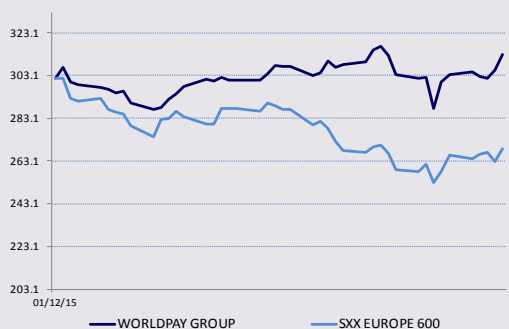


1 février 2016

TMT

Bloomberg	WPG LN
Reuters	WPG.L
+Haut /+Bas 12 mois (p)	316,8 / 240,0
Capitalisation Boursière (MGBP)	6 260
Valeur d'Entreprise	7 644
Volume moyen 6 mois (000 actions)	10 147
Flottant	51,3%
TMVA BPA (3 ans)	33,8%
Gearing (12/14)	-1 173%
Rendement (12/15e)	NM

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (MGBP)	3 627	4 000	4 280	4 622
EBITA GBpm	296,3	335,0	376,6	422,5
Op.Margin (%)	8,2	8,4	8,8	9,1
BPA dilué (p)	5,71	6,30	11,69	13,70
EV/CA	2,35x	1,91x	1,75x	1,58x
EV/EBITDA	29,8x	25,1x	18,6x	14,4x
EV/EBITA	28,7x	22,8x	19,9x	17,3x
P/E	54,8x	49,7x	26,8x	22,9x
ROCE	14,0	15,5	15,0	16,1



# Worldpay

## En tête de gondole, mais pas bon marché

Fair Value 290p (cours 313,00p)

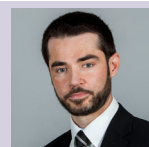
**NEUTRE**  
Initiation de couverture

Nous initions Worldpay avec une opinion Neutre et une FV de 290p (potentiel de -7%). Si son offre correspond bien à la demande actuelle des marchands, nous estimons que son CA récurrent, la progression du e-commerce dans son mix et le potentiel d'amélioration de son EBE sont déjà intégrés dans le cours. Après une performance de +30% depuis son IPO (13/10/15), il n'offre pas d'upside même en ne regardant que les ratios VE/CA et VE/EBE jusqu'en 2016e (c.à.d. jusqu'à la fin du plan d'investissement dans ses plateformes). Le titre affiche une prime moyenne vs ses pairs de 22% sur 2016/17e.

■ **Worldpay est une FinTech**, c.à.d. une société de logiciels qui évolue dans le domaine des paiements. Cette **ancienne division anglaise de Royal Bank of Scotland** (vendue en 2010 aux fonds Bain et Advent pour une VE de 2 Md£) a pour **cœur de métier le traitement et l'acquisition de transactions de paiement** (en magasin aux RU et aux US, et dans l'e-commerce au niveau mondial). Son offre s'adresse à un large éventail de marchands (des petits/moyens marchands aux gros distributeurs).

■ Sur la base du nombre de transactions par cartes traitées chez les marchands, **Worldpay est le 5ème acquéreur dans le monde** (PdM de 5%), le **N°1 en Europe** (PdM de 20%, avec un statut de leader incontesté au RU, PdM de 42%) et le **n°9 aux Etats-Unis** (PdM de 3%). **Dans l'e-commerce, nous estimons qu'il est leader dans le monde** (PdM de 6%) et en Europe (PdM de 20%).

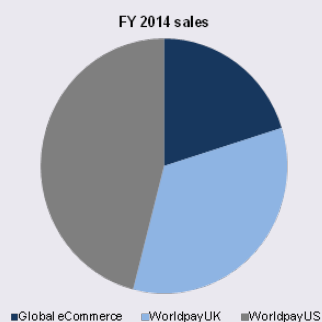
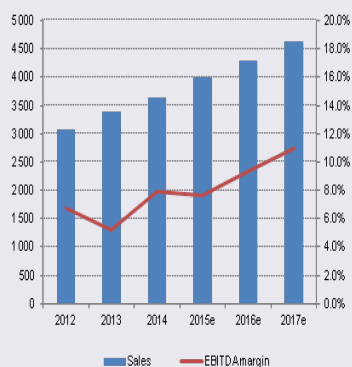
■ **Nous estimons que Worldpay dispose d'offres et de technologies qui répondent bien à la problématique actuelle des marchands**, à la fois dans les magasins physiques et dans l'e-commerce. En effet, ces derniers sont à la recherche d'une solution multicanale qui leur permette d'accepter n'importe quel paiement, quel que soit le canal ou la devise et offrant une expérience d'achat sécurisée et fluide. **Cependant, il a encore tout à prouver en termes de fondamentaux** (ils ne sont pas impressionnants pour le secteur). Et **malgré nos estimations loin d'être pessimistes, le titre se paie cher** (même en ne considérant que les multiples VE/CA et VE/EBE). Nous estimons que nous ne pourrions raisonner en PEG qu'une fois l'investissement dans ses plateformes achevé, début 2017e. **L'action affiche une prime moyenne de 22% vs ses pairs en 2016/17e.**



**Analyst:**  
**Richard-Maxime Beaudoux**  
33(0) 1.56.68.75.61  
rmbeaudoux@bryangarnier.com

**Sector Analyst Team:**  
Thomas Coudry  
Gregory Ramirez  
Dorian Terral

## Worldpay



### Activités

Worldpay est un des leaders mondiaux spécialisés dans les technologies et les solutions de traitement/acquisition des transactions de paiement pour les commerçants. Il assure le fonctionnement de plateformes technologiques propriétaires sécurisées permettant aux marchands d'accepter un large éventail de paiements à travers de multiples canaux, partout dans le monde. Le groupe a trois divisions : Worldpay UK, Worldpay US et Global eCommerce.

Simplified Profit & Loss Account (GBPm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Revenues	3 077	3 379	3 627	4 000	4 280	4 622
Change (%)	-%	9,8%	7,3%	10,3%	7,0%	8,0%
lfl change (%)	-%	8,8%	9,2%	7,0%	7,0%	8,0%
EBITDA	207	177	286	304	402	506
EBIT	73,7	20,0	125	159	261	353
Underlying EBIT	246	277	296	335	377	422
Change (%)	-%	12,6%	7,0%	13,1%	12,4%	12,2%
Financial results	-147	-218	-172	-166	-55,7	-51,7
Pre-Tax profits	-73,2	-198	-46,8	-7,3	205	301
Tax	17,7	33,0	-2,9	-7,0	-55,3	-78,2
Profits from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit	-55,5	-165	-50,0	-14,9	149	223
Restated net profit	68,8	93,6	91,7	126	234	274
Change (%)	-%	36,0%	-2,0%	37,5%	85,5%	17,1%
<b>Cash Flow Statement (GBPm)</b>						
Cash flow	142	82,6	174	131	292	376
Change in working capital	-0,30	-11,3	-30,6	31,3	0,0	-23,1
Capex, net	-114	-132	-143	-164	-175	-125
Financial investments, net	0,0	-65,0	-99,4	-16,6	0,0	0,0
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-37,4
Other	-101	-561	-100	-9,8	35,6	-3,8
Net debt	1 368	2 055	2 254	1 384	1 232	1 045
Free Cash flow	28,0	-60,9	0,65	-1,3	117	229
<b>Balance Sheet (GBPm)</b>						
Net fixed assets	1 940	1 985	2 061	2 072	2 068	2 063
Investments	0,0	0,0	3,2	3,2	3,2	3,2
Deferred tax assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash & equivalents	218	182	169	-1 337	-1 185	-997
current assets	253	321	384	424	453	490
Other assets	1 323	1 164	1 210	1 334	1 428	1 542
Total assets	3 734	3 651	3 827	2 496	2 767	3 101
L & ST Debt	1 587	2 237	2 423	47,3	47,3	47,3
Provisions	12,7	46,7	22,6	22,6	22,6	22,6
Deferred tax liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Others liabilities	1 669	1 507	1 574	1 736	1 857	2 006
Shareholders' equity	467	-139	-192	690	840	1 025
Total Liabilities	3 734	3 651	3 827	2 496	2 767	3 101
Capital employed	1 835	1 916	2 062	2 075	2 072	2 070
<b>Ratios</b>						
Operating margin	7,99	8,20	8,17	8,38	8,80	9,14
Tax rate	24,18	16,68	-6,16	-88,38	27,00	26,00
Net margin	-1,80	-4,88	-1,38	-0,37	3,49	4,82
ROE (after tax)	-11,89	118	26,03	-2,16	17,80	21,72
ROCE (after tax)	15,80	22,52	14,03	15,48	15,05	16,10
Gearing	293	-1 474	-1 173	200	147	102
Pay out ratio	0,0	0,0	0,0	0,0	25,00	25,00
Number of shares, diluted	116 218	116 218	1605 083	2000 000	2000 000	2000 000
<b>Data per Share (p)</b>						
EPS	-47,76	-142	-3,12	-0,88	7,47	11,13
Restated EPS	59,20	80,54	5,71	6,30	11,69	13,70
% change	-%	36,0%	-92,9%	10,3%	85,5%	17,1%
BVPS	401	-120	-11,97	34,52	42,00	51,26
Operating cash flows	122	71,07	10,83	6,57	14,60	18,82
FCF	24,09	-52,40	0,04	-0,07	5,83	11,43
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	1,87	2,78

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Résumé – Conclusion .....	5
3. Le titre n’offre pas de potentiel.....	7
3.1. DCF : 317p.....	7
3.2. Comparables boursiers : 285p.....	9
3.3. Somme des parties : 268p .....	11
3.4. Les dernières introductions en Bourse du secteur.....	13
4. WPG : de pionnier à acteur installé.....	15
4.1. De Streamline au Worldpay d’aujourd’hui.....	15
4.2. Bien comprendre les activités de Worldpay.....	17
4.3. Les pièges à éviter dans l’analyse des chiffres.....	24
4.3.1. CA brut et EBE (plutôt que CA net et EBE courant) .....	24
4.3.2. Pas d’impacts significatifs à attendre du rachat de Visa Europe.....	25
4.3.3. Quels sont les ratios boursiers à regarder ? Et pourquoi ?.....	26
4.4. Amélioration de la croissance profitable .....	27
4.4.1. Rapide coup d’œil dans le rétroviseur.....	27
4.4.2. Un S1 2015 sans grande surprise .....	29
4.4.3. Notre scénario sur 2015-17e.....	31
5. Les paiements : un marché porteur.....	36
5.1. Les TPE : marché duopolistique .....	36
5.2. Les services de paiements : marché fragmenté .....	41
5.3. Les divers intervenants lors d’une transaction.....	47
5.4. ... et la manière dont ils se rémunèrent .....	51
Bryan Garnier stock rating system.....	55

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



**Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :**

**1/** Worldpay entre parfaitement dans la thématique du paiement/sécurité que nous conseillons aux investisseurs de jouer cette année ; **2/** il s'agit de la dernière introduction en Bourse d'une société européenne dans ce secteur (13/10/15) ; **3/** elle offre donc un comparable de plus aux sociétés de paiement européennes sous notre couverture (Ingenico, Wirecard et Worldline).

*Attractif ou non?*



**Valorisation**

**Même si son offre correspond bien à la demande des marchands, nous estimons que toutes les potentielles bonnes nouvelles sont déjà intégrées au cours actuel** (CA récurrent, progression du e-commerce dans son mix et amélioration de la marge d'EBE). **Le titre se paie cher vs ses pairs en 2016/17e (prime de 22%)**. Notre FV de 290p est tirée d'une moyenne équilibrée entre 3 méthodes de valorisation (DCF à 317p, comparables boursiers à 285p, et somme des parties à 268p).

*Horizon d'investissement?*



**Catalyseurs**

**1/** L'augmentation du volume de transactions traitées (disparition progressive du cash/chèque au profit du paiement électronique, évolutions réglementaires, innovations...); **2/** l'annonce de gain de grands contrats ; **3/** la demande croissante en matière de sécurité numérique ; **4/** la progression du e-commerce dans le mix de CA ; **5/** le levier sur les dépenses opérationnelles ; **6/** les effets volume/valeur de la baisse des commissions d'interchange décidée par l'UE (qui concerne surtout la division UK chez Worldpay) ; et **7/** la croissance externe et les partenariats.

*Valeur ajoutée?*



**Différentiation face au consensus :**

**Le consensus ne nous semble pas prendre en compte les différences comptables et de reporting qui existent entre les différents acteurs des paiements** (notamment en ce qui concerne la reconnaissance du CA dans la partie acquisition commerçants : CA brut/net). Elles ont pourtant leur importance car, sans retraitements, **elles peuvent rendre des comparaisons de marges caduques ou des applications de multiples boursiers non pertinentes**. Cf. partie 4.3.

*Quels risques?*



**Risques**

**1/** Report/annulation/perte de contrats ; **2/** pression sur les prix ; **3/** risque de remboursement (cas d'incapacité du marchand à fournir des services contractuels ou à rembourser le paiement associé) ; **4/** dérapage de son plan d'investissement dans ses plateformes ; **5/** arrivée de nouveaux entrants/consolidation de gros acteurs ; **6/** arrivée de technologies de rupture où Worldpay ne serait pas positionné ; **7/** acquisitions dilutives.

## 2. Résumé – Conclusion

Worldpay (société anglaise créée en 1989, effectif d'environ 4 500 personnes) figure parmi les leaders des prestataires de services de paiement (n°5 dans le monde : PdM de 5%). Concrètement, son **cœur de métier est le traitement (processing) et l'acquisition d'ordres de paiement par cartes (acquiring) pour les marchands**, tant en magasin que via ses passerelles de paiement qui permettent d'accepter les paiements sur les sites d'e-commerce (payment gateway). Secondairement, elle fait de la location de TPE, fournit des outils de gestion des risques et de lutte contre la fraude, des services de trésorerie et des services d'analyse de données et d'optimisation. Le groupe est très exposé au **paiement en magasin au RU** (n°1 : PdM de 42%) **et aux US** (n°9 : PdM de 3%), et a une place de leader dans **l'e-commerce à la fois dans le monde** (PdM de 6%) **et en Europe** (PdM de 20%). Il a ses propres plateformes technologiques propriétaires (une pour le RU et l'e-commerce mondial, et une autre pour les US), qui permettent aux marchands d'accepter un large éventail de paiements électroniques via de multiples canaux (physique, en ligne et mobile).

**Nous estimons que ses fondamentaux ne sont pas très impressionnants pour du Paiement** (CA à +7% à pcc, marge d'EBE à 7% et génération de FCF légèrement positive) **en raison de : 1/** son positionnement très marchands physiques au RU et aux US (80% de son CA 2014), qui sont des marchés difficiles ; **2/** un manque d'effet taille aux US, qui ne lui permet pas de dégager un fort effet de levier (marché fragmenté) ; **3/** des investissements dans ses plateformes propriétaires qui ont dérapé au fil des ans et continuent à peser sur ses chiffres (cela devrait être le cas jusqu'à 2016e); et **4/** par voie de conséquence, un FCF négatif ou faible jusqu'à présent. **En revanche, ses points forts sont : 1/** une croissance organique du CA historiquement résiliente (en ligne avec l'évolution du nombre de transactions électroniques, et taux de rétention des clients élevé) ; **2/** une position de leader indiscutable dans le paiement physique au RU (effet taille qui lui permet de surperformer la croissance du PIB local) ; **3/** un pionnier dans l'e-commerce, avec une position de leader sur ce marché en forte croissance (en Europe et dans le monde) ; et **4/** une société qui met l'accent sur l'innovation et le développement (investissement dans ses plateformes technologiques, croissance externe et recrutements...), ce qui devrait finir par payer à moyen terme (levier opérationnel puis sur le FCF).

**Worldpay n'est donc pas une histoire de croissance mais plutôt de progression de marges à moyen terme** (via la fin de son plan d'investissement de 500 M£ dans ses plateformes qui devrait intervenir début 2017e, et la montée du e-commerce dans son mix). Cela dit, le groupe n'a encore rien prouvé puisque nous attendons en 2015e un 4<sup>ème</sup> exercice en perte nette (le 08/03 avant Bourse).

**Pour juger la valorisation de Worldpay, nous conseillons aux investisseurs de se concentrer sur les ratios VE/CA et VE/EBE jusqu'en 2016e**, en raison des investissements sur ses plateformes qui gonflent les capex et les D&A, et viennent donc inflater les ratios VE/ROC et P/E (nous appliquons la même méthodologie sur Worldline). **A partir de 2017e, nous pourrions raisonner en PEG** c.à.d. comparer le P/E à la croissance des BPA (méthodologie que nous utilisons sur Ingenico et Wirecard).

**Nous initions la couverture de Worldpay avec une opinion Neutre et une FV de 290p (potentiel de -7%).** Si Worldpay entre dans la thématique du paiement/sécurité et que son offre correspond bien à la demande actuelle des marchands (solution multicanale), **le titre se paie cher par rapport à ses pairs** (prime de 22% sur 2016/17e). **Nous estimons que le marché a déjà joué l'histoire de récurrence du CA et de remontée des marges de Worldpay** (depuis son IPO, le 13/10/15, l'action a progressé de 30%). Au cours actuel, le titre n'a pas le droit à l'erreur, d'autant que nous n'anticipons pas de potentiel de révision à la hausse de nos BPA ou de ceux du consensus sur 2016/17e.

Nous présentons ci-dessous un tableau de comparaison des KPIs des acteurs européen du paiement, en intégrant Equens aux chiffres de Worldline à partir de mi-mai et en harmonisant les reportings de CA (le CA brut permet de comparer les marges et les VE/CA des acteurs).

**Fig. 1: Comparaison des acteurs européens du Paiement à iso-reporting 2016e**

FY16e (m – local currency)	Worldpay (Neutral, 290p)	Wirecard (Buy, EUR52)	Worldline (Buy, EUR29)	Ingenico Group (Buy, EUR150)
Revenue (i.e. gross revenue)	4,280.0	1,005.6	1,509.5	2,444.2
LFL growth	7.0%	20.8%	4.8%	11.7%
EBITDA	402.3	304.3	282.7	580.5
Margin	9.4%	30.3%	18.7%	23.8%
Underly. EBIT	376.6	269.1	202.5	507.2
Margin	8.8%	26.8%	13.4%	14.4%
Rest. attrib. net income	233.8	225.9	133.2	327.9
Margin	5.5%	22.5%	8.8%	13.4%
Payout ratio	25.0%	8.6%	25.0%	35.0%
FCF/Underly. EBIT	30.9%	43.6%	65.3%	68.4%
Gearing	146.7%	-33.9%	-49.1%	5.9%
EV/sales (x)	1.8	5.2	1.6	2.8
EV/EBITDA (x)	18.6	17.3	8.7	11.6
P/E (x)	26.8	25.4	22.1	20.4

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous conseillons aux investisseurs de plutôt jouer les thèmes du paiement et de la sécurité à travers Ingenico Group, Wirecard et Worldline.

**Wirecard (Achat, FV à 52 €, 100% paiement, Top Pick T1).** Le groupe a les meilleurs fondamentaux du secteur grâce à son positionnement e-commerce (pure-player) et pays émergents. C'est le seul acteur à être allé chercher la croissance du e-commerce là où elle est, c.à.d. en Asie du sud-est (28% de son CA). Nous pensons que le décollage du commerce en ligne arrivera véritablement cette année dans les pays développés. Wirecard en profitera en Europe où il est n°2. En revanche, il ne peut plus être absent de l'Amérique. Nous pensons donc qu'il fera une acquisition ou un partenariat sur ce continent cette année (en Amérique du nord ou du sud, les deux sont intéressants dans le e-commerce ; il est en situation de trésorerie nette) afin d'avoir une présence globale. **P/E 2016 de 25x vs BPA à +38%.**

**Worldline (Achat, FV à 29 €, 77% paiement, Top Pick T1).** Alors que le groupe n'était pas véritablement considéré comme un acteur du paiement, l'acquisition d'Equens le propulse désormais à la 1<sup>ère</sup> place des PSP en Europe (en CA). D'autre part, cette opération ayant nécessité très peu de cash out (car sous forme de JV), le groupe garde une flexibilité financière intacte pour réaliser d'autres croissances externes. Chaque acquisition supplémentaire permettra au groupe de mieux valoriser son exposition au paiement. **Le titre se paie 8,7x en VE/EBE (en consolidant Equens à mi-mai) vs 12x pour un acteur du paiement physique, c.à.d. une décote injustifiée de 28%.**

**Ingenico Group (Achat, FV à 150 €, 100% paiement).** La société avec l'offre commerciale la plus séduisante pour le marchand, c.à.d. capable de lui fournir une solution Paiement clé en main : les terminaux de paiement, la sécurité et les services de transactions (que ce soit en magasin ou par Internet via une passerelle de paiement en ligne). Nous estimons que le groupe a une visibilité sur son activité TPE jusqu'à 2017e et qu'au-delà son activité Services de paiement prendra le relais (cela nécessitera deux acquisitions de 300 M€ de CA chacune ; il a les moyen de les faire en cash). Le groupe aura ainsi un mix de CA équilibré à moyen terme (50% TPE / 50% Services vs. 70% TPE et 30% Services actuellement) et plus récurrent (65%e vs. 45% actuellement), sur lequel il aura un levier opérationnel (mutualisation de ses plateformes). **P/E 2016 de 20x vs BPA à +22%.**



### 3. Le titre n'offre pas de potentiel

L'action affiche une progression de 30% depuis son introduction en Bourse en octobre dernier. **Nous estimons que la récurrence du CA du groupe, la montée en puissance du e-commerce dans son mix et le potentiel d'amélioration des marges** (visible dans l'EBE tant que les investissements dans ses plateformes ne sont pas terminés) **sont déjà intégrés dans le cours.**

**Nous initions la couverture de Worldpay avec une opinion Neutre et une Fair Value de 290p** (potentiel de -7%), issue de la moyenne de 3 méthodes.

**Fig. 2: Synthèses des différentes méthodes de valorisation (cours au 29/01/16)**

Pence	Valuation/share	Potential on last price
DCF	317	1%
Peer comparison	285	-9%
SOTP	268	-14%
<b>Equi-weighted average</b>	<b>290</b>	<b>-7%</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

#### 3.1. DCF : 317p

Notre valorisation par DCF repose sur les hypothèses suivantes :

- Un TMVA du CA 2016/2026e de 6,2% à pcc (+7,8% sur 2016/20e puis +4,6% sur 2021/26e), c.à.d. en ligne avec les géographies auxquelles il est exposé (TMVA 2015/19 à +7,3%e pour les transactions non-cash en valeur, source : Euromonitor). La croissance de son CA peut ne pas sembler forte (surtout dans l'acquiring physique au RU et aux Etats-Unis) mais elle a l'avantage d'être très résiliente (tendance de fond de la disparition progressive des espèces/chèques au profit du paiement électronique) et devrait profiter d'une exposition croissante au e-commerce.
- Une MOP moyenne de 9,1% sur 2016/2026e. Elle se décompose de la manière suivante : 6,1% en 2016e (vs 4,0% en 2015) avec une montée progressive jusqu'à un pic de 12,0% en 2021e, puis nous la faisons redescendre à 8,3% en 2026e. La marge sera tirée principalement par la progression du e-commerce, la fin de son plan d'investissement de 500 M£ sur sa plateforme propriétaire (fin du plan prévue début 2017e), et le levier sur le volume de transactions traitées.
- A moyen terme, nous attendons une absorption de fonds de roulement d'environ 20 M£ par an (sauf en 2015 qui a connu 2 éléments exceptionnels positifs sur le fonds de roulement : le transfert de grands clients de Worldpay UK à Worldpay B.V. et la baisse des commissions d'interchange). Et au-delà, nous faisons évoluer le BFR en ligne avec la croissance du CA.
- Des investissements nets à 4,1% du CA sur 2015/16e (liés aux investissements qu'il lui reste à investir dans ses plateformes propriétaires de paiement d'ici à début 2017e, dans le but de les moderniser et de les séparer définitivement des systèmes de RBS) puis un retour au niveau de capex normatif de 2,6% en moyenne au-delà (dont 50% nouveaux développements et 50% maintenance).
- Un taux d'IS moyen de 24% sur l'ensemble de la période. Il devrait passer de 27% en 2016e pour descendre progressivement à 23% (niveau normatif compte tenu de l'exposition géographique du groupe au RU dont le taux d'IS baisse).

- Un taux d'actualisation de 7,54%, avec un  $\beta$  de 1,0x (c.à.d. proche de la moyenne des  $\beta$  des sociétés comparables sous notre couverture : nous utilisons 0,94x pour Ingenico et Wirecard, et 1,0x pour Worldline), une prime de risque de 6,40% et un taux sans risque de 2,00%.
- Un taux de croissance à l'infini de 3% (utilisé pour nos autres sociétés du secteur) car le marché des paiements est en croissance régulière, avec une forte récurrence dans les services de transactions.

**Fig. 3: Calcul du taux d'actualisation**

Inputs	%
Risk free rate	2.00
Market risk premium	6.40
$\beta$ (x)	1.00
Return on capital	8.40
Cost of debt after tax	3.65
Market cap (GBPm)	6,250.0
Net debt 2015e	1,384.3
<b>WACC</b>	<b>7.54</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 4: Modèle des cash-flows actualisés**

GBPm	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Revenue (gross revenue)</b>	<b>4,280</b>	<b>4,622</b>	<b>4,992</b>	<b>5,392</b>	<b>5,823</b>	<b>6,114</b>	<b>6,420</b>	<b>6,741</b>	<b>7,010</b>	<b>7,291</b>
Y/Y change	7.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
<b>EBIT</b>	<b>261.1</b>	<b>353.2</b>	<b>435.3</b>	<b>490.6</b>	<b>553.2</b>	<b>733.7</b>	<b>706.2</b>	<b>674.1</b>	<b>630.9</b>	<b>605.1</b>
Margin	6.1%	7.6%	8.7%	9.1%	9.5%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%	8.3%
Tax rate	27.0%	26.0%	25.0%	24.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
EBIT after tax	190.6	261.3	326.5	372.9	425.9	564.9	543.8	519.0	485.8	466.0
+ Depreciation & amortisation	141.2	152.5	132.3	140.2	151.4	159.0	166.9	175.3	182.3	189.6
Cash flow from operations	331.8	413.9	458.8	513.1	577.3	723.9	710.7	694.3	668.1	655.5
- Net financial & tangible investments	-175.5	-124.8	-132.3	-140.2	-151.4	-159.0	-166.9	-175.3	-182.3	-189.6
- Change in WCR	0.0	-23.1	-17.5	-13.5	-14.6	-9.9	-9.8	-8.7	-5.9	-4.8
Free cash flow	156.3	266.0	309.0	359.4	411.4	555.0	534.0	510.4	479.9	461.2
<b>Discounted free cash flows</b>	<b>146.3</b>	<b>231.4</b>	<b>250.0</b>	<b>270.4</b>	<b>287.8</b>	<b>361.0</b>	<b>323.0</b>	<b>287.1</b>	<b>251.0</b>	<b>224.3</b>
Sum of discounted FCF	2,632.2									
+ Discounted terminal value	5,090.6									
- Net debt 2015e	-1,384.3									
- Minority interests, 2015e	0.0									
+ Financial fixed assets 2015e	3.2									
<b>Valuation</b>	<b>6,341.7</b>									
Number of shares fully diluted (m)	2,000.0									
<b>Value per share (p)</b>	<b>317.1</b>									

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 5: Sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini**

p	WACC				
<b>Growth rate to infinity</b>	<b>6.54%</b>	<b>7.04%</b>	<b>7.54%</b>	<b>8.04%</b>	<b>8.54%</b>
<b>2.00%</b>	346.3	303.9	269.1	240.1	215.5
<b>2.50%</b>	382.0	331.4	290.7	257.4	229.6
<b>3.00%</b>	427.9	365.6	<b>317.1</b>	278.1	245.2
<b>3.50%</b>	488.8	409.6	350.0	303.4	266.1
<b>4.00%</b>	573.8	468.1	392.2	335.0	290.3

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

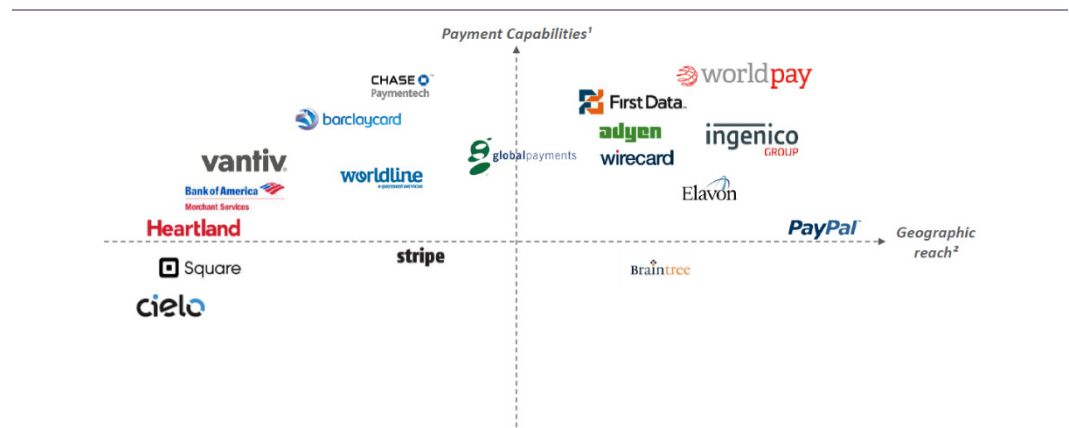
Par DCF, nous valorisons le titre à 317p par action (potentiel de 1%).



### 3.2. Comparables boursiers : 285p

Worldpay a pour concurrents les plus directs des acteurs mondiaux comme First Data, Global Payments (en processus d'acquisition d'Heartland Payment), Total System Services et Elavon. Au niveau local, ses concurrents sont Chase Paymentech, Vantiv, BarclayCard, Worldline (en processus d'acquisition d'Equens), Bank of America Merchant Services et Cielo. Et enfin, sur la partie e-commerce il fait face à Wirecard, Ingenico et Adyen. Dans une moindre mesure, il peut lui arriver d'être en concurrence avec des acteurs de niche comme Square, Stripe et Braintree.

**Fig. 6: Acteurs paiements : savoir-faire vs positionnement géographique**



<sup>1</sup> Indicative representation of position across the value chain (hardware, merchant acquiring, issuer processing, eCom gateway, etc.); Omni channel capabilities (online and offline); value added services (analytics, risk and fraud, etc.)

<sup>2</sup> Indicative representation of number of countries where the player has an office, number of countries where transactions are processed (or number of currencies processed) and revenues allocation between regions or countries

Source: Company.

**Malgré ce paysage concurrentiel riche, il n'a pas de comparables boursiers ayant un profil parfaitement similaire au sien.** Nous estimons que First Data est celui qui s'en rapproche le plus, aux différences près que ce dernier a une exposition géographique bien plus pondérée sur les US, et qu'une grande partie du volume de transactions traité par First Data vient des banques acquéreuses (ex : Bank of America, Wells Fargo, Lloyds) alors que Worldpay a un contact direct avec les commerçants. Au passage, notons que Worldpay dit ne pas avoir de clients en commun avec lui dans son top 10.

**Notre échantillon est composé d'acteurs exposés aux services de paiement** (ils sont tous positionnés sur au moins une des activités d'acquisition et/ou de traitement des paiements, que ce soit en magasin ou en ligne) **ou ayant un business model similaire dans les paiements.**

- **Les acteurs européens exposés aux services de paiement :** Ingenico, Wirecard et Worldline.
- **Les acteurs américains exposés aux services de paiement :** First Data, Global Payments, Heartland Payment, Total System Services, PayPal, Vantiv, mais aussi Cielo (Amérique latine).
- **Les réseaux de cartes de paiement :** Visa et MasterCard, qui ont un business model similaire à Worldpay (c.à.d. la perception de commissions par transaction).

Nous avons retenus les multiples VE/CA (CA brut pour les acteurs de la catégorie 1 et le CA net pour les acteurs de la catégorie 2), VE/EBE et P/E sur 2016/17e.

**Fig. 7: Multiples des comparables boursiers de Worldpay (cours au 29/01/16)**

x	EV/sales 16e	EV/sales 17e	EV/EBITDA 16e	EV/EBITDA 17e	P/E 16e	P/E 17e
Ingenico Group	2.8	2.4	11.6	9.7	20.4	17.5
Wirecard	5.2	4.2	17.3	13.5	25.4	20.1
Worldline <sup>1</sup>	1.6	1.4	8.7	6.9	22.1	18.7
First Data	2.6	2.3	6.9	6.0	9.9	8.3
Total System Services	2.8	2.7	9.2	8.6	15.4	14.1
PayPal	3.6	3.0	13.6	11.0	24.3	20.4
<b>Average of the Category 1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>11.2</b>	<b>9.3</b>	<b>19.6</b>	<b>16.5</b>
Worldpay	1.8	1.6	18.6	14.4	26.8	22.9
<b>Worldpay vs. Category 1</b>						
<b>Premium + / discount -</b>	<b>-44</b>	<b>-40</b>	<b>66%</b>	<b>55%</b>	<b>37%</b>	<b>38%</b>
Global Payments	3.6	3.4	11.2	10.3	19.7	17.6
Heartland Payment	4.1	3.8	14.1	12.9	27.5	24.0
Vantiv	5.0	4.4	10.2	8.8	18.1	16.1
Cielo	5.4	4.8	11.4	10.1	15.7	13.7
Visa	8.9	8.0	12.8	11.3	26.4	22.8
MasterCard	8.7	7.9	14.8	13.2	24.1	20.7
<b>Average of the Category 2</b>	<b>6.0</b>	<b>5.4</b>	<b>12.4</b>	<b>11.1</b>	<b>21.9</b>	<b>19.2</b>
Worldpay	7.0	6.2	18.6	14.4	26.8	22.9
<b>Worldpay vs. Category 2</b>						
<b>Premium + / discount -</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>50%</b>	<b>30%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>
<b>Worldpay vs. Categories 1 &amp; 2</b>						
<b>Premium + / discount -</b>	<b>-13%</b>	<b>-13%</b>	<b>58%</b>	<b>42%</b>	<b>29%</b>	<b>28%</b>

<sup>1</sup> We have calculated Worldline's gross sales and have included the acquisition of Equens as of mid-May 2016.

Sources: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co est.

Worldpay affiche une **prime moyenne de 22% vs ses comparables boursiers sur 2016/17e**. En appliquant la moyenne des multiples VE/CA, VE/EBE et P/E, nous valorisons le titre Worldpay à **285p/action** (potentiel de -9%).

**Dans les années à venir, nous pensons que Worldpay bénéficiera en organique de l'investissement actuel dans ses plateformes propriétaires** (il a véritablement débuté en 2012, via l'investissement dans un nouveau data center à Londres, puis a dérapé tant en termes de budget que d'achèvement : coût total d'environ 500 M€, avec une fin attendue début 2017e ; en attendant, cela pèse sur le montant des DAP et des capex). **Il pourrait même faire de la croissance externe** (il vise généralement une région géographique ou une technologie : a priori, il n'a pas de cible en vue à court terme et sa situation financière ne lui permet pas de faire des grosses opérations). **En revanche la progression des multiples aux niveaux actuels nous semble déjà intégrer le potentiel de bonnes surprises qui pourrait arriver sur les 12 prochains mois.**

### 3.3. Somme des parties : 268p

D'après nous, les types d'acteurs pouvant avoir un intérêt pour une société technologique fournissant des services de paiements comme Worldpay sont :

- Des concurrents directs ou acteurs du paiement physique souhaitant disposer d'une offre multicanale et ou élargir leur base de clients.
- Des réseaux de cartes de paiement ou encore des émetteurs de cartes souhaitant enrichir leurs contenus digitaux et s'exposer à plus de risques.
- Des plateformes publicitaires/réseaux sociaux cherchant des solutions de paiement intégrées.
- Des fournisseurs de porte-monnaie électronique cherchant à changer de dimension.

**Fig. 8: Les potentiels acquéreurs d'un groupe comme Worldpay**

Who?	Direct competitors	Card network or issuing banks	Ad platforms/Social networks	e-wallets providers
Why?	Create/reinforce a multichannel offer	Increase digital mix (offense) and defend turf (defense)	Improve conversion	Add scale and global acceptance
Examples	Global Payment, First Data, Ingenico Group...	Global banks, Visa, MasterCard, Discover...	Facebook, Google, Microsoft...	PayPal, Alipay, Apple, Amazon, Google, Microsoft, Samsung...

Source: Bryan, Garnier & Co.

Notons que dans les services de paiements, les dernières transactions se sont faites sur un multiple de VE/EBE de 15,2x contre 21,9x et 18,6x pour Worldpay au cours actuel sur 2015e et 2016e.

**Fig. 9: Les dernières opérations de M&A dans les services de paiements**

Date	Target	Acquirer	Country	EV (EURm)	EBITDA multiple (x)
Dec-09	Worldpay	Bain Capital/Advent	UK	2,030	8.2
Nov-09	Easycash	Ingenico Group	Germany	284	13.0
Apr-10	Mercury Payment Syst.	Sylver Lake	USA	726	14.8
Aug-10	DataCash	MasterCard	UK	520	19.5
Dec-10	Loyalty Partner	American Express	Germany	496	10.8
Jan-13	Ogone	Ingenico Group	Belgium	360	29.0
Feb-13	NetSpend	Total System Services	USA	1,400	14.6
Aug-13	Skrill	CVC Capital Partners	UK	600	12.0
Jan-14	PayPros	Global Payments	USA	420	19.1
Mar-14	NETS	Bain Capital/Advent/ATP	Denmark	2,300	12.4
May-14	Mercury Payment Syst.	Vantiv	USA	1650	17.7
Oct-14	DIBS	NETS	Sweden	790	17.9
Oct-14	GlobalCollect	Ingenico Group	Netherlands	820	16.4
Oct-14	TransFirst	Vista Equity Partners	USA	1,500	13.2
Mar-15	Skrill	Optimal Payments	UK	1,100	13.5
May-15	ICBPI	Bain Capital/Advent/Clessidra	Italy	2,150	11.0
Nov-15	Equens <sup>1</sup>	Worldline	Netherlands	1,490	11.8
Dec-15	Heartland Payment Syst.	Global Payments	USA	3,957	18.1
<b>Average</b>					<b>15.2</b>

<sup>1</sup> full price estimated i.e. cash out (Paysquare + transaction and reorganization costs) and buyout of 100% of the JV (Equens Worldline).

Source: Bryan, Garnier & Co.

Il est intéressant de constater que les opérations sur des **acteurs du traitement de l'émission de cartes bancaires se font à 10-12x**, celles sur les **acquéreurs commerçants physiques à 12-15x** (55% de l'EBE 2016e de Worldpay), et celles sur les **acteurs online à 15x+ et même de plus en plus 17x+** (45% de l'EBE 2016 de Worldpay).

**Fig. 10: Somme des parties**

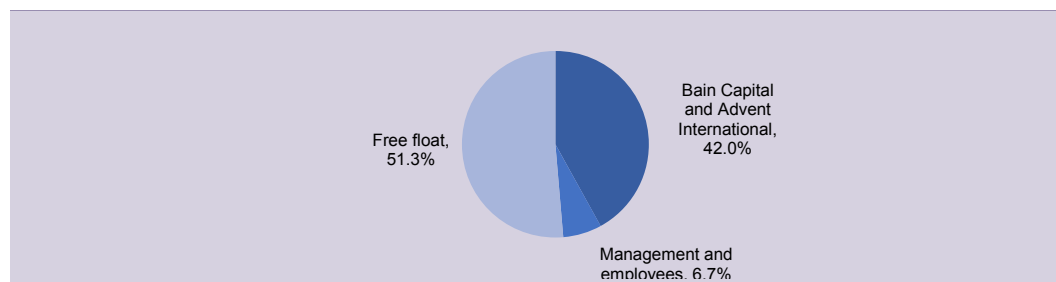
GBPm	2016e
<b>Worldpay's EBITDA</b>	<b>402.3</b>
EV/EBITDA for Physical Acquiring after a 12.5% premium (55% of Worldpay's EBITDA)	15.2x
EV/EBITDA for Online (45% of Worldpay's EBITDA)	17.8x
<b>Weighted average (100%)</b>	<b>16.4x</b>
<b>EV</b>	<b>6,587.7</b>
- Net debt	-1,232.1
<b>Valuation</b>	<b>5,355.6</b>
Number of shares fully diluted (m)	2,000.0
<b>Per share (p)</b>	<b>267.8</b>

Source: Bryan, Garnier & Co est.

Nous avons appliqué les multiples VE/EBE aux deux grands types d'activités de Worldpay : **1/activité acquiring physique** (Worldpay US et Worldpay UK), sachant que nous avons mis une prime de 12,5% sur ce ratio étant donnée la place enviée de leader de Worldpay au RU ; et **2/ activité online** (Global eCom). Avec cette SDP, nous valorisons Worldpay à **268p par action** (potentiel de -14%).

Notons que **les private equity ont été assez actifs dans le secteur des paiements** puisqu'ils ont réalisé un tiers des opérations de rachats ces 6 dernières années. D'ailleurs Worldpay est lui-même la **propriété des fonds américains Bain Capital et Advent International, qui ont pris 80% de son capital en 2010 auprès de RBS** pour une VE de 2,03 M£ (c.à.d. 3,9x le CA et 8,2x l'EBE). RBS a fini par revendre les 20% restants en novembre 2013, ce lui a permis de dégager une plus-value de 161 M£. **Post-introduction en Bourse, les fonds ont encore 42% du capital de Worldpay.**

**Fig. 11: Répartition de l'actionariat de Worldpay post-introduction en Bourse**



Source: Bryan, Garnier & Co est.

**Nous attendons une poursuite de la consolidation du secteur des paiements en Europe et aux US** (et en particulier l'e-commerce), un peu à l'image de ces dernières années dans le segment des paiements hardware. A titre d'exemple, en 2007 il y avait une vingtaine de fabricants au niveau mondial dans les terminaux de paiement, alors qu'aujourd'hui il ne reste véritablement plus qu'Ingenico et VeriFone. La forte croissance que connaît l'Asie du Sud-Est ces dernières années dans le online va arriver en Europe et aux US ces prochaines années (2016/17e). **Ingenico, Wirecard, Worldpay et Worldline font partie des consolidateurs naturels que nous identifions dans les**

services de paiement (principalement dans le online pour les 3 premiers et dans le physique pour le dernier).

### 3.4. Les dernières introductions en Bourse du secteur

En plus de l'IPO de Worldpay (le 13/10/15.), nous détaillons ci-dessous les **2 dernières introductions intervenues dans le secteur des Paiements, à savoir celles de First Data** (mi-octobre) **et de Square** (mi-novembre). Au global, nous pensons que **toutes ces opérations sont le reflet de l'intérêt des investisseurs pour les valeurs liées aux thématiques du Paiement et de la Sécurité** (les PSP en 1<sup>ère</sup> ligne).

- **Introduction en Bourse de Worldpay** : cf. partie 4.1 « De Streamline au Worldpay d'aujourd'hui ».
- **Introduction en Bourse de First Data** : KKR s'est engagé dans le processus d'introduction en Bourse de First Data (8 ans après son investissement dans la société, qui a été le plus important de son histoire), qu'il continuera à détenir largement même après cette opération. Il a levé 2,5 Md\$ sur le marché. Rappelons que le fonds de private equity américain l'avait racheté en 2007 pour environ 26 Md\$ via un LBO (et il a même réinjecté 1,2 Md l'an dernier). Rappelons que First Data (spin-off de d'American Express en 1992) s'est fait un nom en fournissant des services de traitement des paiements et des technologies aux marchands. Mais depuis son rachat par KKR, juste avant le début de la crise financière, le groupe a connu des difficultés (notamment obéré par une dette de 21 Md\$). Depuis 2013, il s'est concentré pour rester dans la course dans un environnement des paiements qui a beaucoup évolué. First Data a notamment acquis la start-up Clover (développeur d'une suite de produits intégrés basée sur le cloud, pour recevoir les paiements) qui lui a permis de regagner des parts de marché auprès des petits commerçants ; Perka qui aide les détaillants à gérer leurs programmes de fidélité clients ; et la start-up Gyft spécialisée dans les cartes cadeaux. Il a également signé un partenariat avec Apple, à qui elle fournit la technologie de chiffrement derrière l'Apple Pay. Le groupe semble avoir des ambitions dans des segments tels que la cyber sécurité ou encore l'analyse de données. Pour mémoire, First Data a déjà été cotée dans le passé (entre avril 1992 et septembre 2007).

L'introduction de First Data s'est faite mi-octobre dernier au cours de 16 \$ (vs fourchette resserrée à 16/17 \$ par action vs 18/20 \$ initialement). Sa capitalisation actuelle est de 2,4 Md\$.

**Fig. 12: Quelques chiffres 2014 sur First Data**

Company	First Data
Business	The company provides payments processing services and technology to merchants.
<b>USDbn</b>	<b>FY14</b>
Revenue	11.2
Y/Y change	3.2%
Underlying EBITDA	2.7
Margin	8.7%

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co ests.

- **Introduction en Bourse de Square** : Rappelons que Square est spécialisé dans le paiement mobile et qu'elle a déclaré avoir traité 30 Md\$ de transactions de paiement en 2014. Le groupe s'est confidentiellement engagé dans un projet d'introduction en Bourse en début d'année 2015. En effet, les sociétés dont le CA est inférieur à 1 Md\$ peuvent présenter un dossier d'introduction

en Bourse de manière privée auprès de la SEC. Des rumeurs sur sa potentielle introduction en Bourse avaient déjà commencé il y a deux ans, mais c'est désormais chose faite. Le groupe a levé 243 M\$ sur le marché dans le but de couvrir ses pertes.

L'introduction de Square s'est faite mi-novembre dernier au cours de 9 \$ par action (vs fourchette de 11/13 \$ par action et prix de son dernier tour de table privé à 15,5 \$ en 2014). La capitalisation actuelle de Square est de 272 M\$.

**Fig. 13: Quelques chiffres 2014 sur Square**

Company	Square
Business	The company provides mobile payment (m-POS), data analytics, and financial/marketing services to merchants.
<b>USDbn</b>	<b>FY14</b>
Revenue	0.85
Y/Y change	+54%
Underlying EBITDA	-0.068

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co ests.



## 4. WPG : de pionnier à acteur installé

### 4.1. De Streamline au Worldpay d'aujourd'hui

L'histoire de Worldpay remonte à 1989 lorsqu'il s'appelait Streamline et qu'il n'était qu'un PSP exposé au RU, dont l'activité concernait essentiellement les transactions électroniques physiques (en magasin). Streamline était la division acquéreur commerçant de NatWest au RU. Elle a joué un rôle moteur dans les premiers déploiements de la norme EMV pour les cartes de paiement dans cette zone. WorldPay était la partie dédiée au paiement en ligne, et a été l'un des précurseurs (dès 1994) dans le traitement de ce type de transactions au RU. RBS a fusionné avec NatWest en 2000 puis a acquis WorldPay en 2002 (et l'a dès lors renommé RBS WorldPay). Streamline et WorldPay se sont alors associées tout en fonctionnant en marques distinctes. Cette année-là, WorldPay a même figuré parmi les 1<sup>ers</sup> fournisseurs de paiement sur Internet. Au cours des 8 années qui suivirent, le groupe a développé son activité en organique et par croissance externe (ex : Bibit aux Pays-Bas, et Lynk et PaymentTrust aux Etats-Unis). En 2010, RBS WorldPay est devenu le plus important fournisseur de solutions de traitement des paiements en Europe et l'un des 1<sup>ers</sup> dans le monde. Fin 2010, RBS a cédé Worldpay aux fonds de private equity Bain Capital et Advent International pour 2,03 Md£ (VE/CA de 3,9x et VE/EBE de 8,2x). Cette même année, il a été le 1<sup>er</sup> membre non bancaire de Visa Europe et de MasterCard.

**Fig. 14: La transformation de RBS Worldpay (2002) au Worldpay d'aujourd'hui**

RBS Worldpay	Worldpay (now)	Conclusion/demonstration
Payments as a banking-led activity	Payments as a banking-led activity	⇒ Industry development
A division of a division	Innovative payments technology company	⇒ Clear strategy direction
Aging technology platform	Modern technology	⇒ Rebuilt leadership
Underinvested managed for cash	Highly invested for long-term growth	⇒ >GBP1bn invested
Strong customer heritage and global scale	Strengthened customer proposition	⇒ +2,500 people hired
First mover position in eCommerce	Problem solving culture	
⇒ Drifting	⇒ 11% underlying EBITDA growth	⇒ Efforts to rectify the situation

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

Notons que **de 2010 à 2014, le groupe a fait 7 acquisitions** pour un prix total de 308 M£ (dont ~53% sur la période 2012/14), sachant que **la majeure partie d'entre elles perdaient de l'argent**. Au final, Worldpay ne cherche généralement pas à acheter du CA mais plutôt à **se doter de régions géographiques nouvelles et/ou de technologies qui lui manquent** (ex : Cobre Bem au Brésil ou encore Century aux US).

**Fig. 15: Acquisitions de Worldpay ces 10 dernières années (en M£)**

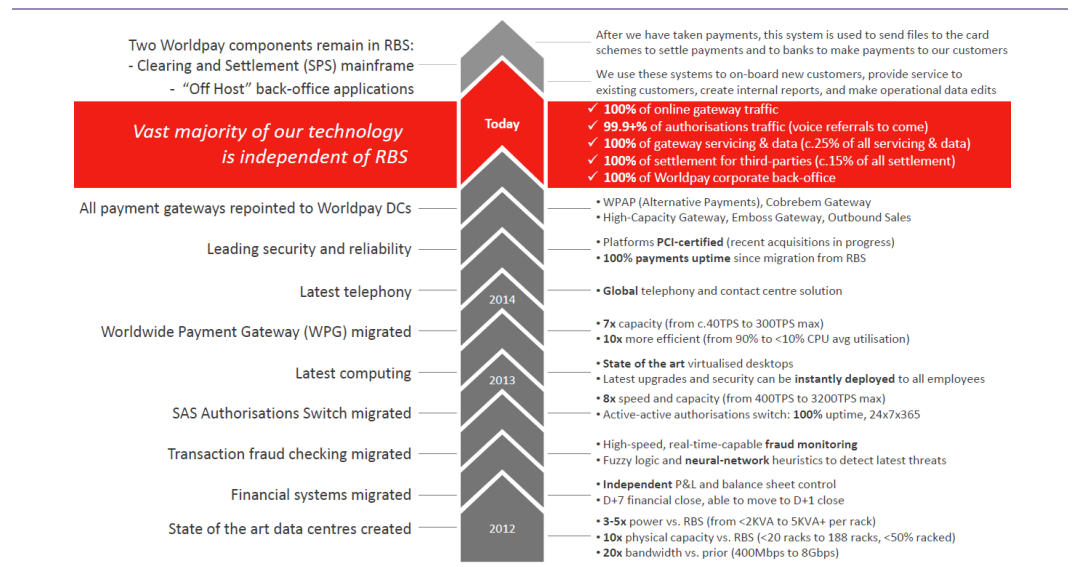
Date	Target company	Network	Geography	EV
2004	Bibit	Ecommerce	Netherlands	N/A
2004	Lynk	Local POS	US	288.5
2006	RiskGuardian	Ecommerce	US/UK	N/A
2006	PaymentTrust	Ecommerce	UK	N/A
2010	CardSave	Local POS	UK	71.0
2011	Envoy Services	Ecommerce	Global	74.0
2013	YESpay	Local POS	UK	23.6
2013	Century Payments	Local POS	US	54.5
2014	Cobre Bem Technologia	Ecommerce	Brazil	5.9
2014	Pazien	Ecommerce	US	3.5
2014	SecureNet	Omnichannel	US	75.3

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

L’an dernier, le 13/10/15, les fonds Bain et Advent ont choisi de coter Worldpay au LSE (plus importante IPO jamais réalisée par des private equity au RU et la plus importante jamais réalisée là-bas depuis celle de Royal Mail en 2013). Elle s’est faite au cours de 240p par action (fourchette resserrée à 235/250p vs 225/260p initialement), soit une capitalisation boursière de 4,8 Md£. La capitalisation actuelle de Worldpay est de 6,3 Md£ (VE de 7,6 Md£, soit 16% supérieure à l’offre présumée d’Ingenico de 6,6 Md£) et le titre a intégré le FTSE-100 le 18/12/15.

Worldpay fait partie des leaders mondiaux indépendants des services de traitement/acquisition des paiements. Comme beaucoup d’acteurs de ce secteur, il a ses propres plateformes technologiques propriétaires sécurisées (une dédiée au RU et à l’e-commerce au niveau mondial, et l’autre aux US) permettant d’accepter une grande variété de paiements électroniques chez les marchands et de traiter les transactions, issus de multiples canaux dans le monde (physique, en ligne et mobile). Depuis qu’il est devenu indépendant, Worldpay a investi plus d’1 Md£ dans son activité, dont environ 400 M£ dans la technologie (programme qui a véritablement débuté en 2012 et qui devrait prendre fin début 2017e, ce qui gonfle naturellement ses DAP et capex sur cette période) afin de moderniser ses plateformes, se séparer définitivement de Royal Bank Scotland et préparer le futur. Il lui reste encore 100 M£ à investir d’ici fin 2016e, soit 20% du budget total estimé à 500 M£.

**Fig. 16: Evolution de la technologie chez Worldpay (de 2012 à aujourd’hui)**



Source: Company.

Le groupe avait visiblement sous-estimé son projet de séparation des systèmes de RBS. Actuellement, il reste encore dépend d’eux sur les parties d’applications back office et de compensation/règlement (essentiellement pour les marchands du RU).

**Fig. 17: L’investissement de Worldpay dans sa plateforme a dérapé (temps + coût)**

Number of slippages	Cost estimated by Worldpay (GBPm)	Completion date estimated
Initial plan	200	-
1st postponement	320	2013
2nd postponement	395	2015
3rd postponement	500	2016

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

## Worldpay

Cette nouvelle infrastructure va principalement lui permettre d'être **plus efficace** (plus de vitesse, de puissance, de fiabilité et de sécurité) et de pouvoir **faire face à plus de volumes de transaction à moindres coûts** (coût marginal d'une nouvelle transaction quasi nul, faibles coûts pour entrer sur une nouvelle géographie, et davantage de souplesse dans l'absorption des pics d'activité).

**Fig. 18: Sa plateforme propriétaire va offrir plus de fonctionnalités**

Global	Build for payments	Onmi-channel	Real-time	Data rich	Fast and elegant
Configurable for almost any geography, currency, region or combination	For diverse means of value exchange: cards, alternatives, crypto-currencies	Connections across multiple devices, applications or channels	Configuring for the internet age: real-time, event-driven and available	Deep, granular data at each step of the transaction, in a high capacity data store	Configurable at speed: fast to deliver new products and markets

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

Worldpay va, ainsi, pouvoir s'adapter aux nouveaux projets et aux prochaines mutations du marché.

**Fig. 19: Une architecture prête pour attaquer les nouveaux projets**

Series 2 BINs	EU regulations	Australia – change of BINs
<ul style="list-style-type: none"> <li>• MasterCard are introducing cards starting with a "2" instead of a "5"</li> <li>• Old platform had "5" hard coded into its rules requiring every line of code to be checked</li> <li>• New platform has a simple table change</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EU regulation changes require extending IC++, IC capping, MSC rate capping and providing granular MI</li> <li>• Old platform requires a fundamental code change</li> <li>• New platform requires small changes in Clearing and Billing Engines</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Our Australian scheme licences required BIN / ICAs to be changed</li> <li>• Old platform required code change</li> <li>• New platform required table changes</li> </ul>

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

## 4.2. Bien comprendre les activités de Worldpay

Worldpay est une FinTech, c.à.d. une société de logiciels qui opère dans le domaine des **paiements** (fournisseur de technologies et de solutions) à destination des professionnels (commerçants). **Son cœur de métier est le traitement (processing) et l'acquisition des ordres de paiement par cartes (acquiring) pour les marchands** (des petits/moyens marchands aux gros distributeurs). Sa présence est tant en magasin qu'au travers de passerelles de paiement qui permettent d'accepter les transactions sur les sites d'e-commerce (payment gateway). **Secondairement, elle fait de la location de TPE, fournit des outils de gestion des risques et de lutte contre la fraude, des services de trésorerie** (gestion des devises, en évitant les étapes bancaires multiples et autres frais inutiles) **et des services d'analyse de données et d'optimisation.**

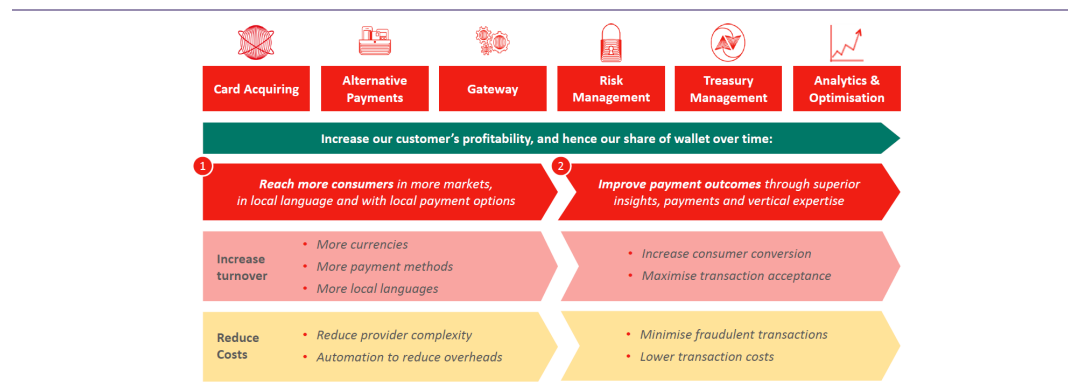
**Fig. 20: Le positionnement de Worldpay dans la chaîne de valeur du paiement**

Issuing transaction processing	Services to cardholders and issuers	Automated clearing house	Credit/debit transfers	Services to merchants	Acquiring transaction processing	Commercial acquiring	Acceptance POS / ecommerce	Services to digital businesses
					●	●	●	●

Source: Bryan, Garnier & Co.

**Worldpay a une expérience de 30 ans dans le domaine des paiements.** Il a été un pionnier du paiement par carte, du traitement multidevises, du paiement en ligne et du sans contact, et nous estimons qu'il a aujourd'hui une **offre et une technologie qui répondent bien à la problématique des marchands.** Ces derniers recherchent une solution multicanale (ou omnicanale) offrant une expérience d'achat sécurisée et fluide. **Le but du marchand étant d'accroître le potentiel de son activité commerciale** (capacité d'acquisition transfrontalière associée à de l'acquisition domestique) **tout en contrôlant ses coûts** (amélioration du taux d'acceptation des paiements, réduction de la fraude, réduction des coûts de transaction). **En ce qui concerne le mobile et l'analyse de données, nous considérons que Worldpay a un niveau convenable mais est en retard sur la concurrence.**

**Fig. 21: L'offre commerciale de Worldpay aujourd'hui**



Source: Company.

**Le groupe compte un effectif d'environ 4 500 personnes (dont ~1 200 ingénieurs)** dans 25 bureaux répartis dans 11 pays en Amérique, Europe et Asie (RU, États-Unis, Inde, Canada, mais aussi Brésil, Mexique, Argentine, Japon, Chine, Suède, Pays-Bas et Singapour). Il dispose d'un **portefeuille de plus de 400 000 clients**, couvre environ 146 pays (dont 50 où il est acquéreur local : cela lui permet parfois de réduire les commissions d'interchange et de schémas de cartes, et ainsi d'avoir des solutions très compétitives), gère plus de 126 devises de transactions, et permet d'accepter 326 moyens de paiements alternatifs (fonction des pays et des juridictions locales). **Son réseau est capable d'accepter des paiements dans un périmètre géographique représentant plus de 99 % du PIB mondial.**

**Fig. 22: Le réseau mondial de Worldpay**



Source: Company.

Worldpay a l'habitude de travailler avec les groupes de commerce de détail parmi les plus importants du RU, mais aussi de centaines de milliers de PME au RU et aux États-Unis (ex : plus de 16 000 salons de coiffure, plus de 24 000 restaurants et plus de 9 000 pubs au RU), ainsi que des entreprises internationales de e-commerce. En 2014, il a traité environ 370 Md£, soit 11,5 Md de transactions (31,5 M/jour) d'une valeur moyenne de 32,2 £/transaction.

**Fig. 23: Indicateurs de performances de Worldpay de 2012 à 2014**

Metrics	2012	2013	2014
Total transaction (m)	9,020.0	9,905.0	11,476.0
Total transaction value (GBPbn)	316.7	343.1	369.5
Average transaction value (GBP)	35.1	34.6	32.2
Revenue as a percentage of total transaction value (%)	0.97	0.98	0.98
Net revenue as a percentage of total transaction value (%)	0.23	0.23	0.23
Card not present mix (%)	37.2	39.5	40.9

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

Son top 10 clients représente 11,5% de son CA net 2014 (c.à.d. hors prise en compte des commissions d'interchange et de celles des schémas de paiement) et son top 50 pèse 21,3%, sachant qu'aucun d'entre eux ne pèse plus de 3%.

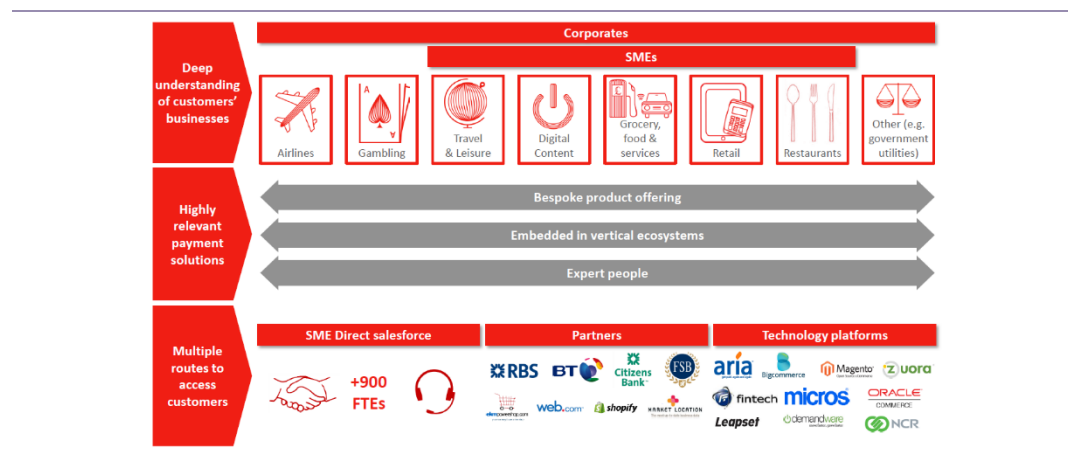
Au passage, notons que son large portefeuille de clients existants est source de récurrence (les clients avec qui il travaille depuis 4 ans et plus génèrent 66% de son CA brut) et est captif (taux de rétention sur le profit net de plus de 93% en 2014 au niveau groupe, dont 99% sur la clientèle de grands comptes et 99,3% sur le segment e-commerce).

**Fig. 24: Les clients sur des contrats de plus de 4 ans pèsent 66% de son CA brut**

Customers with a tenure of	0-1 year	1-2 years	2-4 years	4 years+
% of gross revenue generated	4%	10%	20%	66%

Source: Company.

**Fig. 25: Une approche go-to-market sur des verticaux particuliers**



Source: Company.

Le groupe se distingue des autres PSP européens par ses positions fortes au RU (où il est leader) et aux États-Unis dans le paiement en magasin, sachant qu'il est le plus gros acteur dans l'e-commerce en Europe continentale (devant le pure player Wirecard). Nous estimons que Worldpay

n'adresse que 40% du portefeuille potentiel de ses clients, en raison des règles de dual sourcing généralement pratiquées dans les services de paiements.

**Worldpay dispose de 3 divisions opérationnelles :**

- **Worldpay UK (34% du CA et 40% de l'EBE courant 2014) :** Worldpay a la 1<sup>ère</sup> PdM au RU (~42%e, des paiements par cartes au RU, basé sur le volume de transactions en magasins en 2014). Il fournit des solutions d'acceptation des paiements en magasin, en ligne (par ordinateur et mobile) et du paiement mobile pour environ 300 000 clients basés en Irlande et au RU. Son service s'adresse aussi bien aux grands groupes (Tesco, Asda...), qu'aux PME et aux micro-entreprises. Cette division a représenté 34% du CA total du groupe en 2014 et son CA net sous-jacent a augmenté à un TMVA de +9,5% sur les 3 derniers exercices. **Son principal concurrent dans cette région est Barclays.**
- **Worldpay US (46% du CA et 19% de l'EBE courant 2014) :** Worldpay fournit des solutions d'acceptation des paiements en magasin, en ligne (par ordinateur et mobile) et du paiement mobile pour des clients basés aux Etats-Unis. Son service s'adresse aux marchands basés aux États-Unis, avec une spécialisation dans les solutions de paiements intégrées pour les PME (environ 91 000 clients) et les solutions verticales spécifiques pour environ 11 000 clients (les épiceries, les pétroliers, la restauration et les industries du commerce de détail). Cette division a représenté 46% du CA total du groupe en 2014 et son CA net sous-jacent a augmenté à un TMVA de +2,9% (4,9% à tcc) sur les 3 derniers exercices. **Son principal concurrent dans cette région est Chase.**
- **Global eCom (20% du CA et 41% de l'EBE courant 2014) :** Worldpay a pour clients des grandes multinationales à forte croissance évoluant sur Internet (e-commerce) et gère leurs besoins complexes en termes de paiement (simplifiez les paiements en ligne en créant une expérience d'achat rapide et sécurisée). Il leur permet de qui permettent d'accepter les paiements par carte et moyens de paiements alternatifs sur les sites d'e-commerce (validation et règlement), fournit une large gamme de services multidevises (il permet de réduire jusqu'à 85% les frais associés aux paiements internationaux vs les circuits classiques). La grande majorité des quelques 1 600 clients de cette division repose sur 5 secteurs (Worldpay se concentre sur 70% du marché): le contenu numérique (25% du CA net 2014, PdM de 2%), le commerce de détail (19%, PdM de 3%), les compagnies aériennes (18%, PdM de 7%), les jeux règlementés (17%, PdM de 49%) et le voyage (7% : PdM de 6%). Cette division a représenté 20% du CA total du groupe en 2014 et son CA net sous-jacent a augmenté à un TMVA de +16,8% sur les 3 derniers exercices. **Ses principaux concurrents européens dans cette activité sont Ingenico Group et Wirecard.**



**Fig. 26: Description des trois divisions de Worldpay**

FY14	% of sales	% of underl. EBITDA	Description	Main Competitor
Worldpay UK	34	40	<ul style="list-style-type: none"> <li>• UK market leading multi-channel merchant acquirer and processor.</li> <li>• It provides local in-store, online and mobile payment acceptance solutions for UK-based merchants from large corporates to SMEs.</li> </ul>	Barclays
Worldpay US	46	19	<ul style="list-style-type: none"> <li>• US multi-channel merchant acquirer and processor.</li> <li>• It provides local in-store, online and mobile payment acceptance solutions for US-based merchants, with a focus on integrated payments for SMEs.</li> </ul>	Chase
Global eCom	20	41	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Provider of global internet payments solutions supporting payment to customers in different currencies (wide selection of potential electronic payment types in the global market).</li> <li>• It serves large and fast growing internet-led multinationals with complex payment needs.</li> </ul>	Ingenico Group, Wirecard
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>Provider of payments processing solutions to merchants</b>	<b>First Data</b>

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

Sur son cœur de métier, Worldpay collecte une commission (auprès des commerçants) qu'il enregistre en CA (CA brut). Celle-ci comprend sa propre commission d'acquéreur/processeur, mais aussi celles de la banque du consommateur et du réseau de cartes. Il perçoit aussi des revenus liés à la vente de ses outils de gestion des risques, des devises, et autres services à valeur ajoutée.

**Fig. 27: Source de revenus par métier de 2012 à 2014**

GBPm	2012	2013	2014
<b>Transaction service charges</b>	<b>2,755.5</b>	<b>3,007.1</b>	<b>3,209.7</b>
<i>Y/Y change</i>	-	9.1%	6.7%
<b>Terminal rental fees</b>	<b>63.5</b>	<b>69.2</b>	<b>67.6</b>
<i>Y/Y change</i>	-	9.0%	-2.3%
<b>Float income</b>	<b>5.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>
<i>Y/Y change</i>	-	-51.0%	-16.0%
<b>Foreign exchange charges</b>	<b>85.2</b>	<b>99.3</b>	<b>108.6</b>
<i>Y/Y change</i>	-	16.5%	9.4%
<b>Other ancillary income (e.g. gateway services and alternative payments)</b>	<b>167.3</b>	<b>200.4</b>	<b>238.6</b>
<i>Y/Y change</i>	-	19.8%	19.1%
<b>Total revenue</b>	<b>3,076.6</b>	<b>3,378.5</b>	<b>3,626.6</b>
<i>Y/Y change</i>	-	9.8%	7.3%

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

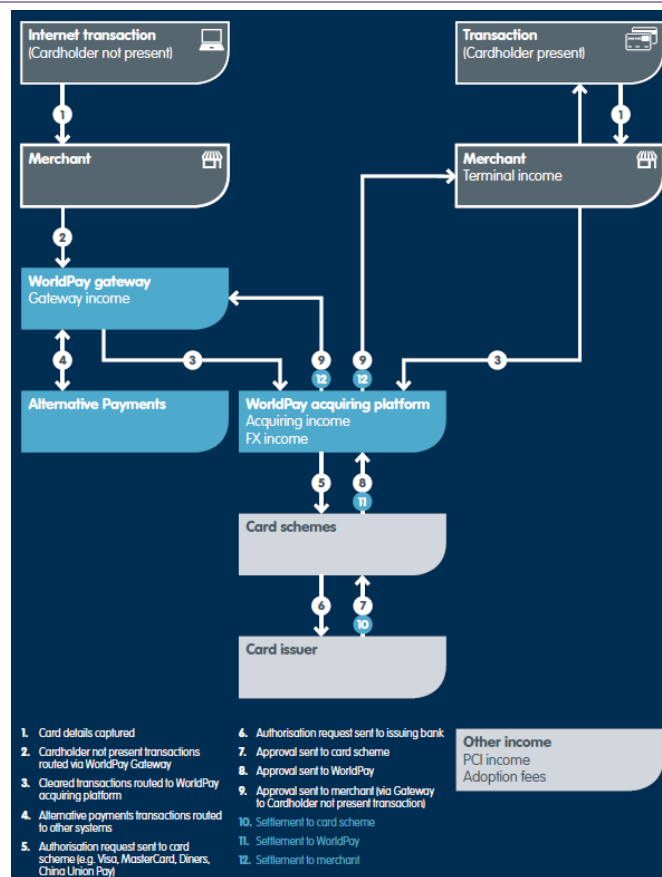
En raisonnant au niveau groupe dans son ensemble, nous calculons que Worldpay a touché une commission commerçant de 0,98% en moyenne sur la valeur de chaque transaction traitée en 2014 (CA classique, qui correspond au CA brut), incluant sa propre commission de 0,23% (CA net). Il est important de signaler que la majorité des acteurs raisonnent sur le CA brut, ce qui leur sert donc de dénominateur pour calculer leurs marges de profitabilité. Cf. partie 4.3 « Les pièges à éviter dans l'analyse des chiffres ».

**Fig. 28: Modèle de CA et de commission moyenne chez Worldpay**

GBPm	2012	2013	2014
<b>Transaction volume processed</b>	<b>316,700</b>	<b>343,100</b>	<b>369,500</b>
Y/Y growth	-	8.3%	7.7%
<b>Revenue (gross revenue)</b>	<b>3,076.6</b>	<b>3,378.5</b>	<b>3,626.6</b>
Y/Y growth	-	9.8%	7.3%
Y/Y organic growth	-	8.8%	9.2%
<b>Average fee per transaction processed (merchant service fee)</b>	<b>0.97%</b>	<b>0.98%</b>	<b>0.98%</b>
<b>Net revenue (revenue retained by Worldpay)</b>	<b>717.4</b>	<b>800.1</b>	<b>863.4</b>
Y/Y growth	-	11.5%	7.9%
Y/Y organic growth	-	9.9%	6.3%
<b>Average fee retained by Worldpay (merchant services fee - interchange and scheme fees)</b>	<b>0.23%</b>	<b>0.23%</b>	<b>0.23%</b>

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

**Fig. 29: Business model de Worldpay lors d'une transaction (magasin et en ligne)**



Source: Company.

Worldpay est aujourd'hui le **1<sup>er</sup> acquéreur commerçant au RU et en Europe** (grâce justement à sa PdM au RU). Il est également au **5<sup>ème</sup> rang mondial** des établissements permettant aux marchands d'accepter les paiements par cartes bancaires, dont le **9<sup>ème</sup> aux Etats-Unis**. Enfin, **dans l'e-commerce, nous estimons qu'il est le leader mondial et en Europe** (juste devant Wirecard).

**Fig. 30: Classement de Worldpay dans l'acquiring et l'e-commerce**

Worldpay	Ranking in acquiring	Market share (%)	Ranking in e-commerce	Market share (%)
Worldwide	#5	5%	#1	6%
Europe (of which UK)	#1 (#1)	20% (42%)	#1 (N/A)	20% (N/A)
US	#9	3%	N/A	N/A

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

En tant qu'acquéreur, il est important de noter que Worldpay peut porter un risque plus ou moins important de remboursement. Cela peut arriver en cas d'incapacité des commerçants ou des banques de règlement à faire face à leurs obligations contractuelles (pour les commerçants, ce risque est plus élevé dans les activités qui promettent des livraisons futures plutôt qu'une fourniture au moment du paiement) ou à rembourser les paiements associés. Prenons un exemple de différend de facturation entre un acheteur et un commerçant, et dont la résolution ne serait pas en faveur du marchand. Dans ce cas, l'opération contestée serait imputée à la banque du marchand et créditée/remboursée au consommateur. Si Worldpay ou ses banques sponsors sont incapables de se rembourser via le compte du commerçant (ou un compte de réserve, le cas échéant) ou si le marchand refuse ou est financièrement incapable (par ex, en cas de faillite) de rembourser sa banque, Worldpay devra supporter cette perte. **Le groupe évalue lui-même son risque éventuel (à tout moment) à environ 3 Md£.**

Nous estimons Worldpay a pour concurrents directs des acteurs mondiaux comme First Data, Global Payments et Elavon. Au niveau local, il est souvent en face de Chase Paymentech, Vantiv, BarclayCard, Bank of America Merchant Services, Cielo et Worldline. Et enfin, sur la partie e-commerce il rencontre Wirecard, Ingenico Group et Adyen. Dans une moindre mesure, il peut lui arriver d'être en concurrence avec des acteurs de niche comme Square, Stripe et Braintree.

**Fig. 31: Intensité de la concurrence sur les activités de Worldpay**

BUs	Global Ecommerce	UK		US	
		SME	Corporate	SME	Corporate
<b>Worldpay</b>	●	●	●	●	●
Ingenico Group	●	-	○	-	-
Elavon	○	○	●	●	●
Wirecard	○	-	-	-	-
First Data	○	●	●	●	●
Global Payments (incl. Heartland)	○	●	○	●	○
Worldline (incl. Equens)	-	-	-	-	-
Chase Paymentech	●	-	-	●	●
Vantiv	○	-	-	●	●
Bank of America Merchant Serv.	○	-	-	●	●
Cielo	○	-	-	●	-
Barclaycard	○	●	●	-	-
Square	-	-	-	●	-
Stripe	-	○	-	●	-
Adyen	●	-	○	-	-
Braintree	○	-	-	○	-
PayPal	-	○	-	○	-

● Frequent ○ Occasional - Rare

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

### 4.3. Les pièges à éviter dans l'analyse des chiffres

Le consensus ne nous semble pas prendre en compte les différences comptables et de reporting qui existent entre les différents acteurs des paiements (notamment en ce qui concerne la reconnaissance du CA de la partie acquisition commerçants). Elles ont pourtant leur importance car, sans retraitements, elles peuvent rendre des comparaisons de marges de profitabilité caduques ou des choix de multiples boursiers non pertinents. Enfin, si certains attendent un fort impact financier lié à la participation de Worldpay dans Visa Europe (laquelle s'est fait racheter par Visa Inc), ils devraient être déçus.

#### 4.3.1. CA brut et EBE (plutôt que CA net et EBE courant)

La reconnaissance du produit des ventes de Worldpay est similaire à la majorité des acteurs européens sous notre couverture, c.à.d. qu'ils publient à peu près tous un CA brut (celui que nous appelons « CA »). Comme ses concurrents Ingenico et Wirecard, le groupe y enregistre la commission commerçant (elle comprend sa commission d'acquéreur/processeur, la commission d'interchange qui ira à la banque du consommateur, et celle qui ira au réseau de paiement). En revanche, la ligne CA net (qui n'inclut que sa propre commission) n'est pas donnée par les autres sociétés européennes et n'est donc pas pertinente pour les comparaisons (cela se rapproche davantage d'une marge brute). D'ailleurs, nous constatons qu'avant son IPO, le groupe ne communiquait que sur un « underlying revenue » qui correspond justement à son CA brut actuel (cf. rapport annuel 2014 disponible sur le site Internet de Worldpay).

**Fig. 32: La majorité des acteurs du paiement européens raisonnent en CA brut**

Gross revenue	Net revenue
Fee retained by the acquirer	Merchant service fee
+ Fee paid by the acquirer to the issuer (interchange fee)	- Interchange fee
+ Payment network fee	- payment network fee
= Merchant service fee	= Fee retained by the acquirer

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Il nous semble donc essentiel de calculer la profitabilité de Worldpay sur la base de son CA brut et non pas du net (ce dernier gonfle artificiellement son taux de marge et rend le rapprochement avec d'autres acteurs européens du secteur inapproprié). En effet, cela évitera les comparaisons de marges hasardeuses que nous avons pu constater de la part du consensus (notamment avec des acteurs sous notre couverture comme Ingenico Group, Wirecard et Worldline), et les conclusions erronées en découlant.

Enfin, nous préférons regarder le véritable EBE publié par le groupe plutôt que l'EBE courant. Worldpay a l'habitude de communiquer sur ce dernier mais, selon nous, les nombreux éléments négatifs qu'il exclut (coûts de séparation des plateformes, réorganisations, coûts liés aux acquisitions : 32% de l'EBE courant 2012, 49% en 2013 et 24% en 2014) devraient être retraités uniquement au niveau du ROP (c.à.d. le ROC). C'est d'ailleurs comme cela que font ses concurrents et que nous avons l'habitude d'analyser les comptes des sociétés du secteur.

**Fig. 33: Retraitements pour passer de l'EBE à l'EBE courant et du ROP au ROC**

GBPm	2012	2013	2014
<b>Underlying EBITDA</b>	<b>304.5</b>	<b>345.6</b>	<b>374.7</b>
Separately disclosed items affecting EBITDA:			
- Platform costs	-41.5	-41.3	-35.1
- Other separation costs	-10.3	-19.4	-24.1
- Reorganisation and restructuring costs	-24.0	-46.3	-18.2
- Costs associated with business set-ups, acquisitions and disposals	-6.8	-44.1	-2.8
- Other	-15.3	-17.5	-8.4
<b>EBITDA</b>	<b>206.6</b>	<b>177.0</b>	<b>286.1</b>
Underlying D&A	-58.6	-68.6	-78.4
Separately disclosed items affecting D&A:			
- Impairment of platform assets	-	-14.3	-9.6
- Amortisation of business combination intangibles and impairment of other intangibles	-74.3	-74.1	-73.1
<b>EBIT</b>	<b>73.7</b>	<b>20.0</b>	<b>125.0</b>
<b>Underlying EBIT</b>	<b>245.9</b>	<b>277.0</b>	<b>296.3</b>

Source: Company.

#### 4.3.2. Pas d'impacts significatifs à attendre du rachat de Visa Europe

Concernant la participation de Worldpay dans Visa Europe, suite au rachat par Visa Inc, nous avons essayé de savoir s'il fallait s'attendre à un impact positif significatif sur ses chiffres. Rappelons que début novembre 2015, Visa Inc a accepté de racheter 100% de sa société-sœur européenne pour un montant pouvant aller jusqu'à 23,4 Md\$ (~21,2 Md€). Derrière cette transaction de regroupement de ses réseaux mondiaux, le but de Visa est de rattraper le retard pris ces dernières années face à MasterCard (en faisant grossir sa base de clients et en facilitant l'utilisation de ses produits dans le monde ; Visa Europe avait une PdM de 52,2% en 2013). En effet, les deux entités réunies gèrent des volumes de paiement de l'ordre de 6 500 Md\$ par an, répartis sur 2,9 Md de cartes en circulation.

**La réintégration de cette filiale dans son giron va coûter à Visa Inc 16,5 Md€ minimum** (dont 11,5 Md€ en cash et 5 Md€ sous forme d'actions Visa), **auxquels pourraient s'ajouter 4,7 Md€ de primes diverses** (en fonction des résultats obtenus sur les 4 prochaines années). Pour financer la part de l'opération payable en numéraire, Visa va émettre des obligations pour 15 à 16 Md\$ (soit un levier compris entre 1,4 et 1,5x l'EBE de l'ensemble, soit un levier plutôt raisonnable), qui lui permettra aussi d'augmenter de 5 Md\$ son programme de rachats d'actions ordinaires A en 2016 et 2017 afin de compenser l'impact de l'émission d'actions préférentielles. **Worldpay est le principal membre non bancaire de Visa Europe.** Le capital de cette dernière étant détenu par plus de 3 000 établissements financiers européens, dont Worldpay (~5,9%), Barclays (~5,7%), Lloyds (~4,2%) et Wirecard (~0,5%).

**La cession des ~5,9% détenus par Worldpay se fera pour ~1,25 Md€ maximum :**

- La finalisation de la cession devrait intervenir au cours du T2 2016e.
- Les détenteurs des certificats de valeurs garantis (une catégorie d'actions distincte de la société) auront droit à 90% du produit net de cession conformément aux termes des CVG (soumis à la politique de conservation des certificats de la société), avec Worldpay retenant 10% du produit net.
- Selon les termes de la cession, le montant perçu sera un mélange de montants en numéraire et autre qu'en espèces d'une valeur totale estimée pouvant aller jusqu'à 1 249 M€ en incluant des paiements conditionnels différés : 1/un montant initial total estimé à ~966 M€ (comprenant un montant en numéraire de ~592 M€, et des actions Visa Inc. privilégiées de série B convertibles en actions ordinaires de série A d'un montant ~374 M€) ; 2/ un paiement différé estimé à ~283 M€ dont le paiement est conditionné à l'atteinte de certains critères relatifs au revenu net additionnel de Visa Europe durant les 16 trimestres fiscaux post-cession.
- Suite à la cession, Worldpay restera membre du système de paiement Visa mais n'aura plus de représentation au conseil d'administration de Visa Europe.

**Au final, nous calculons que l'impact sur les comptes de Worldpay sera positif mais très limité.** En effet, Bain Capital et Advent International recevront 90% du produit net de cession (soit 1,124 Md€ maximum) alors que le groupe Worldpay ne percevra que 10%(c.à.d. un impact sur ses comptes de 124,9 M€ maximum, soit ~1,5% de sa capitalisation boursière actuelle, sachant que le montant ne sera pas uniquement en numéraire). **Le groupe ne connaît pas encore le timing exact et devra faire le point avec ses commissaires aux comptes afin de voir comment tout cela sera traité comptablement.**

#### **4.3.3. Quels sont les ratios boursiers à regarder ? Et pourquoi ?**

En ce qui concerne les ratios de valorisation à regarder, **nous pensons que les investisseurs devraient se concentrer sur la VE/CA et la VE/EBE de Worldpay jusqu'à la fin de son plan d'investissement** (il lui reste encore à 100 M€ à investir jusqu'à début 2017e, sur un total de 500 M€). En effet, nous pensons donc que les PSP modernisant leurs infrastructures (ce type d'investissement est clé dans le secteur) ne doivent pas en être pénalisés, par conséquent nous mettons de côté les ratios de VE/ROC et de P/E qui se retrouvent inflatés durant toute cette période. Nous utilisons exactement la même méthode sur Worldline qui a la même situation d'investissement (il lui reste 38 M€ à investir dans sa plateforme modulaire Wipe, sur un plan 2007-17e de 170 M€). **En revanche, à partir de 2017e, il sera temps de raisonner en PEG sur Worldpay** (comparer le P/E avec la croissance des BPA), **comme nous le faisons sur Ingenico et Wirecard**, qui n'ont pas de gros programmes en cours.



**Fig. 34: Comparaison des acteurs européens du Paiement à iso-reporting 2016e**

FY16e (m – local currency)	Worldpay (Neutral, 290p)	Wirecard (Buy, EUR52)	Worldline <sup>1</sup> (Buy, EUR29)	Ingenico Group (Buy, EUR150)
Revenue (i.e. gross revenue)	4,280.0	1,005.6	1,509.5	2,444.2
LFL growth	7.0%	20.8%	4.8%	11.7%
EBITDA	402.3	304.3	282.7	580.5
Margin	9.4%	30.3%	18.7%	23.8%
Underly. EBIT	376.6	269.1	202.5	507.2
Margin	8.8%	26.8%	13.4%	14.4%
Rest. attrib. net income	233.8	225.9	133.2	327.9
Margin	5.5%	22.5%	8.8%	13.4%
Payout ratio	25.0%	8.6%	25.0%	35.0%
FCF/Underly. EBIT	30.9%	43.6%	65.3%	68.4%
Gearing	146.7%	-33.9%	-49.1%	5.9%
EV/sales (x)	1.8	5.2	1.6	2.8
EV/EBITDA (x)	18.6	17.3	8.7	11.6
P/E (x)	26.8	25.4	22.1	20.4

<sup>1</sup> We have consolidated Equens as of mid-May 2016, and we have restated its gross revenue to have a similar accounting to that of Worldpay, Ingenico Group and Wirecard.

Sources: Bryan, Garnier & Co ests.

## 4.4. Amélioration de la croissance profitable

Worldpay bénéficie de changements très structurants, à savoir la tendance croissante vers le paiement électronique, l'e-commerce, et la demande de solutions fluides et sécurisées (plateforme de paiement côté marchand et expérience d'achat côté client) quel que soit le canal ou le moyen de paiement. Il a su s'adapter à l'évolution des comportements (clients de plus en plus connectés à Internet et de plus en plus sur le mobile), aux standards de sécurité les plus élevés (certification PCI DSS sur sa plateforme internationale de services), et à la réglementation (sa couverture géographique et ses différents partenariats lui permettent d'offrir des solutions adaptées à chaque pays). Tous ces éléments, combinés à sa connaissance des marchés RU, US, et du e-commerce dans le monde, (la majorité du CA de Worldpay est basé sur les relations commerciales qu'il a avec les marchands) alliés aux économies d'échelle via le volume de transactions traités par ses plateformes propriétaires (progressivement via la fin de son programme d'investissement approchant, début 2017e) devrait contribuer à la progression de sa MOC même sans accélération de la croissance du CA (+100 pb sur 2014/17e vs 20 pb sur 2012/14).

### 4.4.1. Rapide coup d'œil dans le rétroviseur

Les fondamentaux de Worldpay ne sont pas très impressionnants pour le secteur des Paiements (tant en croissance du CA à pcc qu'en profitabilité et en FCF), en raison de : **1/** son positionnement très marchands physiques au RU et aux US (80% de son CA 2014), qui sont des marchés difficiles ; **2/** un manque d'effet taille aux US, qui ne lui permet pas de dégager un fort effet de levier (marché fragmenté) ; **3/** les investissements dans ses plateformes propriétaires qui ont dérapé au fil des ans et continuent à peser sur ses chiffres (cela devrait être le cas jusqu'à 2016e); et **4/** par voie de conséquence, une faible transformation du ROC en FCF. **En revanche, ses points forts sont :** **1/** une croissance organique du CA historiquement résiliente (en ligne avec l'évolution du nombre de transactions électroniques, et taux de rétention des clients élevé) ; **2/** une position de leader indiscutable dans le paiement physique au RU (effet taille qui lui permet de dégager de surperformer la croissance du PIB local qui est à +3%) ; **3/** un pionnier dans l'e-commerce, avec une position de leader sur ce marché en forte croissance (en Europe et dans le monde) ; et **4/** une société qui met l'accent sur l'innovation et le développement (investissement dans sa plateforme

technologique, croissance externe et recrutement...), ce qui devrait finir par payer à moyen terme (levier opérationnel puis sur le FCF).

**Fig. 35: Le CA de Worldpay a légèrement sous-performé son marché en 2013/15**

CAGR	2013-15e
Debit card	11%
Credit card	8%
Other Card	4%
=Total non-cash transaction (in value)	9.2%
<b>Worldpay's organic growth</b>	<b>8.3%</b>

Sources: Euromonitor International (data for UK, US, Canada, Japan, Brazil, France, Germany, Netherlands, Italy and Spain i.e. 75% of global transactions reported; Other card includes charge card, pre-paid and store card transactions); Bryan, Garnier & Co ests

**Fig. 36: Les principaux éléments financiers de 2012 à 2014**

GBPm	2012	2013	2014
<b>Revenue</b>	<b>3,076.6</b>	<b>3,378.5</b>	<b>3,626.6</b>
YY change	2.6%	9.8%	7.3%
YY change (ff)	-	8.8%	9.2%
<b>Net revenue</b>	<b>717.4</b>	<b>800.1</b>	<b>863.4</b>
YY change	-	11.5%	7.9%
YY change (ff)	-	9.9%	6.3%
<b>Underlying EBITDA</b>	<b>304.5</b>	<b>345.6</b>	<b>374.7</b>
Margin	9.9%	10.2%	10.3%
<b>EBITDA</b>	<b>206.6</b>	<b>177.0</b>	<b>286.1</b>
Margin	6.7%	5.2%	7.9%
<b>EBIT</b>	<b>73.7</b>	<b>20.0</b>	<b>125.0</b>
Margin	2.4%	0.6%	3.4%
<b>Underlying EBIT</b>	<b>245.9</b>	<b>277.0</b>	<b>296.3</b>
Margin	8.0%	8.2%	8.2%
<b>Attrib. net profit</b>	<b>-55.5</b>	<b>-164.8</b>	<b>-50.0</b>
Margin	-1.8%	-4.9%	-1.4%
<b>Rest. attrib. net profit</b>	<b>68.8</b>	<b>93.6</b>	<b>91.7</b>
Margin	2.2%	2.8%	2.5%
<b>EPS</b>	<b>-0.48</b>	<b>-1.42</b>	<b>-0.03</b>
YY change	-	ns	ns
<b>Rest. EPS (fully diluted)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.81</b>	<b>0.06</b>
YY change	-	36.0%	-92.9%
<b>FCF</b>	<b>28.0</b>	<b>-60.9</b>	<b>0.7</b>
<b>Net debt</b>	<b>1,368.3</b>	<b>2,055.1</b>	<b>2,254.1</b>
<b>Gearing</b>	<b>293.2%</b>	<b>-1,474.2%</b>	<b>-1,173.4%</b>

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

Dans le secteur des paiements au sens large, les acteurs doivent rester innovants et moderniser leurs plateformes pour ne pas se faire distancer ou sous-performer leur marché. **Ces dernières années, Worldpay a beaucoup investi, que ce soit dans ses 3 divisions opérationnelles ou dans la séparation de ses plateformes technologiques** (afin d'être définitivement indépendant de RBS). Les drivers de la croissance et les leviers opérationnels qui lui ont permis de s'installer parmi les grands PSP, à la fois en Europe et plus généralement dans le monde, sont récapitulés dans les 2 tableaux ci-dessous.

**Fig. 37: Les drivers de croissance du CA de Worldpay ces 5 dernières années**

Last 5 years	
<b>Highly recurring revenue</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Customer proposition drives very high recurring revenues.</li> <li>Extremely sticky customer base with high retention (net income retention rate of 93% for the group, incl. 99.3% in Global eCom) and limited customer concentration (top 50 = 21% of its 2014 net revenue) generating steady growth in transaction volume.</li> </ul>
<b>Robust organic growth profile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Large, growing and evolving market driving robust demand.</li> <li>Broad footprint supports sustained organic growth.</li> </ul>
<b>Growth through proven M&amp;A capabilities</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Strategic expansion of footprint, distribution and technological capability</li> <li>Strategic focus on capabilities/presence rather than exclusively platforms.</li> </ul>

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

**Fig. 38: Les leviers opérationnels de Worldpay sur ces 5 dernières années**

Last 5 years	
<b>Strong margin profile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Robust margin profile despite significant internal investment in standalone operations.</li> </ul>
<b>Operating leverage drives earnings growth</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Significant growth in costs as technology capability and business infrastructure developed to support growth.</li> </ul>
<b>Capital efficient mode drives FCF conversion</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Significant capital expenditure to upgrade and separate new processing platform to facilitate future growth.</li> </ul>

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

Si Worldpay a déjà activé des drivers et leviers, nous verrons plus tard que **les investissements qu'il a entrepris ces dernières années** (et qui ont pesé sur ses chiffres) **devraient lui permettre d'en activer de nouveaux et ainsi d'améliorer sa croissance profitable à moyen/long terme et donc sa génération de FCF** (pénalisée jusqu'ici par les Capex dans ses plateformes).

#### 4.4.2. Un S1 2015 sans grande surprise

Sur la première partie de l'année 2015, Worldpay a enregistré un CA de 1 940 M£ (+13,0% sur 1 an, soit +8,3% à tcc et +7,4% à pcc) dont un CA net de 465,7 M£ (+13,4%, soit +10,7% à tcc et 9,4% à pcc). Le volume de transactions traitées (qui est l'indicateur clé selon nous pour les PSP) a été en croissance de 10,8% à 194,6 Md£. En terme de profitabilité, l'EBE est ressorti à 148,2 M£ (marge de 7,6%, +60 pb), l'EBE courant à 182,6 M£ (marge de 9,4%, stable sur un an en raison des recrutements effectués) et le ROC à 148 M£ (marge de 7,6%, +40 pb). En revanche, la MOP s'est établie à 3,9% (quasiment deux fois moins importante que la MOC), toujours pénalisée par la séparation technologique de Royal Bank Scotland et les coûts de réorganisation/restructuration (Capex à ~2% du CA et ~7% du CA net). Au final, son RNpg s'est affiché à 3,1 M£ (marge de 0,2%), et sa dette nette à 2 291 M£ (vs. 2 254 M£ à fin décembre 2014).

**Fig. 39: CA et marge d'EBE courant<sup>1</sup> au S1 2015, par division**

GBPm	Revenue		Change		Transaction value		Change		Underlying EBITDA margin		Change
	H1 2014	H1 2015	Y/Y	Y/Y (IfI)	H1 2014	H1 2015	Y/Y	H1 2014	H1 2015	Y/Y	
1/ Worldpay UK	571.5	553.5	-3.1%	-3.1%	93	98	5.4%	11.2%	14.2%	+300bp	
2/ Worldpay US	788.6	967.6	22.7%	10.3%	42	48	14.3%	4.0%	2.9%	-110bp	
3/ Global eCom	357.3	419.2	17.3%	14.7%	41	49	19.5%	21.0%	20.3%	-70bp	
<b>Total Group</b>	<b>1,717.4</b>	<b>1,940.3</b>	<b>13.0%</b>	<b>7.4%</b>	<b>176</b>	<b>195</b>	<b>10.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>0.0bp</b>	

<sup>1</sup> The group does not give the EBITDA margin breakdown

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co ests<sup>1</sup>.

**Les performances de ses 3 divisions n'ont pas été homogènes au S1. Notons en particulier :**

- **Worldpay UK (CA à -3,1% et marge d'EBE courante à 14,2%) :** La baisse des commissions d'interchange dans l'UE a commencé impacter la division RU de Worldpay (effet de -9,2%), sachant qu'il y aura un impact 12 mois pour la première fois en 2016. Le marché du RU est difficile mais Worldpay bénéficie de son statut de leader, ce qui lui permet de dégager de bonnes marges par rapport à ses concurrents.
- **Worldpay US (CA à +10,3% à pcc et marge d'EBE courante à 2,9%) :** la rentabilité a été impactée par l'intégration de la société SecureNet dans ses comptes (société qui accuse des pertes, avec un EBE courant de -3,3 M€ au S1 2015). Le marché US étant très concurrentiel et Worldpay n'ayant pas l'effet taille nécessaire dans cette région, sa rentabilité s'en trouve réduite.
- **Global eCom (CA à +14,7% à pcc et marge d'EBE courante à 20,3%) :** la forte progression du volume de transactions traitées (+41%) a tiré le CA. En effet, le volume a bien plus que compensé la baisse de la valeur moyenne des transactions, grâce à la taille croissante du marché online (notamment la partie venant des pays émergents : Asie Pacifique et Amérique latine). Nous estimons que Worldpay a une croissance du CA et une marge qui sont normatives dans l'e-commerce.

### 4.4.3. Notre scénario sur 2015-17e

**Worldpay ne donne pas de guidance 2015, mais fournit des guidances à moyen/long terme.** Le groupe vise un **TMVA organique de son CA net compris entre 9% et 11%**, compte bénéficier de son nouveau moteur dans l'acquisition de transaction, de la contribution croissante de son activité Global eCom, et de la réduction progressive (voire la fin éventuelle) des éléments exceptionnels. Cependant, il n'arrêtera pas d'investir puisqu'il devra continuer à **soutenir sa croissance et l'innovation (Capex à ~2% du CA, c.à.d. 10-12% du CA net)**. Nous comprenons d'ailleurs que s'il tirait un quelconque profit de la baisse des commissions d'interchange (les gros détailliers demandent souvent à ce que leur soit répercutée la totalité de cette baisse, alors que les petits marchands sont moins avertis et ont un moindre pouvoir de négociation), il le réinvestirait. Enfin, **une fois que la construction de son réseau plus intégré sera terminée et donc plus efficace, il compte tirer davantage de cross-selling et d'up-selling naturels** entre ses divisions (il pourra notamment axer son offre commerciale sur sa capacité à fournir des solutions paiements de bout-en-bout).

**Fig. 40: Guidances à moyen-terme de Worldpay**

Metrics	Guidance
<b>Net revenue growth and operating</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Targeted net revenue growth of 9-11% CAGR over the medium to longer term, with potential for meaningful future operating leverage driven by several factors including nearer term items ceasing to impact the ability to realise such leverage (including PLC costs, transfer of some SDI costs into Opex as headcount is reallocated), completion of platform build and the positive mix effect of Global eCom.</li> </ul>
<b>PLC costs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Near term assumption of GBP3-7m per annum.</li> <li>Medium term assumption of GBP10-12m per annum.</li> </ul>
<b>Depreciation &amp; Amortisation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>In context of investment profile, D&amp;A expected to trend towards normalized capex level in the medium term.</li> </ul>
<b>Tax rate</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Accounting tax rate of initially c.28% falling to 23% in the long term.</li> <li>Cash tax rate generally in line with accounting taxes.</li> </ul>
<b>Capex</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>With migration to new acquiring platform, capex expected to decline from 16-20% of net revenue in line with historical levels in the medium term down to 10-12% normalised levels</li> <li>Maintenance and mandatory capex estimated to be 30 to 40% of normalised total capex spend</li> </ul>
<b>Separately disclosed items</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SDIs affecting EBITDA expected to be eliminated with completion of separation.</li> <li>SDIs related to non-cash amortisation of business combination intangibles expected to decline from GBP73m in 2015 to c.GBP50m in 2016 and 2017, and continue thereafter at c.GBP40m</li> </ul>

Source: Company (given in July 2015, pre-IPO).

**Fig. 41: Stratégie pour atteindre les objectifs visés**

	Next 5 years
<b>Continue to power SME and Enterprise commerce</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Win new merchants and partners.</li> <li>Grow revenue per customer.</li> <li>Enhance margins through value delivery.</li> <li>Increase revenue stickiness.</li> </ul>
<b>Leverage deep specialist vertical focus across current and new markets</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trusted advisor to merchants.</li> <li>Grow market share.</li> <li>Increase addressable market.</li> </ul>
<b>Drive innovation and product development</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Culture of problem solving for merchants.</li> <li>Use scale to maintain R&amp;D competitive advantage.</li> <li>Maintain market position.</li> </ul>
<b>Realise full potential of operating model</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deliver operating leverage.</li> <li>Significant free cash flow generation.</li> </ul>
<b>M&amp;A</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Incremental value creation from proven acquisition strategy.</li> <li>Execute on proactive, focused target list.</li> </ul>

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

Dans notre modèle, nous tablons sur un CA 2015e de 4 000 M£ (+10,3% sur 1 an et 7,0% à pcc) et de 4,230 M£ en 2016e (+7% à pcc), c.à.d. dans le milieu de sa fourchette de TMVA du CA net de +9/+11% (BG : +10,2% en moyenne sur 2015/16e). La commission commerçant moyenne collectée par Worldpay devait être de 0,98% en 2015e (nous raisonnons en moyenne groupe car il est très difficile de raisonner par activité tant les activités sont intégrées). Nous anticipons donc une poursuite de la **bonne tenue de cette commission** (à l'image de l'historique : de 0,97% en 2012 à 0,98% en 2017e) car la baisse de la valeur moyenne des transactions devrait être plus que compensée par la hausse du volume (via Apple Pay, les montres connectées, la baisse des commissions d'interchange...) et que ses petites activités secondaires (gestion des risques, lutte contre la fraude, services de trésorerie...) ont généralement un effet relatif.

**Fig. 42: Commission moyenne de Worldpay (en % de la transaction traitée)**

GBP	2014	2015e	2016e	2017e
Revenue (m)	3,626.6	4,000.0	4,280.0	4,622.4
Y/Y growth	7.3%	10.3%	7.0%	8.0%
Y/Y organic growth	9.2%	7.0%	7.0%	8.0%
Transaction volume processed (bn)	369.5	406.5	438.8	471.7
Y/Y growth	7.7%	10.0%	8.0%	7.5%
Fee per transaction processed (merchant service fee)	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
Net revenue (m)	863.4	974.3	1,072.1	1,179.7
Y/Y growth	6.3%	10.3%	10.0%	10.0%
Y/Y organic growth	7.9%	12.8%	10.0%	10.0%
Worldpay's own fee (merchant services fee - interchange and scheme fees)	0.23%	0.24%	0.24%	0.25%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 43: Croissances normatives du CA ces prochaines années, par division**

	Worldpay UK	Worldpay US	Global eCom
<b>lfl revenue growth</b>	5%+	5/8%	15%+
<b>Margin</b>	Leverage on a premium market share. Non-recurrence of bad debts, natural leverage and SDIs move towards normal opex.	Lack of critical size in the very fragmented US market, and dilutive impact of SecureNet (loss-making acquisition of end-2014).	Benefit of scale on a fast-growing market (natural operating leverage) and Worldpay's expertise in end-to-end solutions.
<b>How?</b>	By selling more products.	Thanks to integrated propositions.	By winning market shares.
<b>Base plan</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Continue trajectory.</li> <li>Seamless customer experience.</li> <li>Simple pricing.</li> <li>Clear product suite driving cross-sales (esp. eCommerce).</li> <li>New products and services: Business Dashboard.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Extend SecureNet functionality into core proposition (POS 2.0, value added services, vertical solutions).</li> <li>Grow partner network.</li> <li>Continue growth in mid-market via verticalisation.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Continue trajectory.</li> <li>Capitalise on emerging markets exposure.</li> <li>Support existing customers in new markets (incl. US).</li> <li>Increase product penetration (esp. integrated payments).</li> <li>Drive analytics and optimisation capability.</li> </ul>
<b>Potential actions</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Scale business dashboard and online products.</li> <li>Integrate business hub.</li> <li>Enhanced data and insights.</li> <li>Extend range of value added services.</li> <li>Business solutions partnerships.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Accelerate delivery of new propositions and partners.</li> <li>Upgrade technology to address large corporate market (leverage Global eCom product suite, extend acquiring engine capabilities).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Launch CNP in North America.</li> <li>China/SE Asia cross border CNP.</li> <li>Target new verticals.</li> <li>Accelerated product development.</li> </ul>

Sources: Bryan, Garnier & Co est.



**Fig. 44: Worldpay devrait croître au même rythme que son marché 2015/19**

CAGR	2015-19e
Debit card	7%
Credit card	8%
Other Card	4%
<b>=Total non-cash transaction (in value)</b>	<b>7.3%</b>
<b>vs. Worldpay's organic growth (BG ests.)</b>	<b>7.6%</b>

Sources: Euromonitor International (data for UK, US, Canada, Japan, Brazil, France, Germany, Netherlands, Italy and Spain i.e. 75% of global transactions reported; Other card includes charge card, pre-paid and store card transactions); Bryan, Garnier & Co ests.

En termes de marge d'EBE, après une baisse estimée de 30 pb en 2015e, nous visons une progression de 180pb en 2016e à 9,4% et de 150 pb en 2017e à 10,9%, avec des marges toujours non homogènes dans chacun de ses trois pôles (très faible aux US, moyenne au RU et forte dans l'e-commerce). Nous attendons des DAP de 145 M€ en 2015e (dont environ la moitié liées aux plateformes), qui devraient ensuite se rapprocher des Capex (à partir de 2017e). **Cela se traduit par des MOC de 8,8% en 2016e et 9,1% en 2017e (après 8,4% en 2015e), mais plus que de 6,1% et 7,6% en incluant les coûts non récurrents.**

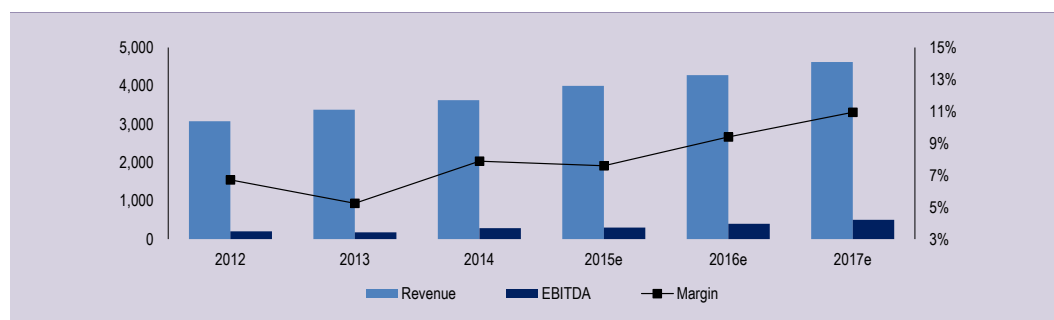
Notons que nos chiffres incluent la récupération par Worldpay de 80% du volume du plus gros client de GlobalCollect (qui appartient à Ingenico) juste avant son introduction en Bourse (c.à.d. au cours du T3 2015). D'après nos informations, ce client asiatique était en dual sourcing avec Ingenico et Worldpay, et ce dernier a récupéré 80% du volume traité chez Ingenico en baissant ses prix (cela correspond à un contrat e-commerce de 50 M€ en base 12 mois c.à.d. ~38 M€, avec une marge faible).

**Fig. 45: Les leviers opérationnels de Worldpay sur ces 5 prochaines années**

Next 5 years	
<b>Strong margin profile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Meaningful expansion potential given scalable technology.</li> </ul>
<b>Operating leverage drives earnings growth</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investment in cost base targeted to be slower than revenue growth leading to operating leverage.</li> </ul>
<b>Capital efficient mode drives FCF conversion</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>More modest capital expenditure requirements anticipated after completion of platform project.</li> <li>Target premium margins and capital efficiency to drive significant FCF.</li> <li>Reduce leverage to 3.6x net debt/underlying EBITDA.</li> <li>Expecting dividends of 20-30% of profit after tax.</li> </ul>

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

Au passage, notons que **les comptes de Worldpay sont sujets à l'évolution des parités de change, notamment sur les revenus perçus par ses filiales aux US et en Europe** (toute la partie européenne est gérée à partir du RU). Les résultats d'exploitation, les actifs et passifs de ces filiales doivent donc être convertis en livres sterling à chaque date de bilan. En conséquence, les changements de parités de changes significatifs entre la livre sterling et d'autres monnaies à laquelle Worldpay est exposée (euro et dollar US) pourraient affecter les résultats consolidés de certaines divisions et la valeur de ses actifs et passifs dans son bilan consolidé. Il est cependant difficile d'en mesurer l'impact, d'autant plus que le groupe venant de se coter manque de données historiques détaillées dans ce domaine.

**Fig. 46: Evolution du CA (M£) et de la marge d'EBE de 2012 à 2017e (%)**


Sources: Company; Bryan, Garnier & Co ests.

Après un résultat financier négatif de 166 M£, et une charge d'impôt de 7 M£, **nous attendons une 4<sup>ème</sup> perte nette consécutive en 2015e (-14,9 M£)**. Au-delà, avec une croissance du CA qui devrait rester à ~7% en organique, le levier opérationnel devrait commencer à se matérialiser principalement à partir de 2016 via la fin progressive de son plan d'investissement dans ses plateformes technologiques (fin estimée à début 2017e). **En effet, nous tablons sur un RNpg positif à partir de 2016e (149,5 M£ en 2016e et 222,6 M£ en 2017e)**.

**Fig. 47: Les principaux éléments financiers de 2014 à 2017e**

GBPm	2014	2015e	Cons. 2015	2016e	Cons. 2016	2017e	Cons. 2017
<b>Revenue</b>	<b>3,626.6</b>	<b>4,000.0</b>	<b>4,005.9</b>	<b>4,280.0</b>	<b>4,253.7</b>	<b>4,622.4</b>	<b>4,590.3</b>
Y/Y change	7.3%	10.3%	10.5%	7.0%	6.2%	8.0%	7.9%
Y/Y change (ff)	9.2%	7.0%	N/A	7.0%	N/A	8.0%	N/A
<b>Net revenue</b>	<b>863.4</b>	<b>974.3</b>	<b>972.4</b>	<b>1,072.1</b>	<b>1,068.7</b>	<b>1,179.7</b>	<b>1,175.3</b>
Y/Y change	7.9%	12.8%	12.6%	10.0%	9.9%	10.0%	10.0%
<b>EBITDA</b>	<b>286.1</b>	<b>304.0</b>	<b>309.5</b>	<b>402.3</b>	<b>396.1</b>	<b>505.7</b>	<b>500.7</b>
Margin	7.9%	7.6%	7.7%	9.4%	9.3%	10.9%	10.9%
<b>Underlying EBITDA</b>	<b>374.7</b>	<b>404.0</b>	<b>407.0</b>	<b>462.3</b>	<b>452.9</b>	<b>510.7</b>	<b>504.2</b>
Margin	10.3%	10.1%	10.2%	10.8%	10.6%	11.0%	11.0%
<b>EBIT</b>	<b>125.0</b>	<b>159.0</b>	<b>164.9</b>	<b>261.1</b>	<b>252.3</b>	<b>353.2</b>	<b>334.8</b>
Margin	3.4%	4.0%	4.1%	6.1%	5.9%	7.6%	7.3%
<b>Underlying EBIT</b>	<b>296.3</b>	<b>335.0</b>	<b>334.8</b>	<b>376.6</b>	<b>360.5</b>	<b>422.5</b>	<b>388.7</b>
Margin	8.2%	8.4%	8.4%	8.8%	8.5%	9.1%	8.5%
<b>Attrib. Net profit</b>	<b>-50.0</b>	<b>-14.9</b>	<b>-2.1</b>	<b>149.5</b>	<b>138.5</b>	<b>222.6</b>	<b>205.9</b>
Margin	-1.4%	-0.4%	-0.1%	3.5%	3.3%	4.8%	4.5%
<b>Rest. Attrib. net profit</b>	<b>91.7</b>	<b>126.1</b>	<b>140.6</b>	<b>233.8</b>	<b>220.7</b>	<b>273.9</b>	<b>250.1</b>
Margin	2.5%	3.2%	3.5%	5.5%	5.2%	5.9%	5.4%
<b>EPS (p)</b>	<b>-3.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.12</b>	<b>7.5</b>	<b>6.9</b>	<b>11.1</b>	<b>N/A</b>
<b>Fully diluted rest. EPS (p)</b>	<b>5.7</b>	<b>6.3</b>	<b>7.0</b>	<b>11.7</b>	<b>11.0</b>	<b>13.7</b>	<b>12.3</b>
<b>FCF</b>	<b>0.7</b>	<b>-1.3</b>	<b>-2.1</b>	<b>116.5</b>	<b>106.2</b>	<b>228.6</b>	<b>N/A</b>
FCF/underlying EBIT	0.2%	-0.4%	-0.6%	30.9%	29.5%	54.1%	N/A
<b>Net debt</b>	<b>2,254.1</b>	<b>1,384.3</b>	<b>1,392.8</b>	<b>1,232.1</b>	<b>1,283.7</b>	<b>1,044.7</b>	<b>1,083.6</b>
Gearing	-1,173.4%	200.5%	N/A	146.7%	N/A	101.9%	N/A

Sources: Bryan, Garnier & Co ests; company consensus (from 10 analysts – 30/11/2015).

Comme beaucoup de sociétés technologiques, une partie des coûts de R&D de Worldpay est capitalisée au bilan (développement de nouvelles plateformes logicielles, de logiciels spécifiques pour les clients et de plateformes IT) puis amortie au moment où le projet entre en production. Il s'agit d'une pratique courante dans le secteur puisqu'on la constate aussi chez ses comparables. La durée d'amortissement est de 3/8 ans chez Worldpay, n'excède pas 5/7 ans chez Worldline (3/5 ans en pratique, c.à.d. la durée moyenne des contrats), 3/5 ans chez Ingenico Group, et 10 ans

chez Wirecard. **Tous ces éléments ont tendance à gonfler quelque peu la profitabilité mais en contrepartie pèsent sur la génération de FCF** (écart positif entre les capex et les DAP), surtout chez Wirecard dont la durée est la plus longue.

Nous prévoyons des capex à 4,1% du CA de Worldpay sur 2015/16e (il lui reste 100 M€ à investir dans ses plateformes à cet horizon, c.à.d. 20% du coût total de son plan), ce niveau devrait baisser significativement en 2017e à 2,7%. Nous tablons ainsi sur une **génération de FCF 2015 légèrement négative, mais avec une progression nette sur 2016e et 2017e**. Ainsi, **la transformation du ROC en FCF devrait être quasiment à l'équilibre en 2015e, puis à 31% en 2016e et 54% en 2017e c.à.d. parmi les moins bons ratios du secteur** (vs Ingenico à 70%e, Worldline à 66%e et Wirecard 39% en 2015e). Concernant le dividende, nous attendons un premier versement en 2017e (sur les résultats de 2016e), sachant que le payout devrait être compris entre 20% et 30% (BG : 25%). **Worldpay figure parmi les consolidateurs potentiels mais uniquement à moyen/long terme** (pour viser une géographie ou une technologie) car sa situation financière est tendue (**dette nette attendue à 1 384 M€ à fin 2015, soit un gearing de 200%**). Enfin, nous estimons que son ratio **DN/EBE** devrait être compris entre **2x et 3x à moyen terme** (BG : 4,6x en 2015e, 3,1x en 2016e et 2,1x en 2017e).

**Fig. 48: FCF et situation financière nette de 2014 à 2017e**

GBPm	2014e	2015e	2016e	2017e
<b>Underlying EBIT</b>	<b>296.3</b>	<b>335.0</b>	<b>376.6</b>	<b>422.5</b>
<i>Margin</i>	8.2%	8.4%	8.8%	9.1%
<b>Attrib. net profit</b>	<b>-50.0</b>	<b>-14.9</b>	<b>149.5</b>	<b>222.6</b>
<i>Margin</i>	-1.4%	-0.4%	3.5%	4.8%
<b>FCF</b>	<b>0.7</b>	<b>-1.3</b>	<b>116.5</b>	<b>228.6</b>
Dividend per share (p)	0.00	0.00	1.87	2.78
<b>Net debt</b>	<b>2,254.1</b>	<b>1,384.3</b>	<b>1,232.1</b>	<b>1,044.7</b>
<i>Gearing</i>	-1,173.4%	200.5%	146.7%	101.9%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

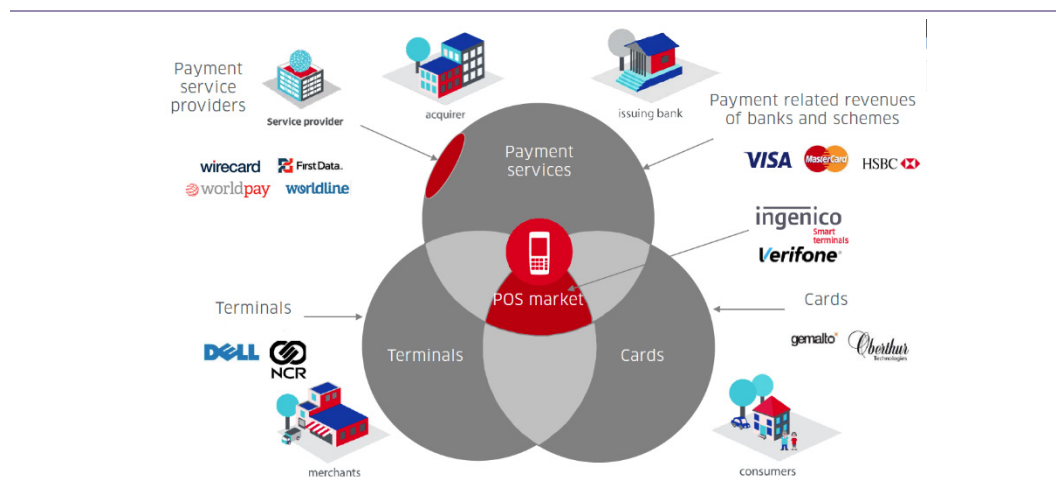
**Worldpay publiera ses résultats annuels 2015 le 8 mars prochain (avant Bourse)**. Nous estimons que le groupe publiera un RNpg en perte sur l'exercice, et qu'il ne devrait pas donner de guidances annuelles chiffrées (il devrait se contenter de réitérer ses objectifs à moyen terme).

## 5. Les paiements : un marché porteur

Nous estimons que la galaxie des paiements est un marché de 533,5 Md€ dans le monde. Ces revenus sont issus de divers sous-segments :

- **Les terminaux** (terminaux de paiements électroniques, caisses enregistreuses, distributeurs automatiques de billets...) >200 Md€e (dont 2,5/3 Md€e pour les TPE).
- **Les services de paiements** >8,5 Md€e.
- **Les banques et schémas de paiements** >310 Md€e.
- **Les cartes de paiement** >15 Md€e.

Fig. 49: La galaxie du paiement électronique et les acteurs par cœur de métier



Source: Bryan, Garnier & Co.

### 5.1. Les TPE : marché duopolistique

Ces dernières décennies, le système de paiement a enclenché un mouvement de fond de disparition progressive du cash/des chèques vers le paiement électronique. **Le marché des terminaux de paiement bénéficie d'un momentum structurel favorable** : un marché en croissance (équipement/renouvellement), en situation de duopole (Ingenico n°1 avec 44% de Pdm et VeriFone n°2 avec 40% de Pdm : soit 84% en valeur et 48% en livraison à eux deux en 2015e), avec des barrières à l'entrée élevées (certifications, habitudes de paiement locales et connexions avec les acquéreurs).

Fig. 50: Livraisons de terminaux de paiements au niveau mondial, en 2014

Ranking 2014	Ranking 2013	Company	Country	Units	Y/Y change	Market share
1	1	Ingenico Group	France	9,120,000	36%	30%
2	2	VeriFone	US	5,504,510	17%	18%
3	3	PAX Tech.	China	3,024,576	47%	10%
4	5	Fujian Newland	China	2,325,800	141%	8%
5	4	SZZT Electronics	China	1,721,350	2%	6%
6	8	Shenzhen Xinguodu	South Korea	1,074,518	38%	4%
7	10	New POS Technology	South Korea	979,889	113%	3%
8	7	Bitel	China	877,828	4%	3%
9	6	Cybernet	Taiwan	814,900	-6%	3%
10	9	Castles Tech.	China	743,800	8%	3%
<b>TOP 10</b>				<b>26,187,171</b>		<b>87%</b>

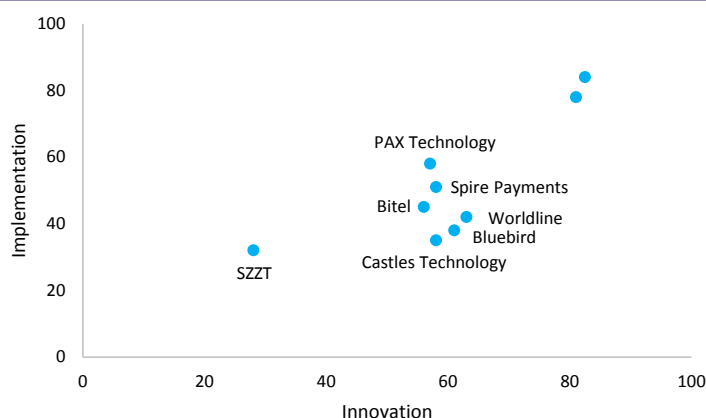
Sources: Nilson report; Bryan Garnier & Co.

**Fig. 51: Livraisons de terminaux de paiements en Europe, en 2014**

Ranking 2014	Ranking 2013	Company	Units	Y/Y change	Market share
1	1	Ingenico Group	2,600,000	13%	52%
2	2	VeriFone	1,316,900	-2%	26%
3	3	Spire Payments	342,000	20%	7%
4	6	Yarus	117,000	24%	2%
5	4	Worldline	106,394	-11%	2%
6	5	Cybernet	100,300	-15%	2%
7	7	PAX Tech.	95,010	17%	2%
8	15	Fujian Newland	90,000	800%	2%
9	8	Castles Tech.	37,000	-5%	1%
10	9	CCV	28,000	4%	1%
<b>TOP 10</b>			<b>4,832,604</b>		<b>97%</b>

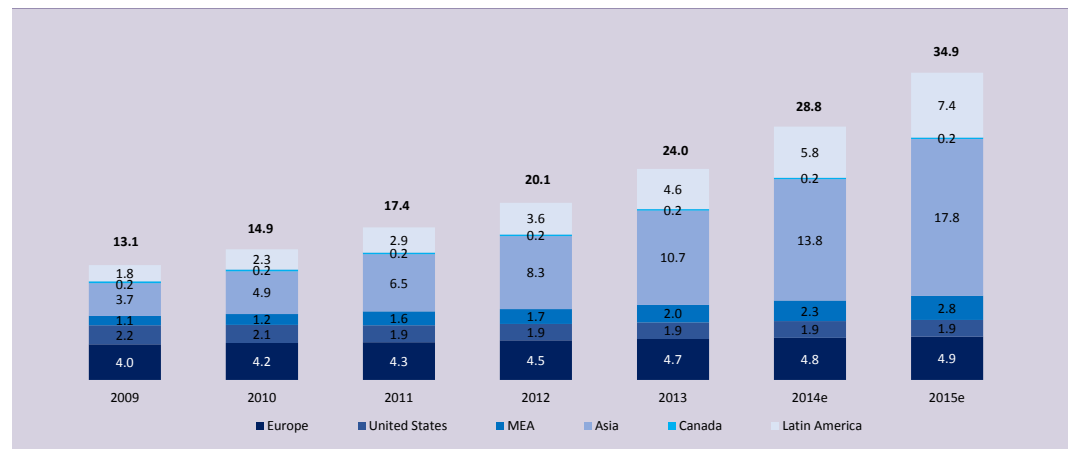
Sources: Nilson report, Bryan Garnier & Co.

**Fig. 52: Le marché des terminaux de paiement**

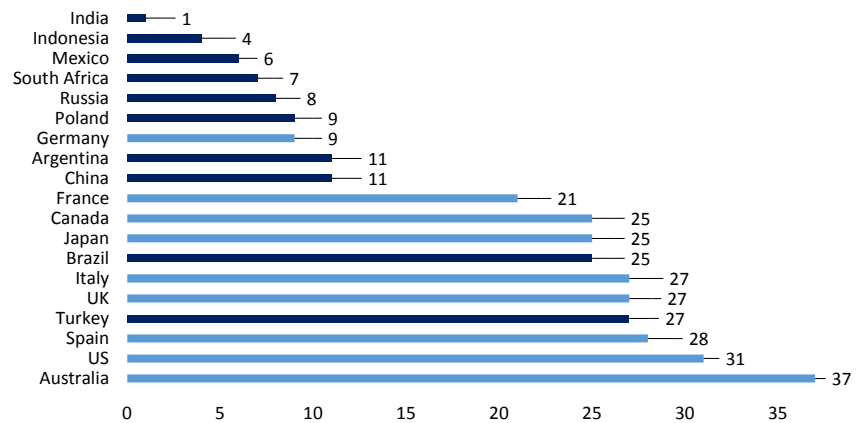


Sources: ABI Research, Bryan Garnier & Co.

**Le marché croît historiquement de 5/10% par an.** Selon BI Intelligence, grâce à Ingenico et VeriFone, il aurait affiché une croissance à deux chiffres en volumes de 2009 à 2013 (TMVA de +16,4%), qui devrait s'accélérer de 2013 à 2015e (TMVA+20,6%). Par ordre de dynamique, la croissance est forte dans les émergents (Asie +30% et +29% ; Amérique Latine +26% et +27% ; Afrique et Moyen Orient +17% sur les deux périodes), modérée en Europe (+4% et +3%), et en amélioration aux Etats-Unis (-4% et +1%) et au Canada (-5% et -3%). **Nous estimons ce marché en valeur à 2,5/3 Md€.** Chez un acteur comme Ingenico Group, c'est l'innovation qui lui permet de garder des prix stables (150 € en moyenne : de 100 € pour l'entrée de gamme à un peu plus de 400 € pour les plus développés). Il n'a qu'un seul OS (système d'exploitation, basé sur code source libre, avec possibilité de récolter des données clients via des sondages sur le TPE), ce qui leur permet de réaliser des économies d'échelle et d'améliorer la vitesse des transactions. **Le renouvellement des TPE est de 4-5 ans en moyenne pour le marché.** Enfin, notons que parmi les acteurs, certains ne font que de la vente de TPE (ex : Ingenico) quand d'autres allient à la fois vente et location (ex : VeriFone, Worldline). De son côté, Worldpay a une activité de TPE (dans Worldpay UK), mais elle est non significative (<2% de son CA et <8% de son CA net 2014) et il s'agit essentiellement de leasing (très faible proportion de ventes) c.à.d. qu'il achète des terminaux à Ingenico et VeriFone puis les loue aux commerçants.

**Fig. 53: Prévisions de livraisons de TPE, dans le monde (M d'unités)**


Sources: BI Intelligence; Bryan Garnier & Co.

**Fig. 54: Base installée de terminaux de paiement pour 1 000 habitants, par pays**


Dark blue: indicates first equipment markets and/or government incentives.

Sources: Ingenico Group; Bryan, Garnier & Co.

Ces dix dernières années, le marché des terminaux de paiement électroniques s'est industrialisé, et fortement structuré via de nombreuses opérations de concentration. Parmi les plus importantes, nous pouvons citer l'acquisition de Lipman par VeriFone (avril 2006), la fusion entre Ingenico et Sagem Monetel (mars 2008), le rachat des activités e-Transactions de Thalès par Hypercom (avril 2008), celui des activités TPE de Gemalto par VeriFone (décembre 2010), et enfin l'acquisition des activités d'Hypercom par VeriFone hors États-Unis, Espagne et RU (août 2011).

Depuis le rachat d'Hypercom par VeriFone puis la vente de ses activités américaines à un fonds, ce marché est devenu un duopole. Les marchands, qui optent généralement pour une stratégie de dual sourcing pour éviter d'être trop captifs et/ou soumis à des risques d'approvisionnement, se sont donc naturellement tournés vers Ingenico. **La consolidation du marché américain lui a donc été bénéfique sur fond de migration vers l'EMV, dans lequel il est une référence.** Au final, Ingenico Group (~44% de PdM en revenus et ~30% en livraisons sur 2014) et VeriFone (~40% en revenus et ~18% en livraison sur 2014) ont des positions dominantes qui continuent à croître. **Parmi ces deux acteurs, ces dernières années, le français a clairement pris l'ascendant sur son concurrent américain** (ex : en livraisons 2014, Ingenico Group a fait +36% sur 1 an vs VeriFone +17%). Outre des problèmes de certifications, le principal problème de

VeriFone vient du fait qu'il a réalisé beaucoup d'acquisitions sans fusionner les différentes plateformes (aujourd'hui il dispose encore de 8 OS et ne devrait pas avoir fini de les fusionner avant début 2016), ce qui ralentit sa capacité à innover. De son côté, **Ingenico Group n'a qu'un seul et unique OS pour tous ses TPE Telium** (hormis pour la Chine, qui fonctionne indépendamment depuis l'acquisition de Landi en 2008), **ce qui 1/ le rend plus innovant** (la gamme Telium Tetra permet au marchand de télécharger des applications métiers directement sur son terminal), **2/ améliore la vitesse de ses transactions**, et **3/ lui permet de faire des économies d'échelle** (car tous les composants achetés sont similaires).

Après ce peloton de tête, viennent des acteurs locaux comme PAX en Chine, qui est aujourd'hui le n°3 du secteur mais est très loin derrière les deux premiers (10% de PdM vs 30% et 18%). Nous estimons que si les groupes de second plan veulent « tirer leur épingle du jeu » (être compétitifs ou réduire l'écart avec les premiers), ils devront se spécialiser sur des niches de marché, et effectuer une sélection en matière de R&D et d'acquisition (être vus comme des spécialistes de niche). Ils ne pourront pas se contenter d'imiter le succès des leaders du marché.

**Fig. 55: PdM 2014 dans les livraisons de TPE, par société et géographie**

Rank	Asia Pacific		Europe		Latin America		MEA		United States		Canada	
	Group	MS	Group	MS	Group	MS	Group	MS	Group	MS	Group	MS
1	Ingenico	25%	Ingenico	52%	Ingenico	36%	Bitel	24%	VeriFone	49%	Ingenico	69%
2	Fujian Newland	14%	VeriFone	26%	VeriFone	32%	VeriFone	16%	Ingenico	27%	VeriFone	24%
3	PAX Tech.	13%	Spire Payments	7%	PAX Tech.	9%	PAX Tech.	15%	Equinox Pymts	8%	SZZT Elect.	2%
4	SZZT Elect.	10%	Yerus	2%	Castles Tech.	6%	Castles Tech.	11%	First Data	5%	PAX Tech.	2%
5	VeriFone	8%	Worldline	2%	Cybernet	4%	Ingenico	8%	PAX Tech.	3%	Castles Tech.	1%
6	Shenzhen Justtide	7%	Cybernet	2%	Yarus	4%	Cybernet	6%	USA Tech.	3%	Yarus	1%
7	New POS Tech	6%	PAX Tech.	2%	Spectra Tech.	3%	Shenzhen Justtide	3%	UIC	2%	Shenzhen Kaifa	0%
8	Hangzhou Sunyard	4%	Fujian Newland	2%	Bitel	2%	SZZT Elect.	3%	Castles Tech.	1%	Hangzhou Sunyard	0%
9	Cybernet	2%	Castles Tech.	1%	SZZT Elect.	1%	Spire Payments	3%	Yarus	1%	Fujian Newland	0%
10	Vanstone Electronic	2%	CCV	1%	Shenzhen Justtide	1%	Spectra Tech.	2%	SZZT Elect.	0%	USA Tech.	0%

Sources: Nilson Report, Bryan Garnier & Co.



**Ces prochaines années, la croissance du marché des TPE devrait continuer à être tirée par :**

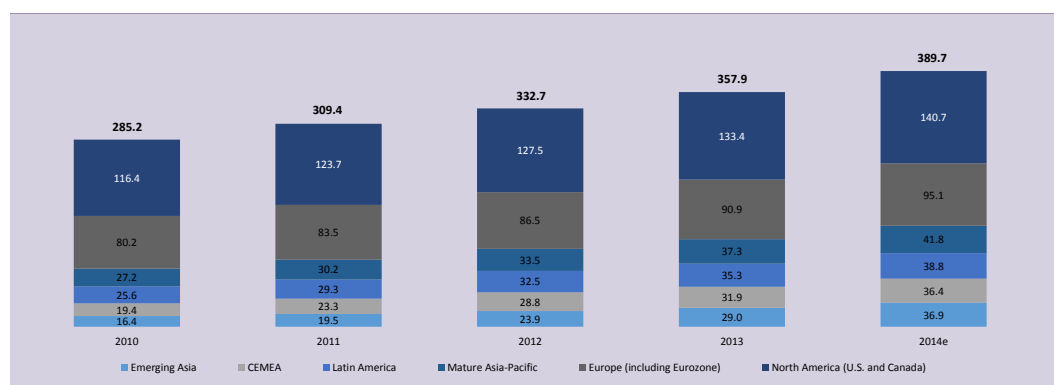
- **La réglementation pousse vers plus de transactions sécurisées.** Le marché tire profit des changements réglementaires en Europe, avec la mise en œuvre de la DSP (directive européenne des services de paiement) et du SEPA (Single Euro Payments Area). Ce dernier autorise les transactions électroniques transfrontalières, permettant ainsi de faciliter les paiements des consommateurs en dehors de leurs pays d'origine (un paiement transfrontalier en € devra être traité avec la même rapidité/sécurité et dans les mêmes conditions qu'un paiement domestique). Les pays développés ont des standards de sécurité de plus en plus stricts. Les standards majeurs sont l'EMV (Europay MasterCard Visa) et le PCI. L'EMV nécessite une carte à puce (chip-and-pin/chip-and-sign) au lieu d'une carte à piste magnétique. L'évolution vers le standard EMV a été une source majeure de demande de remplacement en Europe (le RU est le dernier pays de cette région à avoir migré, ce qui a permis de réduire la fraude en magasins de 70%).
- **La poursuite du déploiement des TPE EMV aux Etats-Unis.** L'équipement en TPE EMV a commencé au S2 2014 (MasterCard et Visa ont fixé un ultimatum au 1er octobre 2015, date à partir de laquelle les marchands non équipés portent la responsabilité financière de la fraude). A fin 2015, environ la moitié du parc a été migrée (90% des gros retailers et 35% des petits marchands). Comme un tel déploiement dure généralement 4 ans, les acteurs comme Ingenico et VeriFone devraient connaître de la croissance jusqu'en 2017e. Comme la fraude va se réduire chez les gros retailers, elle va se transférer aux petits/moyens marchands qui s'équiperont dès lors en 2016 et 2017, sans compter les caisses enregistreuses (environ 30% des marchands en sont équipé aux US) qui devraient être remplacées par des TPE.
- **La pénétration continue des terminaux de paiement dans les marchés émergents.** Nous pensons notamment à la Chine (son parc devrait tripler à horizon 3 ans, à 22 M de TPE), le Japon (il pourrait passer à l'EMV avec l'approche des Jeux Olympiques de 2020), ou encore l'Inde et l'Indonésie (elles n'ont respectivement qu'1 et 4 TPE pour 1 000 habitants vs 24 en moyenne dans les pays développés). Comme ces marchés s'industrialisent et continuent à croître, une part plus importante de la population passera par le système bancaire traditionnel. Une classe moyenne croissante (50% de la population mondiale en 2030 vs. 30% aujourd'hui, selon Ernst & Young) couplée à l'appui du gouvernement pour accroître la collecte de l'impôt, représentent des catalyseurs pour passer du cash au paiement électronique. Notons que le marché allemand se compare plus à un marché émergent qu'à un marché mature puisqu'il utilise encore très peu les cartes de paiement (les allemands payant généralement en espèces).
- **Raccourcissement du cycle d'un terminal de paiement de 6-7 à 4-5 ans en moyenne.** De nouvelles fonctionnalités viennent se rajouter au fur et à mesure sur le hardware et ont pour conséquence de raccourcir sa durée de vie dans les pays matures. Le cycle de remplacement d'un terminal est assez disparate selon les pays. Par exemple, cela va de 3 ans au Brésil (pays porté sur les innovations et qui change donc régulièrement ses TPE) à 7 ans aux Etats-Unis (car système à faible niveau de sécurité actuellement, mais cela va évoluer grâce à sa migration vers l'EMV).
- **Développement de services à valeur ajoutée et application à d'autres marchés verticaux.** Les éditeurs ajoutent de plus en plus de fonctionnalités aux terminaux de paiements (ils se rapprochent des téléphones portables : écrans plus grands, plus mobiles...), et supportent des applications afin d'offrir davantage de valeur ajoutée (gestion des stocks, gestion clients...). Elles permettent d'adapter leur utilisation à des spécificités et problématiques métiers.
- **La pénétration croissante des communications sans fil (TPE sans fils), du paiement sans contact (NFC) et la croissance de la base installée des appareils mobiles qui se transforment en TPE (m-POS)** va continuer à tirer la croissance des systèmes de paiement électroniques (éducation et habitudes de la population en ce sens). Notons que les terminaux alternatifs (sur tablettes, smartphones...), ne devraient pas cannibaliser le marché traditionnel. Ils prendront probablement une PdM marginale mais devraient globalement s'ajouter aux TPE classiques (ex : des terminaux en boutiques et des livreurs équipés de m-POS).

## 5.2. Les services de paiements : marché fragmenté

D'après MasterCard, 85% du volume de transactions de ventes retail dans le monde (en magasin ou en ligne) se font en cash ou en chèque, ce qui équivaut à 60% en valeur. Evidemment, les gouvernements poussent à l'adoption du paiement électronique pour la traçabilité et la collecte de l'impôt. Enfin, le paiement électronique coûte beaucoup moins cher que le paiement traditionnel en cash (manutention du numéraire au point de vente, service de paiement au prestataire bancaire, gestion des chèques et autres coûts généraux...). Le rapport est de 1 à 10 entre les deux. Le paiement par carte (présente ou non présente) a donc encore de beaux jours devant lui.

Les derniers chiffres de Capgemini Financial Services font apparaître que **390 Md de transactions ont été réalisés dans le monde en 2014 et réglés autrement qu'en espèces**. Ce type de règlement affiche ainsi une progression de 8,9% sur un an, portée par les pays émergents. La croissance annuelle des paiements non-cash y atteint 16,2% (vs 5,5% dans les pays matures). En parts de marché, les plus importantes zones sont l'Amérique du Nord, suivies de l'Europe et de l'Asie. Les transactions par cartes de crédit et par cartes de débit sont restées majoritaires (55%) et ont continué à augmenter.

**Fig. 56: Nombre de transactions non-cash (Md) par zone, 2010-2014e**



Sources: Capgemini Financial Services Analysis; ECB Statistical Data Warehouse; Bank for International Settlements Red Book, Country's Central Bank Annual Reports; Bryan, Garnier & Co.

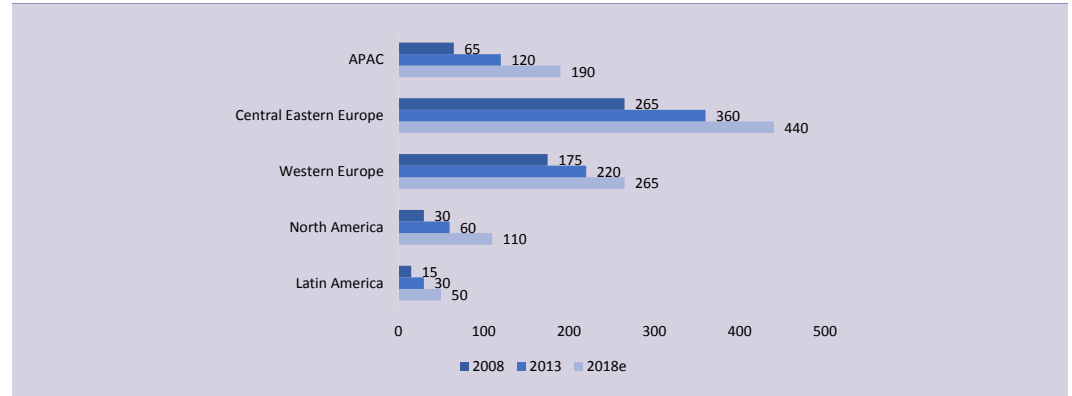
**Fig. 57: TMVA du nombre de transaction non-cash par zone, 2010-14 et 2013-14**

Non cash transaction	2010-14 CAGR	2013-14 CAGR
Emerging Asia	22.5%	27.2%
CEMEA	17.0%	14.1%
Latin America	11.0%	9.9%
<b>Developing countries</b>	<b>16.2%</b>	<b>16.5%</b>
Mature Asia-Pacific	11.3%	12.1%
Europe (including Eurozone)	4.4%	4.6%
North America (US and Canada)	4.9%	5.5%
<b>Mature countries</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.1%</b>
<b>Global</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.9%</b>

Sources: Capgemini Financial Services Analysis; ECB Statistical Data Warehouse; Bank for International Settlements Red Book, Country's Central Bank Annual Reports; Bryan, Garnier & Co.

Nous pensons que les paiements électroniques seront de plus en plus nombreux, tant côté marchand (qui souhaite avoir une solution simple et sécurisée, qui ne compromette pas les données clients, et moins coûteuse que la gestion du cash) que côté consommateur (il souhaite payer de manière flexible, quand et où il le souhaite). Dans le monde, en volume de nombre de transactions non-cash, les plus importantes zones sont l'Amérique du Nord, suivies de l'Europe et de l'Asie. En revanche, en nombre de transaction/habitant, l'Europe ressort devant l'Asie et l'Amérique du Nord.

**Fig. 58: Nombre de transactions électroniques par habitant**



Sources: McKinsey Global Payments Map; Bryan, Garnier & Co.

Le contexte structurel et réglementaire et technologique est très clairement favorable à la sécurisation des paiements électroniques, ce qui va dans le sens d’une externalisation du traitement des paiements (tant côté marchands que banques) vers des fournisseurs de services spécialisés.

Les services de paiement sont un marché fragmenté, tant dans le monde physique que dans celui de l’Internet. Avec les fortes croissances du paiement mobile et du commerce en ligne, beaucoup d’acteurs se sont positionnés à différents endroits de la transaction. Nous estimons le nombre de PSP à ~50 (certaines banques, Worldpay, Wirecard, Worldline, Ingenico, First Data, Global Payments...). Comme dans les terminaux de paiement, les marchands optent généralement pour une stratégie de dual sourcing (pour éviter d’être trop captifs et/ou soumis à des risques de non fourniture de services).

**Fig. 59: Le paysage concurrentiel de Worldpay**

	Global payment partners	Niche specialists	Regional champions	Domestic bank heritage
<b>Challenge</b>	Building global reach and market share	Identifying and sustaining their niches	Consolidating and growing established market position	Creating differentiated products and services

Sources: Company; Bryan, Garnier & Co.

**Fig. 60: Le positionnement des différents PSP en Europe**

	Issuing transaction processing	Services to cardholders and issuers	Automated clearing house	Credit/debit transfers	Services to merchants	Acquiring transaction processing	Commercial acquiring	Acceptance POS / ecommerce	Services to new digital businesses
<b>Worldpay</b>					●	●	●	●	
First Data	●	●			●	●	●	●	
Global Payments	○				●	○	●	●	
Ingenico Group					●	●	●	●	
NETS	●	●	●	●	●	●	●	○	○
Six Payment Serv.	●	●	●	○	●	○	●	○	
TSYS	●	●				○			
Wirecard	○	○			●	●	●	●	
Worldline + Equens	●	●	●	●	●	●	●	●	●

● Core offering ○ Non-core offering

Source: Bryan, Garnier & Co.

## Worldpay

D'après le dernier Nilson report, 38 acquéreurs ont géré plus d'1 Md de transactions par carte de paiement auprès de leurs marchands dans le monde en 2014 (vs. 37 l'année précédente). Les 4 premiers de ce classement ont traité plus de 10 Md de transactions par carte chacun, quand de son côté Worldpay se classe 5<sup>ème</sup> juste en dessous de la barre des 10 Md (9,7 Md avec une PdM de 5%). En Europe, ce dernier se place de loin le 1<sup>er</sup> (PdM de 20%) grâce à son statut de leader incontesté sur le marché du RU (PdM de 42%, devant Barclays à 38%, Global Payments et Lloyds TSB). En enfin, aux Etats-Unis, il se classe à la 9<sup>ème</sup> place (PdM de 3%) dans un marché plus concurrentiel.

**Fig. 61: Top 10 des acquéreurs dans le monde, en Europe et aux US en 2014**

Top 10 worldwide (Market share est.)	Top 10 in Europe (Market share est.)	Top 10 in the US (Market share est.)
1- Vantiv (9%)	<b>1- Worldpay (20%)</b>	1- Chase Commerce Solutions (17%)
2- Bank of America (8%)	2- Barclays (12%)	2- Bank of America (16%)
3- Chase Commerce Solutions (7%)	3- Sberbank (12%)	3- Vantiv (15%)
4- First Data (6%)	4- Credit Mutuel CIC (9%)	4- First Data (13%)
<b>5- Worldpay (5%)</b>	5- Credit Agricole (7%)	5- Elavon (7%)
6- Citi Merchant Services (4%)	6- Swedbank (6%)	6- Wells Fargo Merchant Services (5%)
7- Cielo (3%)	7- Elavon (5%)	7- Citi Merchant Services (4%)
8- Elavon (3%)	8- BPCE (4%)	8- Global Payments (3%)
9- Global Payments (3%)	9- Worldline (4%)	<b>9- Worldpay (3%)</b>
10- Rede (2%)	10- Global Payments (3%)	10- Heartland Payment Systems (3%)

Based on the number of transactions

Sources: Nilson Report 2015; Bryan, Garnier & Co.

Nous estimons que **Worldpay est bien placé dans l'e-commerce au niveau mondial et en Europe. Au final, seuls 4 acteurs se détachent réellement dans l'e-commerce** : Worldpay, Wirecard, Adyen et Ingenico Group (via ses acquisitions GlobalCollect et Ogone). En dessous de ce top 4, il y a une vingtaine d'acteurs locaux (qui sont leaders sur une géographie).

**Fig. 62: PdM des acteurs européens du e-commerce en 2015e**

In %	Global market share	Market share in Western Europe
<b>Worldpay</b>	<b>6%</b>	<b>20</b>
Wirecard	5%	18
Adyen	4%	15
Ingenico Group (Ogone + GlobalCollect)	3%	10
<b>Top 4</b>	<b>18</b>	<b>63</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

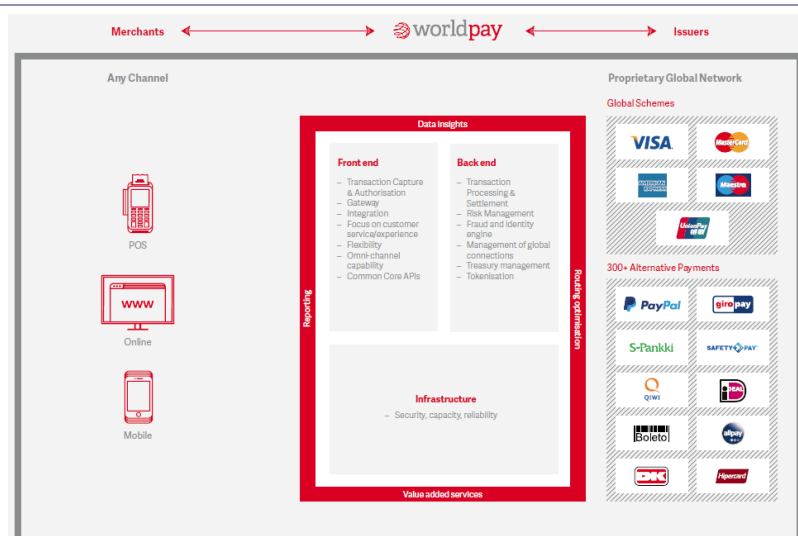
Fig. 63: Le marché du paiement sur Internet est très fragmenté



Source: Bryan, Garnier & Co.

Il est certain que de nos jours, les marchands doivent fournir à leurs clients une expérience d'achat sécurisée et la plus fluide possible, peu importe le moyen de paiement et le canal de vente (physique, en ligne et mobile). L'interaction des 3 canaux sera un enjeu majeur pour les marchands ces prochaines années. Seuls les fournisseurs de services de paiement (« payment service providers », PSP) pourront leur offrir une véritable solution « multichannel » (ou « omnichannel ») sécurisée. En effet, avec la baisse programmée des commissions d'interchange par l'UE (elle est intervenue le 9 décembre 2015 : 0,3% sur les cartes de crédit et 0,2% sur les cartes de débit/prépayées, sachant que beaucoup de pays l'avaient déjà anticipée) et les problématiques de sécurité contre la fraude (notamment la fraude en ligne, qui pèse la moitié de la fraude aujourd'hui), les banques sont en train d'abandonner ce métier et de l'externaliser (vers les acteurs dont c'est la spécialité : PSP) afin de se recentrer sur leur métier.

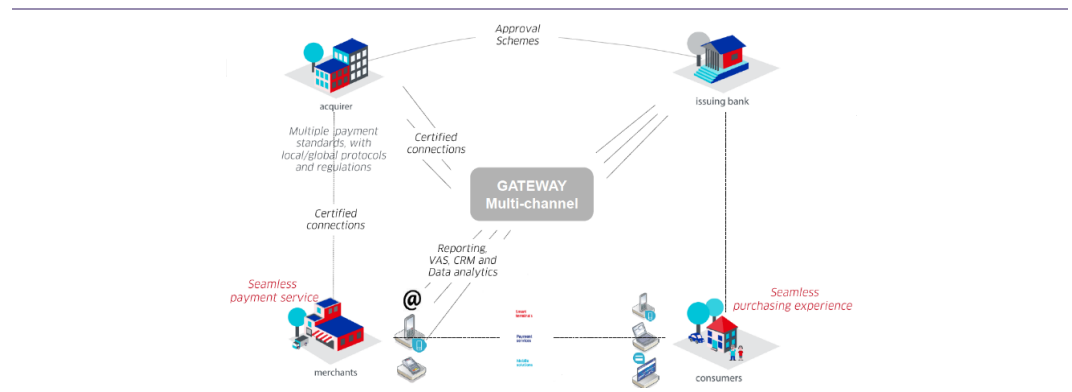
Fig. 64: Offre intégrée type « omnichannel »



Source: Company.

Nous attendons une poursuite de la consolidation du secteur des paiements en Europe et aux US, notamment dans le segment online (et en particulier le e-commerce), un peu à l'image de ces dernières années dans le segment des paiements hardware. A titre d'exemple, en 2007 il y avait une vingtaine de fabricants au niveau mondial dans les terminaux de paiement, alors qu'aujourd'hui il ne reste véritablement plus qu'Ingenico et VeriFone. La forte croissance que connaît l'Asie du Sud-Est ces dernières années dans le online va arriver en Europe et aux US ces prochaines années (2016/17e). Ces mouvements de rapprochement seront induits par un marché de plus en plus global avec une complexité croissante. Nous estimons que **tous les PSP sous notre couverture (Ingenico, Wirecard, Worldline et Worldpay) seront des acteurs de cette consolidation.**

**Fig. 65: Vers l'acceptation des paiements sur tous les canaux de vente**



Source: Bryan, Garnier & Co.

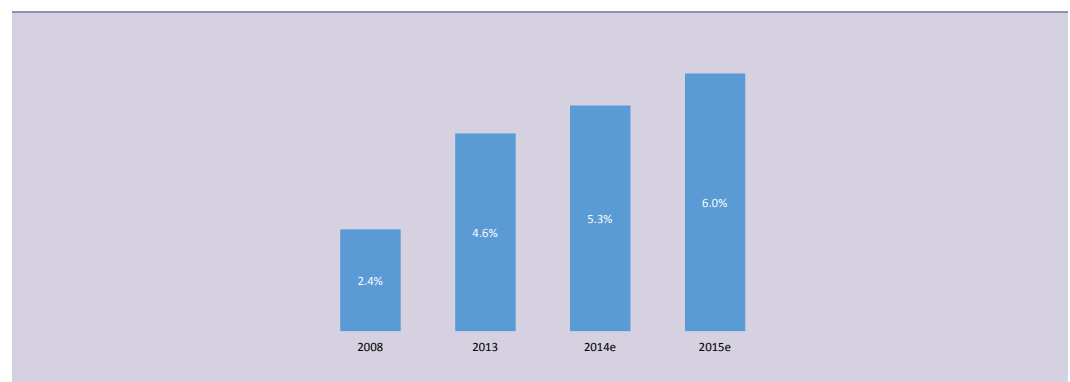
Ces prochaines années, la croissance des services de paiement devrait être tirée par :

- **Le marché de la gestion des transactions dans les magasins.** Elle est souvent imbriquée dans une infrastructure IT plus large, qui nécessite des développements spécifiques (chaque pays a des protocoles de paiement et des applications différentes).
- **Les changements réglementaires et notamment le SEPA. Les enseignes ont besoin de gérer leurs paiements sur une base européenne avec un traitement des transactions harmonisé.** Le SEPA va augmenter la demande en services de transaction en Europe puisque les banques devraient externaliser plus de services (gérer les transactions transfrontalières). L'idée étant aussi de faire baisser le prix des transactions électroniques (via une baisse des commissions) pour que les marchands acceptent davantage de paiements par carte (hausse du volume de transactions). Même tendance aux US, une fois que le basculement vers l'EMV sera terminé.
- **La pénétration croissante : 1/ du e-commerce** (volume de transactions avec un TMVA 2011/15e +16%). Les enseignes y voient un accroissement potentiel de leur activité, et les consommateurs auront plus de possibilité et de facilité à payer quand et où ils le souhaitent. Le paiement électronique augmente chaque année dans le mix du commerce de détail au niveau mondial (de 2,4% en 2008 à 4,6% en 2013 selon McKinsey, à probablement 6%e aujourd'hui). **2/ du m-commerce** (TMVA 2011/15e +61%). Au cours des 5 dernières années, les ventes de smartphones/tablettes ont augmenté via la baisse du coût des technologies de connexion (Internet sans fil, le haut débit et les GPS par satellite). Plus de 50% des recherches Google viennent désormais d'un appareil mobile. Cela construit un Internet mobile et modifie la manière dont les consommateurs paient leurs achats. Sur les 2 Md de possesseurs de téléphones (source : Nokia), peu sont ceux qui dans les pays émergents ont un compte en banque. Ainsi, le

paiement mobile trouvera tout son sens. Rappelons que si ces canaux sont en forte croissance, pour le moment, **le nombre de transactions physiques par carte reste pour le moment 4 fois supérieur au nombre de transactions par Internet et 10 fois supérieur à celui par mobile.**

- **Une solution multicanale pour plus de simplicité et d'efficacité.** Le but est de gérer, sécuriser et collecter les paiements physiques (accélérer le passage en caisse) et le paiement en ligne et sur mobiles (améliorer le taux de transformation et accroître les ventes dans le monde) pour créer des nouvelles opportunités de ventes et faire bénéficier les marchands d'un reporting commun. Les plateformes de gestion de toutes ces transactions (en magasin, en ligne et mobiles) doivent être connectées à autant d'acquéreur et de schémas de paiement que possible.
- **La démocratisation de la technologie sans contact.** En effet, l'utilisation des cartes ou des mobiles sans contact (plus de 300 moyens de paiements sont disponibles dans le monde, comme PayPal, Apple Pay, Android Pay...) devraient aider à la démocratisation de la technologie NFC (cette technologie équipe de nombreux terminaux mais n'est que très peu activée : ~30% du parc de terminaux seulement en France, par exemple). C'est une manière de stocker la carte en digital.
- **Le besoin de davantage de sécurité, notamment sur Internet.** Les paiements sans la présence de la carte (sur Internet et sur mobile) sont ceux qui génèrent le plus de fraude (plus de 60% de la valeur de la fraude dans le monde et 50% en Europe). L'émergence de ces moyens de paiement a dynamisé le marché du paiement électronique et permis d'accroître le marché adressable aux micro-marchands, mais beaucoup ne satisfont pas les contraintes réglementaires. Il y a donc un véritable besoin de contrôle et de solutions de sécurité adaptés à chaque zone.
- **L'absence de sensibilité à la macroéconomie.** En période de crise, les consommateurs ont tendance à payer par carte plutôt qu'en cash (pour profiter du débit différé, éviter les découverts bancaires...), ce qui diminue le montant moyen payé mais augmente significativement le volume.

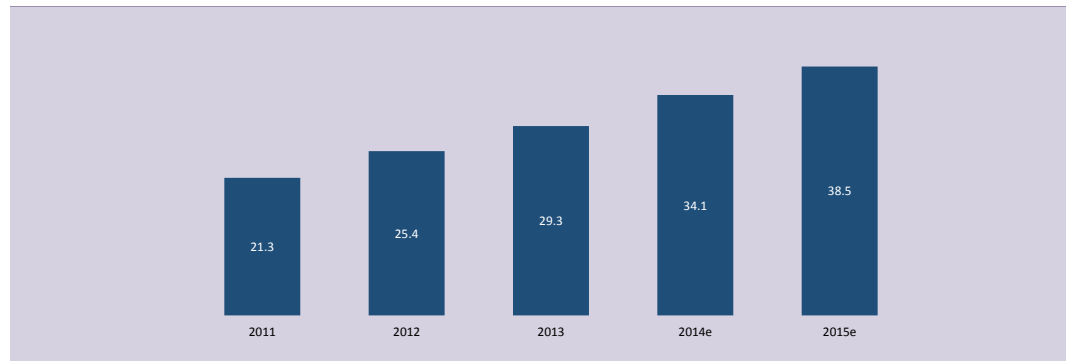
**Fig. 66: Part du e-commerce (en valeur) dans le marché retail mondial**



Sources: McKinsey Global Payments Map; Euromonitor; Bryan, Garnier & Co ests (2014e and 2015e).

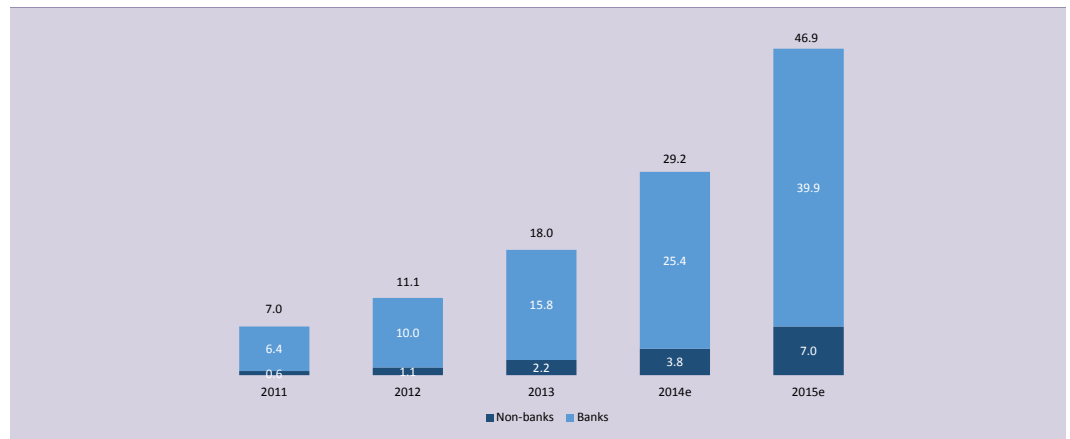


**Fig. 67: Nombre de transactions e-commerce (Md) dans le monde sur 2011-15e**



Sources: Capgemini Financial Services Analysis; Bryan, Garnier & Co.

**Fig. 68: Nombre de paiements mobiles au niveau mondial (Md), sur 2011-2015e**

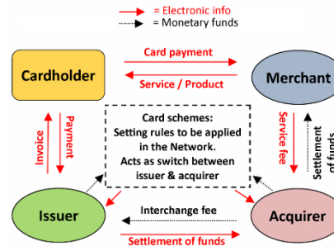


Sources: Capgemini Financial Services Analysis; Bryan, Garnier & Co.

### 5.3. Les divers intervenants lors d'une transaction...

**Le paiement par carte (présente ou non présente) est constituée d'un système avec 4 acteurs :** **1/** le porteur de carte (consommateur), **2/** le marchand (vendeur de biens/services), **3/** l'acquéreur de carte (banque acquéreuse ou PSP) et **4/** l'émetteur de carte (la banque du porteur de carte). Le porteur de carte utilise une carte de débit/prépayée/de crédit pour acheter un bien ou un service à un marchand. L'acquéreur reçoit les informations de paiement et les transfère au réseau de la carte concerné (les 2 principaux sont Visa et MasterCard), lequel fait passer l'information à la banque émettrice de la carte. Cette banque approuve ou non la transaction et transfère l'information au réseau, et ce dernier fait passer l'information à l'acquéreur. Le marchand reçoit ainsi le paiement moins la commission commerçant qu'il doit payer à sa banque (« merchant service fee », qui est sa contribution au système et permet au consommateur de payer sa carte moins cher). L'acquéreur en conserve une partie (1/3) et reverse le solde de cette commission à la banque émettrice (composée pour moitié de la commission d'interchange et pour l'autre moitié du taux bilatéral des transactions bloquées).

**Fig. 69: Schéma d'une transaction par carte bancaire**



Source: Bryan, Garnier & Co.

**Fig. 70: Décomposition de la commission commerçant (« merchant service fee »)**

Merchant service fee breakdown		
Interchange fee (1/3)	Bilateral rate for blocked transaction (1/3)	Fee charged by the acquiring bank (1/3)
Fee paid by the acquirer to the issuer (2/3)		Fee retained by the acquirer (1/3)

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Ce schéma à 4 acteurs (modèle traditionnel de Visa et MasterCard) est celui que connaît Worldpay, Wirecard, Worldline et Ingenico Group lorsqu'ils sont fournisseurs de services de paiement (PSP : lorsqu'ils traitent les transactions de paiement et font la gestion des risques). Mais il y a aussi un schéma à 3 acteurs, où le réseau de carte est aussi l'acquéreur et l'émetteur de cartes (modèle American Express), qui est évidemment beaucoup moins intéressant pour des PSP. **Ensuite, lors de la transaction par carte, plusieurs intervenants viennent se placer le long de la chaîne.**

**Fig. 71: Chaîne de valeur d'une transaction physique par carte**

Merchant	Merchant's bank/acquirer	Merchant processor	Payment network	Issuer processor	Bank/Issuer
Contracts with acquirer for payment services. Accept payment with POS terminals or online.	Sings up merchants for card acceptance. Establishes pricing agreement	Processes payment processing, authorizing, settlement and clearing services.	Connects processors and issuers. Routes transactions and establishes network fees	Processes for issuing bank. Authorization, settlement, clearing, reports, statements	Card issuing entity. May or may not outsource issuer processing.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 72: Chaîne de valeur d'une transaction en ligne par carte (online gateway)**

Merchant	Gateway	Acquirer/processor	Payment network	Bank/Issuer
Contracts with acquirer for payment services. Accept payment online.	Bundles and sends purchase request to processor	Processes information and sends to respective network.	Routes requests to respective card issuing banks.	Grants approval or rejection and sends response to payment networks.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

- **L'émetteur** : banque du porteur de la carte qui supporte le risque financier de la transaction.
- **L'acquéreur** : il s'agit de l'entité qui introduit le paiement dans la chaîne de valeur et est donc contractuellement responsable des transactions sous-jacentes telle que l'autorisation des paiements, la compensation et le règlement. Le marchand est lié à un acquéreur (banque acquéreuse ou PSP), qui lui permet d'accepter les paiements par cartes. Si ce dernier n'est pas lui-même une banque, les schémas de cartes exigent qu'il soit affilié à une banque. L'acquéreur aide le marchand à sélectionner l'équipement pour recevoir le paiement (ex : les TPE...) et décident quels types de cartes accepter. Ils fournissent également un support clients et des services associés tout comme des offres en ligne et des solutions d'e-commerce.
- **Le processeur** : opérateur technique qui fournit l'infrastructure pour supporter les services à la charge de l'acquéreur ; en pratique les acquéreurs externalisent les services de gestion du réseau du marchand à un processeur. Le processeur fournit la technologie qui traite la transaction de paiement.
- **Le prestataire de services de paiements (PSP)** : société qui se charge de toute la partie des services de paiements électroniques, et potentiellement du règlement selon la directive sur les services financiers en Europe tandis qu'aux US le règlement est toujours effectué par des institutions financières. Certains PSP sont également acquéreurs.

**Fig. 73: Présentation de tous les intervenants lors d'une transaction et leurs rôles**

Player	Role
<b>Merchant</b>	When a client make a purchase with its payment card, the merchant swipes the card and enters the purchase information into a point-of-sale (POS) terminal or pay online through a payment gateway (e-commerce application). Point-of-sale terminals are provided by the merchant's acquiring financial institution (the "acquirer") and payment gateway by a payment service provider – also referred to as the payment processor.
<b>Acquirer</b>	The merchant's payment terminal is connected to the network of the acquirer which is connected to the payment network of the payment organization (such as MasterCard, Visa...). The details of the transactions are transmitted across the network in order to confirm the validity of the card and the availability of the funds to cover the purchase. The merchant will receive an authentication approval and in turn, will provide the goods or services the client is purchasing. In a separate process, the merchant's acquirer will obtain the amount of the purchase from the cardholder's payment card issuer and will transfer that amount to the merchant. To establish card acceptance in their business and to offset the cost of managing the payment system, merchants pay a merchant discount rate for each credit and debit card transaction.
<b>Issuer</b>	The organization (bank, retailer...) that provide a credit card is an issuer. It defines the features and terms of the client's card, and handles the billing of its transactions. When a client make a purchase with its credit card, the issuer is contacted by the acquirer, verifies the transaction information against its records and provides confirmation that the funds are available. It is up to the issuer to flag a problem, like insufficient funds or a refusal of the transaction if the card has been reported stolen. This entire process occurs in only a few seconds every time a client pay with a credit card.
<b>Card association</b>	MasterCard, Visa... operate a sophisticated and secure global network that handles more than billions transactions annually. Their network connects acquirers with their merchant customers and cardholders with their card issuers.
<b>Processor</b>	A technical operator providing infrastructure to support acquirer functions, such as authorization, clearing and settlement services. In practice, acquirers outsourced merchant acquiring services to processor.
<b>Payment service provider</b>	A PSP offers shops online services for accepting e-payments by a variety of payment methods including credit card, bank-based payments such as direct debit, bank transfer, and real-time bank transfer based on online banking. It uses a software as a service model and form a single payment gateway for their clients (merchants) to multiple payment methods. A PSP can connect to multiple acquiring banks, card, and payment networks. In many cases, the PSP will fully manage these technical connections, relationships with the external network and bank accounts. A full-service PSP can offer risk management services for card and bank based payments, transaction payment matching, reporting, fund remittance and fraud protection in addition to multi-currency functionality and services. Some PSPs provide services to process other next-gen methods (payment systems) including cash payments, wallets, prepaid cards, vouchers, and even paper or e-check processing. Some PSPs could be acquirers.

Sources: MasterCard; Bryan, Garnier & Co.

## 5.4. ... et la manière dont ils se rémunèrent

Les différents intermédiaires se rémunèrent en prenant des commissions sur chaque transaction. La commission commerçant en regroupe trois (celle de l'acquéreur/processeur, celle du réseau de carte et la commission d'interchange qui revient à la banque du consommateur). **Différentes parties assument le risque financier : 1/ côté consommateur, il est assumé par sa banque**, en partie via la commission d'interchange qui est la plus élevée de toutes (elle supporte les coûts les plus lourds, liés à l'émission des moyens de paiement et à l'autorisation de transaction : assurances, remboursements en cas de fraude/d'impayés, émission de carte...); **2/ côté commerçant, le risque est supporté par l'acquéreur** (banque acquéreuse ou PSP) **dans le cas où il ne pourrait pas fournir la marchandise et rembourser le consommateur** (exemple : en cas de faillite, il devra s'y substituer). Notons que les **paiements sur Internet ont tendance à avoir les commissions d'interchange les plus élevées** (en raison du taux plus élevé de la fraude en ligne : elle représente plus de 60% de la valeur de la fraude dans le monde et 50% en Europe). **Enfin, la structure des commissions d'interchange est également différente entre les types de cartes : elles sont généralement plus élevées sur les cartes de crédit que sur les cartes de débit/prépayées**, en raison du risque associé au crédit.

Lors de paiement par carte sur Internet (carte non présente), la banque émettrice peut refacturer les transactions frauduleuses au marchand et à l'acquéreur (ou le PSP lorsqu'il s'agit d'une payment gateway). Notons que **la frontière entre processeur et acquéreur est assez difficile à percevoir puisque l'acquéreur et le processeur sont de plus en plus souvent le même acteur**. Cependant, **l'acquéreur est généralement celui qui a du pricing power** (il porte le risque de la fraude côté commerçant, ce qui explique qu'il touche un pourcentage de la valeur de la transaction) alors que **la partie processing est plutôt considérée comme une commodité fournie à grande échelle** (ce qui explique que le processeur touche un montant fixe par transaction).

**Fig. 74: Récapitulatif des différents types de commissions**

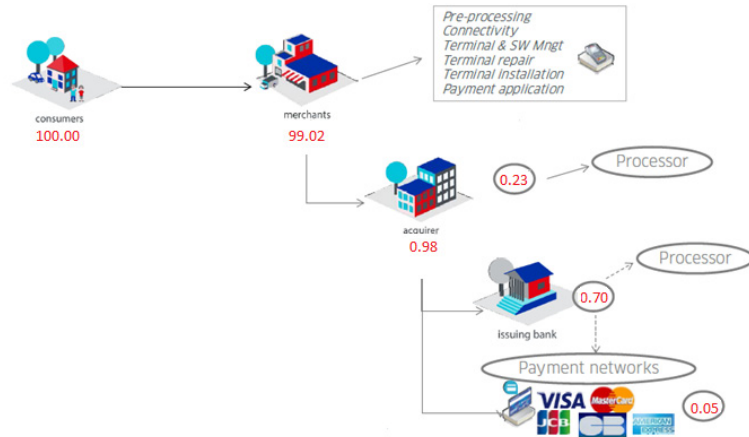
	Acquirer/Processor fee	Interchange fee	Card network fee
Who collect it?	Merchant acquirer and/or merchant processor	Card issuing bank	Card networks for access and processing over network
What proportion?	It depends if the transaction is in store or online. - The acquirer tends to have the most leverage when it comes to pricing as it owns the client contract - The processing is more a commoditized service provided at scale.	The lion's share	The smallest
Is it negociable?	Yes	No	No

Source: Bryan, Garnier & Co.

Prenons l'exemple de Worldpay pour une transaction par carte bancaire de 100 £ : le marchand retient 99,02 £ et donne une commission de 0,98 £ à l'acquéreur (elle vient dans la ligne CA de Worldpay : CA brut). Cette commission commerçant se répartit entre :

- **L'acquéreur/processeur, qui retient au passage 0,23 £** (dans notre exemple, il s'agit de la propre commission de Worldpay, c.à.d. proche d'une marge brute avant autres coûts des ventes).
- **Et les 0,75 £ restants** (qui sont en coût des ventes chez l'acquéreur), **qui se décomposent eux-mêmes en 0,70 £ pour la banque émettrice** (l'acquéreur lui verse la plus grosse part dont la commission d'interchange ; il peut donner une partie à un processeur s'il externalise la partie processing) **et 0,05 £ pour le réseau de carte** (il a la plus petite part car il ne fait que donner accès à son réseau, mais il s'y retrouve largement sur le volume des transactions).

**Fig. 75: La rémunération des différents acteurs sur une transaction de 100 £**



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Notons la reconnaissance du CA de Worldpay dans la partie acquisition commerçants est similaire à la majorité des acteurs sous notre couverture. En effet, le groupe enregistre la commission commerçant en CA brut (soit 0,98 £ dans notre exemple ci-dessus : sa commission d'acquéreur/processeur de 0,23 £, la commission d'interchange de 0,70 £ et les 0,05 £ qui reviennent au réseau de paiement carte). Nous conseillons donc de ne pas tenir compte de son CA net (qui est plus proche d'une marge brute) pour faire des comparaisons de rentabilité avec ses pairs. Au final, Worldline est le seul à ne pas communiquer sur un CA brut. En effet, ses ventes sont composées de sa commission et de celle du schéma de carte, ce qui oblige à certains retraitements lors de comparaison de marges et à de la prudence dans l'utilisation de la VE/CA (il suffit de réintégrer la commission d'interchange pour obtenir son CA brut).

**Fig. 76: Reconnaissance du CA des PSP sous notre couverture**

Revenue recognition for Worldpay, Wirecard and Ingenico	Revenue recognition at Worldline
Fee retained by the acquirer	Fee retained by the acquirer
+ Fee paid by the acquirer to the issuer (interchange fee)	+ Payment network fee
+ Payment network fee	= Merchant service fee - interchange fee
= Merchant service fee = Gross revenue	

Source: Bryan, Garnier & Co es

Page laissée libre intentionnellement



Page laissée libre intentionnellement

## Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 60.2%

NEUTRAL ratings 30.8%

SELL ratings 9%

## Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



## BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Geneva	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the FINMA	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062

### Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.