

HiPay Group

3 septembre 2021

Opinion

BUY

Objectif

34.00 EUR Potentiel **x2,4**

Analyse sponsorisée/rémunérée par l'émetteur



Une valorisation très en-deçà des standards du secteur en dépit d'une croissance significative

- Créé en 2000, HiPay Group dans sa forme actuelle est issu d'un spin off de HiMedia (devenu AdUX) en 2015. La société est un prestataire de services de paiement (PSP). Elle commercialise une plateforme plug&play d'encaissement des clients à destination des e-commerçants et commerçants hybrides. Elle opérait aussi précédemment une activité de micropaiement qui a été cédée.
- Depuis 2009 et la libéralisation du marché des services de paiements, le secteur est pleine essor. Le développement d'Internet et des nouveaux usages a poussé les banques à délaisser ce marché au profit de nouveaux acteurs à même d'investir plus significativement en moyens technologiques. En parallèle, le secteur de l'e-commerce qui est le principal client des prestataires de services de paiement est en pleine essor avec une croissance à 2 chiffres depuis de nombreuses années et encore pour longtemps. La beauté du modèle de prestataire de services de paiement est qu'il capte la croissance naturelle de l'e-commerce sans effort commercial supplémentaire. Logiquement ces deux phénomènes cumulés permettent aux pure players comme HiPay de croître d'environ 20% par an.
- Le modèle économique de prestaire en services de paiement comprend un large volant de charges fixes qui, une fois absorbées, permettent d'atteindre des niveaux de rentabilité conséquents semblables à ceux des éditeurs de logiciels SaaS. HiPay vient de franchir en 2020 ce seuil critique. L'EBITDA est devenu pour la première fois significatif et le free cash-flow positif. Le groupe ne devrait plus avoir besoin du soutien de son actionnaire de référence pour financer sa croissance. L'histoire est très loin d'être terminée, la trajectoire doit se poursuivre.
- Nous initions la couverture avec une opinion Buy et un premier objectif de cours de 34€ soit plus de 2x le cours actuel. 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 peine autour de 1x 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 comparables à ceux de HiPay. Notre objectif, obtenu en mixant DCF, comparables et transactions dans le secteur n'est donc pas spécialement agressif malgré les apparences.

Identité

ALHYP:FP

FR0012821916

Euronext Growth

Capitalisation: 72 MEUR

Volume annuel: 39 MEUR

BUY

Fair value 34.00 EUR

Potentiel x2,4

Prévisions

CA 2021e: +22%

ROC 2021e: ns

TCAM CA 10 ans: +13%

TCAM BNPA 10 ans: +68%

Cours de bourse (12 mois)



Profil

Secteur

Services financiers

Caractéristiques

La société propose aux marchands des solutions d'encaissements omnicanales

Indices

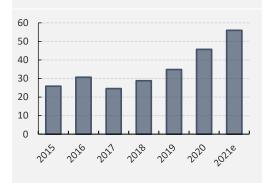
Pondération CAC M&S: 0.0%

Pondération CAC Mid60: 0.0%

Pondération CAC Small: 0.0%

Pondération Enx. Growth: 0.2%

Chiffre d'affaires



Catalyseur

E-commerce

La société opère dans un marché en croissance structurelle à deux chiffres dans lequel elle capte en plus des parts de marché

Dates clés

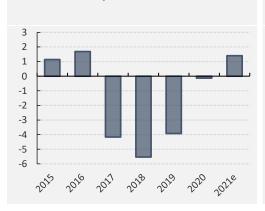
Création de la société

2000

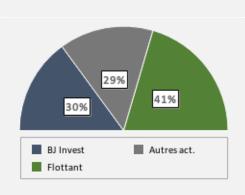
Introduction en bourse

2015

Résultat opérationnel courant



Actionnariat



Prochains rendez-vous

Résultats semestriels

14 septembre 2021

Chiffre d'affaires T3

28 octobre 2021

TABLE DES MATIERES

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	1
SNAPSHOT	2
SOMMAIRE	3
FONDAMENTAUX	
Présentation synthétique	4
Historique	4
Métier	6
Offre	8
Clients	9
Modèle économique	10
Marché et concurrence	15
Environnement, Social & Gouvernance	17
ANALYSE FINANCIERE	20
PERSPECTIVES	22
VALORISATION	
Discounted Cash Flow	24
Peer Group	25
Transactions	26
DONNEES FINANCIERES	27
INFORMATIONS LEGALES	28

Présentation rapide

Un prestataire de services de paiement online et offline Créé en 2000, HiPay Group dans sa forme d'aujourd'hui est issu d'un spin-off de Hi Media (devenu AdUX) en 2015. La société est un prestataire de services de paiement (PSP). Elle commercialise un ensemble de services de banque-acquéreur développés en interne, regroupés dans la plateforme HiPay Fullservice. Cette plateforme omnicanale permet des encaissements en magasins et en ligne et inclut des outils d'analyse de données, de gestion poussée du risque de fraude et de sécurisation des transactions.

Les services du groupe sont pour le moment essentiellement destinés aux e-commerçants et éditeurs de contenus numériques. Le cœur de cible est constitué des commerçants de taille modeste générant au minimum 100K€ d'encaissements annuels jusqu'à des acteurs plus significatifs générant 100M€ de ventes annuelles.

Un intervenant clé dans la chaîne du paiement

Plus précisément, le groupe tient un rôle de tiers de confiance dans le cadre des transactions en ligne. Il se place entre les marchands et leurs clients. Du point de vue de l'utilisateur final, le métier d'Hipay consiste à générer la page de paiement sur laquelle les acheteurs sont dirigés au moment de la validation de leur panier d'achat. Une fois les informations de paiement saisies, la plateforme HiPay procède en arrière-plan à un ensemble de vérification auprès des fournisseurs de moyens de paiement comme Visa/MasterCard et de la banque du client pour traiter les transactions en minimisant les risques de fraude. HiPay collecte ensuite les fonds auprès des clients avant de les reverser aux marchands en prélevant au passage sa commission. Les marchands ont également accès à un back-office incluant de nombreux outils de suivis des transactions en temps réel.

Historique

1993 : Création de la société qui opère dans le micropaiement sur facture opérateur (télécom).

2005 : La société intègre le groupe HiMedia (aujourd'hui AdUX), une régie publicitaire cotée à Paris sur Euronext.

Libéralisation du marché des paiements à partir de 2009 **2009**: Le parlement européen adopte une nouvelle directive qui permet l'émergence de nouveaux acteurs en mesure de proposer de services de monnaie électronique. Les Etablissement de Monnaie Electronique voient le jour. Dans la foulée, la Belgique transpose rapidement cette nouvelle directive alors qu'il faudra attendre 2013 pour que la France fasse de même. Hipay demande son agrément en Belgique et devient à l'époque le premier Etablissement de Monnaie Electronique du pays. Grâce au passeport européen, le groupe peut exercer ses activités dans toute l'Union Européenne.

2015, Hi Média scinde ses activités de paiement et cote HiPay **2015**: HiPay SAS, principale filiale opérationnelle du groupe, obtient son agrément d'établissement de paiement auprès de l'ACPR, avec un passeport lui permettant d'opérer dans toute l'Union Européenne. HiMedia décide de réaliser un spin-off de ses différentes activités et envisage la cotation indépendante de sa branche de paiement HiPay qui interviendra en 2016.

Benjamin Jayet est devenu le 1^{er} actionnaire du HiPay après une dure bataille contre HiMedia et Cyril Zimmerman **2015-2016**: Une fois ce projet annoncé, de nouveaux actionnaires, dont BJ Invest, montent au capital de HiMedia et critiquent ouvertement la gestion du groupe par Cyril Zimmerman qu'ils souhaitent voir démis de ses fonctions. Benjamin Jayet engage d'ailleurs des poursuites contre ce dernier pour des actes de mauvaise gestion. Après une âpre bataille, un accord est finalement trouvé dans le cadre duquel Cyril

Zimmerman et HiMedia lui céderont les parts qu'ils détiennent dans HiPay et Benjamin Jayet cèdera en contrepartie ses actions HiMedia. Il deviendra alors le 1^{er} actionnaire de HiPay.

2017 : HiPay cède ses activités de micropaiement pour se concentrer sur la monétique et sa plateforme Hipay FullService qui réalise en 2016, 11,5M€ de revenus.

2019: KPMG et Mazars refusent de certifier les comptes 2019 de HiPay Group SA au motif que les procédures de contrôle n'étaient pas assez nombreuses et fiables pour être certains que les dettes et les avoirs de monnaies des clients sur lesquels le chiffres d'affaires du groupe repose soient exacts. La direction soumet les comptes au vote de l'AG, sans la certification des commissaires aux comptes, qui approuve tout de même les comptes. Néanmoins la direction est consciente qu'elle doit renforcer les processus de réconciliations nécessaires pour ne plus que cette situation se reproduise, ce qui est chose faite, les comptes 2020 ayant été certifiés par 3 cabinets différents sans réserve.

2020 : Le groupe dépasse les 5Md€ de flux traités en monétique, avec 2 ans de retard sur les objectifs initiaux de l'IPO, mais la trajectoire reste impressionnante. L'EBITDA devient pour la première fois significative et le free cash-flow positif. Le groupe s'autofinance pour la première fois.

2021 : le groupe procède à la fusion de ces deux établissements régulés afin de simplifier son organisation opérationnelle, subsiste HiPay SAS, établissement de paiement.

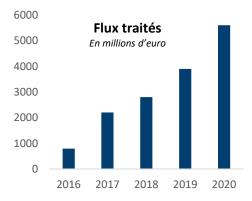
comptes refusent de certifier les comptes aux motifs que le groupe manque de procédure de contrôle

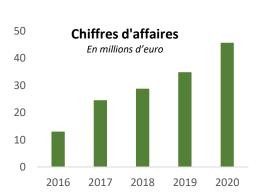
Les commissaires aux

IDMidCaps

La croissance des volumes se matérialise

Tableau 1: EVOLUTION DES VOLUMES TRAITES ET DU CHIFFRE D'AFFAIRES Source: Hipay





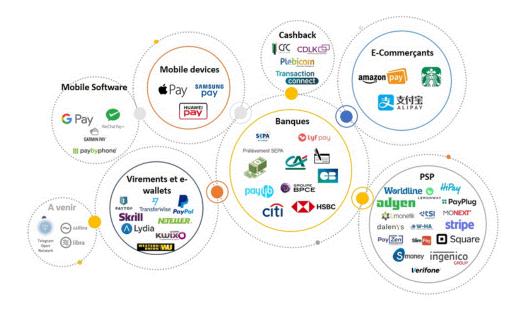
Métier

Un métier simple enLe groupe est un intervenant de la chaîne des paiements dématérialisés qui est plutôtapparence mais trèscomplexe avec de nombreux acteurs plus ou moins intégrés.complexe dans son

apparence mais très complexe dans son fonctionnement du fait du nombre important d'acteurs présents seulement sur un maillon de la chaîne

Graph 1: ECHANTILLON DES ACTEURS DU PAIEMENTS

Source : étude de 2019 de Wavestone / CNIL – liste non exhaustive



Jusqu'à 10 acteurs peuvent intervenir dans la réalisation d'une seule transaction de paiement, qui doit être validée et sécurisée en quelques secondes. Pour ce faire, le système requiert fluidité, rapidité, sécurité et efficience de coûts. D'un pays à l'autre, les acteurs et/ou les habitudes sont différentes.

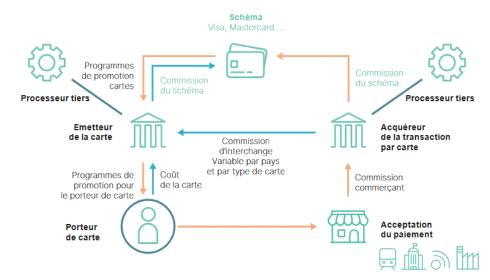
Graph 2: L'OFFRE DES PRESTATAIRES DE SERVICES DE PAIEMENTS Source: Worldline



Le Prestataire de Services de Paiement devient le seul interlocuteur Le principal avantage pour les e-commerçants de travailler avec un PSP plutôt qu'une banque est le large éventail de solutions de paiements proposées. Cela permet en un seul contrat de pouvoir accepter la plupart des moyens de paiements existants. Sans les PSP, les commerçants seraient contraints de contractualiser de manière bilatérale avec chaque pourvoyeur de moyen de paiement et de s'occuper de la réconciliation et des vérifications nécessaires. Pour les commerçants, plus la palette de solutions de paiement acceptées est large, plus les chances de conversion des paniers en ventes sont importantes. C'est donc une source de chiffre d'affaires supplémentaire.

Graph 3: CHAÎNE D'UN PAIEMENT

Source: Worldline - DEU 2020



Le Prestataire en Services de Paiement s'occupe du traitement du paiement de bout en bout Le PSP intervient souvent dès la validation du panier sur un site e-commerce. Toutes les données collectées sur le client final avant le paiement peuvent servir à déterminer si le profil de l'acheteur est risqué ou non. Une fois le formulaire rempli et l'achat validé par le client, le PSP est en possession des informations de paiement. En fonction des données enregistrées, il peut déterminer le niveau de risque. S'il est acceptable, la plateforme du PSP va lancer la procédure d'interrogation de la banque émettrice de la carte afin de vérifier si le client dispose bien des fonds nécessaires au paiement sachant qu'en parallèle le réseau émetteur de la carte (Visa, Mastercard, Amex, etc.) va également être interrogé pour vérifier l'authenticité et la validité de la carte. Si l'ensemble des tiers valident les informations, le PSP finalise la transaction, il prélève le montant de cette dernière qu'il stocke sur un compte de cantonnement puis reverse la somme au commerçant dans un délai de l'ordre de 24h.

Le PSP prélève au passage une commission qui servira à rémunérer, en plus de ses services, les différents intermédiaires : les banques, les réseaux (Visa & Mastercard), les autres intermédiaires (Apple Pay, Paypal, etc.). Le montant de commissions prélevées est très variable d'une transaction et surtout d'un client à l'autre (en fonction de sa taille) mais il est compris entre un minimum de 0,3% à 0,4% et peut atteindre jusqu'à 4 voire 5% sur des transactions de petits commerçants en devises étrangères.

Le Prestataire en Service de Paiement, un métier très réglementé Le métier de prestataire de services de paiements (PSP) nécessite un agrément auprès des autorités bancaires, en France l'ACPR, notamment parce que les fonds transitent sur des comptes de la société. Il existe un passeport européen. Les PSP supportent le risque de défaut de leur client. Ils doivent rembourser les acheteurs si la prestation n'est pas délivrée par le marchand.

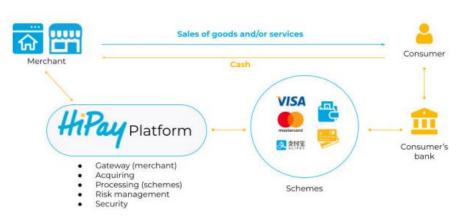
L'environnement informatique est lui aussi très règlementé, ultrasécurisé et il doit être rapide. La plateforme d'HiPay est certifiée PCI DSS de niveau 1 c'est-à-dire le plus haut grade d'exigence pour le traitement des cartes bancaires. La norme comporte une dizaine de clauses que chaque acteur de la chaine doit être en mesure de respecter.

Offre

Un modèle économique désormais uniquement tourné vers le service Le groupe commercialise une solution de paiement clé en main qui s'intègre facilement (plug-and-play) dans n'importe quel site de e-commerce dans un délai très court sous forme d'API.

Graph 4: POSITIONNEMENT DE HIPAY DANS LA CHAÎNE

Source: Hipay



Une offre adaptée à chaque type de clientèle

Le groupe commercialise 3 produits en fonction de la taille et du type de client :

- Hipay « Professional » est destiné aux sites e-commerce de TPE/PME pour l'acceptation des paiements en ligne via des cartes de débit/crédit classiques (CB, Visa, Mastercard, Multibanco, Bancontact). La solution se présente sous forme de plugins intégrables par simple clic dans les grandes plateformes qui permettent de créer des boutiques en ligne facilement comme Shopify, PrestaShop, Magento, etc. Pour cette clientèle, la tarification est simple et connue à l'avance avec un barème qui dépend du volume d'affaires, les commissions oscillants entre 0,9% et 3,2% du montant des transactions. Il n'y a pas d'add-ons proposés dans cette offre.
- Hipay « Enterprise » est une solution plus complète qui nécessite un peu plus d'intégration bien que des kits sont mis à disposition et qui comprend des fonctionnalités avancées. Cette solution offre la palette complète des services du groupe : gestion des commandes, paiements, données clients et remboursements au sein d'une même interface. Les moyens de paiement acceptés sont beaucoup plus nombreux. Au-delà des cartes classiques (CB, Visa et Mastercard), la solution gère les American Express, Paypal, les paiements transfrontaliers en devises étrangères, etc. Un tableau de bord complet est mis à disposition du commerçant facilitant les analyses de données et l'intégration avec un ERP/CRM. Le taux de commission prélevé pour cette solution est discrétionnaire, défini par contrat bilatéral.
- Hipay « Marketplace » est une solution développée spécifiquement pour les places de marché afin qu'elles puissent gérer facilement l'encaissement et la répartition des fonds qu'elles ont collecté pour le compte de leurs différents vendeurs.

Des add-on qui permettent de se différencier des acteurs historiques

Les outils supplémentaires mis à disposition des grands comptes pour répondre aux besoins spécifiques de ces clients sont :

- **Hipay Omnicanal** permet aux commerçants d'utiliser une seule et même plateforme pour la gestion des encaissements en ligne et en magasins.

L'unification de la chaîne de paiements donne une meilleure vision des besoins et une meilleure connaissance des clients et facilite la gestion comptable et opérationnelle.

- **Hipay Intelligence** est un outil d'analyse de données qui permet aux commerçants d'améliorer leur connaissance clients. La solution permet de mieux comprendre et analyser leur parcours, l'améliorer et in fine accroître le chiffre d'affaires généré par consommateur.
- Hipay Sentinel est une solution de lutte contre la fraude qui permet de détecter les tentatives de fraude sans nuire au taux de conversion. Des algorithmes (modèles de scoring) adaptent la chaîne de contrôle en fonction du risque perçu de manière à abaisser le coût de la transaction pour le commerçant en évitant notamment des contrôles manuels.

Clients

Graph 5: CLIENTELE PAR SEGMENT

Source: Hipay

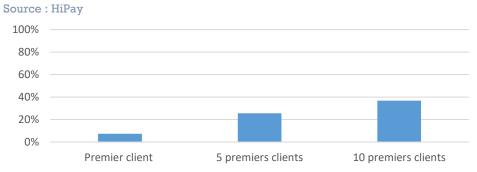
Une présence diversifiée sur les principaux segments de l'e-commerce



HiPay communique une répartition de sa clientèle par secteurs d'activité. Le groupe est très présent dans l'iGaming historiquement du fait de son activité micropaiement cédée depuis. Il représente environ 28% des volumes de paiement en 2019. Arrivent ensuite environ à parts égales des secteurs plus conventionnels que sont : l'automobile (13%), les produits / services de technologie ou digital (11%) et la mode (11%). Plus récemment, le groupe a également pénétré le monde de la franchise grâce au développement de ses solutions omnicanales.

Une faible concentration clients

Tableau 2: CONCENTRATION CLIENTS



La concentration est relativement faible puisque le 1^{er} client représente 7% du chiffre d'affaires et les 10 premiers 37% du chiffre d'affaires ce qui est dans la norme.

Le groupe ne communique pas d'informations détaillées sur son nombre de clients total ni sur son taux d'attrition mais, au vu de la croissance, on peut raisonnablement penser que le churn est faible. La seule indication disponible régulièrement est son gain de clients grands comptes qui augmente d'année en année (+305 en 2020, +156 en 2019, +116 en 2018).

Une présence historique sur le marché français

Tableaux 3: CHIFFRE D'AFFAIRES PAR ZONE GEOGRAPHIQUE Source: HiPay

Chiffres d'affaires	2018	2019	2020
France	12.6	17.8	26.5
iGaming	9.8	9.1	9.6
International	4.2	5.9	7.8
Long tail	2.3	2.1	1.8
Total	28.8	34.9	45.7
France	-	41%	49%
iGaming	-	-7%	6%
International	-	41%	31%
Long tail	-	-9%	-13%
Total	17%	21%	31%

Le groupe réalise l'essentiel de ses revenus avec des clients français et l'international croît en parallèle (Portugal et Italie notamment, où le Groupe dispose d'implantations locales). HiPay accompagne également ses clients français dans leur développement international. Le segment Long Tail n'est à l'heure actuelle pas une priorité pour le groupe. Il correspond aux sites e-commerce dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur à 100 K€. Le groupe travaille sur un nouveau modèle opérationnel pour mieux adresser ce segment de marché spécifique à l'avenir.

Modèle économique

Le modèle économique est assez simple. Le groupe se rémunère en prélevant une commission sur les encaissements traités pour le compte de ses clients. Plus l'activité de ses clients est élevée et plus le nombre de ses clients est important, plus le volume d'affaires transitant par la plateforme d'HiPay augmente et plus ses revenus croissent. Le montant agrégé de ces commissions correspond au chiffre d'affaires de la société.

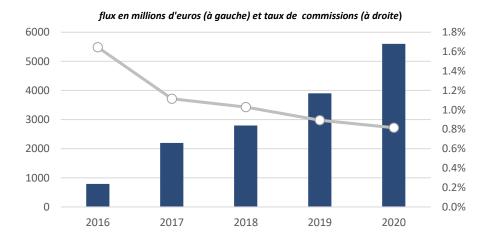
L'important est donc le volume (flux) traité. Sa croissance est généralement proche de celle des revenus d'HiPay modulo l'évolution du mix-clients puisque les grands comptes paient des taux de commissions plus faibles. Le groupe a mécaniquement consenti des efforts commerciaux ces dernières années pour conquérir des parts de marché rapidement. Par ailleurs, il y a probablement un effet déflationniste lié à la concurrence qui s'est accrue ces dernières années avec la libéralisation du marché et l'arrivée de nombreux acteurs

Le groupe prélève une commission sur les flux traités pour ses clients Une volonté d'aller chercher des grands comptes qui se traduit par une baisse de la commission moyenne prélevée

Un modèle vertueux : la croissance des clients devient la croissance minimum de HiPay

Graph 4: VOLUME DE PAIEMENTS TRAITES ET TAUX DE COMMISSION

Source: Hipay - comptes annuels



La beauté du modèle est qu'une fois le client signé, HiPay bénéficie mécaniquement de sa croissance sans effort commercial supplémentaire. Ainsi, au cours de 3 dernières années, près de 45% de la croissance est venue de clients existants, le solde étant lié à la prospection et au gain de nouveaux clients.

Tableau 3: DECOMPOSITION DU RESULTAT OPERATIONNEL CONSOLIDE Source: Hipay - comptes 2020 audités

M€	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	24.5	28.8	34.9	45.7
Marge brute	52.9%	52.1%	50.0%	45.1%
Charges externes	6.0	6.9	5.0	4.2
En % du CA	24.5%	23.8%	14.3%	9.2%
Charges salariales	9.2	11.5	12.3	13.0
En % du CA	37.5%	39.8%	35.3%	28.4%
EBE	-2.2	-3.3	0.1	3.4
% EBE	-9.1%	-11.4%	0.4%	7.4%
DAP	1.9	2.2	4.0	3.5
% DAP	7.8%	7.7%	11.6%	7.7%
ROC	-4.2	-5.5	-3.9	-0.1
MOP	-16.9%	-19.2%	-11.2%	-0.3%
Non courant	-0.3	-0.1	-0.8	-0.4
ROP	-4.5	-5.7	-4.7	-0.6

Plus de la moitié des coûts correspond aux commissions que le groupe reverse aux autres intermédiaires de la transaction de paiement. La marge brute a eu tendance à s'éroder ces dernières années passant de 53% en 2017 à 45% en 2020. Cette baisse s'explique en partie par l'évolution du mix-clients vers les grands comptes dans la mesure où le taux de commission moyen par opération a diminué pour HiPay mais pas celui des autres intermédiaires. Surtout, les contrats entre HiPay et les autres prestataires n'ont pas été renégociés depuis longtemps malgré la forte hausse des volumes, le groupe étant plutôt concentré sur son développement commercial. C'est d'ailleurs l'un des chantiers d'amélioration identifiés que le groupe doit prendre en charge dans les mois à venir. Le mix de moyen de paiement a également une influence puisque certaines activités comme le iGaming sont mieux margées.

Le reste des OPEX correspond essentiellement à des coûts fixes un peu à l'image d'un éditeur de logiciels. La preuve étant qu'après une phase logique de structuration de l'activité, leur montant en valeur absolu est resté quasiment stable entre 2018 et 2020 en incluant les loyers comptabilisés dans les DAP depuis l'application de la

Des OPEX qui augmentent par palier

Une partie de la R&D est capitalisée

norme IFRS 16. Le constat est identique en réintégrant les dépenses de R&D capitalisées (autour de 2M€). Entre 2018 et 2020, l'effectif moyen est passé de 174 personnes à 216. L'effet de levier de la croissance sur les résultats est donc fort. Le résultat opérationnel courant a quasiment atteint l'équilibre en 2020. Les OPEX sont essentiellement constitués des coûts de fonctionnement de la plateforme de paiement (informatique), des salaires et dans une moindre mesure des frais de fonctionnement classiques de toutes les sociétés (bureaux, assurances, marketing, administratif, etc.).

Le groupe comptabilise régulièrement des charges non courantes. Elles comprennent généralement des frais juridiques dans le cadre de litiges commerciaux et le coût des programmes d'actions gratuites pour les cadres clés du groupe.

Tableau 4: DECOMPOSITION DU BAS DE COMPTE DE RESULTAT

Source: Hipay - comptes 2020 audités

M€	2017	2018	2019	2020
Résultat financier	0.2	-2.3	-1.0	-1.2
% CA	0.9%	-8.0%	-2.7%	-2.5%
RCAI	-4.2	-8.0	-5.7	-1.7
% CA	-17.2%	-27.7%	-16.3%	-3.8%
Impôt	0.3	0.4	0.1	0.1
% RCAI	-7.5%	-5.6%	-1.2%	-8.2%
MEE & autres	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg	-4.5	-8.4	-5.8	-1.9

Un coût de l'endettement contenu

De nombreux exercices en perte qui ont permis d'accumuler 25M€ de déficits reportables Dans le bas du compte de résultats, le montant des intérêts de la dette est relativement stable autour de 0,6M€ par an. Le solde du résultat financier est dû à l'évolution des changes, le groupe ayant des liquidités en devises étrangères. A noter qu'en 2018, la forte augmentation de la charge financière était liée à l'ajustement de prix de la cession de son ancienne filiale Mobiyo intervenue en juillet 2017 dont les performances ne permettaient plus d'envisager le paiement du complément de prix.

Le groupe n'ayant jamais été rentable, il ne paie quasiment pas d'impôts hormis quelques taxes/contributions incompressibles dont le montant reste négligeable. Compte tenu de cette situation déficitaire depuis plusieurs années, le groupe dispose de près de 25M€ de déficits reportables encore non activés qu'il devrait pouvoir utiliser dans les années à venir vu la trajectoire de croissance.

Tableau 5: DECOMPOSITION DU FREE CASH-FLOW

Source: Hipay - comptes 2020 audités / estimations IDMidCaps

Tableaux de flux	2017*	2018	2019	2020
CAF (yc Loyers IFRS 16)	-3.3	-4.3	-3.2	1.3
Δ BFR opérationnel	-1.4	-2.9	-2.4	4.1
Flux opérationnels	-4.8	-7.2	-5.6	5.4
CAPEX	-3.4	-3.5	-3.7	-3.4
FCF opérationnel	-8.2	-10.7	-9.3	2.0
M&A	2.9	-0.5	-0.9	0.0
Δ BFR Paiements	3.4	-2.0	3.4	-3.6
Comptes courants	0.0	0.0	3.6	6.9

^{*} Activités poursuivies

Un BFR qu'il convient de retraiter pour avoir une meilleure vision de la réalité économique Nous avons corrigé le tableau de flux afin d'en avoir une vision plus économique, ce qui nous permet de constater que groupe est parvenu pour la 1ère fois à dégager un FCF opérationnel positif de 2M€.

Ainsi, nous avons isolé du BFR les sommes que le groupe encaisse/décaisse pour le compte de ses clients dans le cadre de son activité de PSP et qui ne lui appartiennent de toute façon pas. Les sommes en question sont cantonnées sur des comptes dédiés, comptabilisées en autres créances et autres dettes et évidemment non utilisables pour le financement de l'activité de la société.

De plus, nous avons reclassé le compte courant octroyé par BJ Invest que le groupe classée « autres dettes courantes » ce qui ne correspond pas à notre grille de lecture habituelle. Techniquement ces montants sont plutôt assimilables à une dette financière d'autant que, dans le cas présent, ils sont rémunérés et les règles bancaires permettent de les assimiler aux fonds propres dans le calcul des ratios. L'accroissement des performances financières que l'on observe ces dernières années se vérifie au niveau de la CAF qui s'améliore graduellement et qui a été positive pour la 1ère fois en 2020 à hauteur de 1,3M€.

Une amélioration du BFR un peu exceptionnelle en 2020 Sans tenir compte du BFR lié aux prestations de paiements, le groupe est dans une situation de ressource en fonds de roulement. On constate que la forte croissance a tendance à réduire graduellement cette ressource avec une légère inflation du poste clients que le groupe ne répercute pas à ses fournisseurs. Les équipes sont aujourd'hui concentrées principalement sur le développement commercial, et cette hausse reste raisonnable au vu de la croissance. 2020 a fait exception puisque le groupe a affiché une variation de BFR favorable de 4M€ mais les ¾ de ce montant sont liés à la mobilisation des créances de CIR & CICE des années antérieures ce qui ne se reproduira pas. On constate néanmoins que le poste clients est resté stable entre les 2 exercices.

Des CAPEX stabilisés depuis 4 ans Ensuite, les investissements comprennent une large part de frais de R&D capitalisés. Les notions d'EBITDA et de facto de CAF ne sont donc pas une représentation fidèle de la capacité du modèle à générer de la rentabilité. A l'image des OPEX, les CAPEX ont assez peu varié ces dernières années pour se situer entre 3 et 4M€ par an. Ils comprennent pour une large part la R&D capitalisée (2,5M€ en 2020) ainsi que des investissements informatiques pour l'hébergement de plateforme.

Le groupe n'est pas dans une logique de M&A. Les 2M€ de flux d'investissement entrants de 2017 correspondent au prix de vente de l'activité de micro-paiements et le million « déboursé » en 2019 correspond aux cautionnements que les intermédiaires exigent pour travailler avec eux, notamment AMEX.

Tableau 6 : BILAN SYNTHETIQUE Source : Hipay - comptes 2020 audités

Emplois	MEUR	Ressources	MEUR
Goodwill	40	Capitaux propres	34
Immo corp & incorp	7	Comptes courants	7
Autres immobilisations	3	Dette nette	6
		Provisions	1
		RFR	2
Total	49		49

^{*} chiffres hors IFRS 16

Au niveau du bilan, le modèle du groupe étant très proche celui d'un éditeur de logiciels, HiPay n'a donc que très peu d'actifs immobilisés. La valeur cumulée des

Un niveau d'immobilisations

corporelles logiquement faible à l'instar des éditeurs de logiciel actifs matériels et immatériels représente seulement 7M€ sur un total bilan de 49M€ en lecture économique (hors IFRS 16).

Le premier poste du bilan est le goodwill dont le montant atteint près de 40M€ à fin 2020, soit un niveau supérieur aux 34M€ de fonds propres. De prime abord, le ratio goodwill / fonds propres de 1,2x n'est pas très rassurant mais en réalité ce goodwill est hérité de la politique de croissance externe menée par HiMedia durant la période 2000-2010 et n'a quasiment jamais été déprécié depuis. On peut raisonnablement penser que la probabilité d'une dépréciation massive est relativement faible d'autant que le groupe applique un taux d'actualisation de 11,5% lorsqu'il effectue ses tests de dépréciation, ce qui est prudent.

Une exigence réglementaire en fonds propres relativement faible Concernant les fonds propres, la mise de départ exigée par la réglementation est assez faible puisque les fonds propres requis pour créer un établissement de monnaie électronique sont de 350K€. Si un groupe souhaite également proposer des services des paiements comme c'est le cas pour HiPay, le montant des fonds propres doit toujours au minimum représenter 10% des frais fixes du groupe, soit environ 2M€ pour le groupe en fonction des éléments retenus dans le calcul des frais fixes. Quoi qu'il en soit, avec 34M€ de fonds propres, le groupe ne devrait pas rencontrer de difficultés majeures à ce niveau, en l'absence de dépréciations de goodwill.

Tableau 7: UNE RESSOURCE EN FONDS DE ROULEMENT

Source: Hipay - comptes 2020 audités

MEUR	2017	2018	2019	2020
Stocks + Clients	0	1	2	2
Autres actifs	5	6	6	3
Dettes Frs, Fisc & Soc	10	8	8	9
Autres passifs	0	0	0	0
BFR d'activité (RFR<0)	-5	-2	0	-4
Compte d'avoirs	39	55	70	98
Dettes d'avoirs	39	53	71	96
BFR Paiements	0	2	-1	2

Une situation structurelle de ressource en fonds de roulement Comme nous l'avons précédemment indiqué, le groupe affiche une situation de ressource en fonds de roulement en éliminant les comptes de cantonnement. La croissance ne consomme pas vraiment de trésorerie même si nous constatons une légère érosion du RFR ces dernières années, hormis en 2020 grâce notamment à la mobilisation des créances de CIR et CICE des années antérieures. L'équilibre des postes clients (2M€ fin 2020) / fournisseurs (4M€ fin 2020) est largement à la faveur du groupe puisqu'il représente une ressource de 2M€ à fin 2020, niveau relativement stable par rapport à 2019. Le solde est composé des créances / dettes fiscales et sociales.

Des flux en transit qui gonflent le bilan mais pas le BFR Ce qui peut sembler plus surprenant pour les novices, ce sont les montants des autres actifs et passifs dont la valeur au bilan avoisinait les 100M€ à fin 2020. Ces montants sont tout simplement la contrepartie de l'activité commerciale des clients qui transite par la plateforme. A l'actif, il y a les fonds des opérations d'encaissement effectuées qui n'ont pas encore été réceptionnées et au passif ce que le groupe a effectivement perçu et doit reverser à ses clients. Les montants sont importants car ils sont corrélés aux flux traités pour le compte des clients (plus de 5Md€ en 2020) et pas au chiffre d'affaires d'HiPay. Ils ne représentent que quelques jours de flux en fait. Globalement, ces montants s'équilibrent entre actifs et passifs mais il n'y a pas une linéarité complète de l'évolution de ces 2 postes qui dépendent de l'activité des tous derniers jours de l'année.

Tableau 8: EVOLUTION DE L'ENDETTEMENT NET

Source: Hipay - comptes 2020 audités

A fin décembre	2017	2018	2019	2020
Dette CT	0	0	0	2
Dette LT	1	8	8	6
Total (hors IFRS 16)	1	8	8	9
Comptes courants*	-	-	5	6
Trésorerie	8	3	2	3
Endettement net	-7	5	11	12
Dette locative	0	0	7	8

^{*} comptabilisés en autres passifs courants

Un endettement qui commence à se stabiliser

Le groupe a dû demander le soutien de son actionnaire car les banques étaient frileuses de financer des pertes L'endettement net tel que publié par le groupe (hors IFRS 16) est de 6M€ à fin 2020 mais HiPay comptabilise ses comptes courants d'associés de 6,4M€ à fin 2020 dans les passifs circulants. La dette financière nette à retenir d'un point de vue analytique est donc plutôt de 12,4M€. Elle a progressé régulièrement ces dernières années puisque le groupe n'autofinançait pas encore sa croissance.

Compte tenu de sa situation déficitaire et de l'absence d'actifs, les banques n'ont pas été très enclines à prêter de l'argent au groupe pour financer sa croissance. HiPay s'est donc appuyé sur son actionnaire de référence, qui lui a octroyé une ligne de crédit en compte courant de 5M€ en 2019. Une seconde tranche d'un montant équivalent a été octroyée en 2020. Le groupe a également profité de la possibilité d'obtenir un PGE de 3,6M€ en 2020 pour améliorer sa liquidité. L'idée dorénavant est d'arriver à s'autofinancer rapidement afin de rembourser les lignes de compte courants dont le coût est conséquent (respectivement 7 et 9%) et de pouvoir le cas échéant recourir à des sources de financements plus classiques.

Tableau 9: LES RATIOS D'ENDETTEMENT

Source: comptes audités

A fin décembre	2017	2018	2019	2020
Capitaux propres	51	42	37	34
Gearing	ns	12%	31%	35%
Levier	ns	ns	ns	6.4

Avant 2020, il était impossible de calculer un ratio de levier puisque la société affichait un EBITDA négatif. Depuis 2020 c'est désormais possible, mais à ce stade, le ratio demeure encore très élevé et l'EBITDA n'est pas un très bon indicateur puisqu'il exclut la R&D capitalisée.

Marché et concurrence

L'e-commerce, principal moteur de la croissance

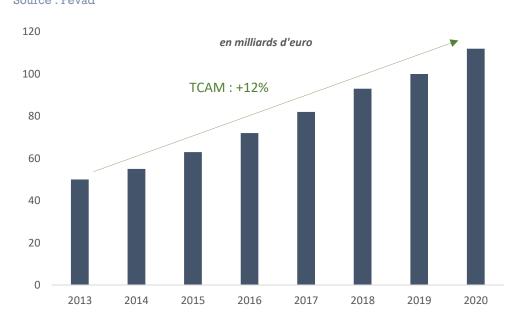
La dynamique du groupe est fortement dépendante du développement de l'ecommerce en Europe et plus particulièrement en France compte tenu de sa présence historique sur le territoire national.

Ce marché est structurellement en croissance rapide. Il représente en France 112Md€ de flux transactionnels traités en 2020, en croissance annuelle moyenne de 12% depuis 2013 selon la Fevad. L'année a été exceptionnelle dans sa construction mais moins dans le niveau de croissance qui n'a pas sensiblement varié avec la pandémie (+9%). Les ventes de biens et services ont augmenté de 32% mais en contrepartie les services (voyage/tourisme notamment) ont baissé de -10%.

La crise sanitaire de 2020 a accéléré le développement de l'e-commerce

Une croissance qui se maintient inexorablement à 2 chiffres La crise sanitaire a clairement favorisé le développement de l'e-commerce qui a atteint plus de 13% de part de marché du commerce dans son ensemble (le solde étant le commerce physique) alors qu'elle était encore inférieure à 10% en 2019. Les mesures de confinement ont mécaniquement contribué à cette évolution mais la tendance de fond est clairement haussière, d'autant que 35% des cyberacheteurs estiment que les confinements ont modifié durablement leurs habitudes et qu'ils seront désormais enclin à acheter plus régulièrement sur internet. En 2020, le nombre de français ayant réalisé un achat sur Internet s'est établi à 40M contre près de 35M en 2015. Le nombre d'acheteurs mobiles en France a été multiplié par 2,5x en 5 ans pour atteindre 16,3M de mobinautes en 2019 selon MarketWatch. D'après l'US Retail Index d'IBM, la pandémie de Covid-19 a accéléré de près de cinq ans la transition entre commerce physique et digital.

Graph 5: VOLUME DE PAIEMENTS ET COMMISSIONS DU GROUPE Source: Fevad



Selon MarketWatch, le taux de pénétration de l'e-commerce en France devrait poursuivre sa progression pour atteindre 25% de parts de marché d'ici 2025.

Les sites réalisant plus de 1M€ de CA annuel captent 90% des volumes de transactions En ce qui concerne la structure du marché de l'e-commerce, les trois quarts des sites réalisent un chiffre d'affaires annuel inférieur à 100K€ par an. En revanche, 90% du chiffre d'affaires de l'e-commerce est réalisé par des sites encaissant un minimum de 1M€ de chiffre d'affaires par an. Le nombre de sites marchands actifs s'est établi à 218.050 en 2020 contre 182.000 en 2015. Sur la même période, le nombre de transactions a plus que doublé passant de 835M de transactions en 2015 à 1,8Md en 2020. Le panier moyen a diminué au cours des dernières années pour atteindre 61€ en 2020 contre 78€ en 2015. Il traduit une évolution du mix produit qui se rapproche de plus en plus de celui des produits consommés en magasin, et dont le panier moyen s'établit à 55€.

Les principaux acteurs de l'e-commerce en France sont Amazon, qui recense plus de 26M de clients. La Fnac arrive en deuxième position avec plus de 13M de clients. Cdiscount est le troisième site de e-commerce en France avec 9M de clients. Veepee et E. Leclerc complètent le classement avec respectivement 7M et plus de 5M de clients.

Le marché de l'e-commerce en Europe atteint quant à lui 620Md€ de flux transactionnels en 2019 en croissance comparable à celle observée en France. Les

principaux marchés en Europe sont le Royaume Uni (200Md€), la France et l'Allemagne avec une centaine de Md€ chacun.

Un marché adressable de l'ordre de 400M€ en France... Le marché adressable (TAM) d'HiPay en France est estimé à 400M€ par le groupe en croissance de 9% par an environ, ce qui est cohérent avec les données de marché. Le marché français de l'e-commerce est d'un peu plus de 100Md€ avec un taux de commission moyen proche de 1% environ soit un marché adressable de l'ordre de 1Md€. Dans la mesure où le groupe prospecte quasi-uniquement des e-commerçants qui font entre 100K€ et 100M€ de chiffre d'affaires, soit 40% du marché de l'e-commerce en valeur, on tombe mécaniquement sur le TAM du management.

... et 3x plus gros en Europe

Dans une logique de développement à l'international plus agressive à moyen terme, on peut estimer le marché adressable en Europe hors France par HiPay autour de 1,2Md€ puisque la France représente 25% du marché européen de l'e-commerce. Mais HiPay n'aura pas la capacité d'adresser l'intégralité de l'Europe commercialement au cours des prochaines années.

Le groupe détient environ 7% de parts de marché en France et 3% en Europe. Le marché est assez concentré autour de quelques acteurs dont de gros acteurs mondiaux comme Adyen, Stripe et Wordline et dont les banques comme Société Générale et BNP Paribas qui profitent de leur antériorité construite avant la libéralisation du marché. En France les deux seuls acteurs indépendants de taille significative sont HiPay et Dalenys dont l'indépendance est discutable puisque faisant désormais partie de Natixis depuis le rachat en 2017.

Tableau 7: DIFFERENCIATION DES CONCURRENTS Source: Hipay

Positionnement	HiPay	Adyen	Stripe	Worldline	Nexi	Société Générale	BNP Paribas
Data Analytics	+++	+++	++	+	+	+	+
Fraud management	+++	+++	++	+	+	+	+
Financial reconciliation	+++	+++	+++	+	+	+	+
e-payment / APM / Intnl	+++	+++	+++	++	++	+	+
Proxy-payment	++	+++	++	+++	+++	++	++
Omnichannel features	++	+++	+	+	+	+	+
Marketplace	+++	+++	+++	+	+	+	+
Tier-2 clients	+++	+	+	++	++	++	++

La différenciation entre acteurs se fait évidemment au niveau du taux de commission proposé par chacun, les PSP étant mieux placés (surtout en réintégrant le coût indirect de la fraude), mais aussi et surtout par la fiabilité de la plateforme (taux d'acceptation des paiements) et la palette de services additionnels proposés. Selon le management, HiPay, Adyen et Stripe sont les mieux positionnés tandis que les banques ont la moins bonne proposition de valeur et les gros PSP historiques comme Worldline et Nexi une situation intermédiaire. A noter que parmi les meilleurs acteurs, Adyen et Stripe ont un avantage sur HiPay pour les e-commerçants internationaux car ils ont une présence et une plateforme mondiale avec une capacité importante à gérer les devises. Mais HiPay adressant plutôt le midmarket, il n'est pas vraiment gêné pour le moment.

Environnement, Social & Gouvernance

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

L'ESG n'est pas le point fort du dossier 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.

Un marché de cotation désormais plus adapté à la taille de la société Le changement de marché de cotation récent avec le transfert du marché règlementé vers Euronext Growth, où les règles en matière de transparence et de communication sont moindres, ne va pas dans le bon sens, même si dans les faits ce marché est beaucoup plus adapté à la taille et à la maturité de la société.

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. Nous n'avons pas de chiffres sur le plan environnemental.

Au niveau social, les informations sont limitées aux effectifs. Le groupe emploie 221 collaborateurs à fin décembre 2020 et son effectif moyen sur le dernier exercice était de 216 personnes soit 10 de plus qu'au cours de l'exercice précédent. Il n'y a pas d'autres données disponibles.

Sur le plan de la gouvernance, à fin 2020, seuls 2 actionnaires ont déclaré une détention de plus de 5% du capital. Le 1^{er} est Benjamin Jayet via sa holding BJ Invest qui détient 29,8% du capital et le second est la holding de Michel Baulé, Eximium, qui détient 29,2% du capital. Tous les 2 sont présents au capital depuis plusieurs années.

2 actionnaires détiennent 30% du capital chacun mais un seul est représenté au conseil d'administration Aujourd'hui, seul BJ Invest est représenté au conseil d'administration. Sur les 3 membres du conseil, 2 sont liés à Benjamin Jayet puisqu'il est lui-même Président tandis que Sophie Lequatre représente sa holding. Le 3^e membre est Stéphanie Le Beuze qui est administratrice indépendante. Si le conseil d'administration a atteint tout juste le nombre minimum de membres requis (de 3 à 18), on note la présence de 2 femmes dont 1 indépendante ce qui est un bon point. En outre, la société a choisi de se conformer aux règles définies par le code AFEP-MEDEF et elle a adopté quasiment l'ensemble des préconisations.

Une direction opérationnelle indépendante

On note une dissociation complète de la gouvernance et de la gestion opérationnelle de la société puisqu'aucun membre du conseil d'administration n'a de fonction opérationnelle. La direction générale est assurée par Grégoire Bourdin qui est accompagné de 9 autres personnes. Sa rémunération a été de 272K€ en 2020, en hausse de 3% par rapport à l'exercice précédent. A noter que certains membres de la direction profitent de plan d'actions gratuites.

Un 1er actionnaire qui fonctionne comme un fonds de Private Equity Des précisions s'imposent quant à Benjamin Jayet. Il est président du conseil d'administration mais n'est pas directement opérationnel dans la structure. Il est un spécialiste du secteur puisqu'il a co-fondé en 2005 GibMedia, un acteur du micropaiement. Par la suite, il a pris plusieurs participations dans différentes sociétés, notamment Treezor dont il a revendu sa participation à la Société Générale. A noter que cette société avait été co-fondée par l'actuel dirigeant de HiPay.

Benjamin Jayet est plutôt activiste dans ses prises de participations Sa société GibMedia avait dû faire face il y a quelques années à plusieurs litiges avec des utilisateurs liés à son mode de facturation et Benjamin Jayet a été plusieurs fois condamné dans le cadre ses affaires. Plus récemment la société a fait parler d'elle en gagnant un procès contre Google qui a été condamné à lui verser 150M€ pour des pratiques anti-concurrentielles. Il faut aussi se souvenir que la bataille avait été rude avec Cyril Zimmerman pour prendre le contrôle de HiPay. Benjamin Jayet était également devenu le premier actionnaire de Solocal en 2016 à la suite de quoi il était monté au créneau contre le plan de restructuration de la direction mais sans succès. Il est donc généralement assez activiste dans ses prises de participations.

Les problèmes judicaires de la holding BJ Invest ont rejailli sur le groupe Récemment, HiPay a fait l'objet le 25 juillet 2019 d'une saisie sur ses comptes bancaires d'un montant de 3,3M€. Cette saisie est intervenue après la réception d'une somme de 4,6M€ de BJ Invest au titre de la convention d'avance en comptes courants signée quelques mois auparavant. Cette somme a été récupérée dans le cadre d'une procédure judiciaire dans laquelle seule BJ Invest est impliquée et dont HiPay ne fait pas partie. La société a été notifiée d'une ordonnance de maintien de la saisie et a interjeté appel de cette ordonnance. Cette ordonnance a finalement été définitivement annulée par une décision en date du 3 mars 2020 et la société a demandé la restitution des sommes à l'AGRASC. Comme il s'agissait d'un événement lié à BJ Invest uniquement, HiPay a comptabilisé cette opération en diminution du compte courant d'actionnaire de BJ Invest. La saisie n'a donc pas produit d'incidence sur la trésorerie de la société.

Aujourd'hui, au-delà des liens capitalistiques qui existent entre les deux structures, BJ Invest et le groupe ont signé une convention dans le cadre de laquelle BJ Invest loue des bureaux lui appartenant à HiPay pour un loyer annuel de 0,8M€. Le bail s'étale sur 10 ans et 9 mois ferme. Enfin, il existe un contrat de service entre les 2 structures dans le cadre duquel, la société BJ Invest s'occupe de l'administration du personnel de HiPay, service pour lequel la structure cotée paie 15€ par bulletin de paie émis.

Les CAC ont refusé de certifier les comptes 2019, faute de processus de contrôle suffisants Le principal point gênant du dossier reste la non-certification des comptes 2019 par les commissaires aux comptes. Ces derniers ont notamment mis en avant l'insuffisance des procédures de contrôle interne concernant l'enregistrement du chiffre d'affaires et l'impossibilité de justifier les revenus au moyen d'autres procédures d'audit. Ainsi, des doutes subsistaient quant à la véracité des niveaux d'activité des filiales d'autant que le groupe était en pleine fusion de ses structures belge et française dans un souci de simplification. De plus, au moment de l'arrêt des comptes 2019, il manquait selon le budget 2,5M€ de trésorerie pour que l'exploitation continue sereinement. La crise du Covid-19 faisait peur et la faible visibilité sur l'avenir remettait significativement en cause la capacité du groupe à délivrer et à faire face à ses échéances pour les commissaires aux comptes. C'est à ce moment que BJ Invest a réitéré son support en apportant une nouvelle ligne de financement en comptes courants de 5M€, dont 3M€ en trésorerie. Les commissaires aux comptes ont également exprimé qu'il leur était impossible d'établir les tests de dépréciation du goodwill dans la mesure où ils étaient dans l'incapacité de valider le chiffre d'affaires 2019.

La mise en place de procédure de contrôle a permis de rassurer les CAC qui ont certifiés sans réserve les comptes 2020 A la suite de cet incident, la direction a mis en œuvre toutes les mesures possibles pour répondre aux exigences des auditeurs. Ces derniers ont indiqué que les réponses apportées et les processus mis en place leur ont permis d'être rassurés quant aux données communiquées. Ils ont donc certifié sans réserve les comptes 2020. A noter que le groupe a mandaté 3 des 5 grands cabinets (KPMG, Mazars, EY) pour auditer et certifier ses comptes, ce qui donne un certain poids à leur validation ainsi que celle des procédures d'audit surtout après un litige.

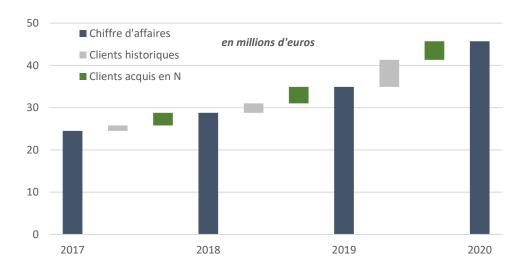
L'autre point négatif du dossier est malheureusement hérité de l'époque où le groupe était rattaché à HiMedia. A la suite d'un contrôle fiscal portant sur les exercices 2013 et 2014, l'administration fiscale a assigné la société à payer 2,7M€ au titre de ses cotisations de retenue à la source. Le 9 mars 2021, le tribunal administratif de Paris a donné raison à l'administration dans son jugement de première instance. Le groupe a fait appel de cette décision. La société et ses conseils disposent a priori d'arguments de poids pour contester le redressement. Aucune provision n'a donc été enregistrée dans les comptes concernant ce litige.

Analyse des derniers résultats

La crise sanitaire a favorisé de développement du marché HiPay a connu une progression de 31% de son chiffre d'affaires annuel 2020 à 45,7M€, stimulé notamment par l'accélération de la transition vers l'e-commerce de nombreux commerçants au cours de la crise sanitaire.

Tableau 8: CHIFFRE D'AFFAIRES CONSOLIDE

Source: HiPay



La France est restée le principal moteur de croissance avec un niveau d'activité en progression de 48% à 26,5M€. HiPay continue de gagner des parts de marché sur le territoire national, avec une hausse de 46% des volumes de paiements sur l'année ce qui est bien supérieur à la croissance du marché de l'e-commerce qui est ressortie à 9% sur l'année.

Les clients historiques participent tout autant à la croissance que la conquête commerciale Sur les quelques 10,8M€ de revenus additionnels, 6,4M€ proviennent d'une augmentation des volumes de vente réalisées par les clients historiques (près 60% des revenus additionnels), de la croissance qui arrive sans véritable effort. Les taux de commission sont restés relativement stables en dépit de la croissance.

A l'international, HiPay poursuit sa trajectoire de croissance avec une progression de plus de 30% du chiffre d'affaires à 7,8M€ mais le rythme reste toujours très en deçà de la hausse des flux traités (+57%). Ce décalage s'explique essentiellement par les concessions tarifaires consenties afin de gagner des parts de marché, à l'inverse du marché français qui est plus mature. La croissance a été particulière forte au Portugal (+45% de chiffre d'affaires) et en Italie (+83%). Concernant les activités iGaming (21% du chiffre d'affaires), les revenus ont progressé de 7% à 9,6M€. Alors que les ventes du S1 avaient été négativement impactées par le changement réglementaire entré en vigueur depuis juin 2019 en Belgique (limitation du montant jouer par semaine par joueur), elles sont finalement bien reparties à la hausse sur le S2 comme prévu. Les revenus « Long Tail », c'est-à-dire ceux en provenance des e-commerçants réalisant moins de 100K€ d'encaissements sur l'année, sont en repli de -16% à 1,8M€, en ligne avec la stratégie défensive de la société sur ce segment, qui ne dispose pas à date des outils adéquats pour être compétitive sur ce marché.

Conformément à sa stratégie, le groupe a privilégié le développement des gros clients tiers 2 dont la monétisation prend plus de temps mais dont les flux sont plus conséquents. Au global, le taux de commission moyen a baissé de 8bps à 0,82%.

L'évolution du mix-client a mécaniquement pesé sur le niveau de marge sur coûts directs qui s'est tassé de -4,9pts à 45,1%. Néanmoins comme la croissance a été

Une évolution du mixclients qui permet de capter plus de volumes vigoureuse, la marge sur coûts directs en valeur absolue est tout de même en hausse de 18% à 20,6M€.

Un levier opérationnel qui se matérialise à mesure que la croissance se confirme La progression de la marge sur coûts direct combinée à une bonne maîtrise des coûts fixes (stables en valeur) a permis au groupe d'afficher pour la première fois un EBITDA significatif de 3,4M€ alors qu'il été négligeable l'an passé (124K€). Comme la plupart des entreprises, HiPay a bénéficié d'aides de l'Etat (chômage partiel) et d'économies de coûts (déplacements, salons) relatifs à la crise sanitaire pour environ 1,8M€.

En dépit d'une baisse de -0,5M€ des DAP, corrélative à la baisse de la masse salariale puisqu'une partie des salaires est immobilisée, le résultat opérationnel courant est resté encore légèrement dans le rouge à hauteur de -0,1M€ (vs -3,9M€ en 2019). En dessous, le résultat opérationnel est légèrement pénalisé par la comptabilisation d'une charge non courante de -0,3M€ (vs -0,7M€ en 2019) à la suite d'une décision défavorable du tribunal concernant un litige commercial. Il a atterri à -0,6M€. L'évolution du bas du compte de résultat n'appelle pas de commentaire particulier par rapport aux habitudes du modèle. La perte nette est ressortie à -1,8M€ (vs -5,8M€ en 2019).

Un free cash-flow positif pour la première fois

En termes de flux, la forte croissance de l'EBITDA (+3,3M€) a alimenté la hausse de la CAF qui est passée dans le vert à 1,3M€ (vs -3,2M€ en 2019). La ressource en fonds de roulement a également fortement augmenté de 4M€ grâce à la mobilisation des créances de CIR et de CICE des années précédentes, ce qui restera exceptionnel. Les CAPEX sont restés relativement proches de leur niveau de l'an passé à -3,4M€ (vs -3,7M€). Ainsi, le groupe affiche un free cash-flow opérationnel positif pour la première fois à hauteur de 2M€ contre un niveau de -9,3M€ en 2019.

En prenant en considération les comptes de cantonnement, le free cash-flow reste dans le rouge à hauteur de -1,7M€ et l'endettement net hors IFRS 16 ressort à près de 12,5M€.

Tableau 9: CHIFFRES D'AFFAIRES TRIMESTRIELS

Source: HiPay

MEUR	20	19	2020				2021		
	T3	T4	T1	T2	Т3	T4	T1	T2	
Flux traités	933	1199	1173	1347	1293	1751	1594	1606	
Chiffres d'affaires	8.2	9.9	10.0	11.7	10.5	13.5	13.3	13.5	
CA / Flux	0.88%	0.83%	0.85%	0.87%	0.81%	0.77%	0.83%	0.84%	
Δ CA	nd	nd	nd	nd	28%	36%	33%	15%	

Un début d'année satisfaisant malgré la base de comparaison élevée Le début de l'année 2021 est dans la lignée de 2020 avec des volumes d'affaires traités et un chiffre d'affaires consolidé en forte hausse. Nous ne disposons pas d'un très long historique trimestriel mais nous pouvons tout de même qualifier le début 2021 de solide, surtout que la base de comparaison est élevée, le groupe ayant enregistré une croissance des flux de près de 43% et de 30% de son chiffre d'affaires au S1 2020.

Sur la première moitié de 2021, la dynamique se confirme donc avec des flux en croissance de 27% à 3200M€. Le ralentissement de la croissance que l'on observe au T2 est probablement à mettre au crédit de la base de comparaison. La pandémie avait largement favorisé l'e-commerce puisque les magasins physiques étaient fermés une partie du trimestre. On constate quand même que les flux sont en hausse en valeur absolue entre le T1 et le T2.

Autre élément important, le redressement progressif du taux de commission moyen qui ressort à 0,84% alors qu'il avait graduellement baissé aux T3 et T4 2020, ce qui se

traduit par un chiffre d'affaires de 26,8M€, en hausse de 24% soit un niveau très proche de celui de la croissance du flux traité.

Il est difficile de savoir si la baisse du taux de commission observée au S2 2020 est saisonnière ou non car nous manquons d'historique et de visibilité sur le mix client. Néanmoins comme le groupe a poursuivi sa conquête de part de marché avec la volonté d'aller capter des clients plus gros dont le taux de commission est généralement plus faible, nous voyons plutôt d'un bon œil ce redressement.

La direction n'a dévoilé aucun objectif chiffré pour la suite de l'exercice ni à moyen. La seule indication est la volonté de poursuivre dans la trajectoire des dernières années et donc de confirmer que le groupe est désormais structurellement rentable.

Ainsi, HiPay poursuivra l'exécution de sa stratégie de développement commercial tout en maintenant un budget marketing serré (moins de 5% du chiffre d'affaires). La société continuera d'apporter une attention particulière à l'évolution de ses OPEX notamment au niveau de ses charges de personnel qui devraient progresser moins vite que ses revenus. Et elle continuera logiquement ses développements techniques (DSP2, intégration d'ApplePay, développement du Hipay Smart Terminal, etc.) pour proposer de nouvelles fonctionnalités et rester compétitive. Les économies de coûts dépendant de la pandémie (chômage partiel, déplacements, salons) qui s'élevaient à 1,8M€ resteront valables au moins partiellement sur l'exercice 2021.

Perspectives

Plus de 20% de croissance attendue encore en 2021

De notre côté, nous retiendrons un chiffre d'affaires 2021 de 56M€, en croissance de 22,5%. Nous tablons donc sur un léger ralentissement de la croissance au S2 à 21,5%, soit un chiffre d'affaires de 29M€. Il représenterait 52% du chiffre d'affaires annuel ce qui est dans la lignée des années précédentes et de la saisonnalité habituelle du modèle (les fêtes de fin d'année stimulent logiquement les flux).

L'ensemble des résultats devrait être positif en 2021

Cette bonne dynamique de croissance devrait permettre d'extérioriser le levier nécessaire pour terminer l'année avec un résultat opérationnel positif pour la première fois. Nous tablons sur un ROP de 1,4M€, soit une MOP de 2,5%. Le bas du compte de résultat ne devrait pas varier outre mesure puisque l'essentiel de la charge d'intérêts est lié aux avances en comptes courants qui sont déjà tirés pour une large part. En conséquence, le RCAI restera assez faible et ne permettra guère d'utiliser le report déficitaire. Nous espérons que le résultat net sera également positif en 2021. Nous pensons que le groupe terminera l'année avec un free cashflow à l'équilibre et donc en amélioration si l'on ne tient pas compte des 3M€ de CIR et CICE mobilisés en 2020.

L'e-commerce va poursuivre sa croissance à 2 chiffres encore de nombreuses années Les dix dernières années ont montré une tendance claire : le désengagement progressif des banques de leurs activités de paiement qui a profité aux acteurs spécialisés. Ce mouvement va se poursuivre. La croissance des revenus restera soutenue au regard de la taille importante du marché adressable, de gains réguliers de parts de marché et des perspectives de développement de l'e-commerce. Comme nous l'avons expliqué, l'e-commerce affichera durablement une croissance de l'ordre de 10% et, comme le groupe va continuer à capter des parts de marché, il est raisonnable de penser que sa performance sera supérieure. Nous avons retenu un TCAM moyen 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 fortement

grâce à l'effet de levier de la croissance sur les coûts fixes. Rappelons qu'entre 2017 et 2020 près de la moitié du chiffre d'affaires additionnels, soit environ 10M€ sur 21M€, est liée simplement à la croissance des clients historiques pour lequel 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 ce qui est dans la norme du secteur.

Le seul motif qui justifierait une inflation des OPEX serait la volonté de gagner plus rapidement des parts de marché ce qui nécessiterait donc le recrutement de commerciaux supplémentaires. Néanmoins, si cette perspective devait se produire elle serait compensée par le fait que nous relèverions nos prévisions de croissance moyen long terme.

En outre, à court terme, il semble que le management privilégie plutôt le maintien de sa stratégie de croissance actuelle, qui demeure soutenue, et qui lui permet d'améliorer sa situation financière afin de retrouver le plus rapidement possible une autonomie financière.

Tableau 10: DETAIL DE NOS PREVISIONS

Source: IDMidCaps

MEUR	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CA	46	56	67	78	89	100	111	122	133	144	155
Δ CA	3%	23%	20%	16%	14%	12%	11%	10%	9%	8%	8%
MB	21	25	30	35	40	46	51	56	61	66	71
Taux de MB	45%	45%	45%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
OPEX	17	20	21	23	24	26	28	29	30	31	33
Δ ΟΡΕΧ	-1%	15%	8%	8%	5%	5%	5%	5%	3%	3%	5%
EBITDA	3	5	9	12	16	20	23	27	31	35	39
% marge	7%	9%	13%	16%	18%	20%	21%	22%	24%	25%	25%
DAP	4	4	4	5	5	5	6	6	7	7	8
% CA	8%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
ROP	0	1	4	8	11	15	18	21	25	28	31
МОР	ns	2%	7%	10%	13%	15%	16%	17%	19%	20%	20%

Discounted Cash-Flow

Notre modèle DCF est fondé sur une première période de 10 exercices à la suite de laquelle nous calculons une valeur terminale.

Nous avons choisi de retenir le coût moyen pondéré du capital (WACC) en tant que taux d'actualisation. Le WACC calculé ressort autour de 6% compte tenu d'un bêta théorique de l'ordre de 1,3x. Afin de tenir compte de la taille réduite du dossier et de notre business plan relativement agressif, nous avons appliqué une prime spécifique de 4% à la prime de risque ce qui nous amène à retenir un taux d'actualisation de 10%.

Paramètres	
OAT 10 ans	-0.1%
PDR IDM	6.1%
Prime spécifique	4.0%
Beta	1.3
Coût du capital	12.0%
Coût de la dette	5.8%
Dette nette/VE	16.1%
Dette nette	12
Capitalisation	63
WACC corrigé	10.00%
Croissance à l'infini	2.50%

Méthode croissance à l'infini	
∑ FCF actualisés	61
Valeur terminale	99
Valeur d'entreprise	160
+ Dette nette	12
- Intérêts minoritaires	0
- Provisions	0
+ Immo. Financières	1
Equity Value	149
Nombre d'actions	4.96
Valeur par action	30.0
Cours actuel	12.6

M EUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CA	56	67	78	89	100	111	122	133	144	155
Δ CA	23%	20%	16%	14%	12%	11%	10%	9%	8%	8%
EBIT	1	4	8	11	15	18	21	25	28	31
Marge d'EBIT	2%	7%	10%	13%	15%	16%	17%	19%	20%	20%
Taux IS	0%	9%	11%	11%	12%	25%	25%	25%	25%	25%
Impôts	0	0	1	1	2	4	5	6	7	8
EBIT net	1	4	7	10	13	13	16	18	21	23
DAP (hors loyers)	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4
% CA	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
EBITDA net	4	7	9	12	15	16	19	22	25	27
EBITDA net/CA	7%	10%	12%	14%	15%	15%	15%	16%	17%	17%
RFR	2	3	4	4	5	6	6	7	7	8
RFR/CA	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
CAPEX	-4	-5	-5	-5	-5	-6	-6	-7	-7	-8
CAPEX/CA	-6%	-7%	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
FCF	1	3	6	8	11	11	13	16	18	20

Nous aboutissons à une fair value de 30€ action, soit plus du double du cours actuel.

Peer group

Il existe plusieurs comparables cotés de HiPay. Hormis Worldline, qui est français, ils sont tous étrangers, généralement nord-américains et ont une taille nettement plus importante que celle du groupe.

Leur niveau de valorisation est extrêmement élevé compte tenu de la course qui s'est engagée pour devenir leader et consolider le marché. Ainsi, les plus gros acteurs n'hésitent pas à acquérir des cibles sur des multiples qui peuvent parfois dépasser l'entendement compte tenu de la situation des cibles. Ces opérations s'avèreront peut-être payantes dans quelques années au vu de la dynamique de marché qui n'est pas près de s'arrêter. Par ailleurs, les économies d'échelle envisagées peuvent être très importantes si bien que les performances propres à une société peuvent être bien différentes une fois intégrées à un groupe déjà structuré. Ces nombreuses opérations, que nous avons référencées dans la partie suivante, attirent les investisseurs ce qui influe mécaniquement sur la valorisation des sociétés du secteur.

Tableau 11: LISTE DES PRINCIPAUX COMPARABLES

Source: Bloomberg

Société	Capi	VE/CA		VE/EB	SITDA	PER		
	M EUR	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Nexi	19 250	14.5	10.9	26.1	19.6	39.1	31.7	
Adyen	70 487	69.9	50.9	114.9	81.7	165.5	116.7	
Affirm	13 371	20.2	17.6	ns	ns	ns	ns	
Nuvei	10 505	19.7	16.5	45.5	38.3	61.7	52.5	
PagSeguro	15 491	9.5	7.5	29.8	20.2	55.9	36.4	
Square	104 472	6.4	5.8	116.9	89.9	149.1	120.4	
Global Pay.	48 202	8.5	7.7	20.1	17.6	23.9	20.4	
Paypal	299 010	13.5	11.1	51.5	41.3	63.6	51.0	
Wise	11 342	10.9	8.6	ns	ns	ns	ns	
Visa	467 459	23.2	19.3	35.1	28.3	43.5	34.8	
Mastercard	327 776	21.3	17.8	39.6	30.7	49.3	37.2	
FIS	75 941	6.3	5.8	18.4	16.5	20.8	17.7	
Moyenne	114 275	18.6	15.0	49.8	38.4	67.2	51.9	
Worldline	22 086	5.2	4.8	20.2	17.4	33.7	27.9	
Hipay	71	1.4	1.1	15.7	9.5	103.6	21.5	
Δ vs Worldline	ns	-77%	-81%	-22%	-45%	307%	-23%	

Compte tenu de ces éléments, de la taille de Hipay et de sa faible valorisation actuelle, nous avons fait le choix de ne retenir que Worldline dans notre Peer Group. Ce dernier est le seul à être français et le moins bien valorisé de l'échantillon. Notre approche est donc très prudente. Mais comme la situation financière de HiPay n'est pas encore normalisée en termes de rentabilité, il vaut mieux rester prudent car il est impossible d'utiliser des multiples de résultats comme référence. Nous retiendrons donc uniquement le multiple de VE/CA pour établir notre valorisation auquel nous appliquerons néanmoins une décote de 30% pour tenir compte de stades de maturité différents.

Sur cette base, nous retenons donc un multiple de VE/CA cible de 3,5x pour HiPay. Notre objectif de cours par la méthode des comparables s'établit ainsi à 37€.

Transactions

Le secteur du paiement est en pleine ébullition depuis plusieurs années. Chacun essaie de tirer parti du désengagement des banques qui délaissent de plus en plus ce segment. De nouveaux acteurs arrivent mais il se consolide également.

Nous avons listé les principales opérations qui sont intervenues ces dernières années avec leurs multiples de valorisations lorsque cela est possible. Cette liste est très loin d'être exhaustive dans la mesure où les opérations de taille modestes ne font pas ou peu l'objet de communiqués de presse détaillés. En outre, de nombreuses opérations interviennent en private equity dans la kyrielle de fintechs fraichement créées.

Tableau 12: PRINCIPALES OPERATIONS DANS LE SECTEUR

Source: Bloomberg / presses / sociétés

Cibles	Acquéreurs	Date	Montant	VE / CA	VE / EBITDA
Delenys	Natixis	26/06/2017	160	4.8	ns
WorldPay	Vantiv	04/07/2017	9 800	7.4	17.7
Bambora	Ingenico	20/07/2017	1 500	7.4	nd
Paysafe	Blackstone / CVC	21/07/2019	3 300	nd	nd
Nets	H&F/ Advent / Bain	25/09/2017	4 400	4.9	17.8
Gemalto	Thalès	17/12/2017	5 400	1.9	10.7
Six	Worldline	15/05/2018	2 300	nd	nd
iZettle	Paypal	17/05/2018	2 000	nd	nd
Concardis	Nets	04/07/2018	5 100	nd	nd
First Data	Fiserv	16/01/2019	33 700	4.1	12.8
Worldpay	FIS	18/03/2019	37 600	10.9	26.9
Safecharge	Nuvei	22/05/2019	900	nd	nd
TSYS	Global Payments	28/05/2019	23 100	6.4	20.4
ISP Acquiring	Nexi	19/12/2020	1 000	11.1	11.9
Plaid	Visa	13/01/2020	4 800	31.8	nd
Ingenico	Worldline	03/02/2020	9 200	2.7	15.4
Finicity	Mastercard	23/06/2020	900	ns	nd
SIA	Nexi	05/10/2020	4 600	7.1	18.8
Nets	Nexi	02/11/2020	7 100	7.3	20.1
ANZ Acquiring	Worldline	14/12/2020	600	3.4	17.1
Tink	Visa	24//06/2021	1 800	nd	nd
Afterpay	Square	02/08/2021	25 000	39	389
Moyenne			8 375	10	48

lci aussi on constate que les multiples sont stratosphériques. La plupart des opérations concernent des sociétés bien plus grosses que Hipay. L'unique opération comparable est celle sur Dalenys (ex-Rentabiliweb), une société française, qui a été rachetée par Natixis en 2018. A l'époque le groupe avait déboursé 9€ par titre pour acquérir la société, soit une prime de 46%. Il valorisait la société à près de 4,8x le CA des activités conservées puisque l'offre était conditionnée à la cession d'une partie des activités du groupe.

A l'instar du peer groupe, nous utiliserons uniquement cette opération comme référence pour établir un objectif de cours. Il en ressort que le multiple de VE/CA est de 3,3x après déduction de la prime de contrôle de 30% qui correspond à la prime d'OPA moyenne observée en 2018 (source IDMidCaps). Notre objectif de cours par cette méthode s'établit ainsi à 35€.

	Dec15h	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21e	Dec22e
VE/CA	1.24x	1.46x	2.56x	1.55x	0.87x	1.54x	1.38x	1.12x
VE/CA plus haut	2.87x	1.82x	3.09x	2.89x	1.54x	1.73x	1.64x	nd
VE/CA plus bas	0.88x	0.96x	1.89x	1.55x	0.76x	0.38x	1.20x	nd
VE/ROC	28.1x	26.5x	ns	ns	ns	ns	55.2x	16.9x
VE/ROC plus haut	64.7x	33.1x	ns	ns	ns	ns	65.5x	nd
VE/ROC plus bas	19.8x	17.5x	ns	ns	ns	ns	48.0x	nd
PER	ns	ns	ns	ns	ns	ns	103.6x	21.5x
PER plus haut	ns	ns	ns	ns	ns	ns	124.4x	nd
PER plus bas	ns	ns	ns	ns	ns	ns	89.1x	nd
P/CF	37.9x	18.4x	ns	ns	ns	51.6x	22.4x	11.9x
P/CF plus haut	74.4x	22.2x	ns	ns	ns	58.6x	26.9x	nd
P/CF plus bas	29.7x	13.1x	ns	ns	ns	9.3x	19.2x	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	14.48	14.48
BNpA	-0.61	-0.48	-0.93	-1.70	-1.16	-0.38	0.14	0.67
BNpA (corrigé et dilué)	0.15	0.99	-0.80	-1.58	-0.98	-0.25	0.13	0.65
Capitalisation boursière (P)	43.7	53.5	69.6	39.5	23.3	64.7	71.8	71.8
Valeur d'entreprise (VE)	32.1	44.8	62.8	44.6	37.6	77.9	84.8	82.5
Performances économiques (€)	Dec15h	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21e	Dec22e
CA	25.8	30.7	24.5	28.8	34.9	45.7	56.0	67.0
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%
EBE	3.9	4.6	-2.2	-3.3	0.1	3.4	5.3	8.8
Marge d'EBE	14.9%	15.1%	-9.1%	-11.5%	0.4%	7.4%	9.5%	13.1%
Résultat opérationnel	-3.5	-0.4	-4.5	-5.7	-4.7	-0.6	1.4	4.4
Résultat opérationnel courant	1.1	1.7	-4.2	-5.5	-3.9	-0.1	1.4	4.4
Marge opérationnelle courante	4.4%	5.5%	-16.9%	-19.2%	-11.2%	-0.3%	2.5%	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	0.9	-1.7	-0.3	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	-0.3
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
Résultat net part du groupe	-3.0	-2.4 7.70/	-4.6	-8.4	-5.8	-1.9	0.7	3.3
Marge nette part du groupe	-11.8%	-7.7%	-18.7%	-29.2%	-16.5%	-4.1%	1.2%	5.0%
Capitaux propres	57.7 45.2	54.9	50.9 40.2	42.5 40.2	36.8	34.4 40.2	35.1	38.5
Ecarts d'acquisition Dettes financières	0.0	45.2 0.0	1.2	7.8	40.2 15.9	16.2	40.2 15.7	40.2 19.6
Trésorerie	11.9	8.8	8.0	2.7	1.6	3.1	2.8	9.0
BFR (% CA)	-30.2%	-25.2%	-19.0%	0.9%	-3.6%	-3.8%	-4.0%	-4.5%
Gearing net	-20.6%	-23.2%	-13.4%	12.0%	35.5%	31.8%	30.8%	25.4%
Dette nette / CA	ns			0.2x	0.4x	0.3x	0.2x	0.2x
Dette nette / EBE	ns	ns ns	ns ns	ns	115.4x	3.9x	2.4x	1.2x
Dette nette / Cash Flow	ns	ns	ns	ns	ns	10.5x	4.0x	1.2x 1.8x
Intensité capitalistique (CE / CA)	1.66x	1.50x	1.84x	1.59x	1.47x	1.19x	0.98x	0.80x
ROCE courant	1.8%	2.4%	-9.2%	-12.1%	-7.7%	-0.2%	1.7%	5.4%
Capacité d'autofinancement (CF)	1.2	2.9	-3.0	-4.3	-3.2	1.3	3.2	6.0
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	-3.5	-4.5
Free Cash Flow	-6.7	-2.7	-4.4	-11.1	-4.5	-4.8	0.2	2.3
FCF yield [Equity]	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0.3%	3.2%
Investissements financiers	1.0	-4.2	-1.5	-4.0	-4.6	-3.4	-3.5	-4.5
Variation des dettes	0.0	0.0	1.2	6.1	4.4	6.4	-0.5	3.9
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
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Analystes



Robin Leclerc
Partner

Phone: +33 (0)1 80 48 80 39 Email: rleclerc@idmidcaps.com



Bruno JehleManaging Partner

Phone: +33 (0)1 80 48 80 10 Email: bjehle@idmidcaps.com

Informations légales

IDMidCaps ne détient pas de capital de la société, n'a pas de contrat de liquidité avec l'émetteur, mais perçoit une rémunération au titre de l'établissement de la présente note. Dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que l'analyste, les dirigeants ou salariés d'IDMidCaps possèdent à titre personnel des valeurs mobilières de l'émetteur ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'IDMidCaps dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Les recommandations d'IDMidCaps portent sur les 6 prochains mois et sont définies comme suit :

ACHAT (BUY): Objectif de cours supérieur au cours au moment de l'analyse, fondamentaux solides, perspectives favorables à court et moyen terme et pas de problématiques extra-financières majeures

ACCUMULER (ADD): Objectif de cours supérieur au cours au moment de l'analyse mais risques plus élevés et/ou perspectives à court terme moins favorables et/ou risques sur le plan extra-financier

ALLEGER (REDUCE): Objectif de cours inférieur au cours de l'analyse, perspectives à court terme défavorables ou évolution négative du newsflow et/ou risques sur le plan extra-financier

VENDRE (SELL): Objectif de cours inférieur au cours au moment de l'analyse, fondamentaux durablement dégradés et/ou problématiques extrafinancières majeures

OPINION SUSPENDUE (UNDER REVIEW): Nous avons besoin de temps et d'informations complémentaires en raison de changements dans les fondamentaux de la société

APPORTER A L'OFFRE (TENDER): Nous pensons que les conditions proposées par l'acquéreur dans le cadre d'une offre publique sont équitables et recommandons d'apporter ses titres à l'offre

NE PAS APPORTER A L'OFFRE (NOT TENDER): Nous pensons que les conditions proposées par l'acquéreur dans le cadre d'une offre publique ne sont pas équitables et recommandons de ne pas apporter ses titres à l'offre

La répartition des recommandations boursières est disponible sur le site Internet https://www.idmidcaps.com dans la rubrique Recherche puis Stock guide du menu principal de navigation. Vous trouverez dans notre code de conduite mis à jour la politique complète de fondement de nos opinions :

https://www.idmidcaps.com/commun/pdf/CodeConduite.pdf

Ce document ne constitue pas une offre de vente ou une sollicitation à acheter des titres dans une juridiction où une telle offre serait illégale. Nous ne sollicitons aucune action basée sur ce document. Ce document est destiné à l'information générale des clients d'IDMidCaps. Il ne tient pas compte des objectifs d'investissement particuliers, de la situation financière ou des besoins des clients individuels. Avant de donner suite à tout conseil ou à toute recommandation contenue dans ce document, le client devrait déterminer s'il convient à sa situation particulière et, si nécessaire, demander un avis professionnel. Le document est basé sur des informations que nous considérons comme fiables, mais nous n'affirmons pas qu'elles sont exactes ou complètes et qu'elles doivent être considérées comme telles. Les opinions exprimées sont nos opinions actuelles à la date figurant sur ce document seulement. Ces recommandations peuvent être modifiés sans préavis.

Contacts

IDMidCaps (Investment Data on Midcap Companies) est un service édité par France Actionnaire SAS

83 boulevard Malesherbes- 75008 Paris - France

Tel: 33 (0) 1 80 48 80 12 - Fax: 33 (0) 1 48 01 87 39 analyse@idmidcaps.com - www.idmidcaps.com

France Actionnaire est enregistré à l'ANACOFI en tant que CIF sous le numéro E002570 - ORIAS 13000278

© Copyright 2000-2021 IDMidCaps. Tous droits réservés.