

**Expertise indépendante d'Associés en Finance portant sur la
valorisation de la branche HiPay Mobile**

Le 17 mars 2017



SOMMAIRE

| | | |
|-------------|---|-----------|
| I. | Contexte et mission d'Associés en Finance | 3 |
| II. | HiPay Group : présentation, analyse et stratégie | 4 |
| | II.A. Historique | 4 |
| | II.B. Actionnariat et organigramme | 4 |
| | II.B.1. Actionnariat..... | 4 |
| | II.B.2. Organigramme..... | 5 |
| | II.C. Les activités de HiPay Mobile | 5 |
| | II.C.1. Présentation générale | 5 |
| | II.D. Analyse financière | 7 |
| | II.E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel et stratégique | 9 |
| | II.E.1. Environnement opérationnel | 9 |
| | II.E.2. Analyse stratégique et matrice SWOT | 13 |
| III. | Évaluation d'HiPay Mobile..... | 14 |
| | III.A. Les méthodes écartées | 14 |
| | III.A.1. Méthode de l'Actif net comptable | 14 |
| | III.A.2. Méthode de l'Actif net réévalué | 14 |
| | III.A.3. Valorisation par les dividendes..... | 14 |
| | III.B. Méthodes retenues | 14 |
| | <i>III.B.1. Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels : « DCF to Firm »</i> | <i>14</i> |
| | III.B.2. Paramètres utilisés pour la valorisation..... | 14 |
| | III.B.3. Mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels par la méthode « DCF to Firm » | 16 |
| | III.B.4. Transactions récentes sur le capital de la Société | 18 |
| | III.B.5. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif) | 19 |
| | III.B.6. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)..... | 20 |
| IV. | Conclusion d'Associés en Finance | 22 |
| V. | Annexes..... | 23 |
| | V.A. Annexe 1 : présentation de l'expert..... | 23 |
| | V.B. Annexe 2 : présentation des sociétés de l'échantillon..... | 24 |
| | V.C. Annexe 3 : détail des transactions intervenues dans le secteur..... | 26 |
| | V.D. Annexe 4 : présentation détaillée du modèle Trival®..... | 27 |
| | V.D.1. Trival® : modèle de coût des fonds propres..... | 27 |
| | V.D.2. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital | 29 |

I. Contexte et mission d'Associés en Finance

Contexte

En décembre 2014, le Conseil d'administration d'Hi-Media a approuvé le projet de séparation des deux activités historiques du groupe (publicité et paiement en ligne) conduisant à l'introduction en bourse en juin 2015 d'HiPay Group (ci-après désigné comme « **HiPay Group** » ou « **la Société** »), spécialisé dans les solutions de paiement numérique.

HiPay Group offre des solutions de paiements en ligne à travers deux segments d'activités :

- **HiPay Mobile** (ci-après désigné comme « HiPay Mobile ») implémente des solutions de paiement et micro-paiements au profit des éditeurs et met à disposition un back-office permettant à ses clients de gérer leurs pages de paiement ;
- **HiPay Fullservice** regroupe les activités relatives aux transactions bancaires, ainsi que le porte-monnaie électronique.

Depuis plusieurs années, le chiffre d'affaires d'HiPay Mobile est en recul du fait de la maturité du marché. Dans ce contexte, HiPay Group souhaite céder son activité de solutions de micro-paiements, afin de se concentrer sur le développement de sa branche monétique HiPay Fullservice.

Mission d'Associés en Finance

Dans le contexte de la cession de HiPay Mobile par HiPay Group, Associés en Finance a été désigné par la Société afin de disposer d'une évaluation indépendante de la branche HiPay Mobile (ci-après la « Mission »).

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette Mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, ainsi que Mathilde de Montigny, Manager et Arthur Imbert, Associate. Catherine Meyer, Associée, est en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont été fournies par HiPay Group, le management de HiPay Group ou étaient publiques. Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de HiPay Group et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont la Société pourrait faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans que Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

II. HiPay Group : présentation, analyse et stratégie

II.A. Historique

Le groupe HiMédia a été créé en 1996 par son fondateur et actuel dirigeant Cyril Zimmerman. Lors de sa création le groupe était spécialisé dans l'accompagnement et le conseil d'entreprises dans les domaines de la publicité numérique.

En 2003 le groupe fait l'acquisition de Mobiquid, société de services audiotel, pour une valeur de 2,3 M€ afin de lancer son activité de micro-paiement. Par la suite, pour consolider cette activité, HiMédia fait l'acquisition en 2006 de la société AlloPass pour une valeur de 18,5 M€. La société est spécialisée dans les activités de paiement en ligne et est renommée en 2012 HiPay Mobile.

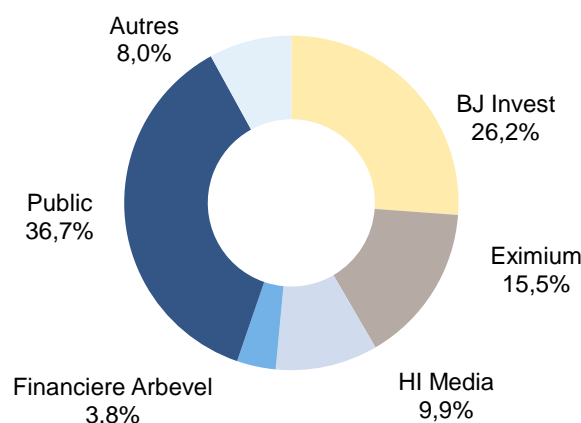
Fin 2014, HiMédia décide de recentrer ses activités autour de la publicité numérique et pour ce faire, introduit en bourse ses activités de paiement. Le 29 juin 2015, HiPay Group est introduit en bourse et devient une entité indépendante. L'organisation de la société s'articule autour de deux activités principales :

- **HiPay Mobile** représente l'activité liée à l'ensemble des techniques de micro-paiement destiné aux éditeurs, commerçants ainsi qu'à toute personne souhaitant monétiser des contenus digitaux. Cette branche d'activité met en place des solutions de paiement au profit des éditeurs et met à disposition un dispositif de back-office permettant à ses clients de gérer leurs pages de paiement
- **HiPay Fullservice** regroupe les activités relatives aux transactions bancaires, ainsi que le porte-monnaie électronique HiPay Wallet. HiPay Fullservice élabore les solutions de traitement de transactions bancaires en ligne (Third Party Processing). Sa plateforme est conçue pour accompagner les éditeurs de contenu numérique et e-commerçants dans le développement de leur activité à l'international en optimisant notamment les taux de conversion tout en assurant la sécurité des transferts de données.

II.B. Actionnariat et organigramme

II.B.1. Actionnariat

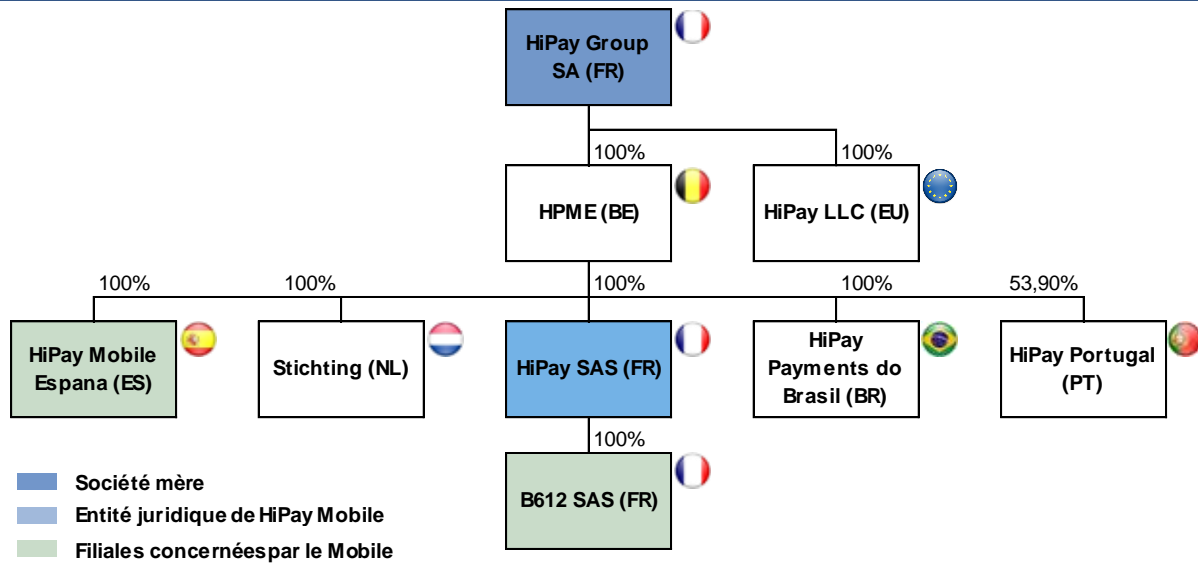
Graphique 1 : Actionnariat de HiPay Group (janvier 2017)



Source : Site internet de la société

II.B.2. Organigramme

Graphique 2 : Organigramme du groupe



Source : HiPay Group

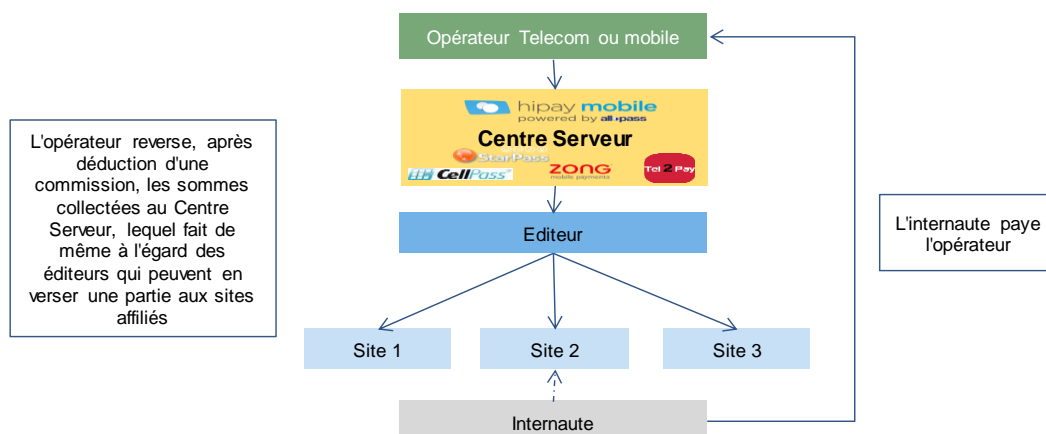
II.C. Les activités de HiPay Mobile

II.C.1. Présentation générale

HiPay Mobile est une filiale de HiPay Group spécialisée dans le micro-paiement mobile. Par le biais d'une plateforme de paiement, HiPay Mobile a un rôle d'intermédiaire entre les cyber-consommateurs et les éditeurs de sites web souhaitant monétiser leur contenu digital.

Le principe repose sur l'installation par l'éditeur de contenus d'un programme HiPay Mobile. Ce dernier proposera aux cyber-consommateurs, souhaitant régler avec leur mobile, plusieurs moyens de micro-paiement. Une fois la transaction effectuée, les fonds sont, selon la méthode de paiement choisie, récupérés par les opérateurs téléphoniques qui factureront une commission d'intermédiation avant de transmettre les fonds à HiPay Mobile qui, après avoir prélevé lui-même une commission, transfère les fonds chez l'éditeur de contenus.

Graphique 3 : Principe de fonctionnement de HiPay Mobile



Sources : Associés en Finance, site internet de la société

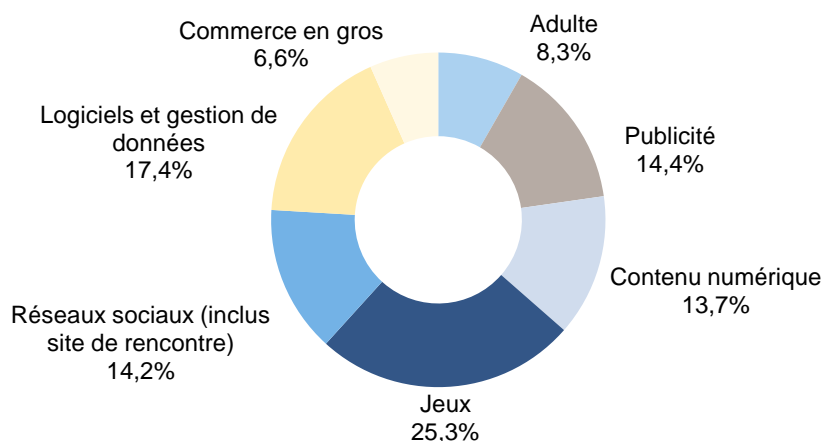
Les différentes offres proposées varient selon le moyen de paiement. Le cyber-consommateur peut effectuer un paiement par l'un des 4 dispositifs suivants :

- **Internet Mobile +** est une offre qui permet à l'utilisateur de régler ses achats directement sur sa facture mobile. Le schéma présenté ci-dessus reprend les étapes suivies par les flux monétaires ;
- **SMS+** permet à l'utilisateur d'envoyer un SMS à un numéro surtaxé afin de recevoir un code qui lui permet alors d'effectuer son achat. La facturation est faite par l'opérateur téléphonique ;
- **AudioTel** est la solution qui permet de récupérer un code par le biais d'un appel sur un numéro surtaxé ;
- **Paiement par cash** permet aux utilisateurs d'effectuer leur achat sur leur mobile et payer directement dans un magasin de proximité ou bien sur une borne spécialisée grâce à un code d'achat.

Les 25 premiers clients de la société représentent 19,3% du chiffre d'affaires 2016 de HiPay Mobile. Cette répartition relativement éclatée est la conséquence d'un portefeuille clients principalement constitué d'éditeurs de contenus et de services de petite taille. Ces sociétés doivent faire face à des problématiques de paiement et de facturation diverses afin de monétiser leurs contenus numériques.

Le secteur « Jeux », fortement concurrentiel, représente 25,0% du chiffre d'affaires des 25 premiers clients de HiPay Mobile.

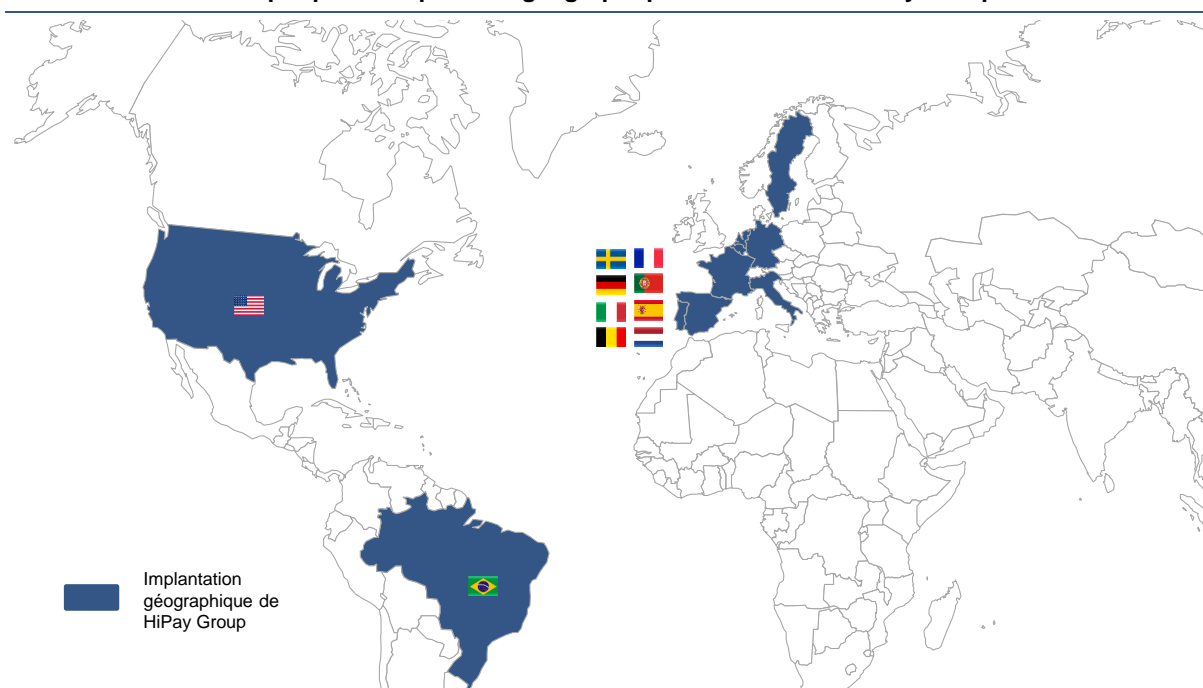
Graphique 4 : Répartition du chiffre d'affaires 2016 par secteur d'activité des 25 premiers clients (en %)



Source : Site internet de la société

La solution HiPay Mobile couvre près de 90 pays avec une forte présence en Europe et dans les pays en voie de développement en Amérique du Sud.

Graphique 5 : Répartition géographique des filiales de HiPay Group



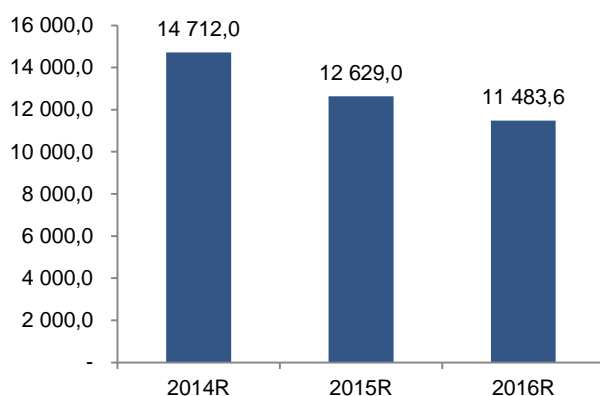
Source : Site internet

II.D. Analyse financière

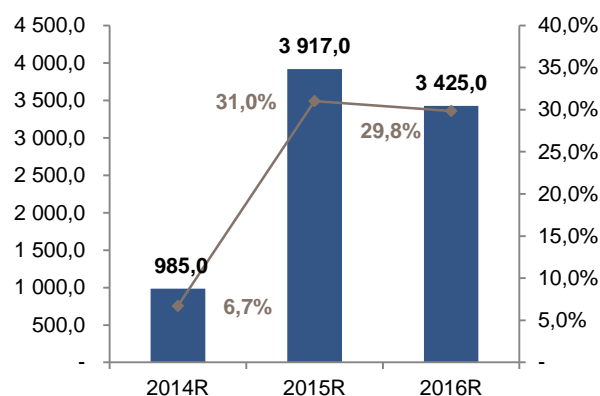
L'analyse financière détaillée ci-dessous concerne uniquement HiPay Mobile. L'analyse comparative des états financiers (compte de résultat, bilan) est effectuée à partir des comptes communiqués par le management de HiPay Group. Pour le compte de résultat, les données communiquées sont relatives aux exercices 2014, 2015 et 2016, tandis que le bilan n'a été fourni que pour l'année 2016.

Le chiffre d'affaires de HiPay Mobile est en décrochage sur la période 2014-2016, passant de 14,7 M€ en 2014 à 11,5 M€ en 2016.

Graphique 6 : Chiffre d'affaires HiPay Mobile (K€)



Graphique 7 : Marge d'EBIT HiPay Mobile (K€)



Sources : Rapport annuel, HiPay Group

Cette évolution s'explique par deux phénomènes principaux :

- Le marché du micro-paiement a connu son point haut en 2007, et subit la forte concurrence du marché des paiements par carte bancaire.
- Les restrictions et normes imposées par les opérateurs téléphoniques impactent les résultats et l'activité du micro-paiement par mobile.

Tableau 1 : Compte de résultat consolidé d'HiPay depuis 2014 (K€)

| En K€ - au 31/12 | 2014R | 2015R | 2016R |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Chiffre d'affaires | 14 712,0 | 12 629,0 | 11 483,6 |
| <i>Croissance (%)</i> | <i>n.d.</i> | <i>(14,2%)</i> | <i>(9,1%)</i> |
| Coûts directs | (3 373,0) | (2 361,0) | (2 037,6) |
| <i>(en %CA)</i> | <i>(22,9%)</i> | <i>(18,7%)</i> | <i>(17,7%)</i> |
| Marge brute | 11 339,0 | 10 268,0 | 9 446,0 |
| <i>Marge (%CA)</i> | <i>77,1%</i> | <i>81,3%</i> | <i>82,3%</i> |
| Charges de personnel | (3 516,0) | (3 074,0) | (3 066,5) |
| Frais généraux | (4 220,0) | (1 759,0) | (1 313,3) |
| Charges d'exploitation | (7 736,0) | (4 833,0) | (4 379,8) |
| EBITDA | 3 603,0 | 5 435,0 | 5 066,2 |
| <i>Marge d'EBITDA (%CA)</i> | <i>24,5%</i> | <i>43,0%</i> | <i>44,1%</i> |
| Dépréciations et amortissements | (2 618,0) | (1 518,0) | (1 641,2) |
| EBIT | 985,0 | 3 917,0 | 3 425,0 |
| <i>Marge d'EBIT (%CA)</i> | <i>6,7%</i> | <i>31,0%</i> | <i>29,8%</i> |

Sources : Rapport annuel, HiPay Group

Les coûts directs (liés aux frais télécom) représentent principalement des frais et des commissions payés et aux opérateurs. Ils ont significativement reculé entre 2014 et 2016, passant de 22,9% à 17,7% du chiffre d'affaires. Cette baisse significative est principalement liée à la décroissance d'activité engendrée par le contexte économique. En effet, environ un tiers des coûts directs représente des coûts variables corrélés à l'évolution du chiffre d'affaires.

Les frais de personnel ont sensiblement diminué sur la période, en recul de 12,6% en 2015, ils se stabilisent autour de 3,0 M€ en 2016 pour un effectif d'environ 50 personnes. De la même façon les frais généraux sont en net recul (de -58,3% en 2015 puis de -25,3% en 2016). En 2014, les charges d'exploitation représentant 7,7 M€ ont fortement été impactées par une charge de régularisation de la TVA d'environ 3,0 M€.

En conséquence, la marge d'EBITDA est passée de 24,5% en 2014 à 44,1% du chiffre d'affaires en 2016. Cette amélioration s'explique en grande partie par la compression des coûts, notamment sur les charges de personnel.

Les dotations nettes aux amortissements ont diminué depuis 2013 : elles représentent 14,3% du chiffre d'affaires en 2015 contre 17,8% en 2014. Ceci est la conséquence du ralentissement de l'activité et de la baisse d'investissements dans le renouvellement des équipements mis en place par HiPay Mobile.

La marge d'EBIT a progressé sur la période 2014-2016 du fait de la baisse importante des différentes charges, elle atteint 29,8% du chiffre d'affaires en 2016 contre 6,7% en 2014.

Tableau 2 : Bilan de la branche HiPay Mobile en 2016 (K€)

| En K€ - au 31/12 | 2016R |
|-------------------------------|----------------|
| Capitaux propres | 4 752,2 |
| Provisions | 598,3 |
| Dette nette | (3 355,5) |
| Capitaux investis | 1 995,0 |
| Immobilisations incorporelles | 7 897,5 |
| Immobilisations nettes | 35,0 |
| BFR | (5 937,5) |
| Actif économique | 1 995,0 |

Sources : HiPay Group, Associés en Finance

L'actif économique de HiPay Mobile est principalement constitué par :

- **Les immobilisations incorporelles** pour un montant de 7,9 M€ représentant les coûts de développement de R&D capitalisés et 5,0 M€ de goodwill. Cet écart d'acquisition est issu de la fusion entre Allopass et Mobile Trend en 2008 et du rachat du fonds de commerce, constituant l'essentiel des immobilisations incorporelles.
- **Les immobilisations corporelles** comprennent principalement le mobilier et le matériel informatique nécessaires à l'activité de la Société.

Tableau 3 : Besoin en fonds de roulement de Hipay Mobile en 2016 (K€)

| En K€ - au 31/12 | 2016R |
|---------------------------------------|------------------|
| + Créances clients | 11 833,4 |
| - Dettes fournisseurs | (17 374,8) |
| + Actifs et Passifs d'impôts différés | (235,7) |
| + Actifs reportés | 76,2 |
| - Passifs sociaux | (738,8) |
| - Autres actifs | 502,2 |
| Besoin en fonds de roulement | (5 937,5) |
| <i>en % du Chiffre d'affaires</i> | <i>(51,7%)</i> |

Sources : HiPay Group, Associés en Finance

Le besoin en fonds de roulement de HiPay Mobile représente -51,7% du chiffre d'affaires en 2016.

Cependant ce niveau tient compte de 6,8 M€ de créances clients cédées au *factor* (représentant -59,2% du chiffre d'affaires) non consolidées dans le bilan de HiPay Mobile.

Selon la société, le besoin en fonds de roulement hors *factor* se décompose en jours de chiffre d'affaires de la façon suivante :

- Le délai de paiement des opérateurs est d'environ 60 jours ;
- Le délai de règlement aux utilisateurs de HiPay Group est d'environ 30 jours ;
- Le BFR constaté à financer est par conséquent égal à 30 jours, soit 8,2% du chiffre d'affaires.

Le BFR normatif tient également compte des créances de *factor* (6,8 M€) et représente -51,7% du chiffre d'affaires 2016.

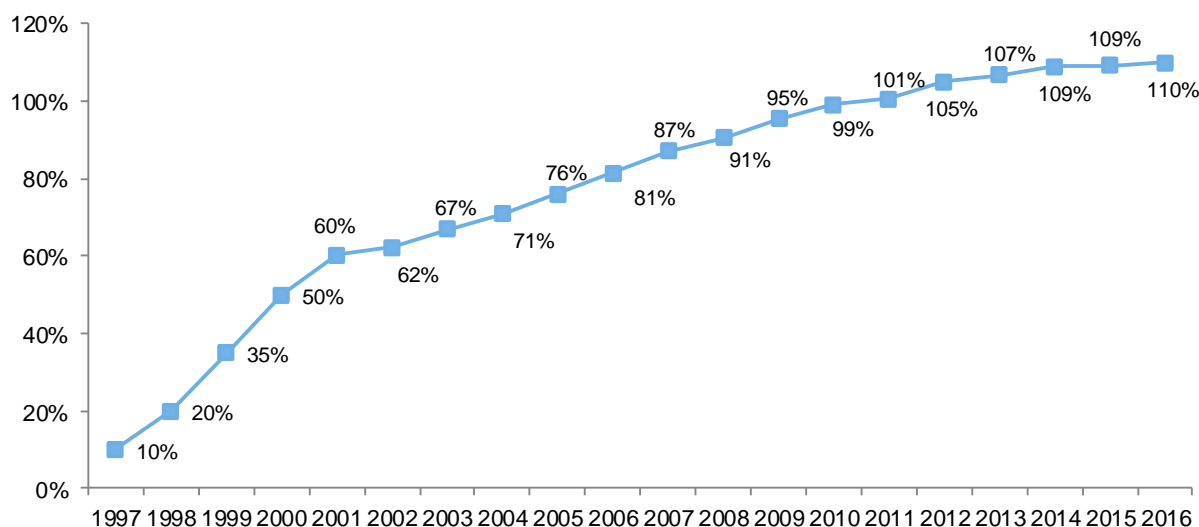
II.E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel et stratégique

II.E.1. Environnement opérationnel

Chiffre d'affaires et relations avec les clients

HiPay Mobile évolue dans un secteur mature comme l'illustre le Graphique 8 ci-dessous. Le taux de pénétration du mobile en France est stable depuis plusieurs années. De son côté, le téléphone fixe filaire traditionnel, désigné sous le nom de RTC (Réseau Téléphonique Commuté) est voué à disparaître. Selon l'Autorité des télécoms (Arcep), la France compte 12,9 millions de lignes RTC, soit un peu plus d'un tiers des lignes téléphoniques.

Graphique 8 : Taux de pénétration du mobile en France depuis 1997



Source : Arcep

En France, les Services à Valeur Ajoutée (ci-après « SVA ») représentent l'ensemble des services vocaux, de données et de renseignements. Les revenus provenant des SVA s'élèvent à 284 millions d'euros HT au troisième trimestre 2016. Pour le quatrième trimestre consécutif, ces revenus sont en net recul (-18,2% sur un an au troisième trimestre 2016) en raison notamment de l'impact de la réforme de la tarification des appels à destination des SVA entrée en vigueur début octobre 2015.

En effet, depuis sa mise en œuvre, le revenu des services vocaux mobiles s'est réduit d'environ 40,0% en évolution annuelle (en recul de 47 millions d'euros HT au troisième trimestre 2016). Le trafic de minutes correspondant aux appels vers ces services, après quatre années d'augmentation, est stable ce trimestre. Les services de données à valeur ajoutée des opérateurs mobiles représentent un revenu de 80 millions d'euros HT, en baisse de 7,6% sur un an. Le revenu des services vocaux au départ des clients des opérateurs fixes, 108 millions au troisième trimestre 2016, est en baisse de 8,4% sur un an. Le volume associé est quasiment stable (+0,8%) par rapport à celui du troisième trimestre 2015.

Tableau 4 : Évolution des revenus des services à valeur ajoutée par trimestre

| Revenus des services à valeur ajoutée en M€ HT | T3 2015 | T4 2015 | T1 2016 | T2 2016 | T3 2016 | Variation |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| | | | | | | 3T16/3T15 |
| Services vocaux | 237,0 | 189,0 | 191,0 | 185,0 | 179,0 | (24,5%) |
| dont au départ des clients des opérateurs fixes | 118,0 | 122,0 | 119,0 | 115,0 | 108,0 | (8,5%) |
| dont au départ des clients des opérateurs mobiles | 118,0 | 67,0 | 72,0 | 70,0 | 71,0 | (39,8%) |
| Services de données | 86,0 | 89,0 | 90,0 | 82,0 | 80,0 | (7,0%) |
| Services de renseignements | 24,0 | 25,0 | 23,0 | 24,0 | 25,0 | 4,2% |
| Revenus des services à valeur ajoutée | 347,0 | 303,0 | 304,0 | 291,0 | 284,0 | (18,2%) |

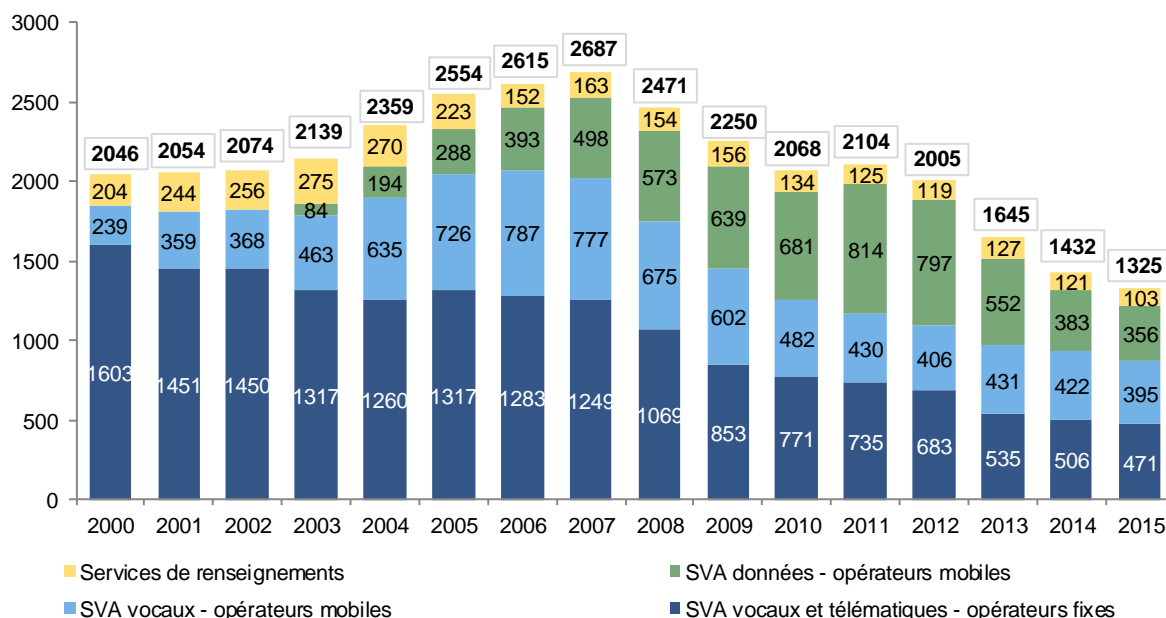
Source : Arcep

Les revenus des Services à Valeur Ajoutée correspondent à l'ensemble des sommes facturées par les opérateurs aux clients, y compris les sommes reversées par les opérateurs aux sociétés fournisseurs de services. Les services à valeur ajoutée de type « données » ne concernent que les clients des opérateurs mobiles. Ils incluent par exemple : services d'alerte, de « chat », services de type météo, jeux télévisés, astrologie, téléchargement de sonneries, etc.

Le revenu total provenant des Services à Valeur Ajoutée (services vocaux, de données et de renseignements compris) s'est élevé à 1,3 milliard d'euros en 2015, en recul de 7,5% en un an. Le recul du revenu est à peu près équivalent pour les accès fixes et mobiles (respectivement -6,9% et -6,7% en un an), pour les services vocaux ou de données (entre -6,4% et -7,0% en un an). La baisse

est partiellement due à l'impact de la réforme de la tarification des services vocaux (voir note ci-dessous) entrée en vigueur au 1er octobre 2015 et qui a conduit à une baisse d'environ 40,0% des revenus des SVA vocaux au départ des lignes mobiles au quatrième trimestre 2015. Sur l'ensemble de l'année 2015, le revenu des communications vers les services à valeur ajoutée depuis les téléphones mobiles a diminué de 6,4% pour un montant global de 395 millions d'euros.

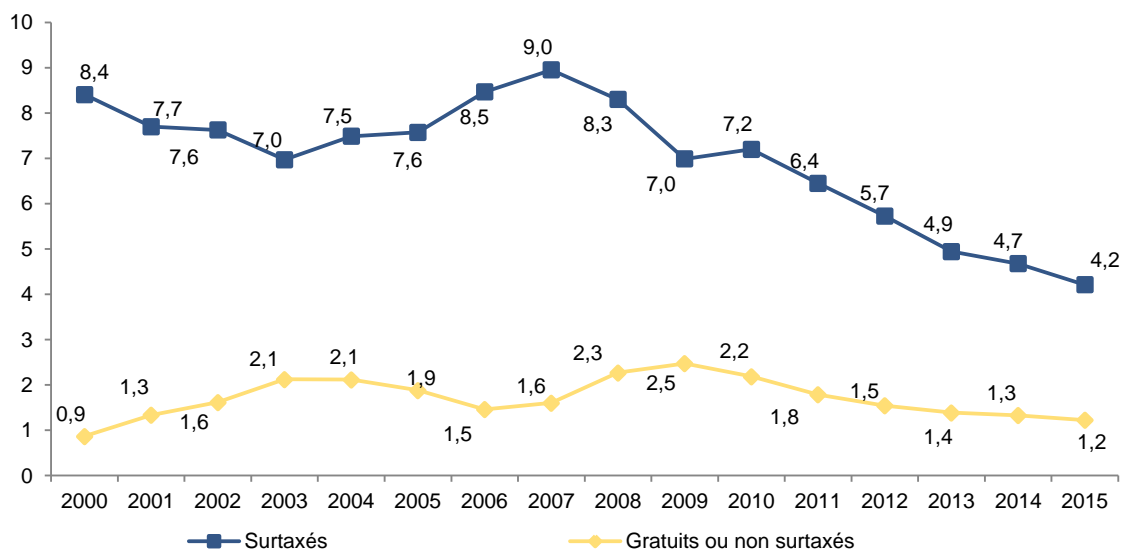
Graphique 9 : Évolution des revenus des SVA depuis 2000 en France (en M€ HT)



Source : Arcep

Les clients des opérateurs fixes et mobiles ont consommé 5,4 milliards de minutes en 2015 pour accéder aux services à valeur ajoutée vocaux, soit un recul de près de 10% en un an, retrouvant ainsi le rythme de baisse constaté entre 2011 et 2013, de l'ordre de -12% par an, après une accalmie en 2014 (-5,1%). Le recul est pratiquement identique selon le palier tarifaire : le volume des services gratuits diminue de 7,8% en un an, tandis que celui des services banalisés et surtaxés recule de 9,9%. Ce dernier représente plus des trois quarts des minutes vers les SVA avec 4,2 milliards de minutes en 2015.

Graphique 10 : Évolution de la consommation des SVA depuis 2000 en France (en Mds de minutes)



Source : Arcep

Positionnement concurrentiel

Graphique 11 : Principaux concurrents de HiPay Mobile



Tel2Pay est une société de micropaiement créée dans le but de permettre aux webmasters de monétiser leurs sites web



Cellpass est une filiale du groupe Cellfish Media prenant en charge une plateforme de paiement mobile



StarPass est une filiale du groupe BD Multimedia spécialisée dans le micropaiement



Zong est une entreprise, filiale de PayPal, qui commercialise la plate-forme de paiement mobile international homonyme

Source : Informations publiques

En raison de la forte concurrence présente sur ces segments d'activité, HiPay Mobile met en place de nouvelles solutions de micro-paiement. Par exemple, le don par SMS a été développé en début d'année 2017 afin de permettre aux ONG et associations de collecter des fonds par un nouveau relais totalement sécurisé. Cette pratique reste très encadrée par le gouvernement avec la « Loi pour une république numérique¹ » rédigée en Octobre 2016.

Barrières à l'entrée

L'activité dans ce secteur nécessite une taille critique afin de pouvoir acquérir et consolider une position stratégique. La plupart des acteurs sont des filiales de grands groupes cotés qui bénéficient d'un soutien financier de la maison mère. Cette condition représente la principale barrière à l'entrée au-delà des connaissances technologiques et réglementaires à acquérir dans cette activité.

Environnement légal et réglementaire

¹ [LOI n° 2016-1321 du 7 octobre 2016 pour une République numérique](#)

Le 1^{er} octobre 2015, la réforme tarifaire des numéros 08 est rentrée en vigueur. Cette réforme a conduit à distinguer le tarif de la communication rémunérant l'opérateur de celui du service rémunérant l'éditeur :

- Vert pour les numéros gratuits
- Gris pour les numéros à tarification banalisée
- Violet pour les numéros surtaxés

Pour ces numéros surtaxés, le prix du service doit par ailleurs être rappelé au début de chaque appel préalablement au déclenchement de sa facturation. La facture des opérateurs doit aussi distinguer clairement le montant facturé pour l'appel de ces numéros et préciser la liste des appels avec, pour chacun d'entre eux, le numéro de téléphone surtaxé, la durée et le prix de l'appel. Le tarif peut enfin être retrouvé sur l'annuaire inversé proposé par les opérateurs et les éditeurs.

Modification de l'environnement technologique

II.E.2. Analyse stratégique et matrice SWOT

L'analyse des forces/faiblesses de HiPay Mobile et de son modèle économique, ainsi que des principales menaces auxquelles la Société est exposée et des opportunités qu'elle pourrait saisir, permet de juger de l'incertitude sur sa génération de flux de trésorerie futurs. Le Tableau 5 récapitule les principales caractéristiques susceptibles d'avoir de l'influence sur l'évolution d'HiPay Mobile.

Tableau 5 : Analyse SWOT de HiPay Mobile

| Forces | Faiblesses |
|---|---|
| Diversité du portefeuille et du nombre de sites clients | Chiffre d'affaires en baisse, perte de compétitivité dans un marché mature |
| Bonne capacité d'innovation (Don par sms) | Forte concurrence et concentration des acteurs du marché autour d'acteurs globaux |
| Leader sur son marché | Forte réglementation |
| Grande diversité des modes de micro-paiement (+50) | Expansion géographique limitée (présent principalement en Europe et au Brésil et USA) |
| Le marché des paiements en ligne est faiblement corrélé aux évolutions du cycle économique du fait de l'amélioration constante de son taux de pénétration | |
| Opportunités | Menaces |
| Digitalisation des contenus | Risque de législation plus restrictive |
| 71 % des utilisateurs de mobile prêts à effectuer un achat depuis leur mobile | Enjeux sécuritaires liés à la gestion des données |
| Développement technologique des pays émergents | Consolidation du marché |
| 9 français sur 10 sont équipés d'un mobile | Intérêt du secteur bancaire en augmentation |
| | Risque lié au développement de nouveaux systèmes et modèles économiques |
| | Risque de changement tarifaire |

Source : Associes en Finance

III. Évaluation d'HiPay Mobile

III.A. Les méthodes écartées

III.A.1. Méthode de l'Actif net comptable

La méthode de l'actif net comptable est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future d'HiPay Mobile.

III.A.2. Méthode de l'Actif net réévalué

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation des actifs et passifs en valeur de marché. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings détenant des participations dans des activités diverses, ce qui n'est le cas d'HiPay Mobile. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application des méthodes de valorisation par les flux futurs actualisés.

III.A.3. Valorisation par les dividendes

L'action d'HiPay Mobile ne versant pas de dividendes à ses actionnaires, l'approche par l'actualisation des dividendes n'a pas été retenue.

III.B. Méthodes retenues

III.B.1. Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels : «*DCF to Firm*»

En tenant compte des éléments financiers constatés en 2016, et des éléments de contexte économique et concurrentiel, HiPay Mobile a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en oeuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 4). Il peut être utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers de Associés en Finance : un modèle de valorisation « DCF to Equity », qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation « DCF to Firm » qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise. Ces deux modèles de valorisation sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment donc et préalablement à la présente mission d'expertise. La présente expertise portant sur la valeur d'entreprise ajustée par la suite des éléments de passage de HiPay Mobile, le modèle « DCF to Firm » est le seul à être utilisé.

III.B.2. Paramètres utilisés pour la valorisation

Plan d'affaires communiqué par HiPay Group

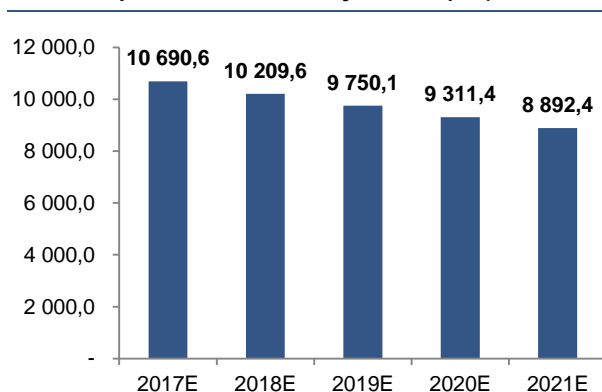
HiPay Group a communiqué un plan d'affaires établi par le management de la Société. Le plan d'affaires est établi hors croissance externe et s'étend sur la période 2017-2021. Il a été construit en

se basant sur l'évolution du chiffre d'affaires qui est essentiellement impacté par la décroissance du marché, prévoyant un recul de -6,9% en 2017 puis de -4,5% par an sur la durée du plan d'affaires.

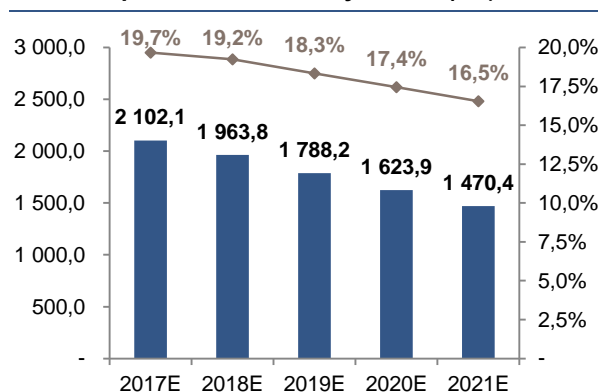
La baisse de l'EBITDA sur la durée du plan d'affaires est liée à la prise en considération de :

- L'augmentation des coûts directs retrouvant un niveau normatif dès les premières années du *Business Plan* (entre 23,4% et 25,3% du chiffre d'affaires).
- L'augmentation des charges de personnel en prévision de l'embauche de 11 personnes en 2017 pour satisfaire le manque d'effectif actuel afin de tenir le plan d'affaires engagé.
- Le maintien des frais généraux compris entre 13,6% et 13,9% du chiffre d'affaires.

Graphique 12 : Chiffre d'affaires issu du plan d'affaires HiPay Mobile (M€)



Graphique 13 : Marge d'EBITDA issue du plan d'affaires HiPay Mobile (M€)



Source :HiPay Group

Le plan d'affaires ne prévoit pas de plan d'investissement. Le management de HiPay Group considère que les seuls investissements nécessaires concernent le renouvellement des immobilisations corporelles suivantes :

- Les serveurs informatiques, représentant 100,0 K€ d'investissement en 2017 à amortir entre 3 et 5 ans ;
- Le matériel et le mobilier pour un montant de 20,0 K€ à amortir en 5 ans.

Les investissements en immobilisations corporelles à hauteur de 0,9% du chiffre d'affaires en 2016 sont ramenés entre 0,5% et 0,6% du chiffre d'affaires entre 2018 et 2021 pour un montant de 53,3 M€ représentant le montant correspondant au renouvellement des actifs soutenant l'activité d'HiPay Mobile.

Prorogation du plan d'affaires sur la période 2021-2031

La modélisation « DCF to Firm » d'Associés en Finance a été réalisée sur la base du plan d'affaires 2017-2021 établi par HiPay Group et à travers l'analyse de l'environnement économique et concurrentiel. L'activité d'HiPay Mobile étant en décroissance, le plan d'affaires a été prorogé tant que l'activité reste rentable et dégage un *Free Cash-Flow to the Firm* positif. En fonction des scénarii, la durée oscille entre 2026 et 2031 (Tableau 11).

Les principes retenus sont les suivants :

Conformément aux principaux éléments de modélisation retenus et des caractéristiques du secteur, la décroissance du chiffre d'affaires est maintenue sur toute la durée d'extrapolation et sensibilisée à travers 3 scénarii.

Afin d'étudier le caractère variable et fixe de chaque charge d'exploitation, il a été réalisé une régression linéaire des différents coûts sur la durée du plan d'affaires. La rentabilité alors calculée s'éteint progressivement sur la période de prorogation.

Le plan d'affaires étant prorogé tant que l'activité est rentable, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des capitaux permanents lors de l'extinction de la rentabilité. Cette dernière est ajustée du coût liquidatif d'HiPay Mobile.

Afin de tester la sensibilité de la valorisation centrale aux différentes hypothèses, Associés en Finance a complété l'évaluation par un scénario optimiste et un scénario pessimiste reposant sur les hypothèses suivantes :

- La décroissance du chiffre d'affaires varie entre -5,5% pour le scénario pessimiste, -4,5% pour le scénario central et -3,5% pour le scénario optimiste ;
- La négociation lors du Plan de Sauvegarde de l'Emploi engendre une hausse du coût des licenciements (808,7 K€) entre +20,0% pour le scénario pessimiste, +15,0% pour le scénario central et +10,0% pour le scénario optimiste ;
- Les autres coûts de liquidation estimés par le management tels que le bail et le data center sont compris entre 300,0 K€ pour le scénario pessimiste, 200,0 K€ pour le scénario central et 100,0 K€ pour le scénario optimiste.

Pour l'ensemble des scénarios élaborés par Associés en Finance, le besoin en fonds de roulement a été maintenu en pourcentage du chiffre d'affaires en décroissance linéaire vers le niveau normatif de -51,0%. Ce niveau a été calibré pour correspondre à une différence de 30 jours d'activité entre les délais de paiement accordés par HiPay Mobile à ses créanciers et les délais de paiement que la Société pratique envers ses fournisseurs, ajusté des créances cédées au *factor*.

Les investissements nets sur la période de prorogation du plan d'affaires sont estimés à 0,9% du chiffre d'affaires, en hausse par rapport à leur niveau de 2021. Ceci est cohérent avec la décroissance de l'activité, l'anticipation de repli du marché et conforme au niveau haut de 1,1% en 2017. Pour l'ensemble de la modélisation, ces investissements correspondent au niveau nécessaire du renouvellement des actifs pour maintenir l'activité de HiPay Mobile.

Le taux d'impôt sur les sociétés est également maintenu stable à un niveau de 33,3% jusqu'en 2019 puis à 28,0% conformément à la baisse votée par les députés français en 2016.

III.B.3. Mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels par la méthode « *DCF to Firm* »

Pour le calcul de la valeur d'entreprise d'HiPay Mobile, les cash-flows libres sont actualisés au coût du capital de la Société.

Coût du capital après impôt utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût du capital qui résulte des calculs d'Associés en Finance pour son modèle Trival® « DCF to Firm » prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques opérationnels et la taille de la société. Le risque opérationnel d'HiPay Mobile résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse forces/faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (Tableau 5) et des fondamentaux de l'environnement opérationnel, le risque de prévision retenu est de 8 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9 ;
- Le risque sectoriel s'élève à 1,10, sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Euro Stoxx des télécoms (SXKT). En effet, l'activité d'HiPay Mobile est corrélée à la santé du secteur Telecom.

Sur la base de ces éléments, le risque opérationnel d'HiPay Mobile s'établit à 1,46 à fin février 2017. Le coefficient de taille, calculé à partir de la valeur d'entreprise de HiPay Mobile, s'établit à 3,77.

■ **Paramètres de marché :**

Les paramètres de marché du modèle Trival® permettent d'aboutir au coût du capital après impôt. Sur la base de la moyenne 3 mois à fin février 2017, ils s'établissent aux niveaux suivants :

- une prime de risque de 5,79% ;
- une prime de taille de 3,34% ;
- une ordonnée à l'origine de -2,97%.

■ **Coût du capital après impôt :**

Après application des coefficients propres à HiPay Mobile aux paramètres de marché indiqués ci-dessus, le coût du capital après impôt se décompose en :

- une prime de risque spécifique de 5,79% X 1,46 soit 8,48% ;
- une prime de taille spécifique de 3,34% X 3,37 soit 12,61% ;
- une ordonnée à l'origine de -2,97%.

Calculé sur la base des primes moyennes sur 3 mois au 28 février 2017, le coût du capital après impôts obtenu par Associés en Finance s'établit à 18,13% comme détaillé dans le Tableau suivant.

Tableau 6 : Coût du capital d'HiPay Mobile au 28 février 2017 (moyenne 3 mois)

| Plan WACC Trival® | Paramètres de marché | Paramètre de HiPay Group |
|------------------------------------|----------------------|--------------------------|
| Prime de risque | 5,79% | 8,48% |
| Prime de taille | 3,34% | 12,61% |
| Ordonnée à l'origine | (2,97%) | (2,97%) |
| Coût du capital après impôt | 6,16% | 18,13% |

Source : Associés en Finance

Valeur d'entreprise

Au 17 mars 2017, compte tenu des éléments discutés ci-dessus, la méthode « DCF to Firm » aboutit aux valeurs d'entreprise de HiPay Mobile présentées dans le Tableau 7 :

Tableau 7 : Valeur d'entreprise d'HiPay Mobile au 17 mars 2017 (K€)

| | | Coût du capital |
|---|----------------------------|-----------------|
| | | WACC |
| | | 18,13% |
| Valeur d'entreprise HiPay Mobile | Scénario pessimiste | 3 819,3 |
| | Scénario central | 5 101,8 |
| | Scénario optimiste | 6 264,9 |

Source : Associés en Finance

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La méthode de valorisation « DCF to Firm » permet de déterminer dans un premier temps une valeur d'entreprise, dont sont ensuite déduits la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la

trésorerie nette positive) et d'autres ajustements effectués pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes. Dans cet esprit, et sur la base des comptes à fin décembre 2016, Associés en Finance a pris en compte les éléments compris dans le Tableau 8 pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'HiPay Mobile.

Tableau 8 : Eléments de passage au 31 décembre 2016

| Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31-12-2016 | | en K€ |
|---|--|----------------|
| + Trésorerie disponible | | 3 355,5 |
| - Provisions | | (598,3) |
| Somme éléments de passage au 31-12-2016 | | 2 757,2 |

Source : Associés en Finance

Au 17 mars 2017, compte tenu des éléments discutés ci-dessus, la méthode « DCF to Firm » aboutit aux valeurs des capitaux propres de HiPay Mobile suivantes :

Tableau 9 : Valeur des capitaux propres d'HiPay Mobile au 17 mars 2017 (K€)

| | | Coût du capital | |
|--|---------------------|-----------------|---------|
| | | WACC | |
| | | 18,13% | |
| Valeur des capitaux propres HiPay Mobile | Scénario pessimiste | | 6 576,5 |
| | Scénario central | | 7 859,0 |
| | Scénario optimiste | | 9 022,1 |

Source : Associés en Finance

L'ensemble des scénarios élaborés par Associés en Finance est résumé dans le Tableau 10 ci-dessous :

Tableau 10 : Récapitulatif des scénarios élaborés par Associés en Finance

| Principales hypothèses sur la période 2021E/2031E | Scénario pessimiste | Scénario central | Scénario optimiste |
|--|---------------------|------------------|--------------------|
| Décroissance du chiffre d'affaires | (5,5%) | (4,5%) | (3,5%) |
| Chiffre d'affaires 2021 | 8 525,7 | 8 892,4 | 9 270,7 |
| Date d'arrêt de l'activité | 2026E | 2029E | 2031E |
| Marge d'EBITDA 2021E | 12,9% | 16,5% | 19,9% |
| Investissements réalisés sur la période d'activité | (592,1) | (792,7) | (1 013,7) |
| Somme des FCF réalisés non actualisés | 7 216,7 | 9 222,4 | 12 119,2 |
| Somme des FCF réalisés actualisés | 4 828,5 | 5 671,9 | 6 652,7 |
| Coût liquidatif actualisé de HiPay Mobile | (1 009,2) | (570,1) | (387,8) |
| Valeur d'entreprise | 3 819,3 | 5 101,8 | 6 264,9 |
| Valeur des capitaux propres | 6 576,5 | 7 859,0 | 9 022,1 |

Source : Associés en Finance

III.B.4. Transactions récentes sur le capital de la Société

La branche HiPay Mobile a fait l'objet de deux offres récentes. Dans les deux cas, le management n'a pas donné suite aux négociations, estimant les offres insatisfaisantes.

La première offre émane de la société Boku, entreprise américaine spécialisée dans les méthodes de paiement mobile en ligne et ayant des bureaux dans le monde entier. Boku proposait de racheter la branche HiPay Mobile (à l'exception de certaines activités telles que la pornographie). L'offre est faite sur la base d'un prix représentant 80% de la marge brute de HiPay Mobile.

Fortumo a également présenté une offre de rachat. Le groupe était uniquement intéressé par les services de paiements par SMS et non par des paiements IVR (voix interactif via le téléphone). L'offre était réalisée en cash (50%) et via un prêt auprès des investisseurs actuels (50%).

III.B.5. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi du même profil de croissance sur l'horizon de mise en œuvre.

Dans le cas présent, cet échantillon a été constitué à partir des filtres suivants :

- Activité comparable de spécialiste dans le micro-paiement mobile ;
- Présence dans des marchés développés et similaires au marché français et européen avec un portefeuille de clients diversifié.

La mise en œuvre de ces critères de comparabilité ne nous a pas permis d'identifier de comparables cotés possédant les mêmes spécificités que HiPay Group :

Nous avons retenu un échantillon élargi de 8 sociétés comparables possédant des branches d'activités proche du micro-paiement mobile :

- PayPal, Global Payments, Wirecard, Ingenico, Worldline, Verifone, Dalenys, Paynova

Le tableau présenté en Annexe 2 décrit plus précisément les différentes sociétés retenues, tandis que le Tableau 11 ci-dessous en présente les caractéristiques opérationnelles, en termes de marges et de croissance la taille de ces sociétés est toutefois très supérieure à celle de HiPay Mobile.

Tableau 11 : Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon retenu (M€)

| Société | Pays | CA | EBITDA | EBIT | TCAM 2017-2019 | | | Marge d'EBITDA | | | Marge d'EBIT | | |
|-----------------|------------|----------|---------|---------|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2016R | 2016R | 2016R | CA | EBITDA | EBIT | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |
| PayPal | Etats-unis | 10 098,3 | 1 957,8 | 1 477,2 | 17,3% | 19,8% | 19,3% | 25,1% | 24,9% | 26,2% | 20,2% | 20,4% | 20,9% |
| Global Payments | Etats-unis | 2 051,8 | 921,5 | 526,2 | nd | nd | nd | 32,2% | 33,3% | nd | 29,4% | 30,3% | nd |
| Wirecard | Allemagne | 1 024,5 | 307,0 | 239,5 | 19,4% | 20,3% | 23,5% | 30,0% | 30,4% | 30,4% | 24,1% | 25,1% | 25,8% |
| Ingenico | France | 2 312,0 | 438,1 | 360,1 | 8,1% | 10,0% | 9,7% | 20,4% | 20,9% | 21,2% | 17,3% | 17,9% | 17,8% |
| Worldline | France | 1 309,2 | 216,3 | 187,8 | 5,6% | 10,9% | 11,9% | 20,0% | 21,4% | 22,1% | 14,9% | 16,2% | 16,7% |
| Verifone | Etats-unis | 1 853,8 | 241,9 | 96,1 | (4,8%) | 3,4% | 2,2% | 15,3% | 16,6% | 18,1% | 11,7% | 12,9% | 13,5% |
| Dalenys | Belgique | 64,5 | (5,2) | (7,1) | nd | nd | nd | 0,2% | 8,1% | nd | (2,2%) | 5,8% | nd |
| Paynova | Suède | 3,2 | (1,4) | (1,6) | nd | nd | nd | (5,4%) | 18,1% | nd | (10,4%) | 15,0% | nd |
| Moyenne | | | | | 18,3% | 20,0% | 21,4% | 29,1% | 29,5% | 28,3% | 24,6% | 25,3% | 23,3% |
| Médiane | | | | | 18,3% | 20,0% | 21,4% | 30,0% | 30,4% | 28,3% | 24,1% | 25,1% | 23,3% |

Sources : sociétés, Capital IQ, Associés en Finance

Les multiples boursiers sont présentés dans le Tableau 12. Les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois au 17 mars 2017.

Tableau 12 : Multiples boursiers de l'échantillon retenu (M€)

| Société | Capitalisation boursière | Valeur d'entreprise | VE / CA | | | VE / EBITDA | | | VE / EBIT | | |
|-----------------|-----------------------------|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| | | | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |
| PayPal | 46 267,9 | 37 125,2 | 3,35x | 2,77x | 2,06x | 13,3x | 11,1x | 7,9x | 16,6x | 13,6x | 9,9x |
| Global Payments | 10 972,3 | 14 805,9 | 4,55x | 4,08x | nd | 14,1x | 12,2x | nd | 15,5x | 13,4x | nd |
| Wirecard | 5 476,5 | 4 671,8 | 3,81x | 3,01x | 2,51x | 12,7x | 9,9x | 8,3x | 15,8x | 12,0x | 9,7x |
| Ingenico | 4 945,5 | 5 072,6 | 1,96x | 1,72x | 1,52x | 9,6x | 8,2x | 7,2x | 11,3x | 9,6x | 8,5x |
| Worldline | 3 444,0 | 3 205,7 | 1,92x | 1,71x | 1,74x | 9,6x | 8,0x | 7,9x | 12,9x | 10,5x | 10,4x |
| VeriFone | 1 973,9 | 2 714,3 | 1,43x | 1,30x | 1,39x | 9,4x | 7,8x | 7,7x | 12,2x | 10,1x | 10,3x |
| Dalenys | 120,0 | 109,4 | 1,39x | 1,12x | nd | ns | 13,9x | nd | ns | 19,3x | nd |
| Paynova | 21,9 | 22,8 | 5,27x | 2,66x | nd | ns | 14,7x | nd | ns | 17,7x | nd |
| Moyenne | | | 3,90x | 3,29x | 2,29x | 13,4x | 11,1x | 8,1x | 16,0x | 13,0x | 9,8x |
| Mediane | | | 3,81x | 3,01x | 2,29x | 13,3x | 11,1x | 8,1x | 15,8x | 13,4x | 9,8x |

Sources : sociétés, Capital IQ, Associés en Finance

Les multiples les plus pertinents sont les multiples d'EBIT qui tiennent compte à la fois des niveaux de marge opérationnelle et d'intensité capitalistique des sociétés. Les multiples de PER (Price Earnings Ratio) sont pour leur part biaisés par les différences de structure financière des sociétés.

En appliquant les multiples d'EBIT moyens 2017, 2018 et 2019 de l'échantillon, soit 16,0x, 13,0x et 9,8x, aux prévisions d'EBIT du *Business Plan*, la valeur d'entreprise implicite de HiPay Mobile ressort à 7,1 M€.

Tableau 13 : Résultats l'évaluation par la méthode des comparables boursiers (M€)

| En M€ | VE / EBIT | | |
|--|---------------|------------|------------|
| | 2017E | 2018E | 2019E |
| Agrégats de HiPay Group au 17-mars-17 (en M€) | 0,5 | 0,3 | 0,2 |
| x Multiples moyens de l'échantillon | 16,0x | 13,0x | 9,8x |
| = Valeur d'entreprise | 7,7 | 4,3 | 1,6 |
| - Trésorerie nette | 3,3 | 3,3 | 3,0 |
| - Provisions pour risque au 31-déc-16 (en M€) | (0,6) | (0,6) | (0,6) |
| = Valeur des fonds propres | 10,4 | 7,0 | 4,0 |
| = Valeur des fonds propres 17-mars-17 (en M€) | 7,1 M€ | | |

Sources : sociétés, Capital IQ, Associés en Finance, HiPay Group

Ces résultats doivent être considérés à titre indicatif dans la mesure où les sociétés présentés sont de taille nettement plus importante et présentent des perspectives de croissance différentes d'HiPay Mobile.

III.B.6. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

Dans le cas présent, nous avons identifié une seule transaction comparable sur les 5 dernières années dont les données étaient disponibles. Le détail de cette transaction est présenté en Annexe 3. Du fait des spécificités opérationnelles de l'activité d'HiPay Mobile et du nombre réduit de transactions comparables dans le secteur, cette méthode est également retenue à titre indicatif.

Tableau 14 : Multiples de transactions de l'échantillon retenu (M€)

| Date d'annonce | Cible | | Acquéreur | Données fin. (M€) | | Multiples (LTM) | | | Marge (LTM) | |
|----------------|---------------------|----------|-----------|-------------------|----|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Nom | Pays | Nom | % acquis | VE | CA | EBITDA | EBIT | EBITDA | EBIT |
| 21-sept.-15 | Arion Entertainment | Pays-bas | Managers | 100,0% | 30 | 0,9x | 4,1x | 4,1x | 23,0% | 22,8% |
| Moyenne | | | | | | 0,93x | 4,05x | 4,10x | 23,0% | 22,8% |
| Médiane | | | | | | 0,93x | 4,05x | 4,10x | 23,0% | 22,8% |

Sources : sociétés, Capital IQ, Associés en Finance

Notes : VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation). LTM : Last Twelve Months

En appliquant le multiple d'EBIT de 4,1x au 17 mars 2017 et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres décrits précédemment, la valeur d'entreprise issue de la méthode des transactions comparables ressort à 13,4 M€ et la valeur des capitaux propres à 16,8 M€.

Tableau 15 : Résultats de l'évaluation par la méthode des transactions comparables (M€)

| En M€ | VE / EBIT |
|---|-------------|
| | LTM |
| Agrégats de HiPay Mobile au 13-mars.-17 | 3,4 |
| x Multiple moyen de l'échantillon | 4,1x |
| = Valeur d'entreprise | 14,0 |
| - Trésorerie nette au 31-déc-16 (en M€) | 3,4 |
| - Provisions pour risque au 31-déc-16 (en M€) | (0,6) |
| = Valeur des fonds propres | 16,8 |

Sources : sociétés, Capital IQ, Associés en Finance, HiPay Group

Ce résultat doit être considéré à titre indicatif dans la mesure où HiPay Mobile est dans un secteur en pleine décroissance et dont l'agrégat retenu est attendu en forte baisse sur les différentes années du plan d'affaires.

IV. Conclusion d'Associés en Finance

Le rapport d'expertise indépendant d'Associés en Finance s'inscrit dans le contexte de la cession de la branche HiPay Mobile.

Nos travaux d'évaluation d'HiPay Mobile, à travers une analyse multicritères, abouti aux résultats suivants, en rappelant que la méthode des comparables boursiers et la méthode des transactions comparables n'ont pas été retenues.

La modélisation « DCF to Firm » d'Associés en Finance a été réalisée sur la base du plan d'affaires 2017-2021 établi par HiPay Group et à travers une analyse de l'environnement économique et concurrentiel. L'activité d'HiPay Mobile étant en décroissance, le plan d'affaires a été prorogé tant que l'activité reste rentable et dégage un *Free Cash-Flow to the Firm* positif. En fonction des scénarii, la durée oscille entre 2026 et 2031.

Nous aboutissons à une valorisation de la branche HiPay Mobile comprise entre 3,8 M€ et 6,3 M€ en valeur d'entreprise, avec une valeur centrale de 5,1M€ et entre 6,6 M€ et 9,0 M€ en valeur des fonds propres, avec une valeur centrale de 7,9 M€.

Fait à Paris, mars 2017



Associés en Finance

V. Annexes

V.A. Annexe 1 : présentation de l'expert

Associés en Finance et Associés en Finance ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.













Créé en 1968 par Jean-Michel Détrouy, Associés en Finance a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans son modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de plus de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

V.B. Annexe 2 : présentation des sociétés de l'échantillon

Tableau : Présentation des sociétés comparables de l'échantillon

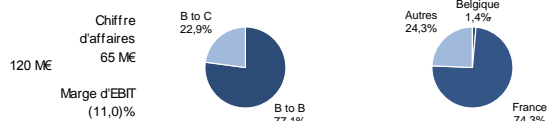
| Société | Pays | Description de l'activité | Capi. boursière | 2016R | CA 2016R par activité | CA 2016R par région |
|---|---|--|-----------------|---|--|--|
|  |  | Paypal est un groupe américain spécialisé dans les solutions de paiement en ligne. L'entreprise permet à une entreprise ou à un utilisateur disposant d'une adresse email d'envoyer ou recevoir des paiements en ligne. La société dispose également d'une plateforme de micropaiement mobile appelée Zong qui fonctionne par le biais de la facturation des opérateurs téléphoniques pour ensuite récupérer les fonds et les redistribuer aux éditeurs de contenus. | 46 268 M€ | Chiffre d'affaires 10 098 M€ Marge d'EBIT 14,6 % | Autres 12,1% Revenus transaction 87,9% | Reste du Monde 36,9% Etats-Unis 50,2% Royaume-Uni 12,9% |
|  |  | Global Payments est un groupe spécialisé dans le développement et la commercialisation de solutions de paiement à destination des commerçants. Le groupe propose divers moyens de paiement selon le support utilisé par le client. Global Payments peut ainsi assurer les paiements mobile par l'intermédiaire d'une application, les paiements en ligne grâce à une plateforme e-commerce ainsi qu'en personne avec divers moyens de paiement proposés (carte de crédit, carte prépayée, compte en ligne). | 10 972 M€ | Chiffre d'affaires 2 052 M€ Marge d'EBIT 25,6% | Frais de transaction 18,3% Autres 6,7% Frais transaction 5,5% | Reste du Monde 4,9% Etats-Unis 95,1% Royaume-Uni 4,9% |
|  |  | WireCard est une entreprise allemande dont l'activité principale s'articule autour du développement de solutions de paiement en ligne, de gestion des risques ainsi qu'une offre bancaire d'entreprise. Les solutions proposées par le groupe s'étendent de la gestion des moyens de paiements (carte de crédit, virement SEPA, paiement mobile), à la gestion des risques (systèmes anti-fraudes) en passant par une gestion bancaire avec la possibilité d'ouvrir un compte. | 5 477 M€ | Chiffre d'affaires 1 025 M€ Marge d'EBIT 23,4% | Gestion des risques 359,9% Gestion des paiements 727,9% | Autres 29,8% Allemagne 43,0% Europe 27,2% |
|  |  | Ingénico est un groupe français spécialisé dans le développement, la commercialisation et le traitement de solutions de paiement. Le groupe est en mesure de fournir une solution de paiement pour la totalité des canaux de vente ou la méthode de paiement choisie (en ligne, par mobile ou en magasin). Ingenico accompagne ses solutions de paiement par des prestations de service liées à la cyber-sécurité des informations. En raison de sa présence internationale, le groupe accompagne sa clientèle dans diverses opérations transfrontalières. | 4 946 M€ | Chiffre d'affaires 2 312 M€ Marge d'EBIT 15,6% | Frais de transaction 31,5% Terminaux de paiement 66,5% | Amérique Latine 9,4% Amérique du Nord 15,1% Europe - Afrique 46,4% Asie 29,1% |
|  |  | Worldline est une filiale d'Atos Group spécialisée dans le développement, la gestion et la sécurisation des moyens de paiements en ligne. L'offre proposée par l'entreprise couvre l'ensemble de la chaîne de valeur de la transaction avec une plateforme composée de plusieurs moyens de paiements en ligne (carte de crédit, compte en ligne, virement, carte prépayée) pour l'arçmont, un système de cyber-sécurité pour la gestion des données pendant la transaction ainsi que des logiciels de gestion des paiements pour la période post-transaction. | 3 444 M€ | Chiffre d'affaires 1 309 M€ Marge d'EBIT 14,3% | E-commerce 28,2% Services financiers 38,2% Terminaux de paiement 33,6% | Reste du Monde 27,8% France 32,7% Belgique 27,4% Europe centrale 12,1% |
|  |  | Verifone est une entreprise américaine spécialisée dans la cyber-sécurité, les terminaux de paiements ainsi que les solutions de paiement en ligne. A travers sa plateforme de paiement en ligne PayBox, Verifone fournit l'ensemble des solutions de paiement en ligne quel que soit le canal de vente. Le groupe étant présent dans de nombreux pays, les opérations multi-devises sont également gérées depuis cette plateforme. L'activité "terminaux de paiement" représente l'une des sources principales de revenus de Verifone avec une offre composée de plusieurs types de produits (mobile, fixe, libre-service ect). | 1 974 M€ | Chiffre d'affaires 1 854 M€ Marge d'EBIT 5,2% | Services de paiement 38,6% Frais de transaction 61,4% | Etats-Unis 40,5% Autres 53,6% Brésil 5,9% |

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

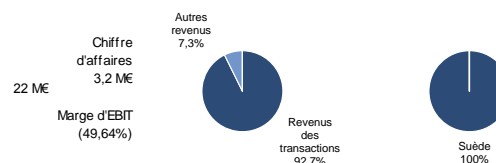
Tableau : Présentation des sociétés comparables de l'échantillon



Dalenys est un groupe spécialisé dans les paiements en ligne pour les professionnels ainsi que la conception de solutions télécoms et marketing dans le but d'acquies de nouveaux clients et fidéliser la clientèle existante. La société possède une plateforme de micro-paiement mobile destinée aux professionnels et appelée Be2bill. Cette plateforme permet le paiement mobile par plusieurs dispositifs comme la carte bancaire ainsi que les moyens de paiement internationaux (Ideal, American Express, Paypal).



Paynova est une entreprise suédoise spécialisée dans les solutions de paiements en ligne pour les éditeurs de contenus et sites w eb marchands. La société est catégorisée dans la branche fournisseur de solutions de paiement (« Payment Service Provider ») avec une gamme de solutions de paiement internationaux permettant à ses clients un accès à la plupart des moyens de paiement européens que ce soit par carte bancaire, banque digitale ou bien des transactions multi-devises.



V.C. Annexe 3 : détail des transactions intervenues dans le secteur

Dalenys / Arion Entertainment

Le 21 septembre 2015, Dalenys (ex Rentabiliweb), groupe spécialisé dans les solutions de paiement en ligne, a signé un protocole confirmant la cession de Arion Entertainment, regroupant les activités B to C de micro-paiement mobile, aux managers de la société. Ce Management Buy-Out est le résultat de la stratégie de recentrage opérée par le groupe Dalenys sur ses activités B to B. Les gestionnaires ont acquis la branche B to C pour 49 millions d'euros (30,0 M€ cash, retenu comme valeur d'entreprise de la société et 19,0 M€ sous conditions de réalisation d'objectifs).

V.D. Annexe 4 : présentation détaillée du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

V.D.1. Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon près de 500 sociétés : environ 360 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'échelonnant de 30 M€ pour le plus faible à 660 milliards € pour le plus élevé (environ 165 milliards € pour le flottant le plus élevé parmi les sociétés de la zone euro).

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente

économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de cash flows que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (75 % actuellement).

V.D.2. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;

Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus

sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan. Le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est actuellement de 70,0%.