

5.00 EUR 0.00%
Euronext Growth



HiPay Group (ALHYP:FP)

Services aux entreprises / Services divers

Retour à une croissance à 2 chiffres plus rapide que prévu

Add

Objectif de cours

7.00 EUR

Potentiel **+40%**

Révision de nos prévisions

CA 2022e : +2.3%

ROC 2022e : ns

CA 2023e : +1.6%

ROC 2023e : ns

Capitalisation **25 MEUR**
Volume annuel **20 MEUR**

Prochaine publication
Chiffre d'affaires T4 (23/02)

Pond. CAC M&S 0.0%
Pond. CAC Mid60 0.0%
Pond. CAC Small 0.0%
Pond. Eur. Growth 0.1%

MEUR	Dec21h	Dec22e	Dec23e
CA	53.9	58.5	64.0
Var. CA	+18.0%	+8.5%	+9.4%
ROC	-0.7	-3.8	1.0
Var. ROC	ns	ns	ns
MOC	-1.3%	-6.5%	1.5%
VE/CA	1.93x	0.77x	0.72x
VE/ROC	ns	ns	47.8x
PER c.	ns	ns	109.7x

*** 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 meilleur qu'anticipé
- Un meilleur alignement entre la croissance des volumes de transaction et du chiffre d'affaires
- L'objectif de croissance à 2 chiffres pourrait finalement être accessible si la fin d'année se déroule bien
- Une valorisation très abordable si le groupe parvient à maintenir son rythme de croissance
- Un changement de gouvernance surprenant

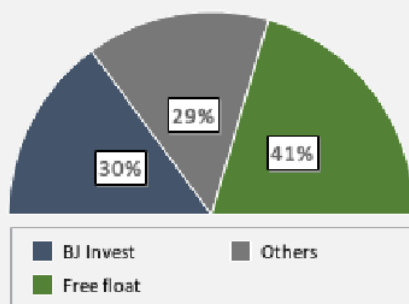
Un bon T3 qui voit la croissance des volumes et de l'activité se réaligner

Au T3 2022, le groupe Hipay a réalisé un chiffre d'affaires de 14,3M€, soit une hausse de 16% par rapport à l'an passé ce qui est le double de notre prévision (estimation IDM : 13,1M€, +7%). Nous avons été agréablement surpris du réalignment qui s'est opéré entre la progression du chiffre d'affaires et de la croissance des volumes qui ont augmenté de 18% à 1748M€, ce qui n'est pas très éloigné de notre estimation (1715M€, +16%). Au S1 on observait écart d'environ 10 points entre l'évolution des deux indicateurs.

L'effet de base du iGaming a été moins important que nous le pensions car l'arrêt de certains moyens de paiement avait débuté au T3 2021 et avait donc déjà commencé à produire leurs effets négatifs. Le groupe a également profité d'un effet base moins défavorable au niveau de son offre omnicanal puisque les premiers contrats ont réellement débuté au T3 2021. Par ailleurs, il semble que le redressement du Portugal a joué (env. 50% des volumes internationaux) dans la mesure où le taux de commission dans ce pays est au-dessus de la moyenne du groupe. Le détail chiffré n'est toutefois pas disponible pour le T3.

Ce bon trimestre permet donc au groupe d'afficher une croissance de son chiffre d'affaires de 7% sur 9 mois à près de 42M€ pour des volumes en croissance de 14% à 5342M€.

Même si nous manquons de détail sur le trimestre pour estimer l'impact de chaque élément, nous apprécions l'effort fait par la direction pour nous éclairer sur leur impact sur 9 mois. L'effet mix moyens de paiement iGaming a coûté à HiPay -2,7M€ de chiffre d'affaires soit -7 points de croissance depuis le début de



Cours (€)	Var.	+ Haut	+ Bas
1er janv.	-72.9%	23.50	4.18
1 semaine	+2.0%	5.23	4.86
1 mois	+14.5%	5.89	4.18
3 mois	-50.8%	11.36	4.18
6 mois	-60.6%	13.00	4.18
1 an	-71.1%	23.50	4.18
3 ans	+12.4%	23.50	2.20
5 ans	-63.1%	23.50	2.20

l'année. Le taux de chiffre d'affaires sur volumes de paiement atteint 0,78% (vs 0,84% en 2021). L'érosion de -6 pb s'explique pour -5pb par l'effet mix des moyens de paiement iGaming et pour -3pb par le développement des volumes de paiement en points de vente. En conséquence, en dehors de ces deux effets mix, la monétisation des volumes de paiement est en progression de +2bp, ce qui reflète la politique commerciale engagée depuis plusieurs semestres.

Une croissance CA qui ne devrait finalement pas être loin des 2 chiffres

La direction n'est pas revenue sur ses objectifs annuels qui restent évidemment d'actualité à savoir un chiffre d'affaires en croissance et une réduction séquentielle de la perte opérationnelle courante qui était ressortie à près de 3M€ au S1.

Nous avons logiquement relevé nos prévisions annuelles pour tenir compte de ce bon trimestre. Notre prévision de CA passe de 57M€ à 58,5M€, soit une croissance annuelle qui ressortirait de 8%. Nous avons aussi réduit à -3,8M€ la perte opérationnelle que nous attendons (vs -4,6M€ précédemment et -0,7M€ en 2021). Nous modifions très à la marge nos prévisions 2023 et au-delà. Notre objectif de cours obtenu par DCF est stable à 7€. Nos paramètres moyen terme sont inchangés (TCAM 10 ans de 10%, MEX normative de 15% et taux d'actualisation de 13%).

Si l'on utilise la méthode des comparables, l'écart de valorisation demeure très conséquent puisque Hipay se valorise à 0,8x la VE/CA 2022e alors que la moyenne des comparables (Nexi, Adyen, Affirm, Nuvei, Global Payment, etc) ressort à 4,5x. Evidemment, les différences de taille de ces groupes, généralement largement au-delà du milliard de capitalisation, et de maturité, puisqu'ils affichent tous un niveau de profitabilité élevé, justifient un écart de valorisation mais pas autant à nos yeux.

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

Un changement de dirigeant inattendu

L'autre nouvelle qui est tombée depuis la publication du chiffre d'affaires T3 et qui nous a clairement surpris est le limogeage « avec effet immédiat » du Directeur Général qui était à la tête du groupe depuis la scission avec Hi-Media (devenu depuis Adux). Les explications qui ont accompagné cette annonce ont été plutôt laconiques avec comme seule justification que le développement exige aujourd'hui une collaboration plus étroite et confiante entre le management et le Conseil d'Administration. La Direction Générale sera désormais assurée par le Président du Conseil et actionnaire de référence de la société Benjamin Jayet. Nous ne savons pas à ce stade s'il y aura des coûts spécifiques liés à ce départ. D'un côté cette décision permettra un meilleur alignement des intérêts entre la direction opérationnelle et les actionnaires mais elle va entraîner une plus grande concentration des pouvoirs aux mains d'un actionnaire qui n'a pas la majorité.

Notre avis

- Un réalignement de croissance des volumes et du CA qui nous a surpris positivement
- Une conquête commerciale qui reste bonne ce qui est primordial
- Révision en hausse de nos prévisions 2022
- Un changement de direction qui nous a surpris
- Une valorisation particulièrement faible si le groupe maintient ce niveau de croissance
- Opinion Add confirmée avec un objectif inchangé de 7€.