

6 septembre 2016

TMT

Bloomberg	WDI GR
Reuters	WDIG.DE
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	47,4 / 31,2
Capitalisation Boursière (MEUR)	5 667
Valeur d'Entreprise	5 145
Volume moyen 6 mois (000 actions)	735,8
Flottant	94,0%
TMVA BPA (3 ans)	29,9%
Gearing (12/15)	-54%
Rendement (12/16e)	0,31%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	771,34	1 016	1 344	1 599
EBITA EURm)	197,4	270,7	356,1	432,1
Op.Margin (%)	25,6	26,6	26,5	27,0
BPA dilué (EUR)	1,33	1,83	2,38	2,90
EV/CA	6,45x	5,06x	3,75x	3,04x
EV/EBITDA	21,9x	16,8x	12,5x	10,0x
EV/EBITA	25,2x	19,0x	14,2x	11,2x
P/E	34,6x	25,1x	19,3x	15,8x
ROCE	29,5	25,7	28,2	30,9



Wirecard

Prête à se reconnecter à ses fondamentaux

Fair Value 58EUR vs. 54EUR (cours 45,86EUR) **ACHAT**-Top Picks

Nous estimons qu'après avoir été la proie facile de fonds « short-sellers » opportunistes, le cours de Wirecard devrait se reconnecter à ses fondamentaux. Le potentiel de rebond est significatif et devrait s'accélérer avec les rachats de « short » qui restent encore importants. Son PEG est particulièrement attrayant (P/E de 22x vs BPA à +34%) et le biais spéculatif est indéniable (Wirecard a un profil rare dans les paiements). Nous conseillons aux investisseurs de jouer ce momentum. Opinion Acheter et FV relevée de 54 € à 58 €.

■ Après une impressionnante chute de son cours (-27% sur un mois, à fin mars), plombée par une étude à charge d'un certain Zatarra Research, le cours a rebondi. Il a enfin dépassé son niveau du jour avant « l'attaque ». Le potentiel de rebond est significatif, d'autant plus que la hausse de ces derniers mois s'est faite sans rachat massif de ventes à découvert, ce qui présage d'un bon momentum boursier à venir. D'ailleurs, les investisseurs US (catégorie très représentée dans les positions « short ») s'intéresse à nouveau au dossier. L'annonce du rachat d'une des filiales de Citi semble être la preuve qui leur manquait pour les convaincre définitivement de la qualité du groupe.

■ Nous pensons qu'il est temps que le marché reconnecte le cours de bourse de la société à ses fondamentaux, qui sont les meilleurs du secteur. La publication des résultats S1 nous conforte dans le fait que non seulement il n'y a pas eu d'impact opérationnel de l'histoire Zatarra, mais qu'en plus son EBE devrait se situer dans la partie haute de sa guidance 2016, dans la droite ligne de son plan 2020. Pour les sociétés de paiement qui ne sont pas dans un programme de surinvestissement, nous conseillons de juger les titres sur le PEG. Ce multiple est particulièrement attractif pour Wirecard sur les 12 mois glissants, avec un P/E de 22,2x quand sa croissance de BPA corrigés est attendue à 33,9%.

■ De par son profil rare dans le paiement en ligne (pure-player, présent sur tous les continents, avec une banque en interne), Wirecard est le type de société qui finira tôt ou tard par se faire racheter. Cela pourrait passer dans un premier temps par une simple prise de participation minoritaire. Le management a justement confirmé être en discussion avec plusieurs partenaires stratégiques pour une possible entrée à son capital. L'intérêt spéculatif du dossier sera corrélé à l'évolution du poids du e-commerce dans le monde, il est donc voué à augmenter fortement.

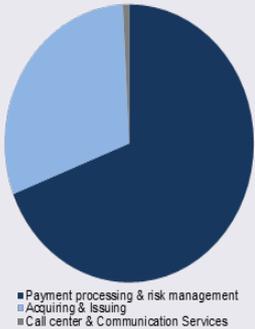
	Analyst:	Sector Analyst Team:
	Richard-Maxime Beaudoux	Thomas Coudry
	33(0) 1.56.68.75.61	Gregory Ramirez
	rmbeaudoux@bryangarnier.com	Dorian Terral

Wirecard



■ Sales — Current EBITDA margin

FY 2015e sales



■ Payment processing & risk management
■ Acquiring & Issuing
■ Call center & Communication Services

Activités

Wirecard est un des principaux leaders mondiaux indépendants fournisseurs de solutions d'externalisation et en marque blanche pour les transactions de paiement électronique. Il aide les entreprises à accepter les paiements électroniques issus de tous les canaux de vente. Sa plate-forme mondiale multi-canal regroupe différentes méthodes de paiement internationales, complétées par des solutions de prévention de la fraude. Lorsqu'il émet ses propres moyens de paiement sous la forme de cartes ou de paiement mobile, Wirecard offre aux entreprises une infrastructure de bout en bout, y compris les licences nécessaires pour la carte et le compte.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	482	601	771	1 016	1 344	1 599
Change (%)	22,1%	24,8%	28,3%	31,7%	32,3%	18,9%
lfl change (%)	17,6%	21,0%	23,2%	20,3%	21,0%	18,9%
EBITDA	126	173	227	306	403	488
EBIT	98,5	133	173	241	317	386
Adjusted EBIT	109	150	197	271	356	432
Change (%)	16,4%	38,1%	31,2%	37,1%	31,5%	21,4%
Financial results	-4,2	-6,7	-7,2	65,4	-8,6	-7,6
Pre-Tax profits	94,3	126	166	307	308	378
Tax	-11,6	-18,2	-23,0	-34,1	-47,8	-58,6
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	82,7	108	143	272	261	319
Restated net profit	91,8	123	164	226	294	359
Change (%)	25,3%	33,9%	33,2%	37,9%	30,0%	22,2%
Cash Flow Statement (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Cash flow	126	173	228	355	370	449
Change in working capital	2,9	-33,5	-20,7	-74,0	-99,3	-76,9
Capex, net	-51,3	-75,0	-76,8	-91,4	-108	-128
Financial investments, net	-111	-94,3	-158	-277	-41,2	-41,2
Dividends	-12,3	-14,8	-16,1	-16,1	-17,3	-18,5
Other	27,1	28,3	138	-67,3	0,0	0,0
Net debt	-246	-597	-692	-522	-626	-810
Free Cash flow	77,6	64,8	130	189	163	244
Balance Sheet (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Net fixed assets	458	687	1 052	1 626	2 053	2 392
Investments	127	124	227	227	227	227
Deferred tax assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash & equivalents	479	695	1 063	569	673	858
current assets	284	358	451	594	786	934
Other assets	82,2	131	142	187	248	295
Total assets	1 431	1 995	2 936	3 204	3 987	4 706
L & ST Debt	233	98,4	371	47,3	47,3	47,3
Provisions	7,8	10,8	15,7	15,7	15,7	15,7
Deferred tax liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Others liabilities	581	813	1 269	1 671	2 211	2 629
Shareholders' equity	608	1 073	1 281	1 470	1 713	2 014
Total Liabilities	1 431	1 995	2 936	3 204	3 987	4 706
Capital employed	362	476	588	948	1 087	1 204
Ratios	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating margin	22,60	25,03	25,59	26,65	26,48	27,03
Tax rate	12,29	14,42	13,90	11,14	15,50	15,50
Net margin	17,17	17,96	18,49	26,82	19,39	19,98
ROE (after tax)	13,60	10,06	11,14	18,54	15,22	15,86
ROCE (after tax)	26,72	27,59	29,50	25,65	28,24	30,94
Gearing	-40,44	-55,62	-54,06	-35,49	-36,53	-40,23
Pay out ratio	14,92	13,54	11,25	6,35	7,11	6,18
Number of shares, diluted	112 297	121 841	123 497	123 497	123 497	123 497
Data per Share (EUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	0,74	0,89	1,16	2,21	2,11	2,59
Restated EPS	0,82	1,01	1,33	1,83	2,38	2,90
% change	23,0%	23,4%	31,4%	37,9%	30,0%	22,2%
BVPS	5,42	8,81	10,37	11,90	13,87	16,31
Operating cash flows	1,12	1,42	1,84	2,87	2,99	3,64
FCF	0,69	0,53	1,06	1,53	1,32	1,98
Net dividend	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15	0,16

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

Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Résumé – Conclusion	5
3. Un titre à fort potentiel de rebond	6
3.1. DCF : 61 €.....	6
3.2. Comparables boursiers : 51 €.....	8
3.3. Multiples historiques forward : 60 €.....	8
3.4. Ratio VE/VTT 2016/17e basé sur PayPal : 59 €.....	10
4. Le bon élève du secteur.....	11
4.1. Un S1 2016 solide et encourageant pour l'année.....	11
4.2. Une politique M&A opportuniste et bien ciblée	16
4.3. Le plan à horizon 2020 : ambitieux mais réaliste	18
5. Le momentum redevient favorable	22
5.1. L'historique : de nombreuses attaques.....	22
5.2. Le futur : un attrait spéculatif indéniable	25
Bryan Garnier stock rating system.....	31

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Depuis l'acquisition d'une des filiales de Citi aux US, Wirecard est devenu un acteur mondial (côté acquéreur et émetteur). En étant plus gros et mondial, il devrait faire passer plus de volumes de transactions par ses plateformes et mécaniquement améliorer ses marges (métier à coûts fixes). **Les investisseurs US semblent s'intéresser de nouveau à l'action** depuis cette dernière acquisition, donnant une nouvelle preuve de la qualité du groupe. De plus, **les positions de ventes à découvert sur le titre ont commencé à baisser en mai et le potentiel de rebond reste très important**. Enfin, le management a confirmé qu'il était **en discussion stratégique avec divers partenaires** pour une entrée à son capital.

Attractif ou non?



Valorisation

Notre FV est relevée de 54 € à 58 €. Elle est issue de la moyenne entre un DCF à 61 €, des comparables boursiers à 51 €, des multiples historiques à 60 € et le ratio VE/VT 2016 de PayPal décoté de 15% à 59 €. Pour les acteurs des paiements qui ne sont pas dans un programme de surinvestissements, **nous conseillons aux investisseurs de regarder le PEG**. Celui de Wirecard est particulièrement attractif, avec un **P/E de 22,2x qui se compare à une croissance des BPA de 33,9% sur les 12 mois glissants**.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Les principaux catalyseurs sur le titre : **1/** le développement du paiement électronique, **2/** la progression du e-commerce, **3/** la croissance du paiement mobile, **4/** le besoin croissant en matière de sécurité numérique, **5/** le levier sur les dépenses opérationnelles, **6/** la croissance externe et les partenariats, **7/** un rachat par un autre acteur (Wirecard a une structure de capital qui le rend opérable : 93% de flottant et 7% détenus par le management).

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus

Le marché sous-estime : **1/** la croissance du volume de transactions traitées par Wirecard, liée à la fois à ses gains de PdM (auprès de ses clients existants et nouveaux clients, avec un focus sur les moyens/gros marchands), au paiement mobile (monétisable depuis 2015), aux synergies entre ses métiers qui sont de plus en plus intégrés (processing, acquiring et issuing), et à sa croissance externe (Amérique et pays émergents) ; **et 2/** le potentiel d'amélioration des marges (économies d'échelle, acquisitions relatives, et opportunité de profit sur l'acquiring via la baisse des commissions d'interchange).

Quels risques?



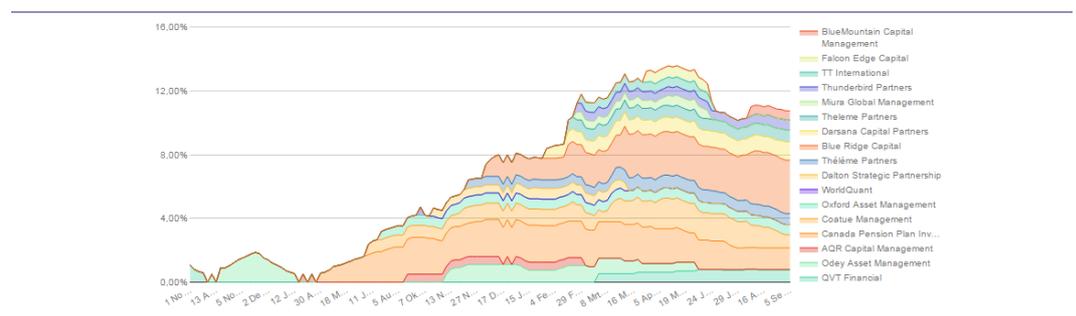
Risques

Les principaux éléments qui invalideraient notre scénario : **1/** de nouveaux entrants ou une consolidation entre plusieurs gros acteurs, **2/** des technologies de rupture sur lesquelles Wirecard ne serait pas positionné, **3/** le risque d'exécution sur une acquisition importante.

2. Résumé – Conclusion

Après avoir été impacté par l'étude de Zatarra, qui avait publié un rapport à charge contre Wirecard (l'accusant de fraudes, de blanchiment d'argent et d'avoir échappé à la réglementation américaine sur des paris en ligne), le cours a fini par rebondir et a dépassé récemment son niveau de l'époque (42,62 € le 23/02). Si la tendance des positions de ventes à découvert est à la baisse (probablement bien en dessous de 20% vs un pic à 23%, difficile d'avoir des chiffres précis car les positions sous 0,5% sont invisibles), nous estimons que le potentiel est encore significatif sur le titre. Il est d'ailleurs rassurant que le cours se soit repris de 47% depuis 22/03 (le point bas de 2016) sans rachat massif des positions « short » car cela signifie qu'il y a du levier pour les mois à venir.

Fig. 1: Positions de ventes à découvert sur l'action Wirecard (01/11/12 – 05/09/16)



Source: shortsell.nl (Nov. 2012 - September 2016)

Wirecard est un acteur atypique, de par son positionnement sur les segments les plus dynamiques de l'industrie (paiement en ligne et pays émergents), sa banque en interne (Wirecard Bank) et son potentiel de croissance bénéficiaire qui n'est pas encore pleinement valorisé. Dans cette industrie des paiements qui a des coûts fixes élevés, il y a une véritable course à la taille. Wirecard y réussit non seulement en dégageant une forte croissance organique de son CA mais aussi en faisant des acquisitions ciblées qui lui permettent d'être présent sur tous les continents. C'est alors aussi bien une histoire de croissance (CA >+20% à pcc) que de marge (marge d'EBE >30%).

Au final, nous conseillons aux investisseurs de jouer le momentum favorable sur l'action Wirecard. Le groupe ne devrait pas avoir de problème pour atteindre ses objectifs 2016 et son plan 2020 paraît totalement crédible. Enfin, son statut de pure-player online dans les paiements et ses 93% de flottant en font une cible de choix. Le management a d'ailleurs confirmé qu'il était en discussion stratégique avec plusieurs partenaires dans l'optique d'une possible entrée à son capital. Si sa valorisation peut sembler élevée en absolue sur 12 mois glissants (VE/CA de 4,4x, VE/EBE de 14,6x et P/E de 22,2x), elle apparaît en réalité particulièrement attractive quand on la compare à sa moyenne historique 3 ans et surtout à sa croissance bénéficiaire future (croissance de ses BPA retraités de +33,9% sur 12 mois glissants). Nous maintenons notre opinion Acheter et relevons notre FV de 54 € à 58 € (26% de potentiel), dérivée de 4 méthodes de valorisation.

Plus généralement, nous estimons que le développement du e-commerce (6% du commerce retail dans le monde est du e-commerce, selon McKinsey) et de la sécurité numérique (>60% de la valeur de la fraude mondiale est sur Internet et ~50% en Europe) devraient franchir un véritable cap, et que la consolidation va se poursuivre dans les services de paiements (tant en Europe qu'aux US). C'est pour cette raison, selon nous, qu'il y a eu de si nombreuses introductions en Bourse en amont c.à.d. au S2 2015 : 3 aux US (PayPal, First Data et Square) et 1 en Europe (Worldpay). D'autres IPO devraient intervenir au cours de 2017, cette fois-ci principalement en Europe.

3. Un titre à fort potentiel de rebond

Notre **Fair Value sur Wirecard est relevée de 54 € à 58 €** (potentiel de hausse de 26%). Elle est basée sur une moyenne équipondérée entre un DCF, des comparables boursiers, des multiples historiques 3 ans et le ratio VE/VTT de PayPal décoté de 15%. **Nous avons gardé la même méthodologie de valorisation depuis notre initiation**, le 01/09/15 au cours de 36,78 €.

Fig. 2: Synthèses des différentes méthodes de valorisation (cours au 02/09/16)

EUR	Valuation/share	Potential on last price
DCF	61.1	33%
Peer comparison	50.7	11%
3 years' historical fwd multiples	60.2	31%
EV/TVP 12 rolling months (based on PayPal)	59.3	29%
Equi-weighted average	57.8	26%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

3.1. DCF : 61 €

Notre valorisation par DCF repose sur les hypothèses suivantes :

- **Un TMVA du CA 2016/2025e de 15,0% à pcc** (+18,9% sur 2016/2020e et +11% sur 2021/2025e), en ligne avec le marché auquel il est exposé (selon nos estimations +14,7%e : +12,0%e en Europe et +22,9% en dehors de l'Europe) mais prudent au regard de l'historique (Wirecard a enregistré une croissance moyenne de +19,6% à pcc sur la période 2009/15), du développement du e-commerce et de la diversification notamment vers les émergents (notamment l'Asie du Sud-Est qui est très dynamique dans le paiement sur Internet et mobile).
- **Une marge d'EBE moyenne de 31,5% sur 2016/2025e**. Elle se décompose de la manière suivante : une marge de 30,1% en 2016e (vs 29,5% en 2015) avec une montée progressive jusqu'à un pic de 33,4% en 2021e, puis nous la faisons redescendre à 31,4% en 2025e (vs une marge qui a progressé de 350 pb entre 2011 et 2015, grâce au développement du e-commerce, aux économies d'échelle sur sa plateforme propriétaire, à l'incrément d'EBE sur le paiement mobile et aux acquisitions).
- **Une évolution du BFR en ligne avec la progression du CA**.
- **Des investissements nets à 11,3% du CA en moyenne de 2016e à 2025e** (c.à.d. hors nouvelle croissance externe), avec un niveau de capex normatif organique de 7,0% à partir de 2019e.
- **Un taux d'IS de 14/15% était jusqu'à présent normatif** (filiales avec des faibles taux d'imposition comme Singapour, l'Irlande, Dubaï, Irlande, la Turquie, mais aussi l'Allemagne en raison du développements de logiciels et plus généralement l'Asie avec l'écart fiscal local). Mais en incluant désormais l'Inde (acquisition de Great Indian Retail Group) dont le taux est >30%, **le taux groupe devrait désormais être de 15,5% sur les prochaines années**.
- **Un taux d'actualisation de 9,50%**, avec un β de 1,13x, une prime de risque de 7,00% et un taux sans risque de 1,6% (données utilisées au sein du bureau de recherche de Bryan, Garnier & Co).
- **Un taux de croissance à l'infini de 3%** car le marché des paiements est en croissance forte et régulière, notamment dans les services de transactions de paiement (cœur de métier de Wirecard).

Fig. 3: Calcul du taux d'actualisation

Inputs	%
Risk free rate	1.60
Market risk premium	7.00
β (x)	1.13
Return on capital	9.50

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Le groupe étant en situation de cash net, le **taux d'actualisation est égal au coût des fonds propres**.

Fig. 4: Modèle des cash-flows actualisés

EURm	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Sales	1,015.9	1,344.5	1,598.7	1,880.4	2,197.9	2,527.6	2,856.2	3,170.4	3,455.7	3,697.6
Y/Y change	31.7%	32.3%	18.9%	17.6%	16.9%	15.0%	13.0%	11.0%	9.0%	7.0%
EBITDA	306.3	403.1	488.1	583.7	695.2	844.2	939.7	1027.2	1102.4	1161.1
Margin	30.1%	30.0%	30.5%	31.0%	31.6%	33.4%	32.9%	32.4%	31.9%	31.4%
EBIT	241.3	317.1	385.7	463.3	554.5	682.5	756.9	824.3	881.2	924.4
Margin	23.7%	23.6%	24.1%	24.6%	25.2%	27.0%	26.5%	26.0%	25.5%	25.0%
Tax rate	11.1%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
EBIT after tax	214.4	267.9	325.9	391.5	468.5	576.7	639.6	696.5	744.6	781.1
+ Amortisation, depreciation and	65.0	86.0	102.3	120.3	140.7	161.8	182.8	202.9	221.2	236.6
Cash flow from operations	279.4	354.0	428.3	511.8	609.2	738.4	822.4	899.4	965.8	1,017.8
- Net financial & tangible investments	-435.4	-148.7	-169.1	-131.6	-153.9	-176.9	-199.9	-221.9	-241.9	-258.8
- Change in WCR	-74.0	-99.3	-76.9	-85.2	-96.0	-97.3	-97.0	-92.8	-84.2	-71.4
Free cash flow	-230.0	105.9	182.3	295.0	359.4	464.2	525.4	584.8	639.7	687.5
Discounted free cash flows	-223.1	93.9	147.5	218.0	242.5	286.1	295.8	300.6	300.3	294.8
Sum of discounted FCF	1.956.6									
+ Discounted terminal value	4.674.8									
+ Net cash 2015	692.2									
- Minority interests, 2015	0.0									
+ Financial fixed assets 2015	227.2									
Valuation	7.550.8									
Number of shares fully diluted	123.5									
Value per share (€)	61.1									

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

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

	EUR		WACC		
Growth rate to infinity	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%
2.50%	65.1	60.1	55.8	52.0	48.7
2.75%	68.7	63.1	58.3	54.1	50.5
3.00%	73.0	66.6	61.1	56.5	52.5
3.25%	78.2	70.7	64.5	59.3	54.8
3.50%	84.4	75.6	68.5	62.5	57.5

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Par DCF, nous valorisons le titre à **61,1 € par action** (potentiel d'appréciation de 33%).

3.2. Comparables boursiers : 51 €

Wirecard n'a pas de comparable boursier ayant un profil parfaitement similaire au sien. Nous retenons donc les multiples 2016e et 2017e de différents acteurs du paiement, qui sont exposés au online ou ont un business model qui s'en rapproche.

Notre échantillon de comparables boursiers regroupe :

- **les réseaux de cartes**, comme Visa et MasterCard (qui se rapprochent du business model de Wirecard, c.à.d. la perception de commissions par transaction).
- **les prestataires de services de paiement** (PSP: ils aident les marchands à faciliter les paiements électroniques) **qui ont une partie de leur activité en ligne**. Il s'agit de Worldpay, et Ingenico Group. Ils sont chacun positionnés sur au moins une des activités acquisition carte et traitement des paiements).
- **PayPal**, qui est un service quasiment équivalent au cœur de métier de Wirecard (passerelle de paiement en ligne), même s'il est positionné sur un créneau un peu différent c.à.d. les échanges de petites sommes d'argent entre particuliers.

Fig. 6: Multiples des comparables boursiers de Wirecard (cours au 02/09/16)

x	EV/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBITDA	P/E	P/E
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Visa	10.0	8.3	14.4	12.2	29.4	24.7
MasterCard	9.6	8.6	16.8	14.9	27.1	23.5
Worldpay	1.7	1.5	18.2	14.1	26.4	22.4
Ingenico Group	2.4	2.0	10.7	8.7	18.9	15.9
PayPal	3.8	3.2	14.8	12.4	25.3	21.6
Average	5.5	4.7	15.0	12.4	25.3	21.6
Wirecard	5.1	3.7	16.8	12.5	25.1	19.3
Premium (+) / discount (-)	-8%	-21%	12%	0%	-1%	-11%

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

Sur 12 mois glissants forward (6 mois sur 2016e et 6 mois sur 2017e), Wirecard affiche une décote moyenne de 5% sur ses comparables boursiers. **En appliquant la moyenne des multiples VE/CA, VE/EBE et P/E, nous valorisons le titre Wirecard à 50,7 €/action** (potentiel de 11%).

3.3. Multiples historiques forward : 60 €

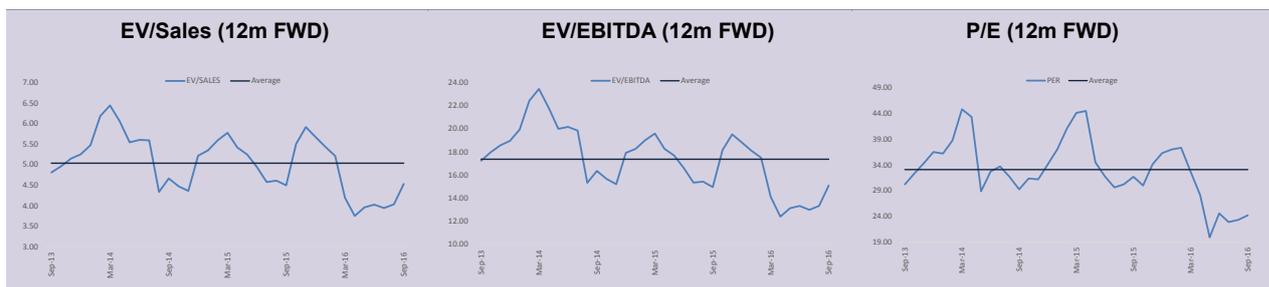
Dans le tableau ci-dessous, nous avons calculé la **valorisation moyenne de Wirecard sur la base des multiples VE/CA, VE/EBE et P/E historiques 3 ans**. Nous ne retenons pas les multiples de VE/ROC car tous les contributeurs au consensus ne font pas les mêmes retraitements pour calculer le résultat opérationnel courant.

Fig. 7: Multiples de Wirecard sur 12m glissants vs l'historique (période : 3 ans)

x	EV/Sales	EV/EBITDA	PE
3 years' historical average	5.0	17.4	33.1
Weighted average for Wirecard multiples over 2016/2017e	4.4	14.6	22.2
Premium +/discount - vs. historical average (%)	-12.6%	-15.7%	-33.0%

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

Fig. 8: Multiples forward historiques 3 ans (moyenne de sept. 2013 à sept. 2016)



Sources: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co (3 year historical, average from Sept. 2013 to Sept. 2016)

L'action se traite sur des multiples 2016 et 2017 qui peuvent paraître élevés en absolu, mais qui offrent en réalité un fort potentiel d'appréciation au regard de l'historique et surtout à sa croissance profitable future.

Elle affiche une décote moyenne de 20,4% sur 12 mois glissants par rapport à l'historique 3 ans : VE/CA de respectivement 5,1x en 2016e et 3,7x en 2017e (vs historique à 5,0x), VE/EBE de 16,8x et 12,5x (vs historique à 17,4x) et P/E à 25,1x et 19,3x (vs historique à 33,1x). Nous avons appliqué ces ratios historiques à nos estimations sur Wirecard pour les exercices 2016e et 2017e pondérés (6 mois sur 2016 et 6 mois sur 2017). Cette méthode valorise le titre à 60,2 €/action (potentiel d'appréciation de 31%).

Notons qu'à notre nouvelle FV de 58 €, le titre se traiterait sur des multiples moyens 12 mois glissants de : 5,7x la VE/CA, 19,0x la VE/EBE et 28,1x le P/E, soit seulement 2,7% au-dessus de la moyenne historique 3 ans (5,0x, 17,4x et 33,1x). Nous estimons que cette méthode de valorisation, basée sur de l'historique incluant l'affaire Zatarra, est fiable et même conservatrice. En effet, Wirecard évolue vite et va profiter de nouvelles opportunités dans les années à venir (e-commerce, paiement mobile...), sans compter que les enjeux de sécurité seront clés et que nous pensons que les banques vont sortir de plus en plus du métier des paiements pour les confier à des pure players c.à.d. des PSP.

Dans les années à venir, nous pensons que plus Wirecard :

1/ sera gros, plus sa marge s'appréciera (effet de levier sur le volume de transaction traité par ses plateformes). Les PSP ont un métier où la taille compte en raison de leurs structures de coûts essentiellement fixes (~55% de son CA), d'où l'importance du M&A. Wirecard regarde des cibles pour se renforcer sur des géographies qu'il ne couvre pas encore ou pas assez (ex : l'Amérique).

2/ augmentera le mix de son cœur de métier (e-commerce) en faveur des pays émergents (qui sont très dynamiques dans le paiement en ligne : Internet et/ou mobile), plus ses multiples s'apprécieront.

3/ augmentera le poids de ses services bancaires dans son mix (Wirecard Bank, 28% de son CA S1), plus il se rapprochera des multiples des réseaux cartes.

3.4. Ratio VE/VTT 2016/17e basé sur PayPal : 59 €

PayPal et Wirecard ont un cœur de métier commun : ils proposent des services de paiement en ligne qui permettent de payer des achats, de recevoir des paiements, ou d'envoyer et de recevoir de l'argent. Concrètement, l'acheteur paie en quelques clics seulement (Wirecard parle de 3 étapes), le marchand reçoit l'argent de la vente et solde la transaction rapidement puisque le paiement est instantané et notifié automatiquement par email (plus besoin d'attendre un chèque, ni de le déposer à la banque). Pour bénéficier de leurs services, une personne doit créer un compte en ligne. Ensuite, les transactions sont effectuées sans avoir à communiquer à nouveau ses coordonnées bancaires.

Principales différences : Paypal est orienté consommateur (alors que Wirecard est orienté marchand), est davantage un porte-monnaie électronique c.à.d. un service parfaitement adapté aux échanges de petites sommes d'argent entre particuliers (alors que Wirecard vise des moyens/gros marchands avec des volumes de transaction importants et qui recherche des solutions élaborées), et nécessite d'avoir un compte bancaire classique (ce qui n'est pas le cas pour Wirecard). Notons d'ailleurs que Wirecard inclut PayPal dans ses offres car il est agnostique aux solutions de paiement qu'il intègre sur sa plateforme. En ce sens, il ne le voit pas comme un concurrent.

Travail de valorisation : Les services de PayPal étant assez similaires au cœur de métier de Wirecard (e-commerce) et avec des fondamentaux assez proches (croissance du CA et profitabilité) et la valeur du volume de transaction traités (VTT) étant un indicateur clé de performance dans le secteur, nous valorisons Wirecard en lui appliquant la VE/VTT de PayPal. Par cette méthode et après une décote de 15% (PayPal est coté au Nasdaq), nous valorisons Wirecard à 59,3 €/action (potentiel de +29%).

Fig. 9: Valorisation en appliquant la VE/VTT de PayPal

	Based on FY16e	Based on FY17e
Paypal (USDbn)		
EV	45.7	50.3
Transaction volume processed (TVP)	348.3	435.3
EV/TVP	0.13	0.09
Wirecard (EURbn)		
Transaction volume processed (TVP)	61.0	82.4
EV 2015e implied	8.0	7.6
+ Net cash 2015e	0.5	0.6
+ Financial assets 2015e	0.2	0.2
= Valuation implied	8.7	8.5
Valuation implied after a 15% discount (PayPal is listed on the Nasdaq)	7.4	7.2
Number of shares fully diluted (in million)	123.5	123.5
Valuation implied after a 15% discount / Wirecard number of shares diluted (EUR)	60.2	58.3
Upside(+) / downside (-)	31.3%	27.1%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

4. Le bon élève du secteur

Fig. 10: Snapshot de Wirecard dans le marché des services de paiement

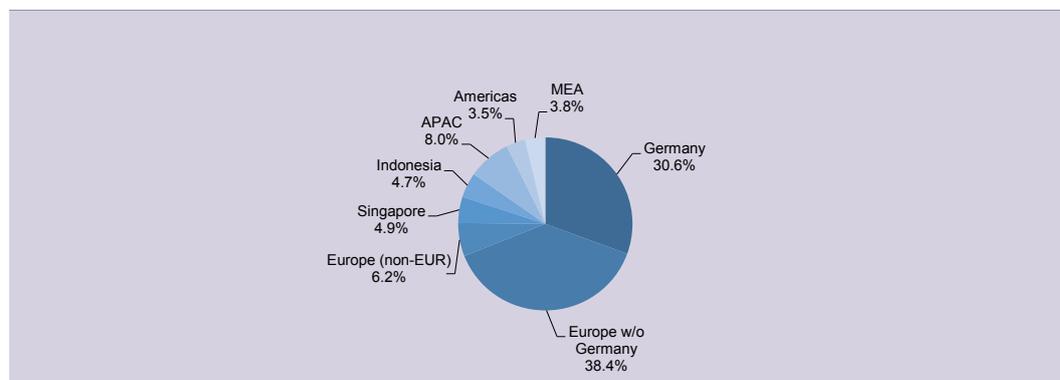
Wirecard's addressable market	EUR168bn (e-commerce in Western Europe).
Revenue 2015	EUR711.3m.
Transactions processed in 2015 (EURbn)	EUR45.2bn (including 24.8% outside Europe, mainly coming from South-East Asia).
Transaction volume growth	+31.8% in total: +26.3% Europe, +51.6% outside Europe.
Transaction volume organic growth	+30.3% in total: +26.0% Europe, +46.2% outside Europe.
Average fee per transaction processed in 2015	1.6% (1.4% in Europe and 2.1% outside Europe).
Wirecard's market share in 2015 (in value)	20.2% (Western Europe).
Market characteristics	The first four players has ~45% of Wirecard's addressable Market.
Typical client targeted	Merchants (providers of merchandise or services) with high transaction volume and looking for complex solutions. ~22,000 merchants.
Transaction volume industry allocation	45.9% consumer goods (+33.3%), 34.1% digital goods (+31.6%), 20.0% travel & mobility (+28.6%).
2015 sales breakdown	46.5% consumer goods, 36.5% digital goods, 17.0% travel & mobility.
Innovation	Leading Internet and mobile payment technology.
Core business	Payment processing and risk management (70% of group's revenue).
Core business offer	Payment gateway (XML open-Internet technology).
Differentiation	Unique value chain with fully integrated and licensed banking operations.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

4.1. Un S1 2016 solide et encourageant pour l'année

Le CA S1 de Wirecard est ressorti à **451,8 M€ (+32,8%, +20% en organique)** avec un **EBE à 132,4 M€ (marge de 29,3%, +40 pb sur 1 an)** dont 1,7 M€ dans le paiement mobile. Les résultats sont conformes à nos attentes, ce qui est rassurant puisque nous avons une prévision d'EBE dans le haut de la fourchette de la guidance annuelle qui a été relevée fin mars (le consensus est proche du milieu de cette dernière). **Le volume de transactions traitées se porte bien, à 27,4 Md€ à fin juin, en croissance annuelle de 35,3% (+29,2% en organique)**. Il s'agit de l'indicateur clé à regarder chez Wirecard car c'est sa principale source de revenus (il prend un pourcentage sur chaque transaction, d'autant plus qu'il cumule les rôles de processeur et d'acquéreur) et donc de levier opérationnel dans ce métier à fort coûts fixes (économies d'échelle via sa plateforme propriétaire standardisée et mutualisée, le coût marginal d'une nouvelle transaction est quasi nul).

Fig. 11: Répartition géographique du volume de transactions en 2015



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

Le management vise un EBE compris entre 290 et 310 M€ sur l'exercice en cours, à comparer à nos 306 M€ et au consensus Thomson Reuters de 303 M€. Rappelons que le milieu de fourchette est basé sur une croissance organique de 23% (qualifiée de conservatrice par le management), une contribution du paiement mobile de 5 M€ (vs BG : 5,5 M€), une contribution de l'acquisition de Great Indian Retail Group pour 16 M€ (vs BG : 16,5 M€) et de celles de Provus Group et de MoIP pour 4 M€ (vs BG : 5,2 M€).

Nous maintenons nos prévisions 2016, qui sont dans le haut de fourchette et supérieures au consensus. Nous visons un CA de 1 016,3 M€ (+31,7% sur un an dont +20,3% à pcc) vs consensus de 1 013,9 M€ et un EBE de 306,3 M€ (marge de 30,1%, +60 pb, niveau qui constituerait un nouveau record pour le groupe) vs. cons. de 303,0 M€ (marge de 29,9%). Nos chiffres incluent la baisse des commissions d'interchange, c.à.d. un effet négatif de 30 M€e sur le CA mais neutre sur le BPA (moins de CA compensé par plus de marge brute). Ainsi, notre RN retraité est de 225,9 M€ (marge de +100 pb à 22,2%, hors Visa Europe et autres éléments exceptionnels) vs un cons. de 212,2 M€.

Fig. 12: Traitement de la vente Visa Europe chez Wirecard (participation de 0,5%)

Main deal	<p>Visa Inc has agreed to buy Visa Europe for as much as EUR21.2bn. The aim is to regain ground lost to rival MasterCard.</p>
Background and deal structure for Wirecard	<p>Proceeds from Visa Europe sale are based on the membership of Wirecard Bank AG and Wirecard Card Solutions Ltd. Closing on June 21, 2016:</p> <ul style="list-style-type: none"> - cash component: EUR71.8m, - preferred stock component : EUR25.6m, - deferred cash to be paid in three years closing: EUR6.2m.
Balance sheet and P&L effects	<ul style="list-style-type: none"> • Release of the revaluation reserve recorded as of 31st December 2015 (except for the effects of the preferred stock). • Increase in cash & cash equivalents in the amount of EUR71.8m. • Preferred stock classified as „available for sale financial assets“, valued with a discount and based on market value of Visa Inc A-shares. EUR14.1m recorded in financial and other assets. Subsequent changes in the valuation will be booked against equity. • EUR5.7m deferred cash recorded in financial and other assets based on its discounted value. • EUR91.7m profit shown in „other financial income“. • Profit of the sale is taxable at 5% for Wirecard Bank in Germany.

Source: Wirecard.

Ces dernières années, le management a régulièrement relevé ses guidances annuelles en cours d'année (dont déjà une fois cette année, à la fin mars). En moyenne, il a publié un EBE 2% supérieur au milieu de sa fourchette initiale. **Cette surperformance a été de 6% en 2015 et nous l'attendons de même ampleur en 2016.** Enfin, le groupe publie chaque année plus près du haut de sa fourchette initiale, et **a même dépassé la borne haute pour la première fois en 2015. Nous tablons, là aussi, sur un scénario équivalent cette année.**

Fig. 13: Track-record du management sur 2010/15 (EBE vs guidance initiale)

Year	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Init.	Rep.	Init.	Rep.	Init.	Rep.	Init.	Rep.	Init.	Rep.	Init.	Rep.
EURm	Guid.	Fig.	Guid.	Fig.	Guid.	Fig.	Guid.	Fig.	Guid.	Fig.	Guid.	Fig.
EBITDA	70-75	73.3	81-89	84.4	103-115	109.2	120-130	126.0	160-175	172.9	205-225	227.2
Mid-point	72.5	73.3	85.0	84.4	109.0	109.2	125.0	126.0	167.5	172.9	215.0	227.2
Reported vs. mid-point		+1.1%		-0.7%		+0.2%		+0.8%		+3.2%		+5.7%
Reported vs. upper range		-2.3%		-5.2%		-5.0%		-3.1%		-1.2%		+1.0%

Source: Bryan, Garnier & Co.

Fig. 14: Guidance initiale 2016 vs. BG estimates

Year	2016	
EURm	Init. Guid.	BG est.
EBITDA	280-300	306.0
Mid-point	290	
BG est. vs. mid-point		+5.5%
BG vs. upper range		+2.0%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous expliquons ces remarquables performances par la stratégie mise en place par le groupe à partir de 2009. Il a commencé à passer des contrats avec des marchands qui ont des gros volumes de transaction dans le monde entier (stratégie axée sur les moyens/gros marchands) et en demande de solutions complexes (ex : volume de transactions dans plusieurs pays différents, avec des monnaies différentes...). **Son but est de cumuler les fonctions de fournisseur de services de paiement et d'acquéreur**, c.à.d. permettre aux marchands d'accepter les paiements électroniques sur leur site Internet (il est agnostique aux solutions de paiement qu'il intègre : il supporte tant les cartes que les méthodes de paiement alternatives) tout en étant leur propre banque. La majorité du CA de Wirecard est donc basé sur les relations commerciales qu'il entretient avec les marchands, lesquels lui externalisent le traitement de leurs paiements (processing). Il se focalise sur les e-marchands situés en Europe (l'Allemagne reste son 1^{er} pays), dans le Sud-est asiatique (Singapour, Malaisie, Indonésie, Vietnam, Thaïlande), et l'Afrique du Sud et l'Australie-Pacifique/Nouvelle-Zélande depuis 2015. A terme, il finira par s'intéresser aussi à l'Amérique, tant du nord que du sud (les deux sont intéressants dans l'e-commerce : 12% du commerce retail est du e-commerce aux US et 2% au Brésil).

Fig. 15: Exposition actuelle de Wirecard au B2B et B2C

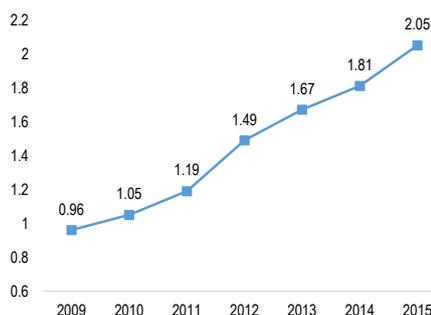
EURm	Payment processing & Risk management	Acquiring	Issuing	Call Centre & Communication Services	Wirecard's exposure
B2B	X	X			95%
B2C			X	X	5%
Comments	Products & services for the acceptance, implementation and the downstream processing of e-payments	Merchants are offered settlement services for credit card sales for online and terminal payments	Prepaid cards are issued to private and business customers. Mobile payment will contribute in the future.	Call centre support, aftersales service to customers.	100%

Source: Bryan, Garnier & Co. Ests.

Fig. 16: Catégorisation des marchands et commissions moyennes chez Wirecard

EURm	Small	Mid	Large
Merchant's transaction volume per month	<1	1-5	>5
Average	2.8%		1.2%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 17: Volume de transaction moyen par marchand (en M€) : TMVA +14%


Sources: Company Data; Bryan, Garnier & Co.

La commission moyenne touchée par Wirecard a été de 1,6% en 2015 (1,4% en Europe et 2,1% en dehors). Nous anticipons une poursuite de la **baisse progressive de la commission du groupe** (à l'image de l'historique : Wirecard connaît de plus en plus de succès auprès des gros marchands où la commission est plus faible) **mais sur un volume de transaction qui fait bien plus que compenser ce phénomène** (tiré par l'e-commerce, le paiement mobile et l'exposition croissante aux émergents).

Fig. 18: Commission moyenne de Wirecard (en % de la transaction traitée)

EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	
Revenue (m)	228.5	271.6	324.8	394.6	481.6	601.0	771.3	1,015.9	1,344.5	1,598.7	1,880.4	2,197.9	
Y/Y growth (%)		16.1	18.9	19.6	21.5	22.1	24.8	28.3	31.7	32.3	18.9	17.6	16.9
Y/Y organic growth (%)		16.1	18.9	19.6	17.2	17.6	21.0	23.2	20.3	21.0	18.9	17.6	16.9
Transaction processed (bn)	10.6	12.6	15.5	20.8	26.7	34.3	45.2	61.0	82.4	107.1	133.9	160.6	
Y/Y growth (%)		-	18.9	23.0	34.2	28.4	28.5	31.8	35.0	35.0	30.0	25.0	20.0
Average fee (%)		2.16	2.16	2.10	1.90	1.80	1.75	1.60	1.56	1.53	1.40	1.31	1.28

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Le groupe 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 technologie de pointe dans l'e-commerce et le m-commerce** (spécialiste du paiement en ligne avec des économies d'échelle liées au volume de transactions traités par sa plateforme propriétaire), **sa progression dans les métiers de la banque** via Wirecard Bank (l'acquisition et émission de cartes) et à son **mix-géographique orienté sur les émergents** (dont l'Asie du Sud-Est qui est une région très dynamique dans le paiement en ligne ; il est

même leader à Singapour, en Indonésie et au Vietnam) **expliquent la forte progression de sa croissance du CA et de sa marge brute** (+20% à pcc et +350 pb respectivement entre 2011/15).

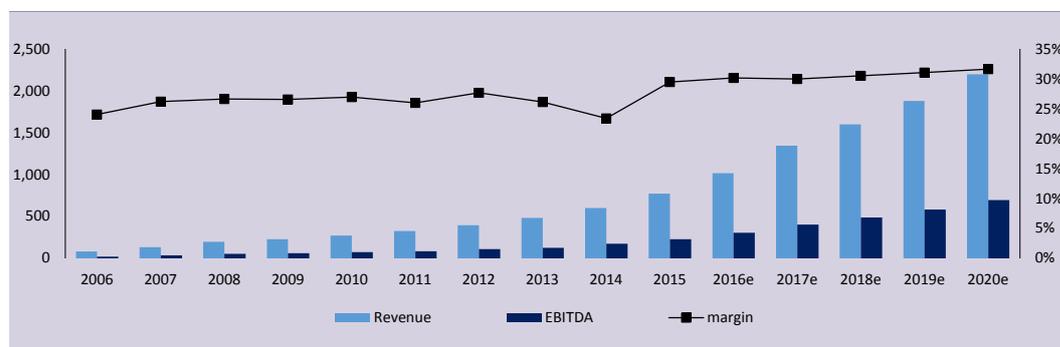
Au global, ces prochaines années, **il va continuer à dégager une croissance à deux chiffres par an et une marge supérieure à 30% même avec les dernières acquisitions** (drivers ci-dessous).

Fig. 19: Les drivers actuels de la croissance et de la marge du groupe

B2C e-commerce in Western countries	Market growth: 12% (CAGR 2013-18).
Transaction volume	Increase in transaction volume processed with existing and new customers.
Economies of scale	Economies of scale from transaction-oriented business model.
Cross-selling	Cross-selling effects with existing customers.
Integrated capabilities	Competitive advantage from integrated capabilities across online, mobile and POS channels.
Further growth	Driven by technological leadership, experience and global footprint.
Wirecard Bank	Expanding issuing and bank services, including mobile services.
Mobile-payments	First earning contributions from m-payments.
Falling interchange fee	The interchange fee is a cost of sale which is passed to the merchant. We believe smaller merchants may not demand that the entire fall is passed on to them. This will result in an incremental gross profit for Wirecard's.
M&A transactions	Earnings contributions from M&A transactions.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 20: Evolution du CA (M€) et de la marge d'EBE sur 15 ans (2006-2020e)



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

Nous estimons que Wirecard a le meilleur positionnement possible dans les paiements, ce qui explique qu'il a de loin les meilleurs fondamentaux de tous les acteurs du paiement sous **notre couverture**. Nous présentons ci-dessous, à titre d'illustration, un tableau de comparaison des KPIs des acteurs européen du paiement en harmonisant les reportings sur 2016e.

Fig. 21: Comparaison des acteurs européens du Paiement à iso-reporting 2016e

FY16e (m – local currency)	Wirecard (Buy, EUR58)	Worldpay (Neutral, 278p)	Worldline (Buy, EUR31)	Ingenico Group (Buy, EUR112)
Revenue (gross revenue)	1,015.9	4,240.4	1,460.7	2,278.2
LFL growth	20.3%	7.0%	4.0%	7.1%
EBITDA	306.3	392.2	276.4	455.6
Margin	30.1%	9.3%	18.9%	20.0%
Underly. EBIT	270.7	366.8	203.6	387.3
Margin	26.6%	8.7%	13.9%	17.0%
Rest. attrib. net income	225.9	226.2	143.1	251.1
Margin	22.5%	5.3%	9.8%	11.0%
Payout ratio (%)	6.5	25.0	25.0	35.0
FCF/Underly. EBIT (%)	68.3	25.2	70.0	68.5
Gearing (%)	-35.3	158.2	-50.0	5.3
EV/sales (x)	5.1	1.7	2.5	2.5
EV/EBITDA (x)	16.8	18.2	12.8	12.5
P/E (x)	25.1	26.4	27.4	22.5
FCF yield (%)	3.3	3.2	3.1	4.7

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

4.2. Une politique M&A opportuniste et bien ciblée

Afin de réduire son exposition à l'Europe, Wirecard s'est lancé dans une politique d'acquisitions soutenue depuis 2009. Il a une **stratégie de « buy and built »** c.à.d. qu'il achète des acteurs puis y ajoute ses services additionnels tout en profitant des effets de synergies au niveau groupe. **Il cherche avant tout : 1/** des connexions clients (principale barrière à l'entrée du secteur) et pas une technologie (c'est un acteur du logiciel, il a déjà tout en interne), **2/** des cibles non cotées, **3/** de petite taille mais avec un statut régional fort, **et 4/** dans les pays émergents (notamment l'Asie : il lui reste à explorer la Corée du Sud et le Japon) et/ou l'Amérique (du nord ou du sud). **Il les paie généralement 8 à 12x l'EBE et peut aller jusqu'à un maximum de 15x** (logiquement en dessous de ses propres multiples sur l'exercice en cours), sachant qu'elles ont généralement une croissance topline équivalente à la sienne et une marge d'EBE (entre 20% et 30%).

Fig. 22: Politique d'acquisition de Wirecard

Transaction multiples (x)	Historical range	Maximum
EBITDA multiple	8-12	15

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

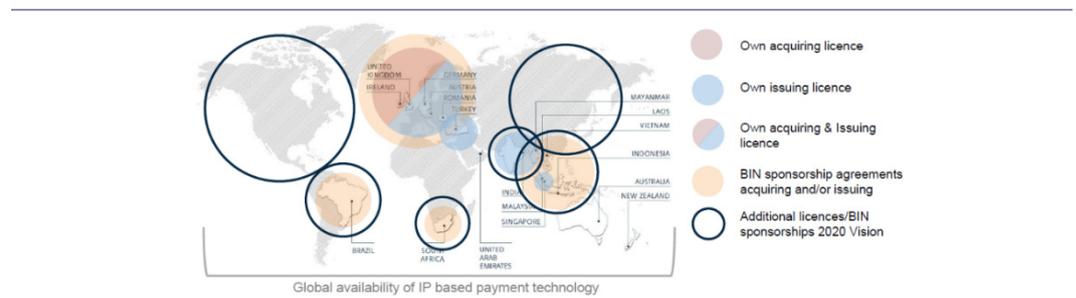
Depuis l'annonce du rachat de Citi Prepaid Card Services aux US (CPCS a son siège social à Philadelphie, 120 employés, émetteur de cartes prépayées physiques avec plus de 2 500 programmes), **Wirecard est définitivement devenu un acteur mondial.** Il s'agit de sa première entrée aux Etats-Unis et de la première significative sur le continent américain (il avait racheté Moip Pagamentos au Brésil, mais elle ne pesait que 2,2 M€ en EBE). Nous estimons que CPCS générera un CA 2017 de 86 M€ et une marge d'EBE de 20%, sans dette. Si nos prévisions sont justes, Wirecard l'aurait payé aux alentours de 10x l'EBE 2017 (vs 10-12x généralement pour ce type de société) dont la moitié avec sa propre trésorerie nette et l'autre moitié en prêts. L'opération a obtenu l'agrément antitrust de la part de la Federal Trade Commission (FTC) le 03 août dernier. La finalisation est prévue pour le T4 2016.

Cette opération nous paraît judicieuse car elle permet à Wirecard d'avoir :

- un maillage sur tous les continents.
- un accès à un portefeuille clients diversifié (services de télécommunication, SSII, fabricants d'électronique, entreprises des sciences de la santé, sociétés Internet, de biens de consommation et sociétés du secteur public) et de qualité (sociétés figurant au classement Fortune 2 000).
- une offre complémentaire en émission de cartes (Wirecard permettra de les dématérialiser, et de lui faire bénéficier du paiement mobile et des services de données à valeur ajoutée...).
- à moyen terme, la possibilité d'élargir son activité d'émission à celle d'acquisition carte (business additionnel).

Lorsque nous avons intégré CPCS dans notre modèle, par prudence, nous n'avons consolidé la société que sur son périmètre actuel (émission de cartes prépayées physiques) et uniquement à partir de 2017. **Malgré cela, la relation sur nos BPA était déjà de 2,3% en moyenne sur 2017/18e** (+2,2% et +2,4% respectivement). Ces prochaines années, le profil de croissance organique de cette entité devrait être de l'ordre de 10/15% sur le CA (c.à.d. hors croissance additionnelle venant de l'acquiring, et autres services en ligne à valeur ajoutée) et sa marge devrait progressivement converger vers celle du groupe Wirecard (levier opérationnel sur ses plateformes technologiques). Il semblerait d'ailleurs que **les investisseurs américains, qui ont fortement « shorté » le titre ces derniers mois, reviennent de nouveau sur le dossier depuis l'acquisition de cette filiale de Citi**. En plus d'être le membre préféré de Visa, de travailler avec MasterCard, ce rachat crédibilise encore davantage l'activité et le sérieux de Wirecard, mettant ainsi à mal les accusations gratuites figurant dans le rapport de Zatarra sorti en février dernier.

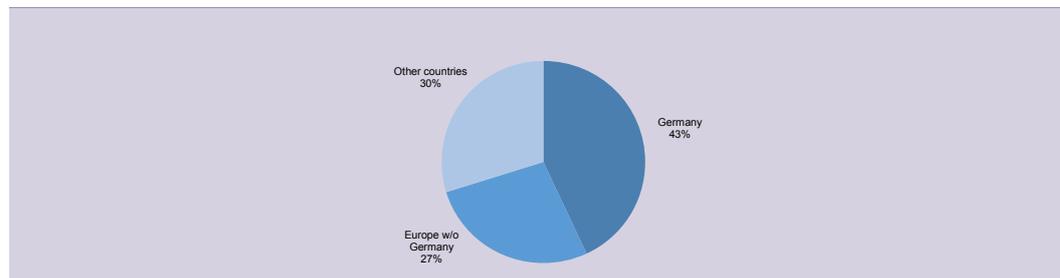
Fig. 23: Wirecard est désormais un PSP mondial



Source: Company data

Pour l'instant, le groupe ne couvre pas les e-marchands chinois (comme dans beaucoup d'industries là-bas, le marché est très fermé et reste aux mains des acteurs locaux) **ni les e-marchands basés aux Etats-Unis/Canada**. Il pourrait bien évoluer sur ce plan, soit via une joint-venture avec un acteur local ou l'ouverture d'un bureau sur place. Quoiqu'il en soit, **côté consommateurs, il permet à n'importe quel client chinois, américain ou canadien de payer sur ses plateformes en ligne** (cette clientèle voyage beaucoup) **grâce à ses partenariats avec des solutions de paiements locales** (ex : en Asie avec China Union Pay, Alipay... et de la même manière aux US).

Fig. 24: Répartition géographique du CA 2015



Source: Company Data.

4.3. Le plan à horizon 2020 : ambitieux mais réaliste

Les objectifs financiers 2020 de Wirecard (hors acquisitions) ont été présentés à Londres en mai dernier. Ils fixent la feuille de route suivante :

- un volume de transaction qui devrait passer de 45,2 Md€ en 2015 à plus de 160 Md€ en 2020 c.à.d. un TMVA de +28,8%, dont +25% en Europe et +40% en dehors de l'Europe (principalement en Inde).
- un CA de 2,1 Md€ en organique, c.à.d. un TMVA de +22,2% (vs BG : 2,2 Md€ avec les dernières acquisitions).
- une marge d'EBE entre 30% et 35% (vs BG : 31,6% avec les dernières acquisitions).
- un taux de conversion de l'EBE en FCF de plus de 65% (vs BG : 56,3%), limitant les capex à 7/8% du CA en moyenne sur la période (vs BG : 7,8% en moyenne sur 2016/20) et avec un BFR neutre voire négatif sur le moyen terme (modèle de perception de commission).

Fig. 25: Plan stratégique 2020 (hors acquisition)

EURbn	2020 financial targets (lfl)	CAGR	BG est.
Transaction volume	160	+28.8%	
Revenues	2.1	+22.2%	2.2
EBITDA margin	30-35%		31.6%
FCF/EBITDA conversion (%)	>65		56.3%

Sources: Company Data; Bryan, Garnier & Co est.

Les trois principales hypothèses qui aideront à atteindre ces objectifs moyen terme sont :

- 1/ la convergence entre le online, le mobile et les points de ventes physiques via la technologie de l'Internet (offre omnicanale).

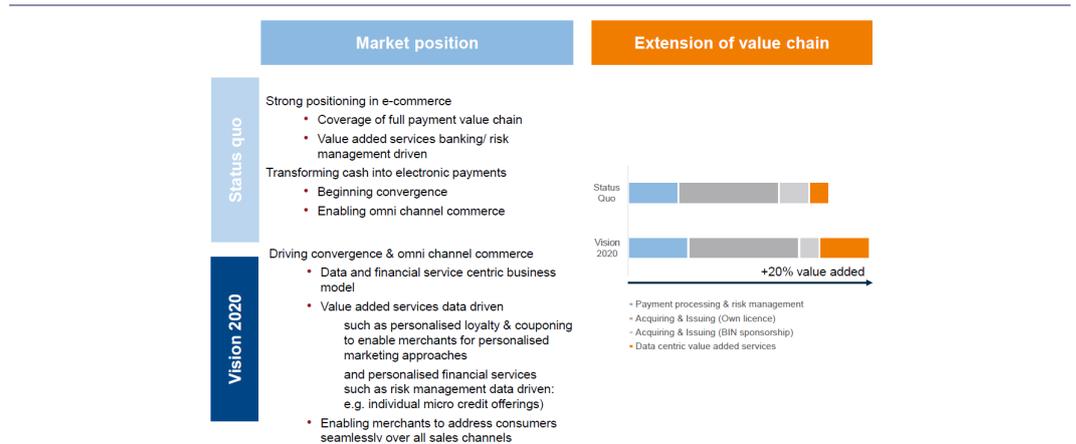
Fig. 26: L'offre multicanale vue par Wirecard

Data driven commerce	<ul style="list-style-type: none"> • Real-time, data driven retail is the new imperative • Next generation POS systems must integrate all data-sources across sales channels and back office systems to deliver a holistic, on-demand insight into retailers' KPI's
Personalisation	<ul style="list-style-type: none"> • To enable a truly personalized experience POS systems need to maintain a unified customer profile by facilitating online & offline customer data collection Two-way communication with consumers' via web, mobile and social media channels is a must
Empowering shop associate	<ul style="list-style-type: none"> • Shoppers may prefer researching products online but brick-and-mortar stores remain the first choice when making purchases • Retailers need to adapt a mobile-first approach at the POS – from empowering associates with relevant information to bringing checkout process to the store aisle.
New payment schemes	<ul style="list-style-type: none"> • POS infrastructure cannot remain static for long times. It has to follow constant shifts in payments and security landscape. Consumers increasingly vote with their digital wallets, and merchants that cannot adapt will be left behind
New fulfilment strategies	<ul style="list-style-type: none"> • POS must be able to support fulfilment and returns in a non-linear buying process, yet many systems fail to meet these needs from both consumer and merchant perspective

Source: Company Data.

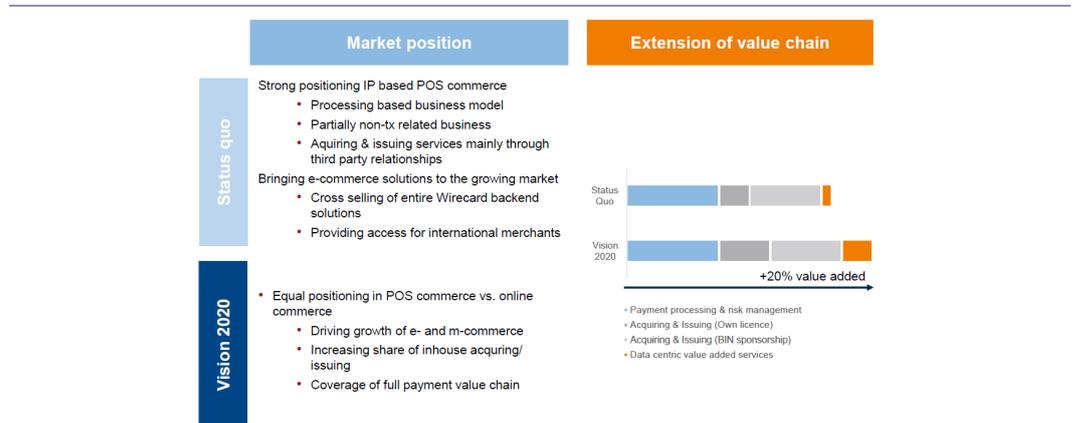
2/ l'extension progressive mais constante de la chaîne de valeur des paiements et des services à valeur ajoutée associés (+20% visés par le groupe d'ici 2020).

Fig. 27: Extension de la chaîne de valeur dans les pays développés (Europe)



Source: Company data

Fig. 28: Extension de la chaîne de valeur dans les pays émergents



Source: Company data

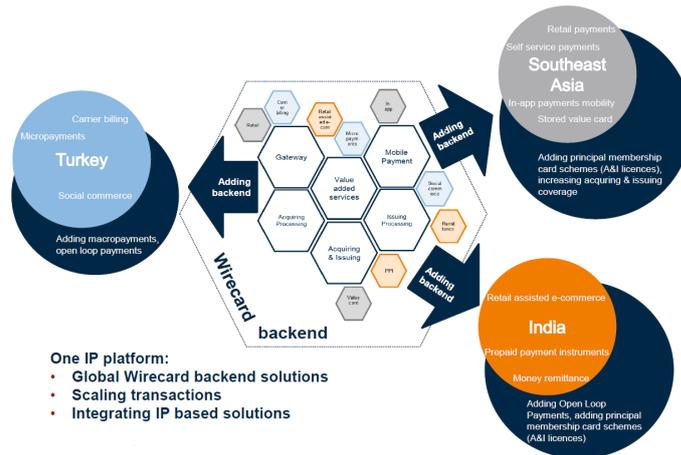
3/ la mondialisation à la fois des technologies pour les paiements, des principaux agréments, de la gestion des risques, des services à valeur ajoutée, du big data, mais aussi l'extension des plateformes propriétaires et des hubs à toutes les géographies qui seront jugées pertinentes.

Fig. 29: Du statut quo à la vision 2020

Statut quo	Vision 2020
<ul style="list-style-type: none"> • Leading position in Europe • Dominant position in South East Asia • Outsider in Americas: acquisition of Citi Prepaid Card Services in the US and Moip Pagamentos in Brazil • Global provision of payment technology • Global airline & travel licences • Adding relevant global markets • Addressing needs of local and global merchants 	<ul style="list-style-type: none"> • Addressing all relevant markets with: <ul style="list-style-type: none"> - Global payment technology - Global licensing framework - Global risk management - Global provision value added services and big data - Hubs in all relevant geographies • One global technology platform, one global licensing framework, global sales and service hubs

Source: Company Data.

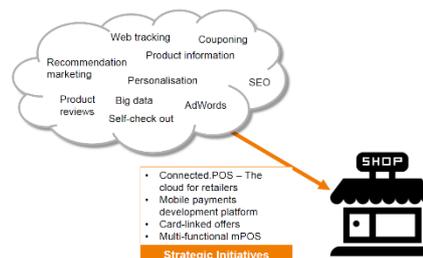
Fig. 30: Extension de sa plateforme propriétaire au niveau mondial



Source: Company data

Enfin, les acteurs voient tous l'offre multicanale comme l'avenir de l'industrie des paiements mais ils n'ont pas la même explication de la manière pour y parvenir. Wirecard, lui, pense que c'est la technologie Internet qui finira par arriver naturellement dans les magasins. Et comme il y a une prime au premier entrant, nous comprenons mieux sa priorité d'avoir une envergure mondiale dès aujourd'hui.

Fig. 31: L'arrivée de l'Internet dans les magasins



Source: Company data

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

A l'intérieur du online, le segment à plus forte croissance sera le paiement mobile (car partant d'une base peu élevée). Si nous pensons effectivement que les consommateurs finiront tous par payer avec leurs téléphones mobiles à terme, **Wirecard est le seul PSP dans lequel nous croyons dès à présent pour ce type de solutions**. Nous estimons qu'il est le mieux positionné grâce à son positionnement originel sur les cartes prépayées. Etant donné que ses cartes (sous marque blanche ou co-brandées, ou sous sa propre marque) sont déjà dématérialisées, elles sont faciles à mettre sur un smartphone NFC. **Nous y croyons à court terme car les cartes prépayées représentent moins d'enjeu en cas de pertes ou de vols, ce qui favorise leurs utilisations** (contrairement à des cartes de débit, elles ne sont pas liées à un compte bancaire) puisque le titulaire perdra uniquement le montant qu'il a chargé dessus. Le groupe a d'ailleurs déjà signé plusieurs partenariats en ce sens et sa position de fournisseur de technologie et de PSP pour ce type d'application est voué à s'étendre (EBE 2015 de 3,8 M€ et que nous estimons à 5,5 M€ en 2016). Il s'occupe généralement du service de traitement, du chargement de monnaie, et des paiements entre utilisateurs..., et offre aussi des services logiciels type TSM et TSH (plateformes de téléchargement) pour la gestion électronique des programmes de fidélité... Sa première solution de paiement mobile entièrement numérisée « boon » (avec services à valeur ajoutée associés) est à cet égard très prometteuse. **Le paiement mobile représente un des moteurs de la croissance du groupe pour la 2^{ème} moitié de son plan 2020.**

Fig. 32: Décomposition du CA et de la rentabilité de 2014 à 2020e

EURm	2014	2015	2016e	Cons.	2017e	Cons.	2018e	2019e	2020e
Sales	601.0	771.4	1,015.9	1,013.9	1,344.5	1,276.4	1,598.7	1,880.4	2,197.9
<i>Y/Y change</i>	24.8%	28.3%	31.7%	31.4%	32.3%	25.9%	18.9%	17.6%	16.9%
<i>Y/Y change (ffl)</i>	21.0%	23.2%	20.3%		21.0%		18.9%	17.6%	16.9%
EBITDA	172.9	227.3	306.3	303.0	403.1	384.0	488.1	583.7	695.2
<i>Margin</i>	28.8%	29.5%	30.1%	29.9%	30.0%	30.1%	30.5%	31.0%	31.6%
EBIT	132.9	172.8	241.3		317.1		385.7	463.3	554.5
<i>Margin</i>	22.1%	22.4%	23.7%		23.6%		24.1%	24.6%	25.2%
Current EBIT	150.4	197.4	270.7		356.1		432.1	517.8	618.2
<i>Margin</i>	25.0%	25.6%	26.6%		26.5%		27.0%	27.5%	28.1%
Attrib. net profit	107.9	142.6	272.5	212.4	260.6	260.1	319.5	385.9	463.0
<i>Margin</i>	18.0%	18.5%	26.8%	20.9%	19.4%	20.4%	20.0%	20.5%	21.1%
Rest. attrib. net profit	123.0	163.8	225.9		293.6		358.7	432.0	516.8
<i>Margin</i>	20.5%	21.2%	22.2%		21.8%		22.4%	23.0%	23.5%
EPS	0.89	1.16	2.17	1.89	2.11	2.08	2.59	3.12	3.75
Rest. EPS (fully diluted)	1.01	1.33	1.83		2.38		2.90	3.50	4.18
<i>Y/Y change</i>	23.4%	31.4%	37.9%		30.0%		22.2%	20.4%	19.6%
P/E									

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

Quand nous comparons nos estimations à celles du **consensus**, il semble que ce dernier **n'a ni intégré l'effet comptable de la vente de Visa Europe à Visa Inc dans les comptes 2016** (Wirecard avait une participation d'environ 0,5%, cf. tableau 12), **ni l'acquisition récente de Citi Prepaid Card Services sur ses prévisions 2017** (voir notre partie 4.2).

Dans cette industrie des paiements où règne la course à la taille (en organique ou par acquisition), nous estimons que le **juge de paix pour la valorisation des titres est le PEG**. L'action Wirecard ressort comme étant particulièrement attractive avec des **P/E de 25,1x en 2016 et 19,3x en 2017 à comparer à une croissance de BPA retraité de 37,9% et 30,0% respectivement**.

5. Le momentum redevient favorable

5.1. L'historique : de nombreuses attaques

Les premiers mois de l'année ont été marqués par la sortie d'une étude d'une centaine de pages totalement à charge contre Wirecard (le 24/02/16), émanant d'une boutique d'investissement inconnue nommée Zatarra Research (dont on ne connaît ni le lieu d'enregistrement de la société ni le nom des dirigeants). Sans aucune preuve tangible, celle-ci accusait le groupe de fraudes, de blanchiment d'argent et d'avoir échappé à la réglementation américaine sur des jeux d'argent en ligne. Enfin, elle lui a assigné un objectif de cours de zéro... **De quoi évidemment créer une véritable panique auprès des investisseurs** (ces accusations faisant planer le risque de perte de licences avec Visa et MasterCard), d'autant plus qu'à cette même époque le bureau d'études et vendeur à découvert Muddy Waters Research s'en était pris à Casino (à la grande différence que Muddy Waters est connu, son fondateur Carson Block signe ses rapports, a un track-record et critique les sociétés sous un véritable biais comptable et financier).

La proie est d'autant plus facile que Wirecard est un acteur purement online, qui fait des acquisitions à l'international, et que ce n'est pas la première fois de son histoire qu'il fait face à des fausses rumeurs. Cela lui arrive à des moments clés de son histoire, à savoir ses changements de taille : lorsqu'il est passé d'une petite société à une de taille moyenne (les deux premières attaques), et enfin quand il est devenu un groupe avec un rayonnement mondial. **Il est fondamental de rappeler que la société est toujours ressortie blanchie et plus forte de ces différentes expériences.** Au final, ces actes de déstabilisation visent à attaquer sa réputation pour du profit à court terme via des ventes à découvert. Suite à nos nombreuses discussions avec la société et à la vue de son track-record, il nous semble évident que Zatarra a surfé sur l'effet Muddy Waters et s'est servi des rumeurs passées du groupe (les histoires passées se sont toujours réglées en faveur de Wirecard) pour les romancer avec pour unique but de faire du profit avec l'appui de hedge funds. Au final, 95% du rapport est faux (le contexte et toutes les allégations à son encontre) et 5% vrai (les personnes et les sociétés citées existent). **Zatarra s'est très probablement inspiré des attaques réussies de vente à découvert de 2008 et 2010 pour mener à bien sa stratégie :**

1/ **En 2008**, Wirecard a été entraîné dans une bataille juridique avec le directeur d'une association allemande de petits actionnaires SDK, qui l'accusait d'avoir truqué ses comptes en 2007 et d'avoir caché des activités illégales. Wirecard a rapidement démenti et dépêché un audit des comptes par Ernst & Young pour vérifier toutes potentielles irrégularités. Ce dernier a été rendu public en 2008. Le directeur de SDK a ensuite démissionné, et a été mis en examen pour manipulation de cours et opérations de trading en amont de la publication de rapports négatifs sur plusieurs sociétés cotées (dont Wirecard). Il a reçu une amende et a fait une peine de prison.

2/ **En 2010**, un rapport mentionnait que Wirecard était cité dans une procédure pénale américaine contre un résident de Floride, qui a finalement plaidé coupable pour avoir monté une activité de transferts de fonds non autorisés. D'après la plainte, « l'homme aurait utilisé Wirecard Bank pour transférer l'argent d'une société anglaise vers les Etats-Unis ». Wirecard a alors diffusé un communiqué disant que « l'individu n'était et n'est associé en aucune manière avec le groupe Wirecard. La société réfute fortement et catégoriquement toutes les allégations laissant penser à des suspicions de blanchiment d'argent sale ».

Ces 2 affaires avaient fortement pénalisé le cours. Deux individus clés derrière ces attaques ont fait de la prison en Allemagne et aucune poursuite n'a été engagée contre Wirecard.

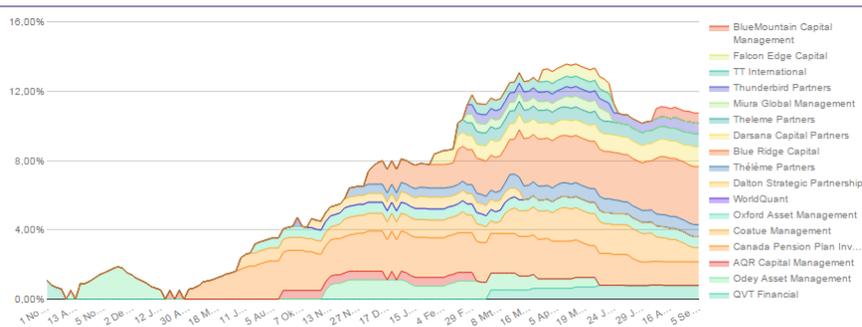
3/ **En avril 2015**, un journaliste du blog Alphaville (hébergé par le Financial Times) a publié le premier épisode d'une série sur Wirecard, intitulée « House of Wirecard », mettant en question l'existence même de la société, de ses acquisitions...

4/ **En novembre 2015**, une dite « étude » venant d'une boutique de recherche à Hong Kong nommé JCap a essentiellement consisté à remettre en question les acquisitions du groupe en Asie (Great Indian Retail Group...), sachant que ce rapport était loin des standards de qualité ou d'éthique (arguments mis de façon biaisée pour servir des intérêts tiers, comme des concurrents par exemple). Le manque de sérieux de cette étude n'avait eu que très peu d'impact sur le titre.

5/ **En février 2016**, une autre société inconnue (Zatarra Research) a sorti un rapport qui cette fois-ci est non signé et l'accuse de fraude, de blanchiment d'argent et d'avoir échappé à la réglementation américaine sur des services de jeux d'argent en ligne. Cette étude a eu un vrai impact boursier car elle était plus détaillée (une centaine de pages) et plus complexe à adresser dans le sens où elle réutilisait des fausses rumeurs du passé (celles de 2008 et 2010, en mettant des cadres supérieurs et des membres du conseil d'administration du groupe dans un faux contexte), les mélangeait en entre elles et essayait de faire coïncider les faits pour laisser penser que Wirecard était derrière tout ça.

Comme par hasard, à peine sortis, ces rapports de JCap et de Zatarra (qui sont pourtant des sociétés inconnues) ont tous été relayés par le journaliste d'Alphaville et ce sont donc retrouvés sur le site du Financial Times et ensuite sur le fil d'information Bloomberg... d'où l'impact boursier. **Il y a une corrélation évidente entre ces publications** (la série « House of Wirecard, les articles sur les rapports de JCap et de Zatarra) **et le début de l'accumulation des positions « short » sur le titre** (ce niveau a même atteint un pic à ~23% du capital, venant essentiellement de fonds US). Il est impossible pour nous de vérifier toutes les données incluses dans le papier de Zatarra, c'est le métier d'un détective et non celui d'un analyste sell-side... Ce qui est sûr c'est que cette forte corrélation mérite au moins une enquête de la part du régulateur pour manipulation de cours. C'est d'ailleurs ce que la BaFin (régulateur boursier allemand) a fini par déclarer (la chute de 25% en intraday avait attiré son attention le jour de la sortie de l'étude de Zatarra).

Fig. 33: Positions de ventes à découvert sur l'action Wirecard (01/11/12 – 05/09/16)



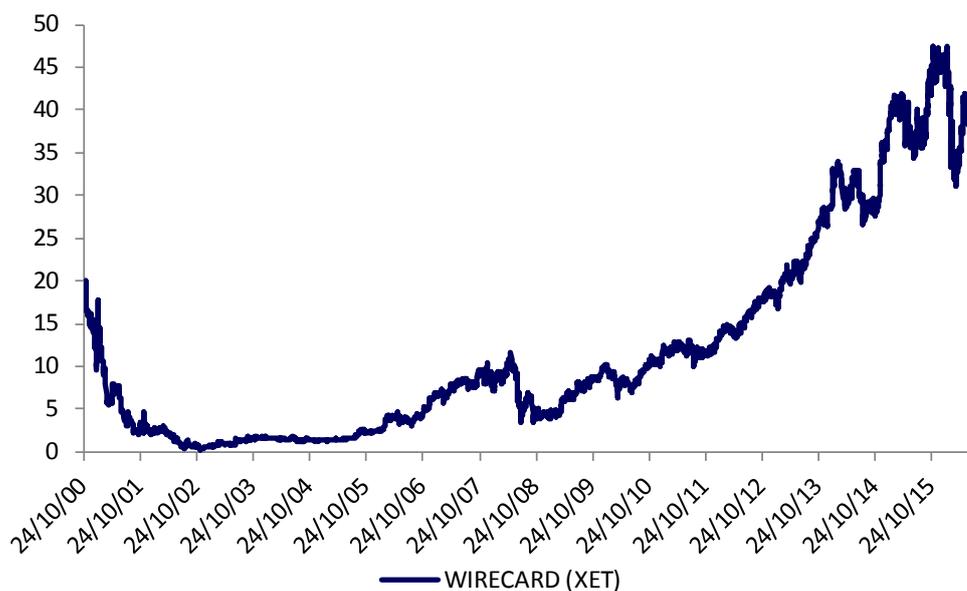
Source: *shortsell.nl* (Nov. 2012 – September 2016)

Lors de sa participation à notre conférence TMT (en mars dernier), le management de Wirecard nous disait n'avoir aucune crainte de perdre le moindre client et ne s'attendre à aucun impact opérationnel sur son activité. Nous ne pouvons effectivement que le constater, puisque les derniers résultats sont toujours de très bonne facture. D'ailleurs il a annoncé plusieurs accords avec Visa depuis, et même quelques jours après la sortie dudit premier rapport (le 2 mars : annonce du lancement d'une nouvelle carte Visa prépayée mycard2go). Le groupe ne travaille pas avec des particuliers, mais avec une clientèle de professionnels de haut niveau et il a leur entier soutien. Rappelons d'ailleurs que Wirecard est le partenaire privilégié de Visa, qu'il a de très bonnes relations

avec MasterCard, a 60 grandes compagnies aériennes dans son portefeuille... **Tant ses clients que certains de ses concurrents lui ont apporté des messages de soutien.** Le CEO d'un autre PSP coté nous confiait même être choqué par cette histoire, à la fois parce qu'il ne croit absolument pas aux accusations contre Wirecard (qu'il connaît très bien et dont il est admirateur le parcours) mais parce que ce type d'affaires peut toucher n'importe quel autre acteur du paiement ou des services au sens large. « Remplacez le nom Wirecard par le nôtre et cela fonctionne aussi ! ». **Il est véritablement nécessaire d'identifier les personnes qui se cachent derrière Zatarra pour pouvoir les mettre devant la justice, afin que cela ne se reproduise plus jamais à l'avenir.**

Depuis quelques mois, le groupe a non seulement des avocats spécialisés, a fait appel à un gros cabinet d'investigation US (Kroll), mais donne aussi davantage de transparence en termes d'informations dans ses slide shows et présentations. Il est même officiellement en discussion avec plusieurs partenaires en vue d'une possible entrée à son capital, et pourrait selon nous même faire évoluer son conseil d'administration. Au regard de l'historique cité ci-dessus, et suite à nos discussions avec des industriels du secteur, les accusations dont Wirecard a fait l'objet offrent davantage une opportunité de revenir sur le titre à bon compte qu'une source d'inquiétude. **Au final, tout comme après les précédentes rumeurs, nous pensons que le titre est désormais prêt à retrouver de la hauteur et se reconnecter au concret c'est-à-dire à ses solides fondamentaux.**

Fig. 34: Historique du cours de Wirecard



Sources: Thomson Reuters

5.2. Le futur : un attrait spéculatif indéniable

Dans les services de paiements, les dernières transactions se sont faites sur un multiple de VE/EBE de 15,2x vs 16,8x et 12,5x pour Wirecard au cours actuel sur 2016 et 2017.

Fig. 35: Les principales 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 ¹	Worldline	Netherlands	1,490	11.8
Dec-15	Heartland Payment Syst.	Global Payments	USA	3,957	18.1
Average					15.2

¹ 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, et celles sur les acquéreurs commerçants physiques à 12-15x (multiples de transaction relativement stables dans le temps). En revanche, il y a eu une véritable inflation des multiples dans le paiement en ligne, passant de 13x l'EBE à 15x, à 17x+ et de plus en plus à 20x+. Tous les acteurs de l'industrie des paiements veulent s'y renforcer, et dans ce secteur (à coûts fixes importants) la taille compte et cela mène donc à des acquisitions.

Fig. 36: Derniers multiples de rachats dans les services de paiement en ligne.

Conso. date	Target	Acquirer	Country	EV (EURm)	Sales multiple (x)	EBITDA multiple (x)
January 2013	Ogone	Ingenico Group	Belgium	360	8.6	29
March 2014	NETS	Capital/Advent/ATP	Denmark	2,300	2.9	11
May 2014	Mercury Payment Systems	Vantiv	USA	1,650	7.0	18
October 2014	DIBS	Nets	Sweden	790	4.5	18
October 2014	GlobalCollect	Ingenico Group	The Netherlands	820	2.7	16
May 2015	ICBPI	Bain Capital/Advent/Clessidra	Italy	2,150	3.2	11

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

D'après nous, Wirecard est le type de société qui finira tôt ou tard par se faire racheter. Cela pourrait passer dans un premier temps par une simple prise de participation minoritaire. Le management de Wirecard a justement confirmé être en discussion avec plusieurs partenaires stratégiques pour une possible entrée à son capital. L'attrait spéculatif du groupe tient surtout dans son positionnement, puisqu'il est **sur l'ensemble de la chaîne de valeur du paiement en ligne et a un profil atypique** (fournisseur de services de paiement avec aussi des activités de service bancaires en ligne). Il est le **n°2 mondial dans l'e-commerce et l'un des rares pure players online coté du monde des paiements**. En effet, si Worldpay est le leader en PdM, son activité e-commerce ne pèse que 23% de son CA. Au final, l'acteur qui se rapproche le plus de Wirecard est le hollandais Adyen (aux mains de private equity).

Fig. 37: PdM des acteurs européens du e-commerce en 2015

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

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Enfin, notons que Wirecard a une **structure actionnariale qui le rend opéable puisque son flottant s'élève à 93%** (c'est le management qui détient les 7% restants). **Cette combinaison de facteurs fait de lui un acteur rare dans l'industrie et par conséquent une proie idéale.**

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

- Des concurrents directs ou acteurs du paiement physique souhaitant disposer d'une offre multicanal et ou élargir leur base de clients.
- Des réseaux de cartes de paiement ou encore des émetteurs de cartes souhaitant enrichir leurs contenus digitaux.
- Des plateformes publicitaires/réseaux sociaux cherchant des solutions de paiement intégrées.
- Des fournisseurs de porte-monnaie électronique cherchant à changer de dimension.
- Des fonds de private equity attirés par les forts niveaux de croissance et de profitabilité des acteurs du paiement en ligne.

Fig. 38: Les potentiels acquéreurs d'un groupe comme Wirecard

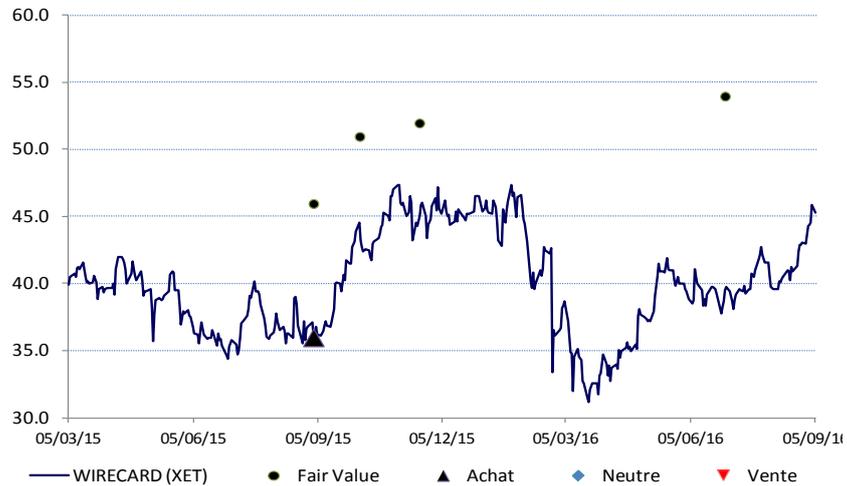
Who?	Direct competitors, or from in-store physical payment	Card network or issuing banks	Ad platforms/Social networks	e-wallet providers	Private equity firms
Why?		Increase digital mix (offense) and defend turf (defense)	Improve conversion	Add scale and global acceptance	
Examples	Worldpay, Worldline, Ingenico Group...	Global banks, Visa, MasterCard, Discover...	Facebook, Google, Microsoft...	PayPal, Alipay, Apple, Amazon, Google, Microsoft, Samsung...	Bain Capital, Advent, Blackstone...

Source: Bryan, Garnier & Co.

L'intérêt spéculatif du titre Wirecard sera intimement corrélé à l'évolution du poids du e-commerce au niveau mondial, il est donc voué à augmenter fortement ces prochaines années.

Price Chart and Rating History

Wirecard



Ratings

Date	Ratings	Price
01/09/15	BUY	EUR36.78

Target Price

Date	Target price
06/09/16	EUR58
30/06/16	EUR54
18/11/15	EUR52
05/10/15	EUR51
01/09/15	EUR46

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche 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 55.3%

NEUTRAL ratings 33.3%

SELL ratings 11.3%

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



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	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) and the Financial Conduct Authority (FCA) Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	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 resolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	Widenmayerstrasse 29 80538 Munich Germany +49 89 2422 62 11	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.