

**10.48 EUR +1.75%**

Euronext Growth

Capitalisation **52 MEUR**Volume annuel **24 MEUR**

Prochaine publication

**Résultats S1 (15/09)**

Pond. CAC M&S	0.0%
Pond. CAC Mid60	0.0%
Pond. CAC Small	0.0%
Pond. Eur. Growth	0.2%

MEUR	Dec21h	Dec22e	Dec23e
CA	53.9	59.5	70.5
Var. CA	+18.0%	+10.3%	+18.5%
ROC	-0.7	-0.4	0.4
Var. ROC	ns	ns	ns
MOC	-1.3%	-0.7%	0.5%
VE/CA	1.93x	1.13x	0.97x
VE/ROC	ns	ns	194.8x
PER c.	ns	ns	ns



Cours (€)	Var.	+ Haut	+ Bas
1er janv.	-43.1%	23.50	8.80
1 semaine	+7.6%	10.60	8.80
1 mois	+7.4%	10.60	8.80
3 mois	-22.0%	13.86	8.80
6 mois	-45.5%	19.92	8.80
1 an	-20.4%	23.50	8.80
3 ans	+72.9%	23.50	2.20
5 ans	-34.9%	23.50	2.20

# HiPay Group (ALHYP:FP)

Services aux entreprises / Services divers

*La revalorisation passe par un retour à une croissance à 2 chiffres***Buy**

Objectif de cours

**20.50 EUR**Potentiel **+96%**

Révision de nos prévisions

**CA 2022e : -2.5%****ROC 2022e : ns****CA 2023e : -3.4%****ROC 2023e : -89.3%****\*\*\* IDMidCaps perçoit une rémunération de l'émetteur au titre de l'établissement de l'initiation de couverture et d'un suivi des publications \*\*\***

- Des volumes de transaction qui ont crû à 2 chiffres au S1 mais une progression du CA limitée à 3%
- L'arrêt de certains moyens de paiement dans le gaming a pesé sur le taux de commission global
- Le S2 devra être plus dynamique si le groupe veut respecter son objectif de croissance du CA à 2 chiffres
- Une valorisation qui reste très nettement inférieure au reste du secteur

## Des volumes qui résistent bien au T2 mais un taux de commission en retrait

Au T2 2022, le groupe Hipay a réalisé un chiffre d'affaires de 13,9M€, soit une hausse de 4% par rapport à l'an passé ce qui est en ligne avec nos attentes. Néanmoins les volumes ont progressé un peu plus vite que nous le pensions à près de 1800M€ (+12%). En revanche, le taux de commission a été plus faible et ressort à 0,78%, soit une baisse de 8% par rapport à l'an passé. A l'instar du T1, l'évolution du taux de commission est pénalisée par la fin de l'exploitation de certains moyens de paiement dédiés au marché belge dont les volumes de paiement ont été transférés vers d'autres moyens de paiement moins rémunérateurs.

Sur l'ensemble du semestre, l'évolution et les explications sont relativement similaires. Ainsi, les revenus sont en croissance de 3% à 27,5M€ alors que les volumes ont crû de 12% à 3594M€, soit un taux de commission moyen de 0,77% contre 0,84% l'an passé.

La dynamique commerciale a été bonne puisque le groupe a recruté 151 nouveaux Grands Comptes (entre 1 et 100M€ de transaction annuel) au S1, soit presque 20% de plus que l'an passé sur la même période. Evidemment, il est difficile de tirer des conclusions en l'absence du volume précis de transactions réalisés par ces nouveaux clients. Autre élément significatif, le développement de l'offre omnicanale (gestion des paiements sur Internet et en boutique) qui a représenté près de 15% des nouvelles signatures. Le développement de cette offre permettra d'accroître grandement les volumes gérés qui sont généralement bien plus conséquents en boutique puisque le eCommerce ne représente encore que 13% des achats réalisés dans le commerce de détail, et ce taux monte plutôt entre 20 et 30% sur les segments ciblés par le groupe. Attention toutefois à garder

en tête que le taux de commission est plus faible dans les réseaux physiques ce qui va dégrader facialement le taux de commission global en échange de volumes plus importants.

## Toujours confiant dans l'accélération de la croissance au S2

En termes de perspective, la direction a indiqué que la bonne dynamique commerciale observée au cours du premier semestre permet de planifier de nombreuxancements de clients sur la seconde partie de l'année. Elle n'a pas explicitement rappelé son objectif de croissance à 2 chiffres de son chiffre d'affaires annuel mais il reste d'actualité. Précisions également que la base de comparaison sera plus favorable puisque les volumes avaient progressé de 12% au S2 contre 27% au S1.

Nous avons ajusté à la baisse nos prévisions pour tenir compte à la fois de l'évolution défavorable du taux de commission et d'un renforcement des coûts commerciaux afin maintenir la conquête clients. Rappelons que dans un premier temps, le principal objectif de la direction est de conquérir des parts de marché. La stratégie est de conserver des résultats à l'équilibre tant que la demande est vigoureuse et non de chercher à tout prix à dégager de la profitabilité au risque de freiner la croissance. Nous avons ainsi abaissé notre prévision 2022 de CA de 2M€ (-2,5%) à 59,5M€, soit une progression de 10% par rapport à 2021 ce qui implique tout de même une accélération de la croissance à +17% au S2. Mais comme nous l'avons déjà expliqué, l'effet de base sera plus favorable sur la seconde moitié de l'exercice et nous espérons que l'effet Belgique soit moins fort avec la croissance des autres zones et des nouveaux clients. Dans ces conditions, il nous paraît compliqué pour le groupe d'afficher un ROC à l'équilibre même si la perte devrait être moindre que 2021. A noter d'ailleurs, que dans cette optique et vu l'évolution du mix au S1, il est probable que les résultats du S1 soient en retrait sur la 1ère moitié d'année et qu'un rattrapage s'opère au S2.

Nous avons fait de même pour les exercices suivants en abaissant légèrement notre anticipation de croissance (TCAM 10 ans à +11% vs +12% précédemment) et parallèlement relevé nos estimations de dépenses commerciales et marketing pour les années à venir ce qui réduit mécaniquement le levier. Notre séquence de FCF est abaissé d'environ 30%.

Ces changements ont mécaniquement un effet important sur notre objectif de cours obtenu par DCF qui ressort désormais 20,5€ contre 27€ précédent. C'est donc une baisse très significative mais comme entre temps, le cours a dévié fortement, le potentiel demeure toujours très important. Evidemment, il paraît très peu probable que cet objectif soit atteint à court terme sans évolution majeur du newsflow et de l'état d'esprit des investisseurs.

On constate qu'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 1x la VE/CA 2022e alors que la moyenne des comparables ressort à 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. Avec notre objectif de cours de 20,50€, la valorisation du titre serait de 2x la VE/CA ce qui nous paraît plus juste comme décote.

## Notre avis

- Un niveau d'activité en faible croissance comme attendu au S1

- Une dégradation du mix produit avec un impact plus durable qu'anticipé
- Une conquête commerciale qui reste bonne ce qui est primordial
- Une valorisation particulièrement faible tant que le groupe est en croissance
- La revalorisation se fera si la croissance redevient à 2 chiffres
- Une opinion Buy confirmée avec un objectif de cours abaissé de -27% à 20,50€

Multiples de valorisation	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21h	Dec22e	Dec23e
<b>VE/CA (hors dettes locatives)</b>	<b>1.46x</b>	<b>2.56x</b>	<b>1.55x</b>	<b>0.97x</b>	<b>1.69x</b>	<b>1.93x</b>	<b>1.13x</b>	<b>0.97x</b>
VE/CA plus haut	1.82x	3.09x	2.89x	1.65x	1.88x	2.02x	2.22x	nd
VE/CA plus bas	0.96x	1.89x	1.55x	0.87x	0.53x	1.38x	1.03x	nd
<b>VE/ROC (hors dettes locatives)</b>	<b>26.5x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>194.8x</b>
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
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
PER plus haut	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
PER plus bas	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
<b>P/CF</b>	<b>18.4x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>51.6x</b>	<b>73.2x</b>	<b>56.5x</b>	<b>26.2x</b>
P/CF plus haut	22.2x	ns	ns	ns	58.6x	77.1x	126.5x	nd
P/CF plus bas	13.1x	ns	ns	ns	9.3x	49.5x	49.8x	nd
Données boursières	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21h	Dec22e	Dec23e
# actions fin d'année (millions)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
# actions fin d'année diluées (millions)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2	5.2
Dernier cours	10.80	14.05	7.98	4.70	13.05	18.42	10.48	10.48
BNpA	-0.48	-0.93	-1.70	-1.16	-0.38	-0.88	-0.26	-0.10
BNpA (corrigé et dilué)	0.99	-0.80	-1.58	-0.98	-0.25	-0.24	-0.23	-0.08
<b>Capitalisation boursière (P)</b>	<b>53.5</b>	<b>69.6</b>	<b>39.5</b>	<b>23.3</b>	<b>64.7</b>	<b>91.4</b>	<b>52.0</b>	<b>52.0</b>
<b>Valeur d'entreprise (VE)</b>	<b>44.8</b>	<b>62.8</b>	<b>44.6</b>	<b>41.2</b>	<b>84.8</b>	<b>110.7</b>	<b>74.2</b>	<b>75.4</b>
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Performances économiques	Dec16h	Dec17h	Dec18h	Dec19h	Dec20h	Dec21h	Dec22e	Dec23e
<b>CA</b>	<b>30.7</b>	<b>24.5</b>	<b>28.8</b>	<b>34.9</b>	<b>45.7</b>	<b>53.9</b>	<b>59.5</b>	<b>70.5</b>
Variation	18.9%	-20.1%	17.4%	21.0%	31.1%	18.0%	10.3%	18.5%
Variation organique	18.9%	27.7%	17.4%	21.0%	31.1%	18.0%	10.3%	18.5%
<b>EBE</b>	<b>4.6</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>0.1</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>4.6</b>
Marge d'EBE	15.1%	-9.1%	-11.5%	0.4%	7.4%	5.2%	5.5%	6.5%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>-0.4</b>	<b>-4.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>-4.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>-3.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.1</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1.7</b>	<b>-4.2</b>	<b>-5.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.4</b>
Marge opérationnelle courante	5.5%	-16.9%	-19.2%	-11.2%	-0.3%	-1.3%	-0.7%	0.5%
Coût de l'endettement net	-0.3	0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8
Autres produits et charges financières	0.0	0.0	-2.0	-0.6	-0.5	0.2	0.0	0.0
Taux d'IS	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-2.4</b>	<b>-4.6</b>	<b>-8.4</b>	<b>-5.8</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.4</b>	<b>-1.3</b>	<b>-0.5</b>
Marge nette part du groupe	-7.7%	-18.7%	-29.2%	-16.5%	-4.1%	-8.1%	-2.2%	-0.7%
<b>Capitaux propres</b>	<b>54.9</b>	<b>50.9</b>	<b>42.5</b>	<b>36.8</b>	<b>34.4</b>	<b>29.9</b>	<b>28.6</b>	<b>28.1</b>
Ecart d'acquisition	45.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2		
Dettes financières	0.0	1.2	7.8	19.5	23.1	21.4	23.2	24.3
Trésorerie	8.8	8.0	2.7	1.6	3.1	2.1	1.0	0.8
BFR (% CA)	-25.2%	-19.0%	0.9%	-3.6%	-3.8%	-8.9%	-10.0%	-11.0%
<b>Dettes nettes</b>	<b>-8.8</b>	<b>-6.8</b>	<b>5.1</b>	<b>17.9</b>	<b>20.0</b>	<b>19.3</b>	<b>22.2</b>	<b>23.5</b>
Gearing net	-16.0%	-13.4%	12.0%	48.7%	58.2%	64.5%	77.7%	83.3%
Dettes nettes / EBE	ns	ns	ns	144.3x	5.9x	6.9x	6.8x	5.1x
Intensité capitalistique (CE / CA)	1.50x	1.84x	1.59x	1.47x	1.19x	0.96x	0.84x	0.73x
ROCE courant	2.4%	-9.2%	-12.1%	-7.7%	-0.2%	-1.3%	-0.8%	0.5%
<b>Capacité d'autofinancement (CF)</b>	<b>2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-4.3</b>	<b>-3.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>2.0</b>
Variation du BFR	-1.8	2.0	-3.3	2.5	-2.7	3.8	1.1	1.8
Investissements nets d'exploitation	-3.8	-3.4	-3.5	-3.7	-3.4	-4.9	-5.0	-5.0
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>-2.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-11.1</b>	<b>-4.5</b>	<b>-4.8</b>	<b>0.1</b>	<b>-3.0</b>	<b>-1.2</b>
FCF / CA	-8.7%	-18.1%	-38.5%	-12.9%	-10.6%	0.2%	-5.0%	-1.7%
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	1.8	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