

**16.90 EUR +1.32%**

Euronext Growth



# HiPay Group (ALHYP:FP)

Services aux entreprises / Services divers

## Une évolution favorable des KPI au T3

**Buy**

Objectif de cours

**34.00 EUR**Potentiel **+101%**

Révision de nos prévisions

**CA 2021e : -2.7%****ROC 2021e : ns****CA 2022e : 0.0%****ROC 2022e : 0.0%**Capitalisation **84 MEUR**Volume annuel **36 MEUR**

Prochaine publication

**Pas d'agenda communiqué**

Pond. CAC M&amp;S 0.0%

Pond. CAC Mid60 0.0%

Pond. CAC Small 0.6%

Pond. Eur. Growth 0.2%

MEUR	Dec20h	Dec21e	Dec22e
CA	45.7	54.5	67.0
Var. CA	+31.1%	+19.2%	+22.9%
ROC	-0.1	1.0	4.4
Var. ROC	ns	ns	+350.8%
MOC	-0.3%	1.8%	6.6%
VE/CA	1.69x	1.79x	1.43x
VE/ROC	ns	99.7x	21.7x
PER c.	ns	319.8x	26.0x

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

- Un T3 dynamique malgré la base de comparaison
- Une évolution favorable du mix
- Vers un exercice encore en très forte croissance organique
- Vraiment bargain

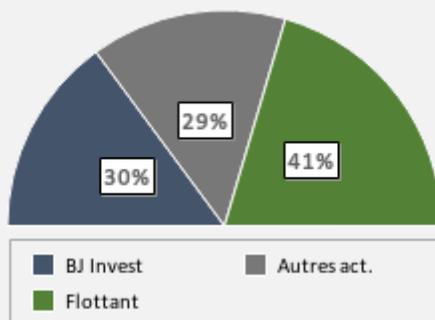
## En synthèse

La publication du chiffre d'affaires du T3 d'HiPay nous a plutôt agréablement surpris bien que le chiffre d'affaires de 12M€ soit relativement proche de nos attentes. La bonne nouvelle vient du fait que le chiffre d'affaires a progressé plus vite que les volumes de transaction traités pour le compte des clients ce qui tranche avec la tendance des derniers mois. Il ne faut pas tirer de conclusions hâtives sur la pérennité de cette évolution mais, si elle venait à se confirmer dans le temps, la croissance des résultats pourrait être plus rapide que nous le pensons.

## Une évolution favorable du mix au T3 qui a tiré la croissance

HiPay a vu son activité progresser de 17% au T3 à 12M€, soit 3 points de plus que la progression des volumes de transactions qui ont atteint 1478M€ en croissance de 14%. Nous ne connaissons pas précisément les éléments qui ont concouru à cette évolution favorable. Néanmoins, en se fiant aux commentaires et aux tendances des derniers trimestres, on peut y voir un effet mix avec une plus forte progression des segments « International » et « iGaming » dont les taux de commissionnement par transaction sont structurellement plus élevés. Autre élément favorable, l'évolution du mix client. Depuis 18 mois, le groupe a concentré ses efforts commerciaux sur le cœur des clients Tier 2, c'est-à-dire ceux réalisant entre 50 et 100M€ d'encaissement. Bien que le groupe ait toujours présenté ce segment comme sa cible privilégiée, une part non négligeable de la croissance des années antérieures a tout de même été réalisée auprès d'acteurs de plus grande taille pour capter des volumes plus rapidement, en contrepartie de quoi, HiPay concédait des taux de commissions réduits. Aujourd'hui, le poids de ces clients à gros volume a tendance à se réduire. Et l'accroissement de la base de clients lui permet également d'être plus sélectif en matière commerciale.

Un autre phénomène favorable réside dans l'évolution du mode de facturation de beaucoup d'acteurs du secteur. Auparavant, la plupart des PSP facturaient une commission fixe indépendamment des coûts d'interchange. Ces commissions



Cours (€)	Var.	+ Haut	+ Bas
1er janv.	+29.5%	18.78	12.14
1 semaine	+0.4%	17.58	15.60
1 mois	+9.9%	18.78	15.04
3 mois	+31.0%	18.78	12.70
6 mois	+10.5%	18.78	12.14
1 an	+43.2%	18.78	9.72
3 ans	+50.2%	18.78	2.20
5 ans	+57.1%	18.78	2.20

d'interchange correspondent aux frais incompressibles facturés par les intermédiaires (banques, émetteurs de cartes, etc.). Dans l'ensemble, la commission fixe facturée aux commerçants couvrait ces frais et permettait au PSP de réaliser une marge dans la majorité des cas. Mais parfois, les PSP se retrouvaient perdants en fonction des moyens de paiement utilisées par les clients finaux des commerçants dont les coûts d'interchange pouvaient être très élevés. Aujourd'hui, les PSP ont tendance à facturer leur service indépendamment des commissions d'interchange. D'un côté ils facturent sans marge les coûts d'interchange et de l'autre ils facturent leur service en toute transparence. Les PSP n'assument donc plus les pertes lorsque les commissions d'interchanges sont plus élevés que leur propre commission.

Sur 9 mois, la progression des volumes traités pour le compte des clients (+23% à 4678M€) reste plus forte que celle du chiffre d'affaires (+21% à 39M€). Si la tendance du T3 venait à se confirmer, l'inversion des taux de croissance aurait un impact visible sur les résultats puisque l'évolution des coûts d'achats sont fonction des volumes traités et non pas du chiffre d'affaires.

### **Le nombre de nouveaux clients repart en hausse**

Très rassurant également, la conquête commerciale a été fructueuse. La société compte 79 nouveaux clients Grands Comptes au T3 ce qui porte à 205 le nombre de nouveaux clients Grands Comptes depuis le début de l'année. Ce chiffre est un peu inférieur à celui des 9 premiers mois de l'année 2020 (235) mais la crise sanitaire, spécifiquement le premier confinement, avait constitué un booster pour l'e-commerce. Maintenant que la base comparaison se normalise, le nombre de recrutement repart à la hausse (+14% au T3). C'est le gage du maintien d'une dynamique de croissance forte pour la suite, en plus de la croissance structurelle héritée de celle des clients.

### **Une croissance structurelle proche de 20%**

La direction n'a pas communiqué de prévision pour la suite de l'exercice mais la perspective d'afficher une croissance proche de 20% semble acquise. La base de comparaison sera difficile au T4 puisque le chiffre d'affaires et les volumes du groupe y avaient respectivement progressé de 36% et 46% sur la même période de 2020. Mais nous n'attendons pas pour autant d'effondrement de la croissance vu la bonne dynamique commerciale des mois précédents. Dans ces conditions, le groupe devrait logiquement continuer d'améliorer ses résultats et la probabilité d'afficher un résultat opérationnel courant à l'équilibre est forte.

Par prudence, nous avons légèrement ajusté notre prévision de chiffre d'affaires à 54,5M€ (vs 56M€), soit une croissance de 19% par rapport à 2020 (vs 23% auparavant), afin de tenir compte de l'évolution des volumes un peu moins élevée que prévu au T3. Nous avons par conséquent légèrement diminué notre prévision de résultat opérationnel courant pour la ramener à 0,9M€ (contre 1,4M€ précédemment) dans la mesure où le modèle comprend de nombreuses charges fixes. A noter que le changement de commissaires aux comptes pourrait conduire à une modifications du traitement comptable de certains éléments.

Mais l'atterrissage des résultats 2021 n'est pas vraiment l'enjeu du dossier. L'important est que la croissance reste forte dans les années à venir soutenue à la fois par la croissance de l'e-commerce, qui reste le moteur de la croissance, et le désengagement des acteurs traditionnels du monde bancaire dont l'offre n'est plus aux standards. Nous ne doutons pas que le groupe devrait être en mesure de maintenir une croissance à deux chiffres de ses revenus, entre 10 et 20%, dans les

années à venir. Notre scénario prospectif intègre pour mémoire un TCAM du chiffre d'affaires de 13% sur la période 2020-2030 avec un niveau de croissance compris entre 15 et 20% sur la première moitié de la période et plutôt autour de 10% sur la seconde moitié. Le maintien de la bonne dynamique de croissance aura mécaniquement un effet incrémental important sur les résultats qui vont continuer de s'apprécier par le levier de la croissance des revenus sur les coûts fixes. HiPay profite de la croissance de ses clients historiques pour laquelle la société n'engage pas de frais supplémentaires hormis quelques dépenses informatiques pour gérer l'augmentation des volumes. Entre 2017 et 2020, près de la moitié du chiffre d'affaires (21M€) a été transformée en résultat (10M€). Nous pensons donc que la marge d'EBITDA devrait continuer de progresser pour atteindre la norme sectorielle autour de 25% à terme (vs environ 8% aujourd'hui).

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

La valorisation actuelle à moins de 2x le chiffre d'affaires reste une aberration malgré la forte hausse récente du titre. Elle est très inférieure à celle des comparables (Worldline qui est l'une des moins chère du secteur se traite à plus de 3x ses revenus) et ne reflète pas le profil de croissance offert. Nous confirmons notre opinion Buy sur le dossier et notre objectif de cours de 34€.

### **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 règlementé vers Euronext Growth, où les règles en matière de transparence et de communication sont moindres. D'un point de vue métier, le groupe exerce une activité de service par nature assez peu polluante. Son empreinte carbone est surtout liée aux serveurs qui hébergent sa plateforme. Il faut ajouter à cela quelques déplacements de commerciaux et le fonctionnement classiques de bureaux.

Multiplés de valorisation	Dec15h	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21e	Dec22e
<b>VE/CA (hors dettes locatives)</b>	<b>1.24x</b>	<b>1.46x</b>	<b>2.56x</b>	<b>1.55x</b>	<b>0.97x</b>	<b>1.69x</b>	<b>1.79x</b>	<b>1.43x</b>
VE/CA plus haut	2.87x	1.82x	3.09x	2.89x	1.65x	1.88x	1.88x	nd
VE/CA plus bas	0.88x	0.96x	1.89x	1.55x	0.87x	0.53x	1.39x	nd
<b>VE/ROC (hors dettes locatives)</b>	<b>28.1x</b>	<b>26.5x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>99.7x</b>	<b>21.7x</b>
VE/ROC plus haut	64.7x	33.1x	ns	ns	ns	ns	104.2x	nd
VE/ROC plus bas	19.8x	17.5x	ns	ns	ns	ns	77.2x	nd
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>10 748.8x</b>	<b>28.5x</b>
PER plus haut	ns	ns	ns	ns	ns	ns	11 321.2x	nd
PER plus bas	ns	ns	ns	ns	ns	ns	7 924.8x	nd
<b>P/CF</b>	<b>37.9x</b>	<b>18.4x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>51.6x</b>	<b>43.8x</b>	<b>14.9x</b>
P/CF plus haut	74.4x	22.2x	ns	ns	ns	58.6x	46.1x	nd
P/CF plus bas	29.7x	13.1x	ns	ns	ns	9.3x	32.3x	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	16.90	16.90
BNpA	-0.61	-0.48	-0.93	-1.70	-1.16	-0.38	0.00	0.59
BNpA (corrigé et dilué)	0.15	0.99	-0.80	-1.58	-0.98	-0.25	0.05	0.65
<b>Capitalisation boursière (P)</b>	<b>43.7</b>	<b>53.5</b>	<b>69.6</b>	<b>39.5</b>	<b>23.3</b>	<b>64.7</b>	<b>83.8</b>	<b>83.8</b>
<b>Valeur d'entreprise (VE)</b>	<b>32.1</b>	<b>44.8</b>	<b>62.8</b>	<b>44.6</b>	<b>41.2</b>	<b>84.8</b>	<b>105.3</b>	<b>103.4</b>
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Performances économiques	Dec15h	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21e	Dec22e
<b>CA</b>	<b>25.8</b>	<b>30.7</b>	<b>24.5</b>	<b>28.8</b>	<b>34.9</b>	<b>45.7</b>	<b>54.5</b>	<b>67.0</b>
Variation	-71.4%	18.9%	-20.1%	17.4%	21.0%	31.1%	19.2%	22.9%
Variation organique		18.9%	27.7%	17.4%	21.0%	31.1%	22.5%	19.6%
<b>EBE</b>	<b>3.9</b>	<b>4.6</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>0.1</b>	<b>3.4</b>	<b>4.3</b>	<b>8.8</b>
Marge d'EBE	14.9%	15.1%	-9.1%	-11.5%	0.4%	7.4%	7.8%	13.1%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>-3.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>-4.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>-4.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>4.0</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>-4.2</b>	<b>-5.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.0</b>	<b>4.4</b>
Marge opérationnelle courante	4.4%	5.5%	-16.9%	-19.2%	-11.2%	-0.3%	1.8%	6.6%
Coût de l'endettement net	-0.2	-0.3	0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-0.7	-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	ns	8.6%						
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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.4</b>	<b>-4.6</b>	<b>-8.4</b>	<b>-5.8</b>	<b>-1.9</b>	<b>0.0</b>	<b>2.9</b>
Marge nette part du groupe	-11.8%	-7.7%	-18.7%	-29.2%	-16.5%	-4.1%	0.0%	4.4%
<b>Capitaux propres</b>	<b>57.7</b>	<b>54.9</b>	<b>50.9</b>	<b>42.5</b>	<b>36.8</b>	<b>34.4</b>	<b>34.4</b>	<b>37.4</b>
Ecart d'acquisition	45.2	45.2	40.2	40.2	40.2	40.2		
Dettes financières	0.0	0.0	1.2	7.8	19.5	23.1	21.6	19.6
Trésorerie	11.9	8.8	8.0	2.7	1.6	3.1	0.1	0.1
BFR (% CA)	-30.2%	-25.2%	-19.0%	0.9%	-3.6%	-3.8%	-4.0%	-4.5%
<b>Dettes nettes</b>	<b>-11.9</b>	<b>-8.8</b>	<b>-6.8</b>	<b>5.1</b>	<b>17.9</b>	<b>20.0</b>	<b>21.5</b>	<b>19.5</b>
Gearing net	-20.6%	-16.0%	-13.4%	12.0%	48.7%	58.2%	62.4%	52.2%
Dettes nettes / EBE	ns	ns	ns	ns	144.3x	5.9x	5.1x	2.2x
Intensité capitalistique (CE / CA)	1.66x	1.50x	1.84x	1.59x	1.47x	1.19x	1.01x	0.84x
ROCE courant	1.8%	2.4%	-9.2%	-12.1%	-7.7%	-0.2%	1.2%	5.2%
<b>Capacité d'autofinancement (CF)</b>	<b>1.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-4.3</b>	<b>-3.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>	<b>5.6</b>
Variation du BFR	-5.4	-1.8	2.0	-3.3	2.5	-2.7	0.4	0.8
Investissements nets d'exploitation	-2.5	-3.8	-3.4	-3.5	-3.7	-3.4	-3.8	-4.5
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>-6.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-11.1</b>	<b>-4.5</b>	<b>-4.8</b>	<b>-1.5</b>	<b>2.0</b>
FCF / CA	-26.1%	-8.7%	-18.1%	-38.5%	-12.9%	-10.6%	-2.7%	2.9%
FCF yield [Equity]	ns	2.3%						
Investissements financiers	3.5	-0.4	1.9	-0.5	-0.9	0.0	0.0	0.0
Variation des dettes	0.0	0.0	1.2	6.1	4.4	6.4	-1.5	-2.0
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