CA	53.9	57.2	63.0
Var. CA	+18.0%	+6.0%	+10.1%
ROC	-0.7	-4.6	0.5
Var. ROC	ns	ns	ns
MOC	-1.3%	-8.0%	0.8%
VE/CA	1.93x	0.79x	0.74x
VE/ROC	ns	ns	92.3x
PER c.	ns	ns	ns



Cours (€)	Var.	+ Haut	+ Bas
1er janv.	-73.8%	23.50	4.18
1 semaine	-5.2%	5.10	4.18
1 mois	-52.1%	10.40	4.18
3 mois	-51.5%	11.36	4.18
6 mois	-64.4%	13.88	4.18
1 an	-68.1%	23.50	4.18
3 ans	+0.7%	23.50	2.20
5 ans	-66.8%	23.50	2.20

Add

Objectif de cours

7.00 EURPotentiel **+45%**

Révision de nos prévisions

CA 2022e : -3.9%**ROC 2022e : ns****CA 2023e : -10.6%****ROC 2023e : +43%**

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

- Le iGaming a pesé fortement au S1
- Un ajustement tardif des OPEX
- Une révision en baisse logique de l'objectif de croissance
- Peu d'espoir de retrouver l'équilibre opérationnel avant 2 ans
- Un potentiel de revalorisation mais il faudra être patient

En synthèse

La publication des résultats du S1 2022 de Hipay a clairement déçu et le titre a été sévèrement sanctionné même si les volumes échangés sont finalement restés très modérés (2% du capital et/ou 6% du flottant). Le groupe est passé d'une situation de résultats positifs à des pertes importantes et a averti qu'il ne serait pas en mesure d'atteindre son objectif de croissance à 2 chiffres. Si nous savions que l'objectif de croissance à 2 chiffres était « challenging » à l'issue du S1 et pouvait être abaissé, nous étions loin de penser que les frais de structure allaient augmenter dans ces proportions. Même si nous croyons toujours au potentiel de développement du groupe à moyen terme, il va falloir une amélioration tangible et pérenne des performances pour assainir son bilan et redorer son image auprès des investisseurs. Nous ajustons notre opinion à Add avec une Fair Value réduite de moitié à 7€.

Un changement dans le iGaming a coûté cher

Nous avons déjà commenté l'évolution de l'activité du S1 en juillet qui s'était avérée décevante avec une progression du chiffre d'affaires de seulement 3% à 27,5M€, niveau inférieur de près de 9 points à la croissance des 3.594M€ de transactions gérées par le groupe. Ce montant correspondant aux chiffres d'affaires réalisés par les sites internet/magasins utilisant les solutions du groupe. Le groupe prélève donc une commission moyenne de 0,77% sur chaque paiement effectué chez ses clients. Cette commission moyenne a connu une baisse notable de -8% par rapport au S1 2021 principalement en raison de l'arrêt de l'utilisation d'un moyen de paiement dans l'activité de jeux en ligne en Belgique dont le taux de commission était élevé. Ce dernier, qui était aux alentours de 0,90% ces 2 dernières années, est tombé à 0,61% au S1, soit une baisse de -26% qui n'a pas été compensée par la progression des volumes (+7%), si bien que le CA de iGaming a chuté de 25% à 4,4M€. Le différentiel est beaucoup moins important dans les 2

autres segments que sont la France et à l'international puisque leur CA cumulé a progressé de +12,3% à 22,6M€ contre +13,8% pour les volumes. La commission moyenne est donc restée relativement stable à 0,79% (vs 0,80% au S1 2021). Il y a donc une bonne tenue des niveaux de prix pratiqués et le très léger tassement n'est pas vraiment significatif et dépend du mix de moyens de paiement utilisés sur lequel le groupe n'a pas la main.

Un effet ciseaux important

La baisse des revenus iGaming a également pesé le niveau de marge brute global qui a reculé de -3,5% à 12,8M€, soit une marge brute qui perdu 3 points en 1 an à 46,6%. A noter en avant-propos que le groupe a modifié la comptabilisation de certains coûts qualifiés de non transactionnels, comme l'infrastructure IT, qui ont été reclassés en « frais de fonctionnement » (ie charges externes) afin d'être comparable aux autres acteurs du secteurs. Dans ces conditions, le niveau de marge brute est plus élevé qu'historiquement mais le groupe a fourni les données retraitées pour le S1 2021. Le groupe ne communique pas le détail de sa marge brute par activité mais, on comprend que la baisse de marge brute est concentrée sur la branche iGaming. Malheureusement, cette évolution n'est pas temporaire et la base de comparaison sera encore défavorable sur la seconde moitié d'exercice.

Il y a donc eu un effet ciseaux important car dans le même temps, les OPEX ont sensiblement augmenté : +17% (soit +2M€) à près 14M€. Le groupe avait prévu qu'il allait reprendre une politique marketing/commerciale plus agressive maintenant que le Covid n'entrave plus les voyages et les rencontres clients. Ceci a donc eu un impact sur les frais de voyages et de représentation ainsi que sur les salaires avec des équipes qui ont été étoffées. Les charges de personnels ont ainsi augmenté de +12% à 9M€. Et comme, l'effort en R&D n'a pas ralenti, les DAP ont également augmenté de manière visible. Tous ces éléments ont donc contribué à l'aggravation de la perte opérationnelle courante qui a atteint -3M€ alors que le ROC était proche de l'équilibre au S1 2021. C'est donc le double de ce que l'on attendait. En outre, la direction a probablement sous-estimé l'impact de la Belgique et n'a donc pas ajusté ses dépenses en conséquence. Le bas du compte de résultat n'appelle pas commentaire particulier et a suivi la tendance pour ressortir à -3,5M€ (vs -0,9M€ au S1 2021).

Un endettement à surveiller

Cette dégradation des résultats a eu des répercussions importantes sur la situation bilancielles puisque le groupe a enregistré une FCF de -4,5M€ alors qu'il avait été de +2M€ au S1 2021. L'évolution du FCF sur le S1 s'explique pour la moitié par la dégradation des résultats ce qui amène la CAF à ressortir à -1,9M€. Le solde de 2,5M€ s'explique par les dépenses en R&D immobilisée dont le montant a progressé de près de 0,5M€ par rapport au S1 2021. A noter également que contrairement à l'an passé où le BFR s'était fortement amélioré de 3,4M€, il est neutre sur la période. Rappelons que le groupe n'a pas vraiment la main sur ce poste qui dépend avant tout de l'activité commerciale de ses clients en fin de période. Le groupe a donc couvert son besoin de trésorerie du semestre, en puisant dans sa trésorerie pour près de 0,6M€, en ayant eu recours à des PGE (classé en dette court terme mais dont le remboursement va être étalé) et en augmentant le compte courant auprès de son actionnaire historique pour le solde. L'endettement net atteignait 17,4M€ à la fin du semestre soit un gearing de 66%, soit 20 points de plus qu'à fin 2021.

Des objectifs court terme revu en baisse mais la confiance demeure à moyen terme

La direction a pris acte du fait qu'il était désormais compliqué d'atteindre une croissance à 2 chiffres sur l'exercice en cours. Et en conséquence, elle va adapter sa structure de coûts afin de limiter l'impact de cette moindre activité sur son compte de résultats.

Nous avons déjà ajusté à la baisse nos anticipations 2022 lors de la précédente communication du groupe mais pas suffisamment au regard des nouvelles indications. Le S2 pâtira encore de l'effet de base de la Belgique même s'il sera moins important car nous avons déjà observé une commission plus faible au S2 2021. Il faudra attendre l'année prochaine pour espérer un redressement de cette activité. Elle bénéficiera en outre de la montée en puissance de l'activité aux Pays-Bas. Concernant les 2 autres segments, difficile d'avoir des certitudes compte de la situation macro-économique. Dans les points positifs, il y a l'inflation puisque le groupe prélève un pourcentage du montant de la transaction mais a contrario un niveau trop fort d'inflation risque freiner la consommation et donc d'entraîner une contraction du volume de transactions. Sur le S2 2022, le groupe ambitionne de maintenir une croissance à 2 chiffres des volumes de transaction. Difficile donc d'avoir des certitudes pour 2023. Mais pour la première fois depuis 3 ans que le groupe débutera l'année avec une base de comparaison moins exigeante (vs volumes +37% en 2019 / +43% en 2020 / +19% en 2021).

Rien n'a été communiqué concernant la rentabilité. Un des leviers sera un l'accroissement des commissions prélevées mais ceci ne sera pas une mince affaire car il faudra arriver à influencer sur l'état d'esprit des équipes commerciales qui pour le moment n'ont jamais vraiment eu cette problématique en ligne de mire. Le groupe estime d'ailleurs qu'il est moins cher que ses principaux concurrents, il a donc en théorie des marges de manœuvre à ce niveau. En parallèle, il va y avoir une gestion plus stricte des OPEX. Nous comprenons que la direction espère surtout que la croissance qui doit tout de même se poursuivre permettra de mieux absorber les coûts fixes.

Une sanction très sévère

Nous avons donc ramené notre prévision de croissance pour 2022 à 6% pour 2022, soit un chiffre d'affaires de 57,3M€ (vs 59,5M€ précédemment). Mais le principal ajustement concerne les résultats puisque nous tablons sur un ROC de -4,6M€ contre -0,5M€ auparavant. Nous attendons donc une réduction de la perte opérationnelle au S2 mais elle restera conséquente. Et nous avons également ajusté, les années suivantes dans des proportions équivalentes. Ceci nous conduit à revoir notre séquence de FCF de -34% ce qui est très conséquent avec un FCF encore inférieure à 0 en 2023. Cette révision des cash-flows est amplifiée par le relèvement notable de notre taux d'actualisation qui est désormais de 13% pour tenir compte de la baisse du titre et de la capitalisation actuelle. Mais même avec ces ajustements qui nous conduisent à de nouveau réduire fortement notre objectif de cours obtenu par DCF de moitié à 7€, l'upside demeure toujours très conséquent.

Et le constat est sensiblement le même par la méthode des comparables puisqu'en dépit de multiples très inférieurs à ses comparables, la valorisation du groupe a suivi le mouvement de baisse du secteur. Pour autant, l'écart de valorisation reste très conséquent puisque Hipay se valorise à 0,8x la VE/CA 2022e alors que la moyenne des comparables (Nexi, Adyen, Affirm, Nuvei, Global Payment, etc) ressort à 4,5x. Evidemment, la taille de ces groupes, généralement largement au-delà du milliard de capitalisation, et de maturité, puisqu'ils affichent

tous un niveau de profitabilité élevé, justifient un écart de valorisation mais pas autant à nos yeux.

Dans ces conditions, nous ajustons notre opinion à Add (vs Buy) car même si l'upside potentiel est fort, il faudra probablement s'armer de patience avant que le titre atteigne notre objectif de cours.

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
VE/CA (hors dettes locatives)	1.46x	2.56x	1.55x	0.97x	1.69x	1.93x	0.79x	0.74x
VE/CA plus haut	1.82x	3.09x	2.89x	1.65x	1.88x	2.02x	2.40x	nd
VE/CA plus bas	0.96x	1.89x	1.55x	0.87x	0.53x	1.38x	0.73x	nd
VE/ROC (hors dettes locatives)	26.5x	ns	ns	ns	ns	ns	ns	92.3x
VE/ROC plus haut	33.1x	ns	ns	ns	ns	ns	ns	nd
VE/ROC plus bas	17.5x	ns	ns	ns	ns	ns	ns	nd
PER	ns							
PER plus haut	ns							
PER plus bas	ns							
P/CF	18.4x	ns	ns	ns	51.6x	73.2x	ns	12.0x
P/CF plus haut	22.2x	ns	ns	ns	58.6x	77.1x	ns	nd
P/CF plus bas	13.1x	ns	ns	ns	9.3x	49.5x	ns	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	4.84	4.84
BNpA	-0.48	-0.93	-1.70	-1.16	-0.38	-0.88	-1.13	-0.11
BNpA (corrigé et dilué)	0.99	-0.80	-1.58	-0.98	-0.25	-0.24	-1.03	-0.04
Capitalisation boursière (P)	53.5	69.6	39.5	23.3	64.7	91.4	24.0	24.0
Valeur d'entreprise (VE)	44.8	62.8	44.6	41.2	84.8	110.7	51.4	53.0
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
CA	30.7	24.5	28.8	34.9	45.7	53.9	57.2	63.0
Variation	18.9%	-20.1%	17.4%	21.0%	31.1%	18.0%	6.0%	10.1%
Variation organique	18.9%	27.7%	17.4%	21.0%	31.1%	18.0%	6.0%	10.1%
EBE	4.6	-2.2	-3.3	0.1	3.4	2.8	-0.3	4.6
Marge d'EBE	15.1%	-9.1%	-11.5%	0.4%	7.4%	5.2%	-0.5%	7.3%
Résultat opérationnel	-0.4	-4.5	-5.7	-4.7	-0.6	-3.5	-4.9	0.2
Résultat opérationnel courant	1.7	-4.2	-5.5	-3.9	-0.1	-0.7	-4.6	0.5
Marge opérationnelle courante	5.5%	-16.9%	-19.2%	-11.2%	-0.3%	-1.3%	-8.0%	0.8%
Coût de l'endettement net	-0.3	0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-0.8	-0.8	-0.7
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							
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
Résultat net part du groupe	-2.4	-4.6	-8.4	-5.8	-1.9	-4.4	-5.6	-0.5
Marge nette part du groupe	-7.7%	-18.7%	-29.2%	-16.5%	-4.1%	-8.1%	-9.8%	-0.8%
Capitaux propres	54.9	50.9	42.5	36.8	34.4	29.9	24.3	23.8
Ecarts 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	28.9	30.0
Trésorerie	8.8	8.0	2.7	1.6	3.1	2.1	1.5	1.0
BFR (% CA)	-25.2%	-19.0%	0.9%	-3.6%	-3.8%	-8.9%	-7.0%	-7.0%
Dettes nettes	-8.8	-6.8	5.1	17.9	20.0	19.3	27.4	29.0
Gearing net	-16.0%	-13.4%	12.0%	48.7%	58.2%	64.5%	112.7%	121.9%
Dettes nettes / EBE	ns	ns	ns	144.3x	5.9x	6.9x	ns	6.3x
Intensité capitalistique (CE / CA)	1.50x	1.84x	1.59x	1.47x	1.19x	0.96x	0.88x	0.83x
ROCE courant	2.4%	-9.2%	-12.1%	-7.7%	-0.2%	-1.3%	-9.1%	0.6%
Capacité d'autofinancement (CF)	2.9	-3.0	-4.3	-3.2	1.3	1.3	-2.8	2.0
Variation du BFR	-1.8	2.0	-3.3	2.5	-2.7	3.8	-0.8	0.4
Investissements nets d'exploitation	-3.8	-3.4	-3.5	-3.7	-3.4	-4.9	-4.5	-4.0
Free Cash Flow (FCF)	-2.7	-4.4	-11.1	-4.5	-4.8	0.1	-8.1	-1.6
FCF / CA	-8.7%	-18.1%	-38.5%	-12.9%	-10.6%	0.2%	-14.1%	-2.5%
FCF yield [Equity]	ns	ns	ns	ns	ns	0.1%	ns	ns
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	7.5	1.1
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