

Services de paiement

Plus attractive

Nexi S.p.A. | OC 22.0 €

Moins attractive

Square | OC 245 \$

Quoi de mieux que le paiement, pour jouer le 'reopening' prochain en Europe ?

Date publication: 07/04/2021 07:38

Date rédaction: 06/04/2021 17:38

| Cours 01/04/21 | Reco | Dev. | Cours | OC |
|----------------|----------------|------|---------|---------|
| Adyen NV | Neutre | EUR | 1982.00 | 2200.00 |
| Edenred | Surperformance | EUR | 44.75 | 52.00 |
| Nexi S.p.A | Surperformance | EUR | 14.87 | 22.00 |
| PayPal | Surperformance | USD | 247.54 | 350.00 |
| Prosus NV | Surperformance | EUR | 99.84 | 133.00 |
| Square | Neutre | USD | 229.51 | 245.00 |
| Worldline | Surperformance | EUR | 71.80 | 90.00 |

| Next Events | | |
|-------------|-----------|------------------------|
| 21/04/2021 | Worldline | Q1 Results |
| 22/04/2021 | Edenred | Q1 Sales |
| 28/04/2021 | PayPal | Q1 Results |
| 06/05/2021 | Square | Q1 Results |
| 11/05/2021 | Edenred | Annual General Meeting |

Après 5 années de nette surperformance, le secteur du paiement a performé juste en ligne avec la Tech en 2020, uniquement grâce aux acteurs online comme Adyen. Le 'reopening' qui se profile en Europe avec l'intensification de la vaccination, plaide pour un rattrapage des acteurs plus exposés aux commerces physiques, comme Worldline, Nexi et Edenred (Surperformance). Nous répétons aussi notre opinion Neutre sur Adyen et initions PayPal à Surperformance et Square à Neutre. Nous confirmons notre opinion Surperformance sur Prosus (30% de la NAV exposé aux services fintech).

En 2020, le paiement est ressorti 'juste en ligne' avec la Tech

En 2020, le secteur du paiement a performé 'juste en ligne' avec le Nasdaq vs une surperformance de 12 points/an en moyenne sur les 5 dernières années. Ce constat cache une grande divergence entre acteurs online et offline. La baisse des volumes de transaction dans les commerces physiques, du fait des restrictions sanitaires, a pénalisé la performance des acteurs exposés majoritairement au offline (Worldline, Nexi, Edenred). Une partie significative des volumes s'est reportée sur le commerce en ligne, favorisant une surperformance des acteurs online (Adyen, Square, PayPal). La décote du offline vs online est passée en très peu de temps de 30% à 60%. Elle devrait progressivement se réduire.

Jouer le 'reopening' en Europe avec la reprise des volumes, dans un cadre structurel toujours favorable avec Worldline, Nexi et Edenred

L'accélération des campagnes de vaccination en Europe, devrait permettre une levée des restrictions et une réaccélération des volumes de transaction dans les magasins physiques. Comme cela a été récemment le cas aux Etats-Unis, où les titres des processeurs ont surperformé, lors de la phase de 'reopening'. Cela devrait évidemment profiter prioritairement aux acteurs exposés au commerce physique comme **Worldline**, **Edenred** (52 € vs 50 €) et **Nexi** (Surperformance) qui sont devenus décotés par rapport au secteur (respectivement 17x, 22x et 17x l'EBITDA 2021 vs un secteur hors online à 26x). Et ce dans un cadre structurel du marché du paiement favorable : 1/ poursuite du M&A en Europe (marché fragmenté et dominé par les banques qui devraient continuer à se désengager) ; 2/ accélération de la standardisation du marché européen avec l'EPI ; 3/ plusieurs introductions en Bourse sur des multiples élevés sont probables (Klarna, Wise, Stripe, Trustly, Marqeta...).

Plusieurs thématiques portées par les Fintech progressent rapidement : Buy Now Pay Later, crypto, P2P, banking...

La période du COVID-19 a fortement accéléré l'émergence de nouveaux services : 'Buy Now Pay Later', crypto-monnaies, transferts d'argent en Peer-to-Peer, gestion de patrimoine sur mobile. Tout ceci devrait accélérer la cannibalisation du cash par les moyens de paiement électroniques, tout en élargissant le marché du paiement, avec de nouvelles opportunités sur le marché bancaire (l'ambition ultime étant de créer une Super App financière).

Parmi les innovateurs, nous initions PayPal à Surperformance, Square à Neutre et réitérons notre opinion Neutre sur Adyen

Nous initions **PayPal** à Surperformance (OC 350 \$) et **Square** à Neutre (OC 245 \$). Si nous sommes très confiants sur leurs opportunités de croissance (digitalisation des services bancaires, convergence vers l'omnicanal), nous préférons PayPal car nous pensons qu'à 36x l'EBITDA 12 mois prospectif (vs 125x pour Square) son histoire de croissance est sous-estimée (renforcement de l'engagement client avec le BNPL, monétisation de Venmo et création d'une Super-App) alors que la valorisation de Square laisse peu de potentiel pour de bonnes surprises, notamment dans un contexte d'intensification de l'environnement concurrentiel/réglementaire. Nous maintenons notre opinion Neutre sur **Adyen**.

Stephane Houri (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 62
stephane.houri@oddo-bhf.com

Martin Marandon-Carlhian (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 54
martin.marandon-Carlhian@oddo-bhf.com

Johanna Jourdain (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 63
johanna.jourdain@oddo-bhf.com

Cor Kluis (Analyste)
+31 20 383 7728
cor.kluis@aa-ob.com



Tableau des changements

| | Devise | Capi.Boursiere (M) | Opinion | | Objectif de cours | | BPA | | PE (x) | |
|---------|--------|-----------------------|----------------|----------------|-------------------|--------|-------|-------|--------|-------|
| | | | Nouvelle | Ancienne | Nouveau | Ancien | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e |
| Edenred | € | 10 376 | Surperformance | Surperformance | 52.0 | 50.0 | 1.38 | 1.69 | 32.3 | 26.5 |
| PayPal | \$ | 293 087 | Surperformance | | 350.0 | | 4.56 | 5.80 | 54.3 | 42.7 |
| Square | \$ | 93 119 | Neutre | | 245.0 | | 1.18 | 1.74 | 194.4 | 131.9 |



Sommaire

| | |
|---|---|
| Performance 'juste en ligne' avec la tech qui cache une sous-performance des acteurs traditionnels | 4 |
| Pour la 1ere fois depuis longtemps, le paiement n'a pas surperformé la Tech en 2020... | 4 |
| ...mais les pure players online ont massivement surperformé | 5 |
| ...et le secteur s'est reraaté | 6 |
| Les écarts de valorisation n'ont jamais été aussi importants entre online et offline | 7 |
| Privilégier Nexi, Worldline, Edenred et PayPal | 9 |
| Jouer le 'reopening' prochain en Europe, avec un cadre structurel toujours aussi favorable | 10 |
| Les volumes reviendront avec l'allègement des restrictions sanitaires, et un rattrapage boursier est probable | 10 |
| La consolidation du secteur des paiements est loin d'être terminée, notamment en Europe... | 12 |
| ...où la standardisation en cours (EPI, PSD2, SEPA) en fait un marché plus attractif | 13 |
| De nombreuses introductions en Bourse sont probables, ce qui soutiendra les valorisations | 14 |
| L'innovation, portée par les Fintech, accélère | 15 |
| De nouvelles habitudes de paiement et de nouveaux services ont émergé (BNPL, cryptomonnaies...) | 15 |
| L'ambition ultime : créer une Super App financière et s'attaquer au marché bancaire... | 19 |
| ...mais attention à la réglementation | 22 |
| Fiches Sociétés | Erreur ! Signet non défini.5 |
| Adyen | 25 |
| Edenred | 27 |
| Nexi S.p.A. | 29 |
| Paypal | 31 |
| Prosus NV | 46 |
| Square | 48 |
| Wordline | 63 |



PERFORMANCE 'JUSTE EN LIGNE' AVEC LA TECH QUI CACHE UNE SOUS-PERFORMANCE DES ACTEURS TRADITIONNELS

2020 restera à de nombreux égards une anomalie, le secteur du paiement ayant seulement performé en ligne avec le reste de la Tech. En effet, sur les 5 années précédentes, le secteur avait largement surperformé le Nasdaq (+34% par an vs +22% pour ce dernier). Au sein même du secteur, de fortes divergences sont apparues entre acteurs majoritairement exposés au commerce physique, qui ont souffert de la baisse des volumes et les pure players online. Cela a contribué à creuser la décote de façon peut être exagérée (~60% à l'avantage des acteurs exposés fortement au offline vs 30% avant la crise de COVID-19). Dans ce contexte, le rattrapage des volumes, avec la levée progressive des restrictions sanitaires en Europe à partir du T2 et surtout sur le S2 avec la progression des campagnes de vaccination, pourrait être un catalyseur important dans le rattrapage de ces acteurs.

Pour la 1ere fois depuis longtemps, le paiement n'a pas surperformé la Tech en 2020...

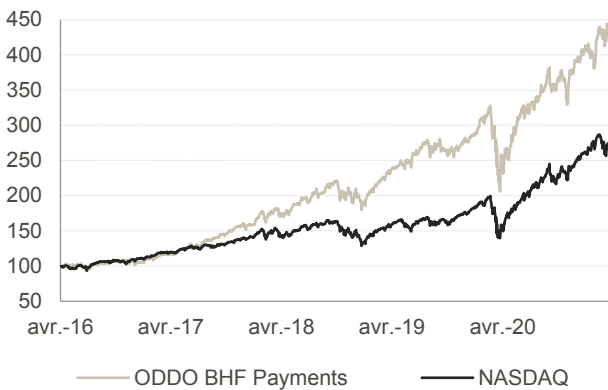
Sur les 5 dernières années, le secteur du paiement a nettement surperformé celui de la technologie. Notre indice ODDO BHF Payments a, en effet, progressé de +323% sur 5 ans vs +167% pour le Nasdaq. Cela donne une performance moyenne annualisée de +34% vs +22%, un écart de 12 points par an en moyenne.

Ce phénomène est le signe, selon nous, de la prise en compte par le marché des perspectives de croissance très solides du secteur des paiements, qui est au cœur de la transition structurelle de l'économie vers des sociétés plus digitales. Le paiement électronique en est un élément essentiel.

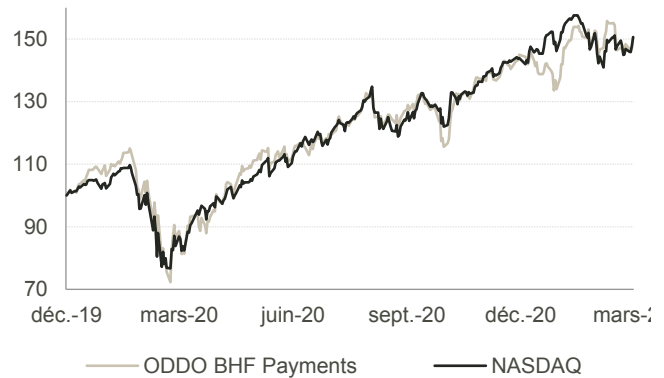
2020 a toutefois été une exception puisque le secteur du paiement a bien performé (+51% depuis début 2020), mais n'a pas fait mieux que la Tech (représentée par le Nasdaq, également à +51%). Cette tendance s'est poursuivie en 2021, avec le paiement à +4%, et le Nasdaq à +5%...



Performance boursière du secteur vs Nasdaq sur 5 ans



Performance boursière de notre couverture* depuis début 2020



Graphiques 1 - Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

*L'indice ODDO BHF Payments est composé de 15 des plus grands acteurs du paiement dans le monde : Nexi (Italie), Worldline (France), Edenred (France), Adyen (Pays-Bas), PayPal (États-Unis), Square (États-Unis), Visa (États-Unis), Mastercard (États-Unis), Fidelity International Services (États-Unis), Fiserv (États-Unis), Global Payments (États-Unis), Afterpay (Australie), PagSeguro (Brésil), Affirm (États-Unis) et Nuvei (Canada). Il est pondéré par leurs capitalisations boursières..

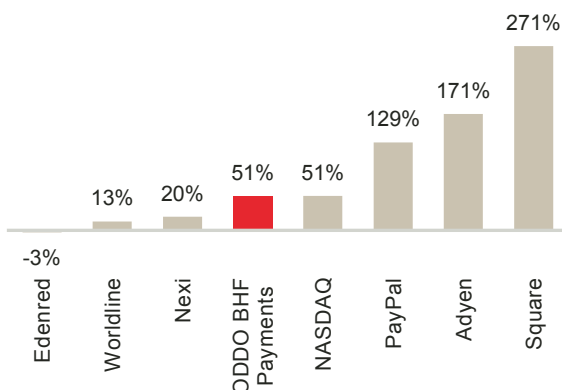
...mais les pure players online ont massivement surperformé

Malgré ce constat d'absence de surperformance du secteur par rapport à la Tech, il existe au sein même du secteur de très nettes divergences entre les acteurs majoritairement exposés online, qui ont significativement surperformé (Adyen à +171%, PayPal à +129% et Square à +271% depuis début 2020), et ceux majoritairement exposés au commerce physique, même s'ils ne sont jamais totalement absents du online (Worldline 30% du CA et Nexi 20% du futur ensemble Nexi/Nets/SIA). Ces derniers ont nettement sous-performé (Nexi à +20%, Worldline à +13% et Edenred à -3%).

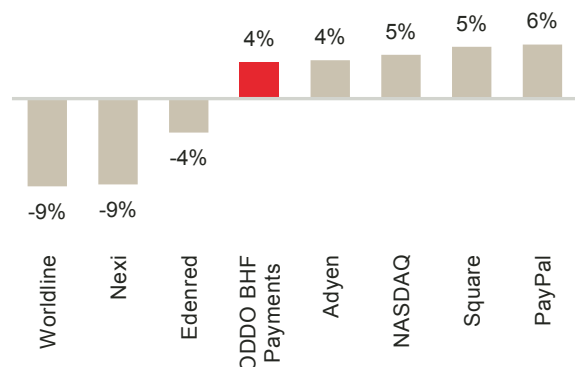
Depuis le début de l'année 2021, il n'y a pas eu de changement de régime par rapport à 2020.

Ce constat provient logiquement des restrictions sanitaires qui, quand elles sont fortes, beaucoup de magasins physiques ferment, ou tout au moins réduisent leur capacité à accueillir du public et donc voient leur activité diminuer. A contrario, les dépenses se reportent vers le online (et souvent une partie reste dans le online même lorsque les restrictions s'allègent) où ces nouveaux acteurs sont dominants. Ils sont seulement affectés par la baisse des dépenses liées au tourisme (avions, trains et hôtels), principalement réservées en ligne.

Performances boursières depuis début 2020



Performances boursières depuis début 2021



Graphiques 2 - Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



...et le secteur s'est reraté

Le multiple VE/EBITDA prospectif 12 mois du secteur a récemment atteint un plus haut historique au cours des derniers mois à 45x et est aujourd'hui 'retombé' à 37x suite à la récente correction boursière sur les valeurs bien valorisées.

Ce multiple est tiré vers le haut par ceux des pure players online (Adyen, Square, PayPal et PagSeguro), qui sont sur des niveaux de valorisation très élevés par rapport à leurs comparables exposés majoritairement au commerce physique.

Après retraitement de ces acteurs, le multiple VE/EBITDA ressort proche de son niveau historique récent, autour de 25x l'EBITDA prospectif. Il reste tout de même supérieur à celui du Nasdaq à 18x.

Par valeurs, le momentum positif du paiement en ligne a tiré la valorisation d'**Adyen** à la hausse à 92x l'EBITDA prospectif 12 mois (vs une moyenne de 75x depuis l'IPO).

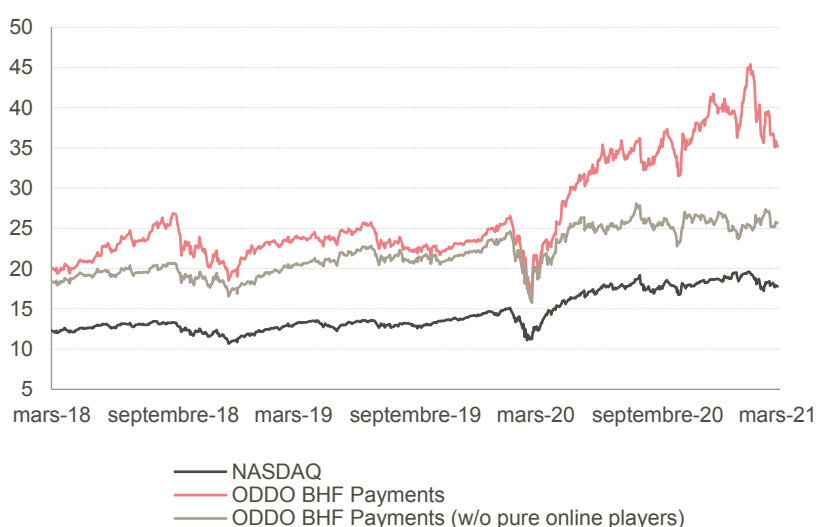
Square a reraté à 125x l'EBITDA prospectif 12 mois (vs autour de 65x auparavant) avec la très rapide adoption de son application de paiement Cash App, qui représente aujourd'hui près de 50% de la marge brute (contre un peu moins de 25% en 2019).

Le momentum a également été très positif pour **PayPal**, valorisé à 36x l'EBITDA prospectif 12 mois (vs une moyenne historique à 28x), dont la progression a néanmoins été moins rapide en raison notamment de son exposition significative aux paiements cross-border (environ 20% des transactions).

Concernant les valeurs exposées significativement au paiement offline, leurs valorisations ont chuté en dessous de leurs niveaux au pire de la crise de COVID-19, avant de se rétablir rapidement sur fond d'accélération de la digitalisation des paiements (même si les volumes ont baissé du fait des mesures sanitaires) et d'une thématique M&A en accélération pour les acteurs européens (Ingenico et ANZ pour Worldline, SIA et Nets pour Nexi).

Néanmoins, bien que les perspectives du secteur à moyen terme aient été renforcées par la crise et que le secteur de la technologie ait re-raté (Nasdaq à 18x l'EBITDA prospectif vs autour de 13x auparavant), les multiples de valorisation de ces acteurs offline sont aujourd'hui revenus autour de leurs niveaux de pré-crise, soit respectivement à 16x, 17x et 21x l'EBITDA prospectif 12 mois pour **Nexi** (profil intégrant SIA et Nets), **Worldline** (profil intégrant Ingenico) et **Edenred**.

VE/EBITDA du secteur sur 3 ans (x)



Graphique 3 - Source : ODDO BHF Securities



Les écarts de valorisation n'ont jamais été aussi importants entre online et offline

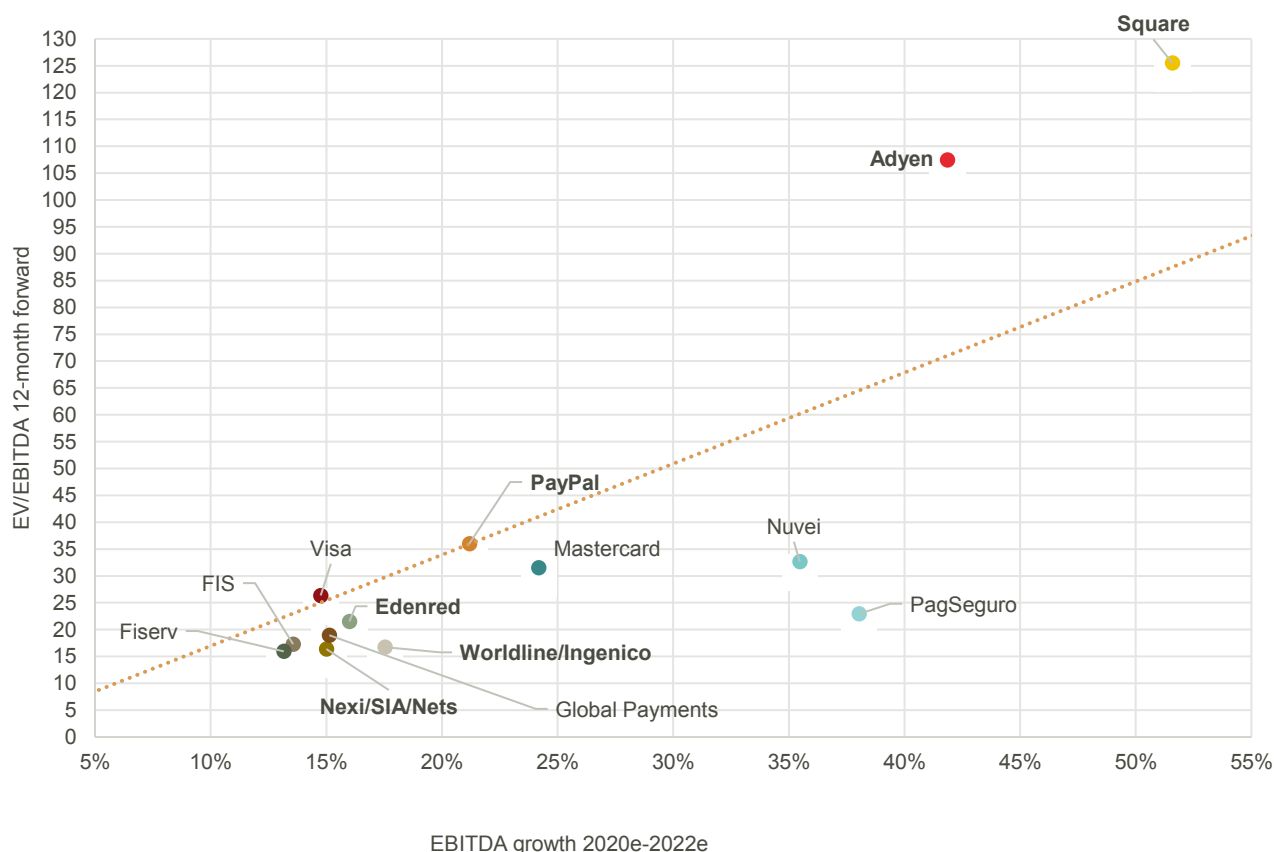
Le secteur des paiements est certes bien valorisé en moyenne mais la différence de valorisation entre les pure players online et les autres n'a jamais été aussi grande (décote de 60% environ vs 30% avant la crise de COVID-19).

Nous considérons que le niveau de valorisation des sociétés du secteur ne peut être jugé qu'au regard de leur croissance d'EBITDA, l'indicateur le plus juste (puisque les définitions des EBITDA divergent, autant analyser leur croissance).

Le VE/EBITDA prospectif 12 mois médian du secteur est de 23x (moyenne de 38x due à Adyen et Square, qui tirent la valorisation moyenne du secteur à la hausse) pour une croissance moyenne d'EBITDA 2020-2022e médiane de 18% (moyenne de 24%).

Le PEG d'EBITDA médian (ratio VE/EBITDA / TMVA 2020-2022e de l'EBITDA) ressort ainsi à 1,3 (moyenne de 1,5).

VE/EBITDA prospectif 12 mois (x) vs TMVA de l'EBITDA 2020-2022e



Graphique 4 - Source : FactSet

* Worldline et Ingenico pro forma ODDO BHF Securities

Il apparaît que la plupart des valeurs du secteur sont valorisées de façon cohérente, autour de la droite de régression. A noter que nous avons exclu Afterpay et Affirm qui ne sont pas encore rentables.

D'après l'analyse de cette droite de régression, **Worldline**, **Nexi** et **Edenred** semblent sous-valorisés, reflétant en partie l'écart classique entre valeurs européennes et Américaines dans la Tech, souvent mieux valorisées. **PayPal** est correctement valorisé. En revanche, **Adyen** et **Square** apparaissent survalorisés par rapport au secteur.



PEG d'EBITDA (ratio VE/EBITDA / TMVA EBITDA 2020-2022e) du secteur

| Company name | EV/EBITDA 12 month fwd (x) | EBITDA 2020-2022e Growth | PEG EBITDA |
|-----------------|----------------------------|--------------------------|------------|
| Nexi | 16.4 | 15% | 1.1 |
| Adyen | 107.4 | 42% | 2.6 |
| Worldline | 16.7 | 18% | 1.0 |
| Edenred | 21.5 | 16% | 1.3 |
| PayPal | 36.0 | 21% | 1.7 |
| Square | 125.5 | 52% | 2.4 |
| Visa | 26.4 | 15% | 1.8 |
| Mastercard | 31.5 | 24% | 1.3 |
| FIS | 17.3 | 14% | 1.3 |
| Fiserv | 16.0 | 13% | 1.2 |
| Global Payments | 19.0 | 15% | 1.3 |
| PagSeguro | 22.9 | 38% | 0.6 |
| Nuvei | 32.7 | 35% | 0.9 |
| Median | 22.9 | 17% | 1.3 |
| Average | 38.1 | 23% | 1.5 |

Tableau 5 - Sources : ODDO BHF Securities, FactSet

Tableau des comparable du secteur du paiement

| x | Market cap (€ bn) | EV/EBITDA | | P/E | | FCF Yield (%) | | Div. Yield (%) | |
|-----------------|-------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|---------------|------------|----------------|------------|
| | | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e | 2021e | 2022e |
| Nexi | 9 | 16.9 | 14.8 | 33 | 29 | 3.4 | 4.4 | 0.1 | 0.1 |
| Adyen | 60 | 115.1 | 84.4 | 161 | 114 | 1.9 | 2.0 | 0.0 | 0.0 |
| Worldline | 20 | 17.5 | 14.3 | 33 | 27 | 3.1 | 3.9 | 0.0 | 0.0 |
| Edenred | 11 | 22.3 | 19.1 | 32 | 27 | 1.8 | 4.5 | 0.8 | 0.9 |
| PayPal | 247 | 38.0 | 31.2 | 54 | 43 | 2.1 | 2.8 | 0.0 | 0.1 |
| Square | 89 | 143.4 | 91.2 | 189 | 122 | 0.7 | 0.8 | 0.0 | 0.0 |
| Visa | 394 | 29.3 | 24.0 | 39 | 31 | 2.8 | 3.4 | 0.6 | 0.6 |
| Mastercard | 307 | 33.5 | 26.9 | 45 | 35 | 2.2 | 2.8 | 0.4 | 0.5 |
| FIS | 76 | 17.8 | 16.0 | 23 | 20 | 4.9 | 5.4 | 1.0 | 1.0 |
| Fiserv | 70 | 16.4 | 14.8 | 23 | 19 | 5.2 | 5.9 | 0.0 | 0.0 |
| Global Payments | 52 | 19.6 | 17.3 | 26 | 22 | 4.1 | 4.7 | 0.4 | 0.4 |
| PagSeguro | 14 | 25.0 | 18.4 | 46 | 33 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| Afterpay | 19 | >400 | >150 | n/a | >250 | n/a | n/a | 0.0 | 0.0 |
| Affirm | 8 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 |
| Nuvei | 7 | 34.2 | 28.7 | 49 | 43 | 2.3 | 2.8 | 0.0 | 0.0 |
| Median | | 25.0 | 19.1 | 39 | 31 | 2.3 | 3.4 | 0.0 | 0.1 |
| Average | | 41.2 | 31.0 | 59 | 43 | 2.7 | 3.4 | 0.3 | 0.3 |

Tableau 6 - Source: FactSet



Privilégier Nexi, Worldline, Edenred et PayPal

Dans ce contexte, nous privilégions Nexi, Edenred (relèvement de notre OC à 52 € vs 50 €), Worldline (rattrapage des acteurs européens exposés au commerce physique) et PayPal (moyen de jouer les nouvelles tendances structurelles du secteur, notamment la digitalisation des services bancaires, avec une valorisation raisonnable). Nous avons une opinion Neutre sur Adyen et Square pour des questions de valorisation.

| Récapitulatif de nos recommandations | | | |
|--------------------------------------|----------------|----------------|-----------|
| Sociétés | Opinion | OC | Potentiel |
| Adyen | Neutre | 2 200 € | 11% |
| Edenred | Surperformance | 52 € (vs 50 €) | 16% |
| Nexi | Surperformance | 22 € | 48% |
| PayPal | Surperformance | 350 \$ | 41% |
| Prosus | Surperformance | 133 € | 33% |
| Square | Neutre | 245 \$ | 7% |
| Worldline | Surperformance | 90 € | 25% |

Tableau 7 - Source : ODDO BHF Securities



JOUER LE 'REOPENING' PROCHAIN EN EUROPE, AVEC UN CADRE STRUCTUREL TOUJOURS AUSSI FAVORABLE

Le secteur des paiements est, selon nous, un des meilleurs véhicules d'investissement pour jouer le 'reopening'. Le 'reopening', qui a déjà débuté aux Etats-Unis, nous a montré qu'il était synonyme de surperformance boursière pour les acteurs exposés aux magasins physiques (Fiserv à +19% depuis début février, FIS +17% et Mastercard +15%). Nous anticipons un scénario similaire en Europe. Ce rattrapage se fera par ailleurs dans un contexte très favorable : 1/ effets de base avantageux au T2 (période des confinements 'durs' au T2 20) ; 2/ poursuite du M&A en Europe (marché fragmenté et dominé par les banques qui devraient continuer à se désengager du secteur) ; 3/ accélération de la standardisation du marché européen avec l'EPI (fluidification) ; 4/ plusieurs IPO visibles et sur des multiples élevés sont probables (Klarna, Wise, Stripe, Trustly...).

Les volumes reviendront avec l'allègement des restrictions sanitaires, et un rattrapage boursier est probable

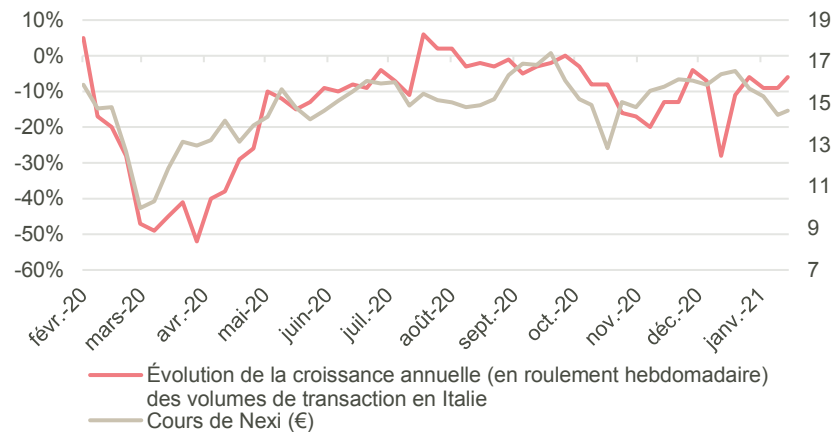
La perspective du 'reopening', ou de l'allègement des restrictions sanitaires, en Europe sera, selon nous, synonyme de retour de la possibilité surperformance boursière pour le secteur du paiement européen, en particulier pour les acteurs exposés au commerce physique.

Depuis le début de la crise sanitaire, le parcours boursier des acteurs du paiement a en effet plutôt bien suivi l'évolution des volumes de transactions. Les acteurs exposés au commerce physique comme **Nexi**, **Worldline** et **Edenred** ont ainsi largement sous-performé, à respectivement 20%, 13% et -3% depuis début 2020 (51% pour ODDO BHF Payments).

En comparant la croissance annuelle (en roulement hebdomadaire) des volumes de transactions en Italie à l'évolution du cours boursier de Nexi, un lien clair apparaît entre la performance boursière du groupe, signe d'une amélioration du sentiment de marché, et les volumes de transactions traités.



Évolution de la croissance annuelle (en roulement hebdomadaire) des volumes de transaction en Italie vs le cours de Nexi (€)

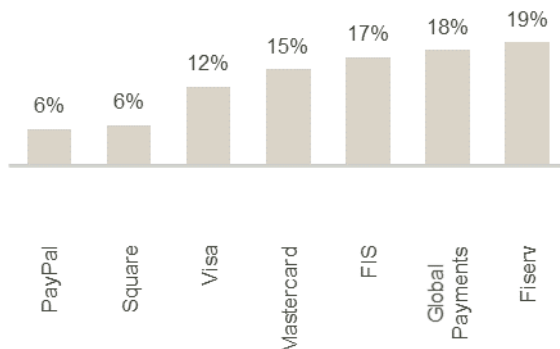


Graphique 8 - Sources : Nexi, FactSet, ODDO BHF Securities

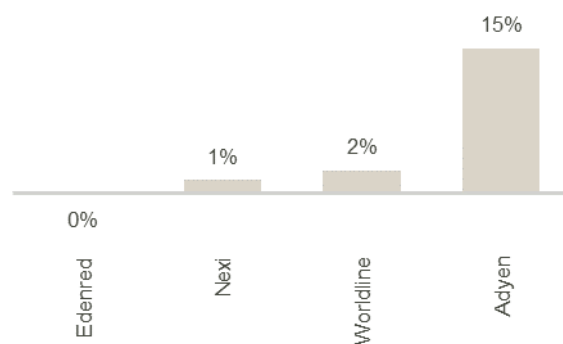
Les Etats-Unis ont déjà entamé leur 'reopening' (1^{ère} annonces ont eu lieu en février dans la plupart des Etats) et cela s'est traduit par une nette surperformance des acteurs américains fortement exposés au offline depuis début février : Fiserv (19%), FIS (17%), Global Payments (18%), Visa (12%) et Mastercard (15%), soit une performance supérieure aux acteurs online Square (+6%) et PayPal (+6%).

Nous observons une situation inverse en Europe où, sur la même période, Nexi Edenred et Worldline ont largement sous-performé à respectivement 1%, 0% et 2%, alors que Adyen (pure player online) a bien performé à 15%.

Performances boursières des acteurs US depuis début février (1^{ères} annonces de re-opening)



Performances boursières des acteurs européens depuis début février



Graphiques 9 - Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Avec la montée en puissance des campagnes de vaccination en Europe et la levée progressive des restrictions sanitaires, nous anticipons donc un scénario similaire en Europe, avec un fort rattrapage des acteurs exposés au commerce physique.

Toute amélioration significative de la situation dans les semaines à venir, soit par un ralentissement de la 3^{ème} vague et/ou par l'accélération du nombre de vaccinés, pourrait ainsi constituer des bons points d'entrée avant les publications du T1 de fin avril/début mai, pour lequel une baisse des volumes est déjà largement attendue (nous visons une baisse du CA au T1 de -10% pour Worldline et de -1% pour Nexi du fait des restrictions plus légères en Italie et du modèle récurrent du groupe ne dépendant des volumes que pour 50% du CA). Mais le ton du management (si la situation s'améliore) pourrait être très positif (probablement une croissance high single digit sur l'année en cas de normalisation de la situation contre des objectifs annuels d'un minimum de respectivement 5% et 6% pour Worldline et Edenred et d'une croissance 'mid-to-high' single digit pour Nexi).



La consolidation du secteur des paiements est loin d'être terminée, notamment en Europe...

La consolidation européenne n'est pas terminée

Si la consolidation du secteur s'est accélérée en 2020 en Europe avec les opérations Worldline/Ingenico puis Nexi/SIA et Nexi/Nets, elle est loin d'être terminée.

Historique des opérations de M&A depuis 2017 (>0.5 Md€)

| Target | Buyer | Deal value (Md€) | Announce Date | EV/Sales (x) | EV/EBITDA (x) |
|---------------|------------------------------------|------------------|---------------|--------------|---------------|
| Worldpay | Vantiv | 9.8 | 04/07/2017 | 7.4 | 17.7 |
| Bambora | Ingenico | 1.5 | 20/07/2017 | 7.4 | X |
| Paysafe | Blackstone + CVC | 3.3 | 21/07/2017 | X | X |
| Nets | Hellman & Friedman + Advent + Bain | 4.4 | 25/09/2017 | 4.9 | 17.8 |
| Gemalto | Thalès | 5.4 | 17/12/2017 | 1.9 | 10.7 |
| SIX | Worldline | 2.3 | 15/05/2018 | X | X |
| iZettle | PayPal | 2.0 | 17/05/2018 | X | X |
| Concardis | Nets | 5.1 | 04/07/2018 | X | X |
| First Data | Fiserv | 33.7 | 16/01/2019 | 4.1 | 12.8 |
| Worldpay | FIS | 37.6 | 18/03/2019 | 10.9 | 26.9 |
| Safecharge | Nuvei | 0.9 | 22/05/2019 | X | X |
| TSYS | Global Payments | 23.1 | 28/05/2019 | 6.4 | 20.4 |
| ISP acquiring | Nexi | 1.0 | 19/12/2019 | 11.1 | 11.9 |
| Plaid | Visa | 4.8 | 13/01/2020 | 31.8 | X |
| Ingenico | Worldline | 9.2 | 03/02/2020 | 2.7 | 15.4 |
| Finicity | Mastercard | 0.9 | 23/06/2020 | >50 | X |
| SIA | Nexi | 4.6 | 05/10/2020 | 7.1 | 18.8 |
| Nets | Nexi | 7.1 | 02/11/2020 | 7.3 | 20.1 |
| ANZ acquiring | Worldline | 0.6 | 14/12/2020 | 3.4 | 17.1 |

Tableau 10 - Sources : Sociétés, FactSet, ODDO BHF Securities

Il reste en effet encore de nombreux marchés à consolider, notamment la France, la péninsule ibérique et la Grèce. La poursuite de la consolidation européenne concernera ainsi deux types d'acteurs :

- **Les acteurs spécialisés** : probablement de taille plus petite, comme le portugais SIBS, l'islandais Borgun ou encore le grec Cardlink.
- **Les banques** : comme Caixa-Bankia en Espagne ou encore la France (où le marché de l'acquiring est encore presque exclusivement aux mains des banques). Rappelons qu'environ 50% des volumes de transactions d'acquiring sont toujours gérés par les banques en Europe.

Une grande partie des volumes est toujours gérée par les banques, mais elles se désengagent progressivement

Les dix dernières années ont montré une tendance claire : le désengagement progressif des banques de leurs activités de paiement au profit des acteurs spécialisés. La raison est simple : l'industrie des paiements devient de plus en plus compétitive et exige un progrès technologique constant que les banques n'ont pas su pourvoir.



Ces dernières se sont donc progressivement désengagées du secteur, soit parce qu'elles n'avaient pas la vision de ce que pourrait devenir ce marché, soit parce qu'elles n'avaient pas la taille nécessaire pour la rendre assez rentable, les coûts fixes étant trop élevés pour des plateformes bancaires gérant peu de volumes.

Ainsi, nous pensons que les banques européennes finiront soit :

- Par **céder leurs actifs de paiement**, dépassées par l'innovation et des tendances comme l'omnicanal et les paiements cross-border (exigeant un niveau de Capex et d'Opex significatif, alors que, dans le même temps, les banques européennes font face depuis plusieurs années à un environnement de taux bas et à un renforcement de la réglementation bancaire poussant à une réduction des coûts). Les actifs bancaires dans la péninsule Ibérique (Santander a notamment un partenariat avec Nets en Europe du Nord et Caixa est en JV avec l'américain Global Payments), ainsi qu'en France (Crédit Agricole, Crédit Mutuel et Natixis Payment notamment) pourraient faire l'objet d'une concurrence forte entre Worldline et Nexi.
- Par **nouer des partenariats** avec des acteurs spécialisés. Nous pouvons citer par exemple les caisses d'épargne allemandes Sparkassen et la banque australienne ANZ avec Worldline, UBI Banca avec Nexi ou encore la banque suédoise SEB avec Nets. A court terme, c'est probablement cette solution qui devrait être privilégiée par les banques.

Dans ce cadre, Worldline (leader du processing pour compte de tiers en Europe) et Nexi (effet taille avec le rachat de Nets et SIA synonyme d'économies d'échelle et de crédibilité face aux banques) devraient ainsi être les principaux consolidateurs du secteur en Europe. Adyen, qui connaît une forte croissance organique de ses volumes et a fait de l'unicité de sa plateforme un élément différenciant (puisque les opérations de M&A entraîne une augmentation du nombre de plateformes de paiement à gérer), devrait rester en dehors de la consolidation européenne.

...où la standardisation en cours (EPI, PSD2, SEPA) en fait un marché plus attractif

Les instances européennes poussent depuis plusieurs années à une standardisation du marché européen des paiements. Nous pouvons citer notamment les initiatives SEPA (simplification des virements bancaires entre pays européens) ou encore PSD2 (harmonisation de la réglementation sur la protection des consommateurs).

Néanmoins, nous pensons que le véritable accélérateur de la standardisation du marché européen pour les acteurs de notre couverture pourrait être l'EPI (European Payment Initiative). Cette initiative, soutenue par la Commission Européenne et la BCE, vise à créer un schéma de paiement européen se substituant aux schémas domestiques nationaux (CB en France, Bancomat en Italie, Dankort au Danemark).

Les membres de l'initiative sont par ailleurs actionnaires de l'EPI Interim Company (société chargée de lancer les travaux de mise en œuvre avant de créer la société opérationnelle). Pour rappel, l'EPI avait été lancé officiellement en juillet 2020 par 16 grandes banques européennes (générant ~50% des paiements domestiques) auxquels se sont joints les acteurs spécialisés Worldline et Nets en novembre dernier, renforçant la crédibilité du projet. Les premiers volumes arriveraient en 2022 pour une montée en charge jusqu'en 2025.

Même si l'Italie reste pour l'instant en dehors de cette initiative (le pays est en pleine consolidation de son secteur autour de Nexi avec les rachats de SIA, Intesa, Ubi...), le rachat de Nets par Nexi devrait faire basculer le groupe italien au sein de l'alliance. Notons également que Nets devrait être un acteur clé de l'initiative puisque le groupe a la particularité de gérer les schémas de carte de débit les plus utilisés au Danemark (Dankort) et en Norvège (BankAxept).

Or nous pensons qu'**EPI sera très positif pour les acteurs spécialisés** pour au moins 2 raisons :



- L'harmonisation du paysage européen devrait permettre de réduire la complexité des plateformes de paiement au niveau européen en établissant des normes transnationales (avec moins de plateformes spécialement créées pour des schémas de débit locaux), et nous anticipons donc des **effets d'échelle plus importants et une réduction des coûts** ;
- Nous pensons qu'EPI **permettra aux acteurs spécialisés de gagner des parts de marché en Europe**, notamment sur des marchés où ils n'étaient auparavant pas présents. En effet, une partie significative des volumes de paiement transitent via des schémas domestiques (comme CB en France) qui sont la plupart du temps maîtrisés par des banques locales et représentent des barrières à l'entrée fortes pour un acteur spécialisé qui souhaiterait rentrer sur le marché (coûts importants liés à la création d'une plateforme). Avec EPI, les acteurs spécialisés auront une plateforme prête quel que soit le marché et les coûts liés à l'entrée sur un nouveau marché pourraient se limiter aux forces de vente.

Le marché va donc s'élargir dans le sens où il ne sera plus vu comme une somme de marchés domestiques mais comme un marché unique, soit une vision au cœur de l'agenda politique des instances européennes. Ainsi, les sociétés de paiement américaines étant interdites en Chine et inversement, le marché européen, jusqu'ici considéré trop éclaté (et donc « trop petit »), pourrait devenir sous peu le terrain de guerre des géants américains et chinois (Tencent, Ant) et Nexi et Worldline potentiellement leurs prochaines cibles.

De nombreuses introductions en Bourse sont probables, ce qui soutiendra les valorisations

Nous avons réuni dans le tableau ci-dessous les potentielles introductions à venir que nous anticipons sur le secteur des paiements.

| Sociétés susceptibles d'être introduites en bourse | | | | | |
|--|-------------------------------|------------------------|-----------------------------|---------------|------------------------|
| Société | Activité | Valorisation | Avant dernière valorisation | Annonce d'IPO | Date de l'IPO |
| Klarna | Buy Now Pay later (BNPL) | \$31 bn (03/21) | \$ 11 bn (09/20) | Non | 2021/2022 (estimation) |
| Wise | Transfert d'argent/Issuing | \$5 bn (07/20) | \$ 3.5 bn (07/19) | Non | 2021 (estimation) |
| Stripe | Acquiring/Issuing | \$95 bn (03/21) | \$ 36 bn (04/20) | Non | 2021/2022 (estimation) |
| N26 | Néo-banque Issuing | \$3.5 bn (07/19) | \$ 2.7 bn (01/19) | Non | 2023 (estimation) |
| Revolut | Néo-banque issuing | \$5.5 bn (07/20) | \$ 1.7 bn (04/18) | Non | 2022/2023 (estimation) |
| Marqeta | Acquiring/Issuing | \$10 bn (IPO target) | \$ 4.3 bn (05/20) | Oui | T2 2021 |
| Ant Financials | Néo-banque/ Acquiring/Issuing | \$310 bn (11/20) | \$ 225 bn (08/20) | Repoussée | 2022 (estimation) |
| Trustly | | \$ 6-9 bn (IPO target) | \$ 1 bn (06/20) | Oui | T2 2021 |
| Checkout.com | Online Acquiring | \$15 bn (01/21) | \$ 5.5 bn (06/20) | Non | 2022/2023 (estimation) |

Tableau 11 - Source : ODDO BHF Securities

Il est intéressant de noter que les valorisations de ces acteurs ont, pour la plupart, doublé voire triplé en quelques mois, preuve du changement de perception dans le secteur.

Si nous n'avons pour la plupart de ces acteurs de chiffres précis concernant leurs comptes de résultat, les multiples de valorisation sont ainsi probablement très élevés (au-delà de 15x le CA). De nouvelles IPO (dont beaucoup sont attendues en 2021, notamment Wise, Marqeta et Trustly et éventuellement Klarna ou Stripe) devraient alors tirer les valorisations du secteur vers le haut.

Cela ne fera qu'accentuer un écart que nous trouvons déjà excessif entre les valorisations de ces nouveaux acteurs et celles des acteurs aux profils mix plutôt orientés offline comme Worldline ou Nexi.



L'INNOVATION, PORTEE PAR LES FINTECH, ACCELERE

La période du COVID-19 a été un accélérateur de digitalisation très clair pour le secteur des paiements, non seulement pour la cannibalisation du cash (croissance des paiements domestiques malgré les restrictions sanitaires) mais également pour l'adoption de nouveaux services ('Buy Now Pay Later', cryptomonnaie, transfert d'argent en Peer-to-Peer, services de courtage...). Si les fintech américaines (Square, PayPal) sont aujourd'hui les moteurs de l'innovation du secteur, et les acteurs du paiement européens peu positionnés sur ces marchés émergents (à l'exception peut-être de Nexi), les opportunités sont considérables. Tout ceci devrait accélérer la cannibalisation du cash par les moyens de paiement électroniques, tout en élargissant le marché du paiement, avec de nouvelles opportunités sur le marché bancaire (l'ambition ultime étant de créer une Super App financière), bien que la réglementation devrait devenir un point d'attention.

De nouvelles habitudes de paiement et de nouveaux services ont émergé (BNPL, cryptomonnaies...)

La digitalisation des paiements s'est accélérée...

Cela a été répété à de nombreuses reprises : le COVID-19 a été un accélérateur de digitalisation, notamment pour le marché des paiements.

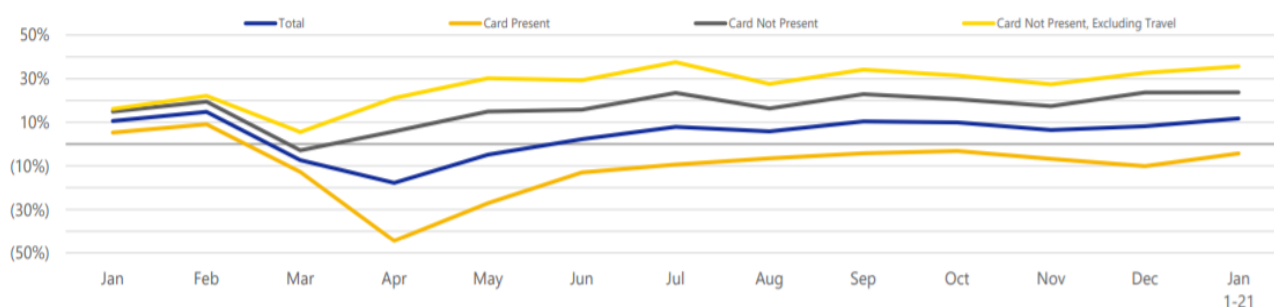
Si la baisse des volumes de transaction a eu un impact négatif pour les acteurs exposés au commerce physique, les tendances sont claires : accélération de la cannibalisation du cash (croissance des paiements domestiques malgré les restrictions sanitaires), convergence vers l'omnicanal (via le 'pick and collect' notamment), nouvelles habitudes de paiement (plus de online, accélération du sans contact et du paiement mobile).

Ainsi, au T4 2020, les volumes traités par Visa (assez représentatifs des paiements par carte dans le monde) ont progressé de 4% en glissement annuel, alors que les paiements cross-border étaient toujours en baisse de 21% (-66% en excluant les paiements online et les paiements intra-européens). De la même façon, Nexi a communiqué sur l'évolution de ses volumes d'acquiring (cartes italiennes) de l'année 2020 avec une hausse de respectivement 26% et 12% sur la consommation de base et la consommation discrétionnaire hors hôtels, restaurants, voyages, transports et divertissements.

Cette croissance des paiements, malgré une conjoncture défavorable, est le signe d'une accélération des changements d'habitudes de paiement des consommateurs et de la cannibalisation du cash. A ce propos, le CEO de Worldline déclarait en janvier dernier au journal Les Echos que la crise actuelle avait permis à l'industrie de gagner entre 3 et 4 ans par rapport aux volumes de transactions qui auraient eu lieu sans le COVID-19, avec une adoption forte du sans contact notamment.



Evolution de la croissance des volumes de transactions de paiement aux Etats-Unis (Visa)



Graphique 12 - Source : Visa

*Card Not Present est synonyme de paiement online

Concernant la croissance des paiements online, elle a continué d'être dynamique sur l'ensemble de l'année autour de +15/20% (+30/35% hors transactions liées aux voyages selon Visa), alors que cette crise a aussi été l'occasion d'accélérer la transition vers l'omnicanal (convergence offline/online), rendue obligatoire pour de nombreux commerçants voulant poursuivre leur activité. Notons par ailleurs que cette transition est loin d'être terminée, PayPal ayant par exemple déclaré qu'environ 50% des commerçants américains n'avaient toujours pas opéré cette transition vers l'omnicanal.

...et de nouveaux services ont émergé (BNPL, gestion de patrimoine via mobile, P2P, cryptomonnaies...)

L'accélération de la digitalisation a, par ailleurs, été marquée par l'émergence, ou tout du moins l'adoption croissante, de services de paiement alternatifs, parmi lesquels :

Le 'Buy Now Pay Later' (BNPL)

Cette solution permet au consommateur d'échelonner un paiement en plusieurs transactions. Elle est de plus en plus demandée par les consommateurs et adoptée par les commerçants (car elle garantit les créances de leurs clients et élimine le risque financier pour le vendeur et l'acheteur).

Les fournisseurs de ces solutions de paiement assument en général le risque dans leur bilan, après avoir déterminé le risque de crédit du consommateur (souvent via un contrôle assez souple de la capacité de crédit du consommateur).

Ils se rémunèrent via une commission prélevée auprès du marchand qui 1/ améliore son taux de conversion d'achat (certains paiements sont rejetés car le plafond d'une carte de paiement a été atteint par exemple, ce que permet d'éviter le BNPL) et 2/ accroît son volume de ventes (certains consommateurs sont plus enclins à dépenser s'ils ne payent pas tout de suite). Dans de nombreux cas, les prêts de court terme (inférieurs à 6 mois) sont exempts d'intérêts (PayPal, Klarna, Afterpay) et dans le cas de retard sur un paiement, certains acteurs appliquent des frais de retard (comme PayPal, Afterpay, Klarna) alors que d'autres non (Affirm).

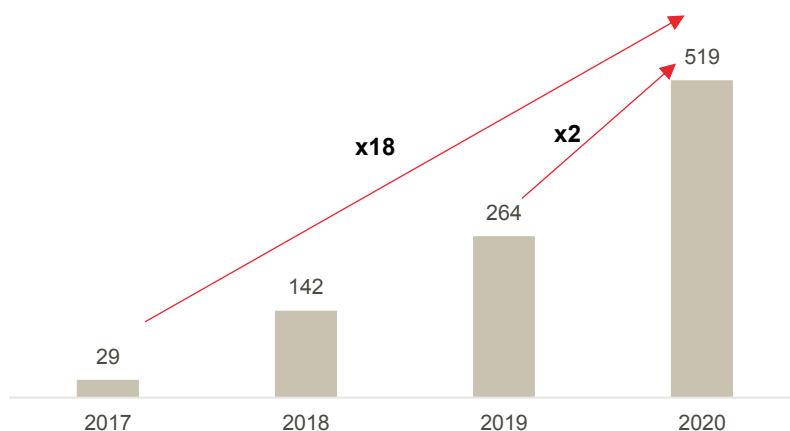
A l'avenir, nous pouvons également imaginer que ces acteurs, qui récupèrent un très grand nombre de données sur les consommateurs, nouent des partenariats avec les banques et les assureurs pour améliorer leurs scoring crédit (ce n'est pour l'instant pas le cas en Europe et aux Etats-Unis mais c'est déjà le cas en Chine avec WeChat Pay et Alipay) ou monétisent davantage ces données auprès des marchands.

PayPal a lancé son service BNPL en 2020 et Square en 2018. Parmi les autres acteurs emblématiques, nous pouvons citer le suédois Klarna en Europe (acteur non coté dont la valorisation a presque triplé depuis septembre 2020 pour atteindre 31 Md\$) ou encore l'australien Afterpay (VE



de 25 Md\$) et l'américain Affirm (récemment introduit en bourse et dont la valorisation dépasse également 20 Md\$).

Évolution du CA d'Afterpay (leader mondial du BNPL) de 2017 à 2020



Graphique 13 - Source : Afterpay

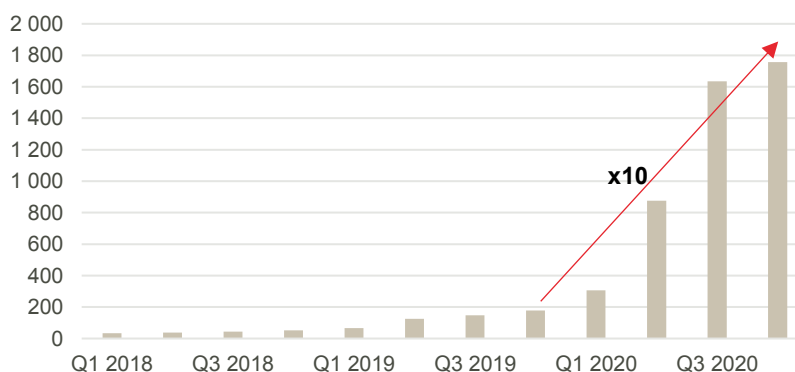
Rappelons à ce titre que **Nexi** a acquis Ratepay (spécialiste allemand du BNPL) via le rachat de Nets, puisque Ratepay a été acquis par Concordis en 2017 (lui-même acquis par Nets l'année suivante). Cela fait partie des synergies de revenu potentielles pouvant être générées par ce rachat puisque Nexi pourrait être en mesure de proposer ce service à des marchands en Italie. Notons néanmoins que Nexi est dans une position délicate puisqu'il est le partenaire historique des banques italiennes (pour plus de détails voir notre partie sur le positionnement des acteurs européens page 20). Concernant **Worldline**, le groupe n'exerce pas cette activité directement et a intégré la solution de Klarna sur ses plateformes dans ses principaux marchés cibles (Scandinavie, région DACH, Benelux, Royaume-Uni). **Adyen** a, de la même façon, conclu un partenariat avec Afterpay pour fournir cette solution sur ses plateformes.

Le paiement et l'investissement en cryptomonnaie

En raison de la volatilité de leur valeur, les cryptomonnaies sont encore considérées par beaucoup davantage comme un investissement spéculatif plutôt que comme un moyen de paiement.

Cependant, des acteurs américains tels que Square et PayPal ont fait des cryptomonnaies une part intégrante de leur offre. La solution bitcoin de Square, intégrée dans son application Cash app, a connu un grand succès en 2020 (croissance des revenus de >700%) alors que PayPal a également décidé d'étendre son offre récemment en permettant d'acheter, de détenir et de vendre des cryptomonnaies sur sa plateforme, tout en permettant le paiement par cryptomonnaie chez les marchands utilisant PayPal.

Évolution du revenu bitcoin de Cash app (M\$)



Graphique 14 - Source : Square



Notons également que Mastercard a annoncé le mois dernier qu'il allait ouvrir son réseau à certaines cryptomonnaies (le groupe offrait déjà des cartes de paiement permettant de payer avec une cryptomonnaie mais la transaction ne passait pas par le réseau Mastercard), bien que le groupe se concentrera d'abord sur les stablecoins (dont le cours est adossé à une devise existante, ce qui exclut le bitcoin et l'éthereum). Visa intégrait déjà de son côté le stablecoin à son réseau et le CEO du groupe a déclaré que Visa devrait également prendre en charge le bitcoin dans les prochains mois.

Rajoutons que Square a récemment investi environ 220 M\$ dans le bitcoin et Tesla a déclaré avoir acheté pour 1.5 Md\$ de bitcoin. D'autres sociétés pourraient suivre et il y a donc un mouvement clair visant à légitimer l'utilisation des cryptomonnaies.

Il est vrai cependant que ces services sont pour l'instant plus attractifs pour les consommateurs que pour les commerçants, qui pour la plupart ne considèrent pas les cryptomonnaies comme des formes légitimes de paiement.

Dans notre couverture, **Worldline** et Ingenico offrent certains services de paiement pour les cryptomonnaies, tandis que **Nexi (via SIA)** dispose également de certaines capacités dans ce domaine. Concernant **Adyen**, le CEO a été très clair à ce sujet en affirmant que ses clients n'étaient pas intéressés par cette solution et que le groupe n'allait donc pas la proposer sur ses plateformes (mais cela pourrait changer à l'avenir si les marchands du groupe la réclament).

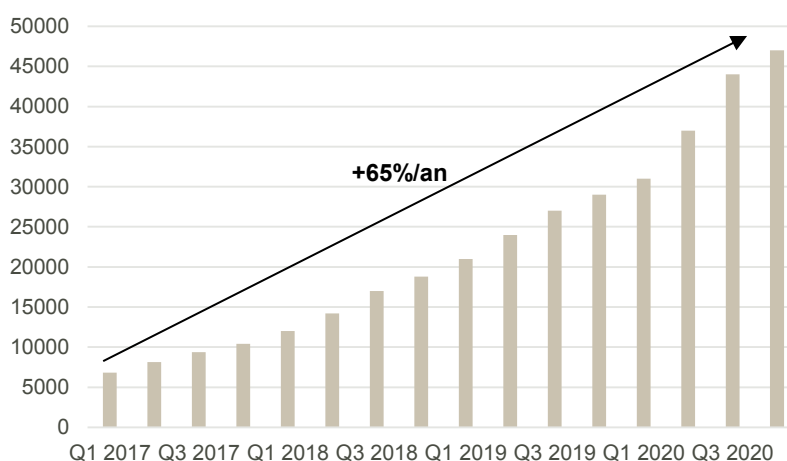
🔴 Les transferts d'argent en peer-to-peer (P2P)

Les services de transferts d'argent en peer-to-peer (d'un utilisateur à un autre) ne sont en général pas générateurs de revenu (ils sont en général gratuits s'ils sont délivrés par virement, seuls les transferts par carte bancaire pouvant être sujets à des frais de transaction).

Cette activité est ainsi le plus souvent plutôt un moyen de réduire le coût d'acquisition de nouveaux clients. Le but est d'attirer des consommateurs dans un écosystème et de monétiser la relation client avec d'autres leviers (carte virtuelle, paiement au POS via mobile, abonnement premium...).

Les paiements P2P ont par exemple connu un succès important avec l'application Lydia en France mais surtout aux Etats-Unis, où Venmo (PayPal) et Cash app (Square) se partagent l'essentiel du marché, ce qui leur a permis d'attirer de nombreux consommateurs dans leur écosystème.

Évolution des volumes des transactions de Venmo (M\$) depuis 2017 (principalement des transactions P2P)



Graphique 15 - Source : PayPal



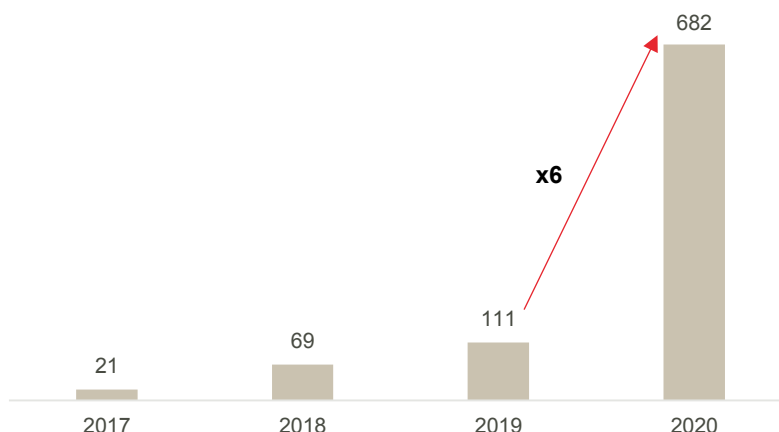
Notons que **Nexi** propose ce service en Italie via son application YAP mais aussi en Europe du Nord après l'acquisition de Nets (notamment en Pologne avec Przelewy24). **Worldline** est exposé à cette activité principalement via son activité de processing pour le compte des banques (account-to-account).

Les services de gestion de patrimoine sur mobile

L'investissement pour les particuliers a été particulièrement dynamique depuis le début de la crise de COVID-19, sous l'impulsion notamment d'applications mobiles qui ont facilité l'accès aux marchés financiers avec une politique commerciale agressive (aucun frais de commission). Robinhood et Square (via son application Cash App) ont été les principaux bénéficiaires de cette dynamique. Les acteurs européens de notre couverture ne sont pour l'instant pas exposés à ce marché.

Fait suffisamment rare pour être souligné, lors de la dernière semaine de janvier, 3 applications financières (Robinhood, Cash App de Square, Webull...) se trouvaient dans les tops 6 des applications les plus téléchargées sur l'App Store d'Apple et Android (en général dominés par des applications sociales).

Évolution du CA de Robinhood aux Etats-Unis entre 2017 et 2020



Graphique 16 - Source : Robinhood

L'ambition ultime : créer une Super App financière et s'attaquer au marché bancaire...

Un nouveau marché pour les acteurs du paiement : le consommateur après les marchands

Il est intéressant de remarquer que les nouvelles innovations sur le secteur du paiement se concentrent avant tout autour du consommateur (par opposition au commerçant) qui constitue un levier de croissance très important pour le secteur des paiements dans les années à venir.

Les acteurs bancaires traditionnels ont en effet pour la plupart manqué la transition digitale de leurs services bancaires sur mobile. Des acteurs comme Square et PayPal aux Etats-Unis, ou encore Revolut en Europe, se sont alors positionnés pour capter une partie de leur part de marché.

La Chine est un excellent exemple pour illustrer cette tendance. C'est probablement (avec les pays scandinaves) le pays le plus avancé en termes de digitalisation des paiements. Cette cannibalisation du cash a été initiée par Tencent et Ant Financials (avec leurs solutions de paiement respectives WeChat



Pay et Alipay) qui sont aujourd'hui en quasi-duopole sur le marché chinois (>90% de PdM).

A l'origine de simples méthodes de paiement, WeChat Pay et Alipay ont construit un véritable écosystème autour de leurs portefeuilles électroniques. Ces applications permettent ainsi (en plus de payer) d'obtenir des micro-crédits, d'investir sur les marchés financiers, de contracter des services d'assurance ou encore d'échanger de l'argent en peer-to-peer.

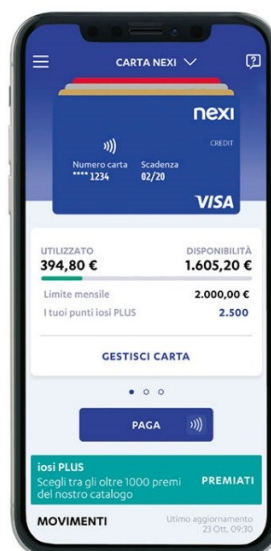
Quel positionnement pour les acteurs européens ?

Les acteurs européens de notre couverture sont pour l'instant peu positionnés sur ce nouveau marché des services financiers à destination des consommateurs, qui n'est en cas ses débuts en Europe.

Notons néanmoins que **Nexi** semble le mieux positionné pour développer un écosystème autour d'une application de paiement. Le groupe est en effet le seul acteur de notre couverture qui a développé des applications mobiles de paiement avec :

- **Nexi Business** : cette application mobile a pour but d'aider les marchands à suivre et à analyser leurs activités grâce notamment à un tableau de bord qui permet de comparer les principaux indicateurs de performance de leur activité et de mieux connaître le profil de leurs clients. C'est l'une des applications les plus populaires pour les PME italiennes, avec plus de 120 000 marchands qui l'utilisent chaque mois.
- **YAP** : c'est une application s'adressant aux plus jeunes, puisque cette dernière est accompagnée d'une carte prépayée intégrée, rechargeable et gratuite. Elle permet par ailleurs de transférer de l'argent en P2P (doublement des transactions en glissement annuel au T4 20). Aujourd'hui l'application compte près d'un million d'utilisateurs (gain de 300 000 utilisateurs en un an) soit environ 13% de la population cible en Italie (12-24 ans). Elle est très proche de l'utilisation de l'application Lydia en France. Le groupe pourrait accélérer la monétisation sur cette dernière en offrant par exemple des services de cryptomonnaie ou d'investissement (la population cible de l'application étant plus à même d'essayer de nouveaux services).
- **Nexi Pay** : c'est l'application de Nexi destinée aux consommateurs. Grâce à cette dernière, les consommateurs peuvent payer avec leur smartphone (via Apple Pay, Google Pay, Samsung Pay), surveiller leurs dépenses, gérer leurs cartes bancaires, bénéficier d'avantages et de récompenses et contrôler leur budget en suivant leurs dépenses. L'application permet également d'échelonner des versements avec sa fonctionnalité Easy Shopping. C'est une fonctionnalité semblable au BNPL mais elle présente néanmoins des limites par rapport à des concurrents comme Klarna puisqu'elle est uniquement attachée aux cartes de crédit émises par Nexi en partenariat avec les banques. Pour l'instant, Nexi a un modèle de licence sur cette activité, où le groupe licencie sa technologie auprès des banques, qui ont la relation client et assument donc le risque de crédit. A l'avenir cette situation pourrait changer (notamment si le groupe intègre la solution de RatePay, acquise via Nets, à son application).

Application de paiement de Nexi (Nexi Pay)



Graphique 17 - Source : Nexi

Il est également important de noter que Nexi a simplifié, via son application, l'accès aux mesures de cash back mises en place par le gouvernement italien (remboursement de 10% chaque transaction faite par carte de paiement, jusqu'à 3000 €). Il est ainsi possible sur l'application Nexi Pay d'activer le programme de cash back pour sa carte de paiement. Nexi a ainsi pu gagner de nombreux utilisateurs pour son application. Le programme de cash back, lancé en décembre dernier, a en effet connu un grand succès, avec près de 10% des cartes italiennes qui se sont jointes à l'initiative.

Rajoutons enfin que Nexi a récupéré un acteur spécialisé dans le BNPL dénommé Ratepay à la suite du rachat de Nets. Cet acteur, ancienne filiale du groupe allemand Otto, avait été acquis par Concardis en 2017, lui-même racheté par Nets en 2018. Ratepay est aujourd'hui le leader allemand du BNPL (3 Md€ de transactions traitées en 2019, avec >1000 de e-commerçants). Si Ratepay agit pour l'instant comme un acteur indépendant, Nexi pourrait étendre cette solution sur ses autres marchés.

A noter néanmoins que Nexi est le partenaire historique des banques italiennes et s'appuie sur ces dernières pour 50% de ses clients (où la banque est en contact direct avec le marchand et où Nexi est un fournisseur tiers). Or ce service concurrencerait les banques (qui toucheraient moins de frais de crédit sur les dépassements de plafond), ce qui mettrait Nexi dans une position délicate. Nets est également un partenaire important des banques en Scandinavie en tant que processeur pour compte de tiers. Le groupe devrait ainsi dans un premier temps concentrer sur le développement de cette solution sur ses autres marchés (Allemagne, Europe de l'Est, Pologne).

Concernant **Worldline** et **Adyen**, leurs modèles économiques semblent tournés vers le marchand acquiring, où les clients sont des commerçants, et le processing pour le compte des banques sur l'issuing. Nous ne voyons donc pas ces acteurs comme les mieux positionnés pour capter de la valeur auprès des consommateurs. Ils seront néanmoins des bénéficiaires indirects de ces tendances sur le marché des paiements, puisqu'elles devraient favoriser la cannibalisation du cash au profit des paiements électroniques, alors que les nouveaux services (BNPL, paiements en P2P...) devraient générer davantage de transactions. Worldline et Adyen ont noué des partenariats avec respectivement Klarna et Atterpay pour intégrer des solutions BNPL sur leurs plateformes.

Rappelons enfin que **Prosus** est exposé à ces thématiques porteuses sur le marché du paiement via sa participation de 31% dans Tencent (précurseur dans le développement d'un écosystème de paiement autour du consommateur avec WeChat Pay, le segment Fintech représentant 23% du CA du groupe) et sa branche Paiement (portefeuille hors Tencent) avec **PayU** (99% de participation), leader du paiement online en Inde (environ 50% du CA généré dans le pays) et



où le groupe développe depuis un peu plus de 2 ans une offre de crédit (prêts à la consommation types BNPL) destinée à la population indienne via mobile (historiquement sous-bancarisée). Nous estimons ainsi que l'activité de paiement représente près de 30% de la valeur du groupe (soit 92 Md\$ avant application d'une décote de holding de 20%).

...mais attention à la réglementation

Le sujet réglementaire va devenir un point d'attention

Le sujet réglementaire sur le crédit à la consommation par des acteurs non bancaires (BNPL) sera néanmoins un point d'attention qui devrait monter en puissance au cours des prochaines années, voire des prochains mois.

Ces crédits sont en effet relativement peu règlementés comparativement aux crédits bancaires. La principale raison étant que les frais sur ces crédits BNPL ne sont souvent pas payés directement par les consommateurs mais par les marchands (qui peuvent ou non répercuter ce coût sur les consommateurs).

Nous voyons au moins deux problématiques qui pourraient émerger : 1/ la protection des consommateurs, notamment des plus jeunes (qui sont plus enclins à s'endetter au-delà de leurs moyens) ; 2/ la stabilité financière et les exigences de fonds propre de ces acteurs par rapport aux banques.

En février dernier, le gouvernement britannique a confirmé que les acteurs du BNPL feront face à de plus fortes restrictions en étant sous la supervision du régulateur financier britannique (FCA). Les acteurs du BNPL seront ainsi tenus de procéder à des vérifications de solvabilité avant de prêter à des consommateurs (environ 1 consommateur sur 10 ne serait pas en mesure de rembourser son prêt). Ces derniers seront également autorisés à porter plainte auprès du médiateur financier britannique. La Suède (le pays où a été fondé Klarna) a également adopté une législation spécifique (février 2020) qui oblige les fournisseurs de services de paiement à proposer les options de paiement direct les moins coûteuses aux consommateurs avant de proposer les options alternatives de paiement à crédit.

Parmi les prochaines mesures réglementaires pouvant être adoptées, nous anticipons par exemple une limitation des possibilités marketing (pouvant être considérées comme une incitation à l'endettement), une vérification plus stricte de la solvabilité des consommateurs ou encore l'interdiction pour ces derniers d'effectuer d'autres achats lorsqu'ils ont manqué un certain nombre de paiements.

A ce titre, Klarna, qui a acquis une licence bancaire européenne en 2017, a déclaré soutenir et être tout à fait en mesure d'évoluer dans un environnement davantage réglementé. Nous remarquons tout de même que la valorisation de Klarna (31 Md\$, soit 25x le CA 2020) semble suggérer que cette problématique n'est pas un sujet d'inquiétude pour une grande partie des investisseurs. Or Klarna avait par exemple vu une de ses campagnes Instagram interdites par les autorités britanniques. Ces dernières l'avaient déclaré « irresponsable » en encourageant l'usage du crédit dans le but « d'améliorer le moral de ses utilisateurs ». Des critiques similaires avaient été émises par le régulateur chinois concernant Ant (voir notre partie ci-dessous sur le sujet). Etant donné son adoption relativement nouvelle aux Etats-Unis, le régulateur américain ne s'est pour l'instant pas prononcé sur ce sujet. Nous pensons par ailleurs que le régulateur européen sera probablement au moins aussi restrictif que ses congénères britanniques, notamment après le scandale Wirecard (même si la problématique était tout autre pour ce dernier). Au vu de la valorisation de ces acteurs, ce risque nous semble donc sous-estimé.

Enfin, la réglementation sur l'investissement en bitcoin, qui concerne avant tout des acteurs comme Square et PayPal, pourrait aussi être davantage régulé à l'avenir. Le bitcoin en tant que moyen de paiement soulève en effet des inquiétudes auprès des autorités européennes et américaines, autour du blanchiment d'argent notamment. L'Inde a, par exemple, dévoilé en mars un



projet de loi visant à criminaliser la possession, l'émission, le minage, le commerce et le transfert de cryptomonnaies.

Les leçons du marché chinois : vers un alignement avec la réglementation bancaire

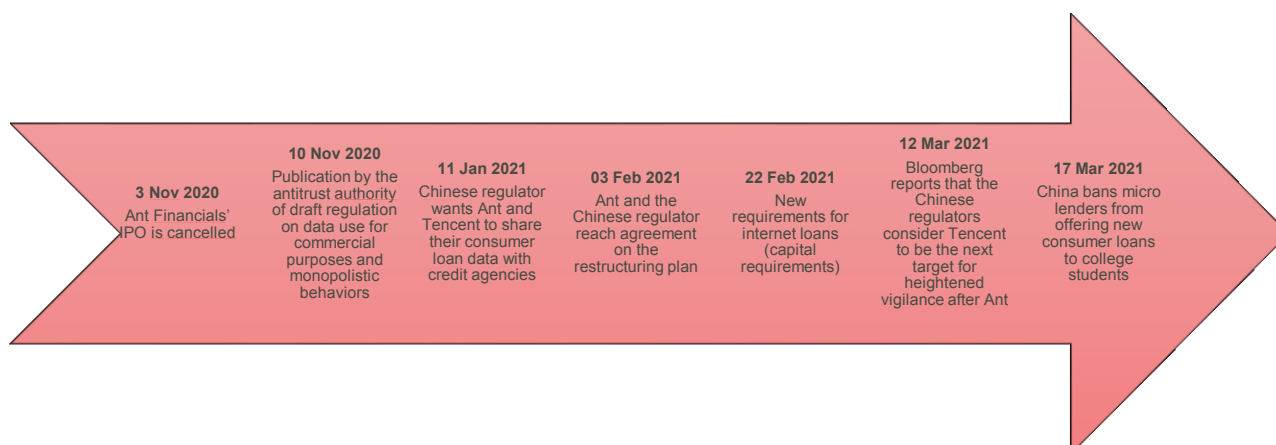
Le marché chinois est un bon indicateur pour envisager le futur du marché des paiements, puisque le pays a plusieurs années d'avance en termes de pénétration des paiements électroniques et d'adoption de nouveaux services par les consommateurs. Le régulateur chinois pourrait de la même façon être une inspiration pour les régulateurs européens et américains.

En novembre dernier, l'IPO d'Ant Group (affilié à Alibaba) a été suspendue après que les autorités chinoises aient indiqué que la société pourrait ne pas respecter les critères d'introduction. La veille, un projet de loi sur la fintech avait notamment évoqué l'obligation pour les prêteurs numériques comme Ant à ne plus être seulement des intermédiaires entre les banques et les particuliers mais à fournir au moins 30% du crédit. Rappelons que la valorisation visée par Ant était de 314 Md\$.

Jusqu'à récemment, les grands groupes technologiques chinois pouvaient en effet offrir des services bancaires à bas prix, régis par des règles beaucoup plus souples que les banques et soutenus par une fraction du capital (Ant Financial n'inscrit à son bilan que 2% du montant des prêts qu'il fournit en partenariat avec les banques contre un objectif de 30% visé par le régulateur). Même si ces acteurs disent s'appuyer sur la collecte de données pour mieux identifier le risque de crédit des utilisateurs, le manque de réglementation a eu pour conséquence de multiplier le nombre de fraudes ces dernières années (la faillite du prêteur en ligne Ezubo en 2016, spécialisé dans les prêts en peer-to-peer, en est l'exemple le plus marquant, avec plus de 900 000 utilisateurs impactés pour un montant atteignant 7,6 Md\$). De plus, le surendettement de certains consommateurs (une partie des utilisateurs de ces plateformes n'ont pas de dossier de crédit suffisant pour obtenir un prêt auprès des banques) inquiète le régulateur chinois.

Le régulateur bancaire chinois a ainsi adopté fin février des exigences plus strictes concernant les prêts à la consommation en partenariat avec les plateformes internet. La proportion du capital de la plateforme internet partenaire ne doit pas être inférieure à 30%. Le solde des prêts internet émis par une banque avec un partenaire ne doit pas dépasser 25% fonds propres de catégorie 1 de la banque et le solde des prêts internet émis conjointement par les banques commerciales et les institutions coopératives ne doit pas dépasser 50% du solde total de la banque. Le régulateur a par ailleurs déclaré que les sociétés doivent se conformer aux nouvelles règles d'ici le 17 juillet 2022. Par ailleurs, de nouvelles mesures ont été adoptées telles que l'interdiction des micro-crédits aux étudiants ou encore l'interdiction des prêts au-delà d'un certain montant).

Évolution du newsflow sur la réglementation en Chine





Rappelons que Ant et le régulateur sont parvenus à un accord sur un plan de restructuration qui verra Ant se transformer en une holding financière à part entière. La société sera ainsi soumise aux mêmes exigences de fonds propres et aux mêmes règles que les banques. Les réglementations augmenteront les besoins potentiels en fonds propres pour les activités de prêts des plateformes internet telles que Ant Financial (affiliée à Alibaba).

Tencent pourrait être sujet aux mêmes règles mais rappelons que l'essentiel de l'activité de prêts du groupe (qui concentre les inquiétudes du régulateur) est distribuée via la filiale de Tencent WeBank, qui a une licence bancaire et était déjà en ligne avec les réglementations en place depuis longtemps (le groupe s'était auto-régulé). Rappelons enfin que l'activité Fintech représente environ 30% de notre valorisation pour Tencent, soit 27% de la NAV de **Prosus** mais nous estimons que la partie en risque (services bancaires de Tencent) représente moins de 5% du CA de Tencent. Nous restons par ailleurs confiants sur le fait que le positionnement dominant de Tencent (qui a développé une approche relativement ouverte concernant l'écosystème chinois avec le plus souvent des participations minoritaires, contrairement à Alibaba qui privilégie des participations majoritaires) et WeChat (application la plus utilisée en Chine et écosystème avec de très fortes barrières à l'entrée) ne sera pas remis en cause par ces nouvelles réglementations.



Adyen NV

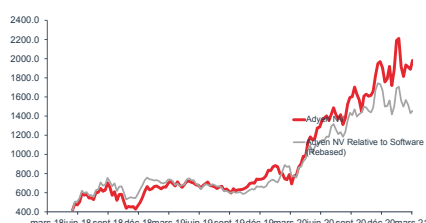
Neutre → | Objectif 2200 €

Cours (01/04/2021) : 1982.00 € | Potentiel : 11 %

| Révision | 2021e | 2022e |
|----------|-------|-------|
| BPA | - | - |

A 'lollapalooza' company with 35-40% growth

Mardi 06 Avril 2021



Données produit

ADYEN NA | ADYEN.AS

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Capitalisation boursière (M€) | 60 063 |
| VE (M€) | 65 848 |
| Extrêmes 12 mois (€) | 691.2 - 2 211 |
| Flottant (%) | ns |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|------------------------|------|------|-------|
| Performance absolue | 1.6 | 4.0 | 167.9 |
| Perf. rel. Indice Pays | -3.0 | -3.9 | 92.6 |
| Perf. rel. Software | -3.5 | -8.9 | 65.4 |

| Comptes | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|-------------------|--------|--------|--------|
| CA (M€) | 972 | 1 375 | 1 908 |
| EBITDA (M€) | 572 | 810 | 1 158 |
| EBIT courant (M€) | 531 | 751 | 1 078 |
| RNpg (M€) | 410 | 585 | 840 |
| BPA (€) | 12.34 | 17.40 | 24.98 |
| DNA (€) | 0.00 | 0.00 | 13.52 |

| | | | |
|------------------------|-------|-------|------|
| P/E (x) | 160.7 | 113.9 | 79.3 |
| P/B (x) | 36.8 | 27.2 | 19.6 |
| Rendement (%) | 0.0 | 0.0 | 0.7 |
| FCF yield (%) | 1.9 | 2.0 | 3.1 |
| VE/CA (x) | 67.7 | 49.7 | 35.5 |
| VE/EBITDA (x) | 115.1 | 84.4 | 58.4 |
| VE/EBIT courant (x) | 124.0 | 91.0 | 62.8 |
| Gearing (%) | 238 | 227 | 221 |
| Dette nette/EBITDA (x) | 6.9 | 6.3 | 6.0 |

Next Events

19/08/2021 Earnings Release

Investment case: a 'lollapalooza' company

Adyen is a 'lollapalooza' company, with multiple positive drivers moving in the same direction and strengthening each other. We expect its net revenue growth rate of 35-40% to continue for the next few years, as it: a) benefits from the fast growing e-commerce market (70-90% of its customers/ business), b) is expanding the business for existing clients, c) is adding new clients, d) is expanding geographically on a global basis, and e) still has multiple untapped products/services which can also add to future revenues. Adyen operates a highly profitable business with a 40-45% net profit margin as it benefits from the scalable business model of its single global integrated platform. Adyen's 'moat' is good and wide as: a) merchant clients are loyal, especially the attractive larger businesses where it has been focusing its attention, b) with the payment aggregator offering, new payment schemes can easily be added to the Adyen offering towards merchants so they have no reason to leave Adyen, and c) it is difficult to build a global integrated payment offering and win the trust of the payment schemes. Furthermore, for shareholders it is good that Adyen has not had to issue shares to raise capital, as some peers have had to do, because it is already largely profitable. In addition, Adyen's capital allocation has been good, as it has preferred to build its growing business organically rather than doing expensive acquisitions.

Positive outlook

Adyen is growing at its fastest possible rate, as it grew its FTE base by +48% in 2020 (and +35% in 2019). Apart from the many growth opportunities in its existing product/market combinations, it can also grow in many new such combinations (e.g. loans, data, issuing, SMEs).

Much higher organic growth warrants a much higher valuation multiple

Adyen is a great company which is growing much faster than the market and its peers. It warrants a much higher P/E valuation multiple (this is about 2.3x its payment peers) because its EPS growth rate is much stronger (about 2.3x) than that of its payment peers. Our target price is € 2,200. We have a Neutral rating for absolute valuation reasons, and moment-wise there will likely be a temporary slowdown in ecommerce growth later in 2021, when the lockdown restrictions are eased/removed after vaccination campaigns (though Europe is clearly taking longer to roll these out than the US and the UK).

Recent events: upgrade to future profit guidance

On 10 February 2021 at its FY 2020 results, Adyen also raised its EBITDA margin guidance to >65% in the long term (from >55%). We estimate that this 10pp higher EBITDA margin reflects: a) +4pp for the restatement of historical earnings to a higher level (already announced at the Q3 2020 results), with no cash flow impact, and b) 6pp for additional EBITDA margin expansion. About 6pp on € 972m of net revenue in 2021 equates to € 58m of EBITDA which is € 47m or 11% extra net profit.

Cor Kluis (Analyste)
+31 20 383 7728
cor.kluis@aa-ob.com

Stephane Houri (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 62
stephane.houri@oddo-bhf.com



ADYEN.AS | ADYEN NA

Services de paiements | Pays-Bas

Neutre

Upside 11.00%

Cours actuel 1982.00EUR

OC 2200.00EUR

| DONNEES PAR ACTION (€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| BPA corrigé | 1.69 | 2.21 | 4.69 | 7.21 | 7.93 | 12.34 | 17.40 | 24.98 |
| BPA publié | 3.31 | 2.42 | 5.11 | 7.85 | 8.61 | 13.38 | 18.83 | 27.04 |
| Croissance du BPA corrigé | 53.1% | 30.9% | ns | 53.8% | 9.9% | 55.6% | 41.0% | 43.6% |
| BPA consensus | | | | | | | | |
| Dividende par action | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 13.52 |
| FCF to equity par action | 6.03 | 6.44 | 12.53 | 17.08 | 32.83 | 38.34 | 38.66 | 61.32 |
| Book value par action | 10.72 | 13.24 | 20.39 | 30.79 | 40.20 | 53.80 | 72.84 | 100.98 |
| Nombre d'actions ordinaires fin de période (M) | 29.38 | 29.44 | 29.54 | 29.83 | 30.30 | 30.66 | 31.06 | 31.06 |
| Nombre d'actions moyen dilué (M) | 30.40 | 32.20 | 32.18 | 32.47 | 32.93 | 33.24 | 33.61 | 33.61 |
| VALORISATION (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Cours le plus haut (€) | | | 738 | 743 | 1 970 | 2 211 | | |
| Cours le plus bas (€) | | | 411 | 463 | 683 | 1 715 | | |
| (*) Cours de référence (€) | | | 544 | 661 | 1 237 | 1 982 | 1 982 | 1 982 |
| Capitalisation | | | 16 067 | 19 716 | 37 477 | 60 761 | 61 553 | 61 553 |
| Endettement net retraité | 1 447 | 1 279 | 2 042 | 2 656 | 4 102 | 5 545 | 7 390 | 6 941 |
| Intérêts minoritaires réévalués | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Immobilisations financières réévaluées | 16.0 | 20.7 | 168 | 298 | 345 | 458 | 616 | 829 |
| Provisions (y compris réserve) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| VE | | | 17 942 | 22 074 | 41 234 | 65 848 | 68 327 | 67 665 |
| P/E (x) | | | 116 | 91.7 | 156 | 161 | 114 | 79.3 |
| P/CF (x) | | | 85.8 | 75.2 | 113 | 137 | 95.7 | 67.0 |
| Rendement | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.7% |
| FCF yield | | | 2.3% | 2.6% | 2.7% | 1.9% | 2.0% | 3.1% |
| PBV incl. GW (x) | | | 26.68 | 21.47 | 30.77 | 36.84 | 27.21 | 19.63 |
| PBV excl. GW (x) | | | 26.68 | 21.47 | 30.77 | 36.84 | 27.21 | 19.63 |
| VE/CA (x) | | | 48.04 | 41.31 | 60.27 | 67.71 | 49.69 | 35.47 |
| VE/EBITDA (x) | | | 86.9 | 69.6 | 102 | 115 | 84.4 | 58.4 |
| VE/EBIT courant (x) | | | 90.7 | 74.9 | 110 | 124 | 91.0 | 62.8 |
| (*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n | | | | | | | | |
| COMPTE DE RESULTAT (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| CA | 158 | 218 | 373 | 534 | 684 | 972 | 1 375 | 1 908 |
| EBITDA ajusté | 67 | 99 | 206 | 317 | 402 | 572 | 810 | 1 158 |
| Dotations aux amortissements | -4.1 | -5.9 | -8.7 | -22.3 | -28.6 | -40.8 | -59.1 | -80.1 |
| EBIT courant | 63 | 93 | 198 | 295 | 374 | 531 | 751 | 1 078 |
| EBIT publié | 63 | 93 | 198 | 295 | 374 | 531 | 751 | 1 078 |
| Résultat financier | 0.2 | -1.2 | -8.5 | 0.3 | -50.7 | -12.0 | -10.5 | -15.4 |
| Impôt sur les sociétés | -11.8 | -20.9 | -38.3 | -60.7 | -62.1 | -109.0 | -155.5 | -223.2 |
| Mise en équivalence | 45.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Activités cédées ou en cours | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Intérêts minoritaires | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| RNpg publié | 97 | 71 | 151 | 234 | 261 | 410 | 585 | 840 |
| RNCpg ajusté | 51 | 71 | 151 | 234 | 261 | 410 | 585 | 840 |
| BILAN (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Survaleurs | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Autres actifs incorporels | 4.0 | 4.0 | 5.1 | 7.6 | 10.0 | 13.2 | 18.5 | 25.8 |
| Immobilisations corporelles | 23.9 | 30.2 | 35.7 | 47.3 | 66.2 | 92.7 | 130 | 182 |
| BFR | 1 332 | 1 082 | 1 652 | 2 256 | 3 737 | 5 321 | 7 033 | 9 578 |
| Immobilisations financières | 16.0 | 20.7 | 168 | 298 | 345 | 458 | 616 | 829 |
| Capitaux propres pg | 315 | 390 | 602 | 918 | 1 218 | 1 649 | 2 262 | 3 136 |
| Capitaux propres minoritaires | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Capitaux propres | 315 | 390 | 602 | 918 | 1 218 | 1 649 | 2 262 | 3 136 |
| Provisions | 3.8 | 5.1 | 47.6 | 113 | 210 | 305 | 404 | 537 |
| Endettement net | 1 057 | 742 | 1 211 | 1 578 | 2 730 | 3 931 | 5 131 | 6 941 |
| TABLEAU DE FLUX (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| EBITDA | 67.1 | 99.4 | 206.5 | 316.9 | 402.5 | 572.0 | 809.8 | 1 158.4 |
| Var. BFR | 78.6 | 141.9 | 196.8 | 267.2 | 686.2 | 766.6 | 611.4 | 1 060.6 |
| Frais financiers & taxes | -10.0 | -40.3 | -13.1 | -53.8 | -21.2 | -113.1 | -155.5 | -222.4 |
| Autres flux opérationnels | 53.8 | -0.4 | -6.2 | -0.9 | -50.8 | -14.9 | -11.5 | -17.1 |
| Operating Cash flow | 189.6 | 200.6 | 384.0 | 529.5 | 1 016.6 | 1 210.6 | 1 254.2 | 1 979.5 |
| Capex | -12.5 | -11.0 | -13.8 | -20.0 | -21.9 | -35.3 | -53.7 | -75.2 |
| Free cash-flow | 177.1 | 189.6 | 370.2 | 509.5 | 994.8 | 1 175.3 | 1 200.5 | 1 904.2 |
| Acquisitions / Cessions | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendes | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. Capitaux propres | 0.0 | 0.0 | -4.1 | 4.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Autres | 0.2 | 1.0 | 9.2 | 5.4 | 3.4 | 12.0 | 11.0 | 91.9 |
| Var. trésorerie nette | -481.2 | 314.5 | -468.4 | -367.1 | -1 152.2 | -1 201.2 | -1 199.7 | -1 810.0 |
| CROISSANCE MARGES RENTABILITE | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Croissance du CA publiée | 60.5% | 38.2% | 71.1% | 43.1% | 28.1% | 42.1% | 41.4% | 38.7% |
| Croissance du CA organique | 60.5% | 38.2% | 71.1% | 43.1% | 28.1% | 42.1% | 41.4% | 38.7% |
| Croissance de l'EBIT courant | 54.2% | 48.4% | ns | 49.0% | 26.9% | 42.0% | 41.3% | 43.6% |
| Croissance du BPA corrigé | 53.1% | 30.9% | ns | 53.8% | 9.9% | 55.6% | 41.0% | 43.6% |
| Marge nette ajustée | 32.6% | 32.7% | 40.4% | 43.8% | 38.2% | 42.2% | 42.5% | 44.0% |
| Marge d'EBITDA | 42.5% | 45.5% | 55.3% | 59.3% | 58.8% | 58.8% | 58.9% | 60.7% |
| Marge d'EBIT courant | 39.9% | 42.8% | 53.0% | 55.1% | 54.6% | 54.6% | 54.6% | 56.5% |
| Capex / CA | -7.9% | -5.1% | -3.7% | -3.7% | -3.2% | -3.6% | -3.9% | -3.9% |
| BFR / CA | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| Taux d'IS apparent | 18.6% | 22.7% | 20.3% | 20.6% | 19.2% | 21.0% | 21.0% | 21.0% |
| Taux d'IS normatif | 18.6% | 22.7% | 20.3% | 20.6% | 19.2% | 21.0% | 21.0% | 21.0% |
| Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x) | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| ROCE post-tax (taux d'IS normatif) | 4.8% | 5.8% | 11.2% | 11.7% | 9.9% | 9.1% | 9.4% | 10.0% |
| ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif) | 4.8% | 5.8% | 11.2% | 11.7% | 9.9% | 9.1% | 9.4% | 10.0% |
| ROE | 18.3% | 20.2% | 30.4% | 30.8% | 24.4% | 28.6% | 29.9% | 31.1% |
| RATIOS D'ENDETTEMENT | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Gearing | 336% | 190% | 201% | 172% | 224% | 238% | 227% | 221% |
| Dette nette / Capitalisation (x) | | | 0.08 | 0.08 | 0.07 | 0.06 | 0.08 | 0.11 |
| Dette nette / EBITDA (x) | ns | 7.47 | 5.86 | 4.98 | 6.78 | 6.87 | 6.34 | 5.99 |
| EBITDA / frais financiers nets (x) | -463.0 | 424.8 | 187.9 | 73.7 | 49.9 | 47.7 | 77.5 | 75.4 |

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



Edenred

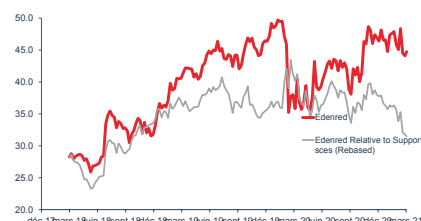
Surperformance → | Objectif 52.0 € vs 50.0 € ↗

Cours (01/04/2021) : 44.75 € | Potentiel : 16 %

| Révision | 2021e | 2022e |
|----------|-------|-------|
| BPA | 0.0% | 0.0% |

Des fondamentaux inchangés et du potentiel pour battre une guidance 2021 jugée prudente

Mardi 06 Avril 2021



Données produit

EDEN FP | EDEN.PA

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Capitalisation boursière (M€) | 10 376 |
| VE (M€) | 14 853 |
| Extrêmes 12 mois (€) | 33.00 - 48.67 |
| Flottant (%) | 100.0 |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|-------------------------|-------|-------|-------|
| Performance absolue | -5.6 | -3.6 | 27.1 |
| Perf. rel. Indice Pays | -9.9 | -11.0 | -8.6 |
| Perf. rel. Support sces | -10.0 | -12.9 | -25.9 |

| Comptes | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|-------------------|--------|--------|--------|
| CA (M€) | 1 621 | 1 836 | 2 071 |
| EBITDA (M€) | 667 | 766 | 874 |
| EBIT courant (M€) | 533 | 621 | 717 |
| RNpg (M€) | 328 | 402 | 475 |
| BPA (€) | 1.38 | 1.69 | 1.98 |
| DNA (€) | 0.80 | 0.90 | 0.91 |

| | | | |
|------------------------|------|------|------|
| P/E (x) | 32.3 | 26.5 | 22.6 |
| P/B (x) | ns | ns | ns |
| Rendement (%) | 1.8 | 2.0 | 2.0 |
| FCF yield (%) | 1.8 | 4.5 | 5.3 |
| VE/CA (x) | 9.2 | 7.9 | 6.9 |
| VE/EBITDA (x) | 22.3 | 19.0 | 16.3 |
| VE/EBIT courant (x) | 27.9 | 23.5 | 19.9 |
| Gearing (%) | ns | ns | ns |
| Dette nette/EBITDA (x) | 1.9 | 1.3 | 0.7 |

Next Events

| | |
|------------|------------------------|
| 22/04/2021 | Q1 Sales |
| 11/05/2021 | Annual General Meeting |
| 27/07/2021 | H1 Results |
| 21/10/2021 | Q3 Sales |

Des atouts (croissance, innovation, ...) inchangés en sortie de crise

Les fondamentaux d'Edenred et ses moteurs de croissance resteront inchangés en sortie de crise, voire renforcés. Ainsi, Edenred devrait continuer de bénéficier de la digitalisation de ses solutions, notamment via sa stratégie cantine 2.0 en Employee Benefits (gains de clients qui disposaient de cantines physiques), compatible avec un environnement télétravail et adaptée aux nouveaux modes de consommation (livraison de repas). En Fleet & Mobility, Edenred poursuit sa diversification hors carburant (solutions de paiement de péage, récupération de TVA), qui lui ont permis de réduire de 20% sa sensibilité au prix du carburant en 2020. En paiement B2B, nous apprécions l'annonce récente concernant le renforcement du partenariat avec Sage, qui va désormais proposer la solution de paiements fournisseurs de CSI de manière intégrée à son ERP, soit un nouvel axe de distribution pour CSI.

Guidance 2021 prudente : du potentiel pour battre l'objectif d'EBITDA

La guidance d'EBITDA 2021, attendue à un minimum de +6% en croissance organique, est prudente compte tenu du manque de visibilité à court terme (date de réouverture des restaurants, situation au Brésil, etc.) mais reflète un plancher (*bear case*), qu'Edenred a pour objectif de dépasser. La révision en hausse de cette guidance dépendra notamment de la vitesse de levée des restrictions et nous sommes confiants dans la capacité du groupe à la dépasser (ODDO BHF +15%e, inchangé), soutenue par une reprise dynamique de la croissance organique du CA opérationnel (ODDO BHF +10.9%e), permettant le retour du levier opérationnel, ainsi que la poursuite de la transition digitale (déploiement de la carte ou du paiement mobile en remplacement des titres papier) qui a un impact positif sur la base de coûts (moindres coûts logistiques / production).

Le prochain catalyseur sera la publication CA T1 21 (22/04) pour laquelle nous attendons une légère détérioration séquentielle de la croissance organique du CA opérationnel (+0.4%e vs 1.1% au T4 20) compte tenu du renforcement des restrictions en Europe (Allemagne, UK, Italie, etc.) et malgré une base de comparaison qui devient facile à partir de fin mars. Le rebond notable de la croissance organique devrait intervenir à compter du T2 21 (+20.6%e). Nous resterons également attentifs à l'évolution des prix du carburant (*tailwind* potentiel lié à la remontée) et à l'évolution du contexte sanitaire au Brésil (potentiel *headwind*, notamment lié au change). Le Brésil a représenté 24% de l'EBIT 2020 (vs 31% en 2019).

Surperformance maintenue, OC relevé à 52.0 € (vs 50.0 €)

Nous restons positifs et confiants sur la résilience et la dynamique de croissance d'Edenred, qui a su diversifier ses activités et son exposition géographique (46 pays). Notre recommandation Surperformance est notamment soutenue par : 1/ le repositionnement boursier sur le secteur des paiements spécialisés, avec des perspectives de croissance structurelle importante (CA opérationnel à >8% en organique par an en normatif) liée à la sous-pénétration de ses marchés (taux de pénétration moyen de 25/30%) ; 2/ en sortie de pandémie, de solides perspectives de croissance qui devrait reprendre significativement dès le T2 2021e après un retour en croissance positive enregistré dès le T3 20 ; 3/ un potentiel d'amélioration des marges encore important, soutenu notamment par la digitalisation des solutions et un business model bénéficiant de levier opérationnel (croissance organique EBITDA de >10% par an en normatif) ; 4/ une forte génération de FCF (cash conversion de >65% en normatif). Notre objectif de cours est relevé à 52.0 € (vs 50.0 €, moyenne DCF / multiple de PE forward 2022e) à la suite de la mise à jour des données de marché (prime de risque). Bien qu'acteur du paiement spécialisé, la valorisation actuelle d'Edenred suggère un multiple de VE/EBITDA 2021/2022e de 20.6x reflétant une décote de 5/10% vs secteur du paiement généraliste, malgré des perspectives de croissance structurelle proches (tant en CA qu'en EBITDA).

Johanna Jourdain (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 63
johanna.jourdain@oddo-bhf.com

Stephane Houri (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 62
stephane.houri@oddo-bhf.com


EDEN.PA | EDEN FP
Services de paiements | France
Surperformance

Upside 16.20%

Cours actuel 44.75EUR

OC 52.00EUR

| DONNEES PAR ACTION (€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| BPA corrigé | 0.89 | 1.08 | 1.19 | 1.39 | 1.14 | 1.38 | 1.69 | 1.98 |
| BPA publié | 0.78 | 1.06 | 1.07 | 1.30 | 0.97 | 1.33 | 1.63 | 1.93 |
| Croissance du BPA corrigé | 2.5% | 21.7% | 10.7% | 16.6% | -18.3% | 21.9% | 21.9% | 17.7% |
| BPA consensus | | | | | | | | |
| Dividende par action | 0.62 | 0.85 | 0.86 | 0.70 | 0.75 | 0.80 | 0.90 | 0.91 |
| FCF to equity par action | 1.53 | 1.71 | 1.84 | 1.82 | 2.78 | 0.79 | 2.02 | 2.39 |
| Book value par action | -5.35 | -6.17 | -6.60 | -4.96 | -5.03 | -5.18 | -4.38 | -3.37 |
| Nombre d'actions ordinaires fin de période (M) | 231.87 | 234.21 | 237.90 | 242.07 | 245.91 | 245.91 | 245.91 | 245.91 |
| Nombre d'actions moyen dilué (M) | 232.74 | 235.79 | 239.00 | 242.46 | 245.41 | 245.41 | 245.41 | 245.41 |
| VALORISATION (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Cours le plus haut (€) | 22.0 | 24.9 | 35.6 | 47.6 | 50.3 | 48.4 | | |
| Cours le plus bas (€) | 13.9 | 19.0 | 23.9 | 31.9 | 31.8 | 44.0 | | |
| (*) Cours de référence (€) | 18.3 | 22.7 | 29.9 | 42.2 | 42.6 | 44.8 | 44.8 | 44.8 |
| Capitalisation | 4 246 | 5 318 | 7 104 | 10 218 | 10 466 | 11 004 | 11 004 | 11 004 |
| Endettement net retraité | 2 471 | 2 701 | 2 885 | 3 521 | 3 461 | 3 436 | 3 168 | 2 849 |
| Intérêts minoritaires réévalués | 140 | 720 | 620 | 680 | 560 | 560 | 560 | 560 |
| Immobilisations financières réévaluées | 192 | 103 | 114 | 144 | 196 | 196 | 196 | 196 |
| Provisions (y compris réserve) | 77.0 | 84.0 | 79.0 | 65.0 | 49.0 | 49.0 | 49.0 | 49.0 |
| VE | 6 742 | 8 720 | 10 574 | 14 340 | 14 340 | 14 853 | 14 586 | 14 266 |
| P/E (x) | 20.7 | 21.1 | 25.0 | 30.4 | 37.5 | 32.3 | 26.5 | 22.6 |
| P/CF (x) | 14.1 | 13.6 | 17.7 | 18.1 | 20.2 | 21.9 | 18.7 | 16.4 |
| Rendement | 3.4% | 3.7% | 2.9% | 1.7% | 1.8% | 1.8% | 2.0% | 2.0% |
| FCF yield | 8.4% | 7.5% | 6.2% | 4.3% | 6.5% | 1.8% | 4.5% | 5.3% |
| PBV incl. GW (x) | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| PBV excl. GW (x) | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| VE/CA (x) | 5.92 | 6.61 | 7.67 | 8.82 | 9.79 | 9.16 | 7.95 | 6.89 |
| VE/EBITDA (x) | 15.8 | 17.1 | 19.7 | 21.5 | 24.7 | 22.3 | 19.0 | 16.3 |
| VE/EBIT courant (x) | 18.2 | 20.0 | 22.9 | 26.3 | 31.5 | 27.9 | 23.5 | 19.9 |
| (*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n | | | | | | | | |
| COMPTE DE RESULTAT (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| CA | 1 139 | 1 320 | 1 378 | 1 626 | 1 465 | 1 621 | 1 836 | 2 071 |
| EBITDA ajusté | 427 | 510 | 536 | 668 | 580 | 667 | 766 | 874 |
| Dotations aux amortissements | -57.0 | -73.0 | -75.0 | -123.0 | -125.5 | -134.6 | -145.4 | -157.0 |
| EBIT courant | 370 | 437 | 461 | 545 | 455 | 533 | 621 | 717 |
| EBIT publié | 344 | 430 | 430 | 520 | 414 | 521 | 609 | 705 |
| Résultat financier | -58.0 | -50.0 | -37.0 | -35.0 | -37.0 | -36.6 | -34.9 | -33.2 |
| Impôt sur les sociétés | -102.0 | -108.0 | -119.0 | -153.0 | -124.0 | -142.9 | -159.3 | -185.7 |
| Mise en équivalence | 8.0 | 11.0 | 11.0 | 14.0 | 13.0 | 14.3 | 15.3 | 16.4 |
| Activités cédées ou en cours | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Intérêts minoritaires | -12.0 | -36.0 | -31.0 | -34.0 | -28.0 | -28.0 | -28.0 | -28.0 |
| RNpg publié | 180 | 247 | 254 | 312 | 238 | 328 | 402 | 475 |
| RNCpg ajusté | 206 | 254 | 285 | 337 | 279 | 340 | 414 | 487 |
| BILAN (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Survaleurs | 904 | 994 | 976 | 1 604 | 1 457 | 1 445 | 1 433 | 1 421 |
| Autres actifs incorporels | 313 | 433 | 432 | 706 | 655 | 655 | 655 | 655 |
| Immobilisations corporelles | 38.0 | 46.0 | 52.0 | 169 | 148 | 119 | 89.1 | 56.4 |
| BFR | -1 883.0 | -1 988.0 | -2 226.0 | -2 231.0 | -2 346.0 | -2 142.7 | -2 168.7 | -2 207.9 |
| Immobilisations financières | 261 | 160 | 189 | 238 | 245 | 245 | 245 | 245 |
| Capitaux propres pg | -1 230.0 | -1 437.0 | -1 561.0 | -1 193.0 | -1 230.0 | -1 274.3 | -1 076.4 | -829.3 |
| Capitaux propres minoritaires | 69.0 | 150 | 110 | 150 | 96.0 | 124 | 152 | 180 |
| Capitaux propres | -1 161.0 | -1 287.0 | -1 451.0 | -1 043.0 | -1 134.0 | -1 150.3 | -924.4 | -649.3 |
| Provisions | 206 | 219 | 215 | 239 | 178 | 178 | 178 | 178 |
| Endettement net | 588 | 713 | 659 | 1 290 | 1 115 | 1 293 | 1 000 | 641 |
| TABLEAU DE FLUX (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| EBITDA | 427.0 | 510.0 | 536.0 | 668.0 | 580.1 | 667.4 | 766.2 | 874.4 |
| Var. BFR | 111.0 | 89.0 | 125.0 | -26.0 | 269.0 | -203.3 | 26.0 | 39.2 |
| Frais financiers & taxes | -155.0 | -153.0 | -155.0 | -196.0 | -163.0 | -179.5 | -194.2 | -218.9 |
| Autres flux opérationnels | 27.0 | 31.0 | 19.0 | 90.0 | 97.0 | 14.3 | 15.3 | 16.4 |
| Operating Cash flow | 410.0 | 477.0 | 525.0 | 536.0 | 783.1 | 298.8 | 613.3 | 711.2 |
| Capex | -58.0 | -78.0 | -90.0 | -98.0 | -104.0 | -105.4 | -115.6 | -124.3 |
| Free cash-flow | 352.0 | 399.0 | 435.0 | 438.0 | 679.1 | 193.4 | 497.6 | 586.9 |
| Acquisitions / Cessions | -144.0 | -289.0 | -225.0 | -853.0 | -109.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendes | -199.0 | -126.0 | -165.0 | -87.0 | -81.0 | -214.9 | -203.9 | -227.9 |
| Var. Capitaux propres | 50.0 | -9.0 | -29.0 | -71.0 | -78.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Autres | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. trésorerie nette | 99.0 | -134.0 | 25.0 | -702.0 | 97.0 | -178.4 | 293.7 | 359.0 |
| CROISSANCE MARGES RENTABILITE | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Croissance du CA publiée | 6.5% | 15.9% | 4.4% | 18.0% | -9.9% | 10.6% | 13.2% | 12.8% |
| Croissance du CA organique | 7.8% | 8.6% | 11.9% | 13.8% | -2.0% | 10.8% | 11.4% | 10.9% |
| Croissance de l'EBIT courant | 8.5% | 18.1% | 5.5% | 18.2% | -16.6% | 17.2% | 16.5% | 15.6% |
| Croissance du BPA corrigé | 2.5% | 21.7% | 10.7% | 16.6% | -18.3% | 21.9% | 21.9% | 17.7% |
| Marge nette ajustée | 18.1% | 19.2% | 20.7% | 20.7% | 19.0% | 20.9% | 22.5% | 23.5% |
| Marge d'EBITDA | 37.5% | 38.6% | 38.9% | 41.1% | 39.6% | 41.2% | 41.7% | 42.2% |
| Marge d'EBIT courant | 32.5% | 33.1% | 33.5% | 33.5% | 31.0% | 32.9% | 33.8% | 34.6% |
| Capex / CA | -5.1% | -5.9% | -6.5% | -6.0% | -7.1% | -6.5% | -6.3% | -6.0% |
| BFR / CA | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| Taux d'IS apparent | 32.7% | 27.9% | 28.1% | 30.0% | 29.7% | 28.8% | 27.2% | 27.1% |
| Taux d'IS normatif | 33.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% |
| Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x) | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 1.0 |
| ROCE post-tax (taux d'IS normatif) | 24.2% | 21.5% | 21.1% | 18.5% | 12.9% | 15.9% | 18.9% | 22.3% |
| ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif) | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| ROE | -15.4% | -19.0% | -19.0% | -24.5% | -23.0% | -27.1% | -35.2% | -51.1% |
| RATIOS D'ENDETTEMENT | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Gearing | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| Dette nette / Capitalisation (x) | 0.14 | 0.13 | 0.09 | 0.13 | 0.11 | 0.12 | 0.09 | 0.06 |
| Dette nette / EBITDA (x) | 1.38 | 1.40 | 1.23 | 1.93 | 1.92 | 1.94 | 1.30 | 0.73 |
| EBITDA / frais financiers nets (x) | 7.4 | 10.2 | 14.5 | 19.1 | 15.7 | 18.2 | 22.0 | 26.3 |

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



Nexi S.p.A

Surperformance → | Objectif 22.0 €

Cours (01/04/2021) : 14.87 € | Potentiel : 48 %

Révision 2020e 2021e

BPA - -

Poursuite de l'histoire de croissance en Italie et construction express du deuxième géant du paiement en Europe

Mardi 06 Avril 2021



Données produit

NEXI IM | NEXI IM

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Capitalisation boursière (M€) | 9 332 |
| VE (M€) | 11 004 |
| Extrêmes 12 mois (€) | 12.20 - 17.44 |
| Flottant (%) | 56.6 |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|------------------------|------|-------|-------|
| Performance absolue | -2.8 | -9.0 | 26.7 |
| Perf. rel. Indice Pays | -7.2 | -16.0 | -8.9 |
| Perf. rel. IT Services | -7.7 | -20.3 | -21.8 |

| Comptes | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|-------------------|--------|--------|--------|
| CA (M€) | 1 117 | 1 208 | 1 300 |
| EBITDA (M€) | 650 | 720 | 792 |
| EBIT courant (M€) | 505 | 557 | 623 |
| RNpg (M€) | 244 | 297 | 346 |
| BPA (€) | 0.45 | 0.51 | 0.58 |
| DNA (€) | 0.10 | 0.14 | 0.17 |

| | | | |
|------------------------|------|------|------|
| P/E (x) | 33.1 | 29.3 | 25.8 |
| P/B (x) | 5.3 | 4.7 | 4.2 |
| Rendement (%) | 0.7 | 1.0 | 1.1 |
| FCF yield (%) | 3.4 | 4.4 | 5.3 |
| VE/CA (x) | 9.8 | 8.8 | 7.9 |
| VE/EBITDA (x) | 16.9 | 14.8 | 12.9 |
| VE/EBIT courant (x) | 21.8 | 19.1 | 16.5 |
| Gearing (%) | 132 | 99 | 69 |
| Dette nette/EBITDA (x) | 3.6 | 2.7 | 2.0 |

Next Events

| | |
|------------|------------|
| 13/05/2021 | Q1 Results |
| 30/07/2021 | Q2 Results |
| 11/11/2021 | Q3 Results |

Une nette sous-performance liée à la situation sanitaire

Tout comme Worldline, le titre Nexi a nettement sous-performé depuis le début de l'année à -10% en raison des restrictions sanitaires. De ce fait, la valorisation est redevenue particulièrement attractive à 16,6x l'EBITDA 2021 et 14,5x 2022.

Le T1 pourrait ressortir stable, malgré le reconfinement

Le reconfinement annoncé en Italie, jusqu'au week-end de Pâques, semble avoir un impact mesuré sur l'activité de Nexi. Le groupe génère en moyenne des revenus d'environ 90 M€ par mois, dont la moitié (45 M€) sont récurrents (liés à la base installée) et l'autre moitié liée aux volumes. Les volumes pourraient ne baisser que de 20% sur les 3 semaines de confinement. Par conséquent, nous calculons que les revenus de mars pourraient ressortir à 83 M€ ($45 + (0.25 \times 45) + (0.75 \times 0.8 \times 45)$), en baisse de 6/7 M€. Avec une marge de 58%, l'impact sur l'EBITDA serait d'environ 4 M€, vs un EBITDA de 650 M€, soit 0.6%. Notons aussi que 1/ le groupe dispose d'amortisseurs, notamment des frais de processing variables et 2/ les tendances ont été positives en février en raison de la réouverture du pays. Nous tablons par conséquent toujours sur un trimestre +/- stable par rapport au T1 19 (meilleure façon de juger).

Le scénario de croissance mid to high single digit en 2021 tient et une croissance double digit reste possible

Pour 2021, Nexi a fixé pour ambition une croissance du CA 'mid-high single digit' (c-à-d 5% à 9%), avec une marge d'EBITDA stable. L'absence de levier opérationnel vs 2020 est en partie liée au fait qu'une part importante des coûts sont variables et vont remonter en 2021, avec la réaccélération des volumes. Le management s'est montré très confiant, répétant à plusieurs reprises que l'ambition pour 2021 pouvait, sous certaines conditions, être conservatrice et qu'une croissance à 2 chiffres était possible. L'optimisme du groupe s'explique aussi par l'accélération de la pénétration du cash en Italie, qui devrait se poursuivre en 2021, avec de nombreux leviers (cash back, limite de paiement sans contact à 50 €, loterie...). Par trimestre, nous visons une croissance stable au T1, +16% au T2 (comparaison favorables), +6% au T3 et +9% au T4. Un retour plus rapide qu'attendu des paiements des cartes étrangères (si reprise du tourisme durant l'été) pourrait constituer un upside sur nos prévisions.

SIA et Nets avancent comme prévu

En 2021, Nexi devrait clôturer l'opération Nets au T2, qui ne pose pas de problème de concurrence. Compte tenu du plan actuel d'intégration de Concardis dans Nets, Nexi ne commencera l'intégration qu'en 2022. L'opération SIA pourrait être clôturée au T3. Nous comprenons que, compte tenu du futur changement de contrôle (baisse de Mercury, hausse de CDP), ce sont les autorités de la concurrence italiennes et non européennes, qui examineront l'opération, ce qui augmente, selon nous, les chances de réussite.

Opinion Surperformance réitérée, OC 22 €

Nous réitérons notre opinion Surperformance, avec un OC de 22 €. En stand alone, notre thèse reste celle d'un rattrapage du marché italien, le plus sous-pénétré d'Europe. Nous trouvons les opérations de M&A actuelles (SIA et Nets) ambitieuses, transformantes et positives. Le profil du nouveau groupe sera à minima aussi attractif en termes de croissance, avec un potentiel important de synergies de revenus (opportunités de cross-selling avec Nets, externalisation du processing par les banques) que de coûts (effet taille, création d'une plateforme pan-européenne où EPI). Le nouvel ensemble est sous-valorisé avec un VE/EBITDA 2021e de 14.8x (après synergies) vs un secteur à 25x (hors pure player online).

Stephane Hourri (Analyste)

+33 (0)1 55 35 42 62

stephane.hourri@oddo-bhf.com

Martin Marandon-Carlhian (Analyste)

+33 (0)1 55 35 42 54

martin.marandon-Carlhian@oddo-bhf.com


NEXII.MI | NEXI IM
Services de paiements | Italie
Surperformance

Upside 48.00%

Cours actuel 14.87EUR

OC 22.00EUR

| DONNEES PAR ACTION (€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20e | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| BPA corrigé | 0.17 | 0.32 | 0.34 | 0.35 | 0.37 | 0.45 | 0.51 | 0.58 |
| BPA publié | 0.11 | 0.13 | 0.04 | 0.22 | 0.26 | 0.39 | 0.47 | 0.55 |
| Croissance du BPA corrigé | - | 85.3% | 6.9% | 3.8% | 5.7% | 19.9% | 13.1% | 13.7% |
| BPA consensus | | | | | | | | |
| Dividende par action | 0.16 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.05 | 0.10 | 0.14 | 0.17 |
| FCF to equity par action | 0.04 | 1.12 | -0.01 | 0.02 | -2.94 | 0.51 | 0.66 | 0.79 |
| Book value par action | 4.88 | 5.48 | 0.84 | 2.10 | 2.47 | 2.80 | 3.17 | 3.57 |
| Nombre d'actions ordinaires fin de période (M) | 550.00 | 550.00 | 550.00 | 627.78 | 627.78 | 627.78 | 627.78 | 627.78 |
| Nombre d'actions moyen dilué (M) | 550.00 | 550.00 | 550.00 | 627.78 | 657.19 | 657.19 | 657.19 | 657.19 |
| VALORISATION (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20e | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Cours le plus haut (€) | | | | 12.4 | 17.4 | 16.6 | | |
| Cours le plus bas (€) | | | | 8.0 | 8.6 | 14.3 | | |
| (*) Cours de référence (€) | | | | 9.5 | 14.6 | 14.9 | 14.9 | 14.9 |
| Capitalisation | | | | 5 985 | 9 141 | 9 332 | 9 332 | 9 332 |
| Endettement net retraité | -8.4 | -76.8 | 2 454 | 1 456 | 2 126 | 1 841 | 1 487 | 1 080 |
| Intérêts minoritaires réévalués | 13.9 | 5.6 | 6.5 | 7.1 | 9.7 | 12.2 | 15.2 | 18.8 |
| Immobilisations financières réévaluées | 113 | 146 | 156 | 185 | 181 | 181 | 181 | 181 |
| Provisions (y compris réserve) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| VE | | | | 7 262 | 11 095 | 11 004 | 10 653 | 10 250 |
| P/E (x) | | | | 26.9 | 38.9 | 33.1 | 29.3 | 25.8 |
| P/CF (x) | | | | 71.2 | 18.5 | ns | 19.0 | 17.1 |
| Rendement | | | | 0.0% | 0.4% | 0.7% | 1.0% | 1.1% |
| FCF yield | | | | 0.2% | ns | 3.4% | 4.4% | 5.3% |
| PBV incl. GW (x) | | | | 4.54 | 5.90 | 5.31 | 4.69 | 4.16 |
| PBV excl. GW (x) | | | | | | | | |
| VE/CA (x) | | | | 7.38 | 10.63 | 9.85 | 8.82 | 7.88 |
| VE/EBITDA (x) | | | | 14.5 | 18.4 | 16.9 | 14.8 | 12.9 |
| VE/EBIT courant (x) | | | | 19.0 | 24.3 | 21.8 | 19.1 | 16.5 |
| (*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n | | | | | | | | |
| COMPTE DE RESULTAT (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20e | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| CA | 511 | 822 | 931 | 984 | 1 044 | 1 117 | 1 208 | 1 300 |
| EBITDA ajusté | 171 | 338 | 424 | 503 | 601 | 650 | 720 | 792 |
| Dotations aux amortissements | -27.4 | -55.1 | -74.8 | -121.0 | -144.8 | -145.2 | -163.1 | -169.0 |
| EBIT courant | 144 | 283 | 349 | 382 | 457 | 505 | 557 | 623 |
| EBIT publié | 94 | 116 | 179 | 300 | 322 | 420 | 495 | 566 |
| Résultat financier | 0.0 | 2.3 | -108.5 | -159.9 | -65.3 | -52.1 | -46.7 | -44.2 |
| Impôt sur les sociétés | -33.6 | -46.5 | -49.0 | -4.2 | -89.4 | -121.3 | -147.8 | -172.1 |
| Mise en équivalence | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Activités cédées ou en cours | 2.2 | 0.2 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Intérêts minoritaires | -3.8 | 1.0 | -1.5 | -0.9 | -1.7 | -2.5 | -3.1 | -3.6 |
| RNpg publié | 59 | 73 | 20.0 | 135 | 166 | 244 | 297 | 346 |
| RNCpg ajusté | 95 | 176 | 188 | 222 | 246 | 295 | 333 | 379 |
| BILAN (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20e | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Survaleurs | 1 501 | 2 072 | 2 093 | 2 093 | 2 856 | 2 856 | 2 856 | 2 856 |
| Autres actifs incorporels | 406 | 536 | 575 | 591 | 851 | 783 | 683 | 574 |
| Immobilisations corporelles | 116 | 163 | 159 | 195 | 189 | 224 | 256 | 287 |
| BFR | 716 | 208 | 244 | 148 | 2 360 | 319 | 270 | 197 |
| Immobilisations financières | 113 | 146 | 156 | 185 | 181 | 181 | 181 | 181 |
| Capitaux propres pg | 2 683 | 3 014 | 464 | 1 317 | 1 548 | 1 756 | 1 989 | 2 242 |
| Capitaux propres minoritaires | 13.9 | 5.6 | 6.5 | 7.1 | 9.7 | 12.2 | 15.2 | 18.8 |
| Capitaux propres | 2 697 | 3 020 | 471 | 1 325 | 1 558 | 1 768 | 2 005 | 2 261 |
| Provisions | 163 | 182 | 193 | 177 | 265 | 265 | 265 | 265 |
| Endettement net | -8.4 | -76.8 | 2 564 | 1 712 | 2 615 | 2 330 | 1 976 | 1 569 |
| TABLEAU DE FLUX (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20e | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| EBITDA | 171.3 | 338.2 | 424.1 | 502.5 | 601.4 | 650.2 | 720.0 | 791.8 |
| Var. BFR | 0.0 | 507.9 | -36.0 | 96.1 | -2 212.6 | 2 041.6 | 49.1 | 72.5 |
| Frais financiers & taxes | 33.6 | 46.5 | 20.5 | -26.7 | 89.4 | 121.3 | 147.8 | 172.1 |
| Autres flux opérationnels | -136.0 | -196.3 | -268.7 | -391.7 | -196.1 | -2 350.3 | -375.5 | -416.8 |
| Operating Cash flow | 68.8 | 696.3 | 139.9 | 180.2 | -1 717.9 | 462.9 | 541.5 | 619.5 |
| Capex | -49.4 | -80.5 | -145.5 | -167.3 | -125.3 | -145.2 | -126.2 | -123.5 |
| Free cash-flow | 19.4 | 615.8 | -5.5 | 12.9 | -1 843.2 | 317.7 | 415.2 | 496.0 |
| Acquisitions / Cessions | -1 033.0 | -713.2 | -6.4 | 150.6 | -1 000.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendes | -69.3 | -89.8 | -56.0 | 0.0 | 0.0 | -33.1 | -61.0 | -89.1 |
| Var. Capitaux propres | 1 090.9 | 314.1 | 0.0 | 684.2 | 500.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Autres | 0.4 | -0.9 | -2 202.8 | -0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. trésorerie nette | 8.4 | 68.3 | -2 640.9 | 854.6 | -903.0 | 284.5 | 354.3 | 406.9 |
| CROISSANCE MARGES RENTABILITE | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20e | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Croissance du CA publiée | - | 60.9% | 13.2% | 5.7% | 6.1% | 7.0% | 8.1% | 7.6% |
| Croissance du CA organique | - | 60.9% | 13.2% | 5.7% | 6.1% | 7.0% | 8.1% | 7.6% |
| Croissance de l'EBIT courant | - | 96.8% | 23.4% | 9.2% | 19.7% | 10.6% | 10.3% | 11.8% |
| Croissance du BPA corrigé | - | 85.3% | 6.9% | 3.8% | 5.7% | 19.9% | 13.1% | 13.7% |
| Marge nette ajustée | 18.5% | 21.4% | 20.2% | 22.6% | 23.5% | 26.4% | 27.6% | 29.1% |
| Marge d'EBITDA | 33.5% | 41.2% | 45.6% | 51.1% | 57.6% | 58.2% | 59.6% | 60.9% |
| Marge d'EBIT courant | 28.2% | 34.4% | 37.5% | 38.8% | 43.7% | 45.2% | 46.1% | 47.9% |
| Capex / CA | -10.2% | -10.0% | -16.2% | -17.0% | -12.0% | -13.0% | -10.5% | -9.5% |
| BFR / CA | ns | 25.3% | 26.2% | 15.0% | ns | 28.5% | 22.3% | 15.2% |
| Taux d'IS apparent | 35.7% | 30.6% | 44.4% | 2.4% | 30.9% | 30.3% | 30.8% | 31.1% |
| Taux d'IS normatif | 35.7% | 30.6% | 44.4% | 2.4% | 30.9% | 30.3% | 30.8% | 31.1% |
| Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x) | - | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| ROCE post-tax (taux d'IS normatif) | - | 6.9% | 6.4% | 12.2% | 6.8% | 6.7% | 9.3% | 10.8% |
| ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif) | - | 18.3% | 20.6% | 39.0% | 14.5% | 14.9% | 30.4% | 37.9% |
| ROE | - | 6.2% | 10.8% | 24.9% | 17.2% | 17.8% | 17.8% | 17.9% |
| RATIOS D'ENDETTEMENT | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20e | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Gearing | 0% | -3% | 545% | 129% | 168% | 132% | 99% | 69% |
| Dette nette / Capitalisation (x) | | | | 0.29 | 0.29 | 0.25 | 0.21 | 0.17 |
| Dette nette / EBITDA (x) | ns | ns | 6.05 | 3.41 | 4.35 | 3.58 | 2.74 | 1.98 |
| EBITDA / frais financiers nets (x) | ns | -146.6 | 3.9 | 3.1 | 9.2 | 12.5 | 15.4 | 17.9 |

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



PayPal

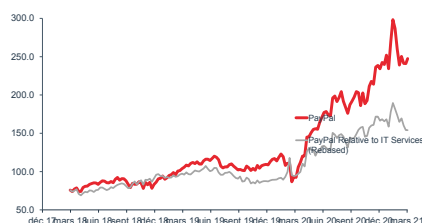
Surperformance → | Objectif 350 \$

Cours (01/04/2021) : 247.54 \$ | Potentiel : 41 %

| Révision | 2021e | 2022e |
|----------|-------|-------|
| BPA | ns | ns |

L'acteur le mieux positionné du secteur – Initiation à Surperformance

Mardi 06 Avril 2021



Données produit

PYPL US | PYPL.OQ

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Capitalisation boursière (M\$) | 293 087 |
| VE (M\$) | 273 783 |
| Extrêmes 12 mois (\$) | 92.39 - 304.8 |
| Flottant (%) | 99.9 |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|------------------------|-------|------|-------|
| Performance absolue | -9.5 | 5.7 | 170.9 |
| Perf. rel. Indice Pays | -13.7 | -2.4 | 94.8 |
| Perf. rel. IT Services | -14.1 | -7.4 | 67.2 |

| Comptes | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|--------------------|--------|--------|--------|
| CA (M\$) | 25 604 | 31 241 | 38 318 |
| EBITDA (M\$) | 7 704 | 9 659 | 12 427 |
| EBIT courant (M\$) | 6 373 | 8 128 | 10 665 |
| RNpg (M\$) | 3 575 | 4 709 | 6 332 |
| BPA (\$) | 4.56 | 5.80 | 7.53 |
| DNA (\$) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| | | | |
|------------------------|------|------|------|
| P/E (x) | 54.3 | 42.7 | 32.9 |
| P/B (x) | 12.3 | 10.2 | 8.3 |
| Rendement (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| FCF yield (%) | 2.6 | 3.2 | 4.0 |
| VE/CA (x) | 10.7 | 8.5 | 6.7 |
| VE/EBITDA (x) | 35.5 | 27.6 | 20.8 |
| VE/EBIT courant (x) | 43.0 | 32.8 | 24.2 |
| Gearing (%) | -42 | -47 | -54 |
| Dette nette/EBITDA (x) | ns | ns | ns |

Next Events

28/04/2021 Q1 Results

PayPal, un modèle unique avec de très fortes barrières à l'entrée

PayPal est l'un des principaux acteurs du paiement dans le monde (CA 2020 de 21 Md\$) et la méthode de paiement privilégiée des e-commerçants (hors Amazon). Le groupe propose en effet des frais de transaction très compétitifs grâce à un modèle unique dans l'univers du paiement. Il est à la fois : un processeur de transactions de paiement, un fournisseur de services d'acceptation de paiement (merchant acquirer), une méthode de paiement et un compte en ligne. La qualité du modèle de PayPal repose avant tout sur son réseau de commerçants (30 M dans plus de 200 pays, 50% du CA étant généré à l'étranger) qui n'ont aucun intérêt à abandonner la solution de PayPal (pas de frais d'interchange). Cette relation de confiance construite depuis près de 20 ans et l'effet volume de PayPal seront ainsi très difficiles à répliquer pour un concurrent, ce qui constitue des barrières à l'entrée très fortes.

Un vivier de croissance considérable, avec la Super-App en toile de fond

Si PayPal a connu une croissance forte et régulière depuis son IPO (>15%/an), nous pensons qu'elle va s'accélérer dans les années à venir. Les leviers de croissance n'ont jamais été aussi nombreux : croissance structurelle des paiements cross-border (nouveaux partenariats en Amérique Latine et 1^{er} acteur étranger à avoir pénétré le marché chinois), renforcement de l'engagement client (les services Buy Now Pay Later seront des accélérateurs de même que la monétisation de son application Venmo), avec en toile de fond la Super-App financière (dont l'objectif est de devenir l'une des 8 à 10 applications les plus utilisées, en concentrant tous les principaux services financiers : paiement online et offline, crédit à la consommation, courtage, cryptomonnaies, transfert d'argent en P2P, paiement de factures, coupons...). PayPal estime ainsi que son marché adressable s'est considérablement étendu (TAM de 110 Tr\$). Par ailleurs, le groupe a démontré sa capacité à faire des acquisitions très ciblées (Braintree, Venmo, iZettle, Honey...) pour compléter son portefeuille produits avec les dernières innovations du secteur et générer de nouvelles opportunités de croissance.

Forte croissance des profits (>25%/an) et génération de FCF régulière

Nous anticipons un TMVA du CA de 20% jusqu'en 2025e mais une croissance des profits supérieure (TMVA de 26%) et une génération de cash solide et régulière (marge de FCF > 20%). Si nous pensons que le groupe investira plus agressivement que par le passé à court/moyen terme (croissance de la R&D > CA jusqu'en 2023e), notamment pour saisir les opportunités de la Super-App (dont le potentiel offre un upside non négligeable pour nos prévisions), nous voyons tout de même le groupe atteindre une marge d'EBIT de 32% en 2025e (vs 25% en 2020) grâce à ses effets d'échelle. Nos prévisions de BPA 2022e/2023e se situent ainsi respectivement 1% et 6% au-dessus du consensus FactSet.

Initiation à Surperformance avec un OC de 350 \$, soit 41% de potentiel

Nous initions PayPal avec une opinion Surperformance et un OC de 350 \$ (moyenne DCF et multiple de PE de 35x le BPA 2025e), soit 41% de potentiel sur le cours actuel. Nous pensons que l'histoire de croissance de PayPal va s'accélérer (renforcement de l'engagement client avec déploiement des solutions Buy Now Pay Later, monétisation de Venmo et création d'une Super-App) et que le groupe est probablement l'acteur le mieux positionné du secteur (fortes barrières à l'entrée, présence mondiale et portefeuille technologique complet) pour bénéficier de ses tendances structurelles (digitalisation des services bancaires, croissance du cross-border, convergence vers l'omnicanal). Le titre se paye 36x l'EBITDA 12 mois prospectif (vs 125x pour Square et 107x pour Adyen), ce que nous estimons très raisonnable pour cette visibilité (croissance de l'EBITDA de 25%/an jusqu'en 2025e), avec dans le même temps un profil moins risqué que celui de Square (dont l'histoire est très dépendante de Cash App, où la compétition et la réglementation pourraient monter en puissance) et plus attractif que celui d'Adyen (davantage d'opportunités sur les services financiers pour les consommateurs).

Martin Marandon-Carlhian (Analyste)

+33 (0)1 55 35 42 54

martin.marandon-Carlhian@oddo-bhf.com

Stephane Hour (Analyste)

+33 (0)1 55 35 42 62

stephane.hour@oddo-bhf.com



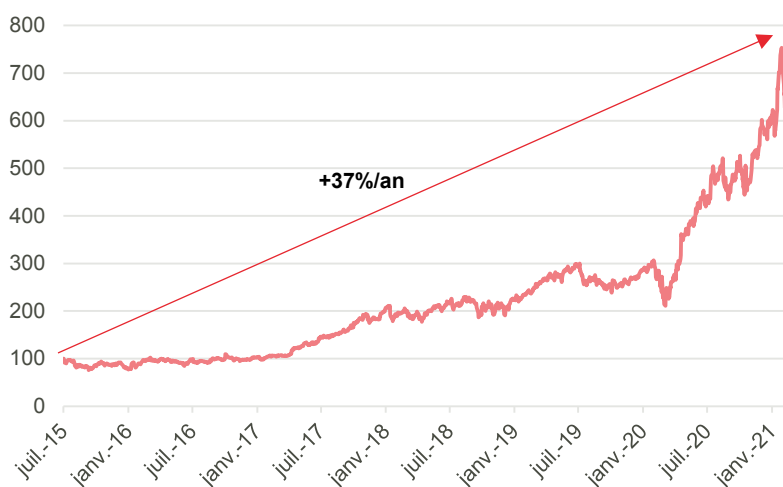
Qui est PayPal ?

PayPal est l'un des plus grands acteurs du paiement dans le monde (CA 2020 de 21 Md\$) et a pour spécificité d'être à la fois : 1/ un processeur de transactions de paiement online, 2/ un fournisseur de services d'acceptation de paiement pour les commerçants (merchant acquirer), 3/ une méthode de paiement pour les consommateurs et 4/ un compte en ligne.

Le groupe américain a été fondé en 1998 en tant que service de transfert d'argent par Peter Thiel et Max Levchin sous le nom de Confinity. En 2000, Confinity a fusionné avec la banque en ligne X.com fondée par Elon Musk. En 2002, le groupe s'est introduit en Bourse une première fois sous le nom de PayPal puis a rapidement été racheté par eBay, en devenant son processeur de paiement. En 2014, Dan Schulman (ancien CEO de Virgin Mobile et Vice-président exécutif d'American Express) rejoint le groupe en tant que CEO. En 2015, le groupe retrouve la cote en se séparant d'eBay via un spin-off.

Depuis l'IPO, le cours de Bourse a fortement progressé (x6) et de façon assez régulière (37%/an en moyenne), avec néanmoins une accélération significative depuis début 2020 (+129%) sous l'effet de l'adoption croissante du paiement en ligne pendant la pandémie.

Parcours boursier de PayPal (base 100)



Sources : ODDO BHF Securities, FactSet

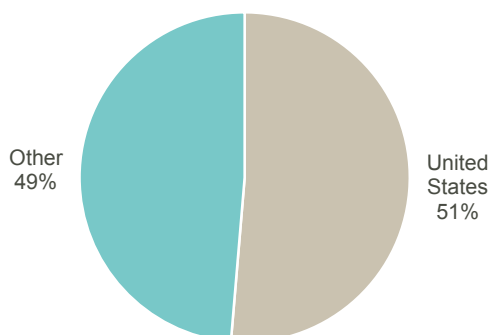
Un groupe mondial...

PayPal est un acteur mondial, présent aujourd'hui dans plus de 200 pays, bien que les États-Unis demeurent de loin le premier marché du groupe (51% du CA) suivi du Royaume-Uni (12% du CA).

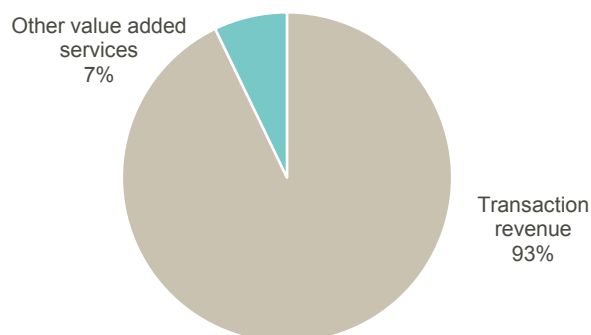
L'essentiel du CA est généré via des frais appliqués à chaque transaction de paiement (93% du CA, incluant les transactions 'Buy Now Pay Later' et les transactions P2P de Venmo). Le reste est issu des services à valeur ajoutée du groupe : soit des prêts pour les marchands (PayPal Credits), services d'abonnement (PayPal Subscription), achat, vente et paiement en cryptomonnaies (e-wallet PayPal et bientôt étendu à Venmo), coupons en ligne (Honey).



Répartition géographique du CA (2020)



Répartition du CA par segments (2020)



Source : ODDO BHF Securities

...qui a su étendre sa gamme de services grâce à une stratégie M&A très ciblée

PayPal a su étendre ses services avec une stratégie M&A très ciblée. Elle a consisté à acquérir à de multiples reprises de nouveaux produits et services spécifiques développés par des Fintechs, pour ensuite les intégrer à l'écosystème et au réseau de PayPal, dans le but d'accélérer leur croissance. Ainsi, le groupe a pu faire des acquisitions de taille raisonnable (<5 Md\$), développé sa gamme de services et maintenir une croissance forte (>15%) tout en continuant de s'adapter très rapidement à l'innovation sur le marché des paiements.

Parmi les principales acquisitions, nous pouvons citer **Braintree** en 2013 pour 800 M\$ (processeur de paiement en ligne qui a lui-même acquis le e-wallet **Venmo** en 2007, spécialiste des paiements en P2P), **iZettle** en 2018 pour 2.2 Md\$ (société suédoise spécialisée dans l'acceptation des paiements au point de vente via un terminal de paiement basé sur le cloud et une application mobile associée), permettant à PayPal d'étendre ses services sur le segment offline et de se positionner sur le marché de l'omnicanal (Paypal a également déployé sa propre technologie de QR code) et **Honey** en 2019 pour 4 Md\$ (spécialisé dans les coupons de réduction en ligne).

Historique des principales acquisitions récentes de PayPal

| Entreprise | Date | Montant | Activités |
|----------------------|----------------|----------|---|
| Braintree (et Venmo) | Septembre 2013 | 800 M\$ | Processeur de transaction de paiement et e-wallet Venmo |
| Xoom | Juillet 2015 | 890 M\$ | Transferts d'argent via mobile |
| TIO networks | Février 2017 | 233 M\$ | Paiement de factures |
| Swift Capital | Aout 2017 | 183 M\$ | Crédit en ligne pour les PME |
| Jetlore | Mai 2018 | - | Intelligence artificielle, prédiction du comportement des consommateurs |
| iZettle | Mai 2018 | 2.2 Md\$ | Solution omnicanale aux points de vente (POS) et solutions mobiles |
| Hyperwallet | Juin 2018 | 400 M\$ | Plateforme de paiement B2B |
| Simility | Juin 2018 | 120 M\$ | Prévention de la fraude |
| GoPay | Septembre 2019 | - | Plateforme de paiement chinoise |
| Honey | Novembre 2019 | 4 Md\$ | Recherche de coupons de réduction |
| Curv | Mars 2021 | 235 M\$ | Cryptomonnaies et cybersécurité |

Source: ODDO BHF Securities



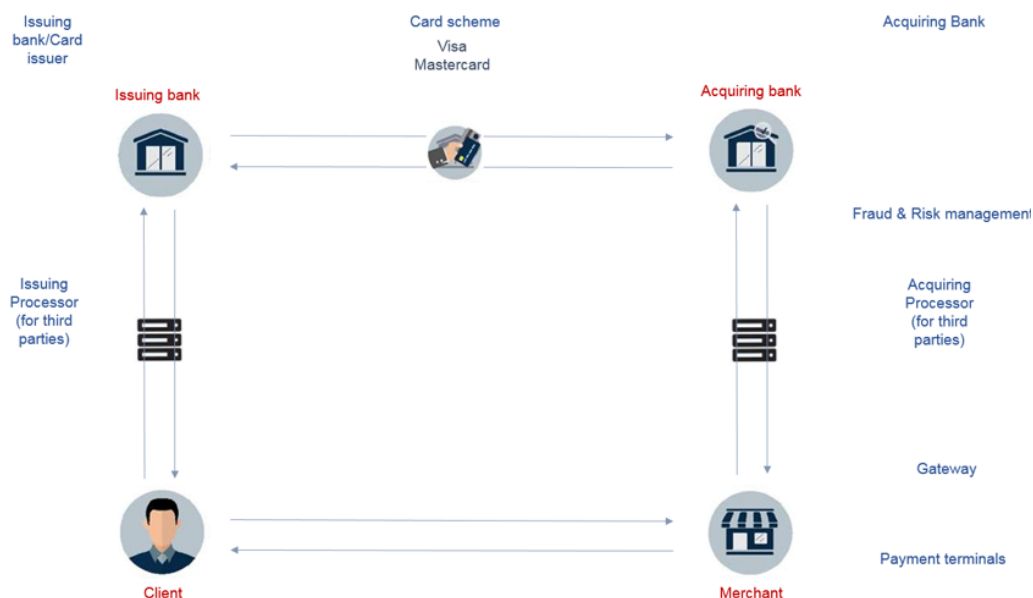
Un positionnement unique, avec de très fortes barrières à l'entrée

Un business model unique...

PayPal a une spécificité unique dans le secteur du paiement liée à son modèle économique : contrairement aux acteurs traditionnels qui utilisent les réseaux Visa et Mastercard pour leurs transactions de paiement, PayPal a son propre réseau.

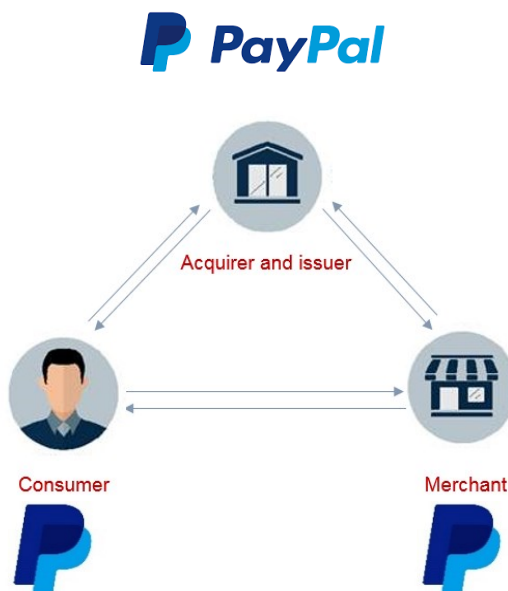
PayPal peut en effet se passer des réseaux de paiement car le groupe détient les comptes des acteurs qui se trouvent des 2 côtés de la transaction de paiement (le consommateur et le marchand). C'est le modèle en 3 coins.

Modèle traditionnel (à 4 coins)



Source : ODDO BHF Securities

Le modèle en 3 coins de PayPal



Source : ODDO BHF Securities



Cela signifie que pour payer le commerçant, le consommateur a 3 possibilités : 1/ utiliser le solde de son compte PayPal (dans ce cas PayPal capte l'ensemble des frais de transaction puisque aucun autre acteur n'est impliqué) ; 2/ faire un virement bancaire sur son compte PayPal (la banque du consommateur prend alors une commission très faible) ; 3/ utiliser la méthode paiement PayPal mais en rechargeant son compte du montant de l'achat via sa carte de paiement (ce sont les transactions les moins profitables pour PayPal car il partage une partie des frais avec les réseaux de carte). Quoiqu'il en soit, PayPal récupérera l'essentiel de la valeur issue de chaque transaction tandis qu'une transaction classique se partagera entre de multiples acteurs sur la chaîne de valeur.

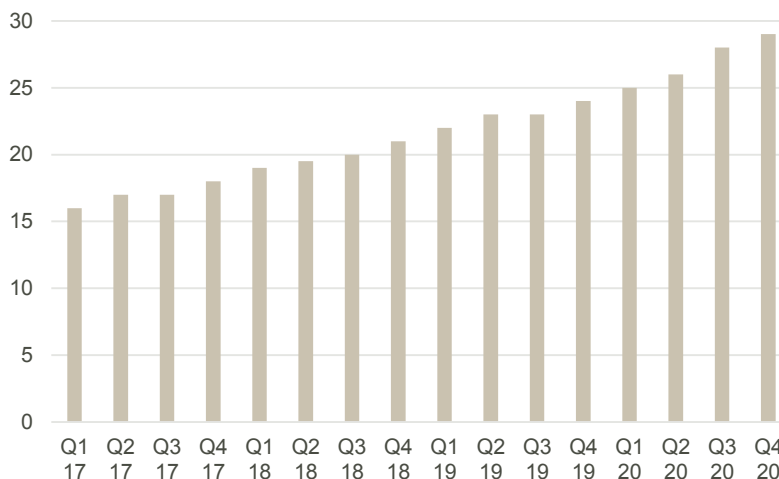
Ce positionnement permet également d'avoir un accès direct au consommateur (contrairement aux acteurs de l'acquiring classique comme Adyen ou Worldline), et ainsi de lui proposer plus facilement divers services complémentaires (BNPL, courtage etc.).

...avec de très fortes barrières à l'entrée...

Le modèle en 3 coins s'appuie avant tout sur la qualité du réseau de marchands du fournisseur de services de paiement. En effet, la première condition pour chaque transaction repose sur l'acceptation de la méthode de paiement de PayPal par le marchand.

PayPal a ainsi construit une relation de confiance avec ses clients et a aujourd'hui l'un des plus grands réseaux au monde dans le paiement avec près de 30 millions de marchands (vs ~50 M pour Visa, >5 M pour Square ou encore ~3 000 pour Adyen), ce qui constitue une barrière à l'entrée très forte.

Évolution du réseau de marchands de PayPal depuis 2017 (M)



Source : ODDO BHF Securities

Rajoutons que les commerçants n'ont aucun intérêt à abandonner la solution de PayPal car ce dernier leur permet d'éviter de payer le frais d'interchange (facturé par la banque émettrice de la transaction, soit la banque du consommateur). Ils bénéficient donc de commissions plus faibles (jusqu'à 1.9% pour les marchands qui reçoivent plus de 3 000 \$ chaque mois via PayPal, contre plus de 2.5% autrement si des frais d'interchange sont payés) et ont tout intérêt à ce que leurs clients utilisent PayPal.

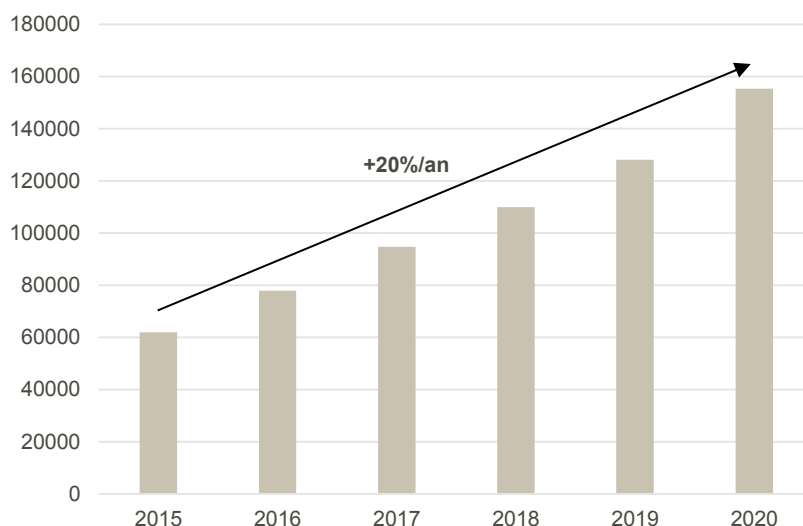
Par ailleurs, une fois la transaction de paiement reçue sur le compte du marchand, ce dernier peut régler très rapidement ses fournisseurs ayant un compte PayPal (lui-même bénéficiant de frais de transaction très faibles dans ce cadre), de telle sorte que l'argent reste dans l'écosystème PayPal.



...et un fort positionnement dans les paiements cross-border

Le modèle de PayPal est aussi particulièrement compétitif dans les paiements cross-border, qui représente 17% des transactions mais néanmoins une partie plus importante des revenus liés aux transactions (~1/4), puisque les commissions sont plus élevées sur ces dernières (en général de l'ordre de 5%).

Évolution des volumes de transaction cross-border depuis 2015



Sources : ODDO BHF Securities, PayPal

La solution de PayPal est en effet particulièrement bien adaptée aux paiements cross-border puisque le groupe offre 1/ une solution moins chère, plus rapide et plus simple pour transférer de l'argent à l'étranger que les virements bancaires internationaux et 2/ est une méthode de paiement internationale qui bénéficie d'un réseau global de marchands et de consommateurs.

PayPal entend d'ailleurs faire des paiements cross-border un élément clé de sa stratégie dans les années à venir. En **Chine**, PayPal a été le premier acteur étranger à obtenir une licence permettant au groupe de fournir des services de paiement après l'acquisition de la société chinoise GoPay en 2019 (le groupe se concentrant sur les paiements cross-border, le marché chinois étant déjà dominé par Alipay et WeChat Pay). Notons également que le groupe a récemment décidé de se retirer du marché domestique indien pour se concentrer sur les paiements cross-border. PayPal compte par ailleurs s'étendre au **Japon** (3^{ème} marché du e-commerce au niveau mondial) et en **Australie** (lancement de services BNPL). Il devrait aussi s'appuyer sur des partenariats nationaux au **Brésil** et au **Mexique** pour introduire une gamme plus large de produits en Amérique Latine, notamment via son partenariat avec Mercado Libre (le leader du e-commerce en Amérique Latine). Le marché européen, aux marges généralement plus élevées, est encore relativement peu pénétré et offre des opportunités notamment au **Royaume-Uni** et en **France**, où le groupe a lancé des services BNPL (qui devraient accélérer l'adoption client). PayPal devrait enfin s'étendre en **Afrique** (le marché le plus sous-pénétré au monde) et a établi un partenariat avec la fintech Flutterwave pour permettre aux consommateurs de payer les e-commerçants africains.

Par ailleurs, PayPal souhaite étendre Venmo à l'échelle internationale au cours des cinq prochaines années.



Les partenariats de PayPal à travers le monde



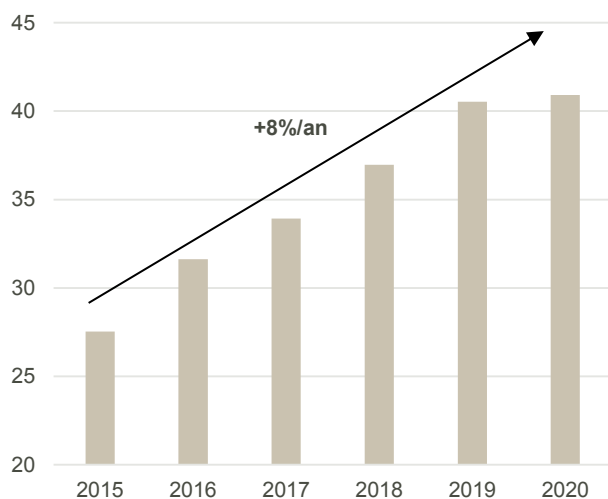
Source : ODDO BHF Securities

Accélération de l'engagement client, avec la Super-App comme levier de croissance

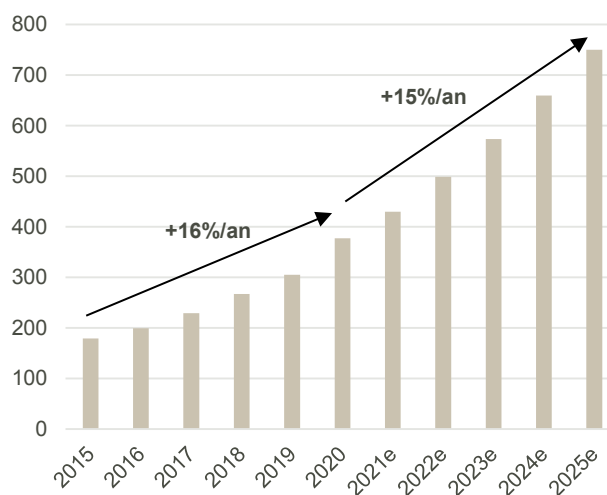
La croissance de l'engagement client est visible

Nous observons depuis plusieurs années une forte croissance de l'engagement client pour les solutions de PayPal. En 2015, l'utilisateur moyen de PayPal a effectué 28,1 transactions. En excluant l'impact positif de l'acquisition de Honey, les utilisateurs de PayPal ont effectué 40,9 transactions en 2020. A cela s'ajoute une croissance dynamique et régulière du nombre de clients actifs (TMVA de 16% depuis 2015), passant de 181 millions de compte en 2015 à 377 millions en 2020. Le groupe s'attend par ailleurs à un doublement d'ici à 2025 (750 millions, soit un TMVA 2020-2025 de 15%).

Évolution du nombre moyen de transaction par compte



Évolution du nombre de comptes PayPal actifs



Sources : ODDO BHF Securities, PayPal



...et les services 'Buy Now Pay Later' devraient être des accélérateurs importants...

PayPal a lancé l'année dernière son service 'Buy Now Pay Later' d'abord aux Etats-Unis (septembre 2020) puis au Royaume-Uni (octobre 2020).

Cette solution est une évolution des solutions de crédit de PayPal où PayPal faisait payer des intérêts aux consommateurs, contrairement aux solutions BNPL où c'est le marchand qui paye un taux de commission (en moyenne autour de 4%). En cas de retard sur un paiement, certains frais de retard peuvent également s'appliquer (environ 8% de la transaction).

Le groupe a également annoncé début mars qu'il allait développer cette solution en Australie et nous pensons qu'il va continuer de l'étendre dans d'autres pays.

A noter que depuis le lancement de sa solution, PayPal a constaté une croissance de 12% des dépenses hebdomadaires des utilisateurs du service. Or nous pensons que ce service, qui rencontre un succès grandissant auprès des consommateurs, permettra d'attirer de nouveaux utilisateurs dans l'écosystème PayPal et renforcer l'adoption de ses solutions (40% des consommateurs aux Etats-Unis qui ont utilisé le service BNPL sont revenus pour effectuer deux autres transactions supplémentaires dans les 3 mois qui ont suivi).

...avec en ligne de mire la course à la Super-App financière, où PayPal semble très bien placé

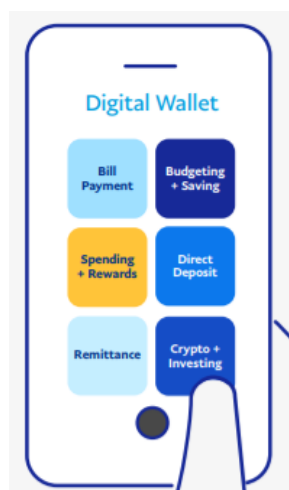
La nouvelle ambition de PayPal (annoncée en février dernier lors de sa journée investisseurs) est de transformer une gamme disparate d'applications financières de paiement et de commerce en une seule. Dans ce cadre, PayPal devient un concurrent direct de Square et de son application Cash App. Pour cela, le management de PayPal a mis au point une feuille de route ambitieuse pour développer dans les 3-5 ans à venir une super app financière.

PayPal aspire ainsi à être l'une des 8 à 10 applications qui est utilisée chaque jour. Nous sommes très confiants sur la capacité de PayPal à y parvenir pour au moins trois raisons :

- Le groupe va tirer parti de sa **très large base clients** (>350 M), notamment via son application mobile **Venmo** (65 M d'utilisateurs) qui pourrait dans ce cadre constitué un levier de croissance important (croissance des transactions de paiement >50% depuis sa création alors que nous visons une croissance moyenne de 33%/an jusqu'en 2025e) ;
- Les **relations fortes** de PayPal **avec les banques** (même si quelques tensions pourraient surgir puisqu'il s'agit tout de même de prendre des PdM sur le marché bancaire) ;
- Le groupe a déjà développé à travers ses acquisitions une **large gamme de services** qui pourront rapidement s'ajouter à cette application et renforcer l'engagement client (**portefeuille Crypto** pour acheter, vendre et échanger des cryptomonnaies, possibilité de payer les commerçants du réseau PayPal en cryptomonnaies avec **Checkout with Crypto**, services de paiement récurrent avec **Bill Pay**, crédit à la consommation et solutions BNPL avec **PayPal Credits** et **PayPal in 4**, récompenses et coupon avec **Honey**, paiements P2P avec **Venmo** et le paiement par QR code pour les paiements offline). A cela devraient se rajouter des services de courtage.



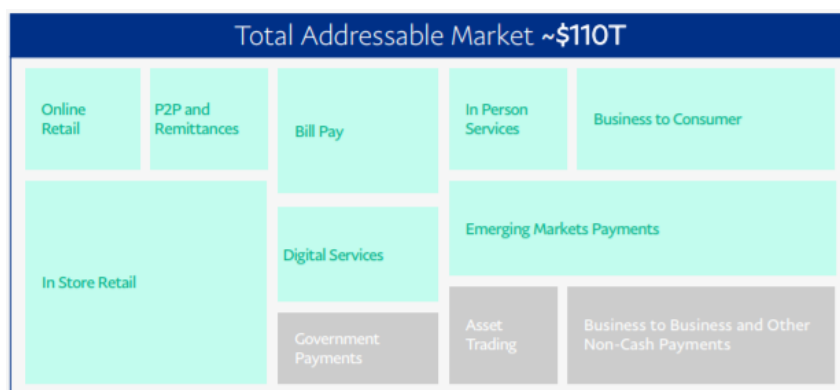
Les services du futur portefeuille digital de PayPal



Source : PayPal

PayPal estime ainsi que l'opportunité de ce marché est massive avec un marché adressable supérieur à 100 000 Md\$. Il existe néanmoins un risque réglementaire sur ces activités bancaires (voir notre étude page 22). Cependant, elles représentent une partie limitée du CA (probablement moins de 15% du CA), notamment en comparaison avec Square (63% du CA). Rajoutons que le groupe a fait de la conformité avec la réglementation et sa relation avec les gouvernements et banques centrales un des points clé de sa stratégie pour les années à venir.

Marché adressable de PayPal (~110 Tr\$)



Source : PayPal

Rappelons également que le groupe devrait dans le même temps poursuivre la monétisation de son application Venmo (spécialisé dans les paiements en peer-to-peer), qui représente autour de 20% des utilisateurs de PayPal (>65 M) mais moins de 4% des revenus du groupe (le groupe vise un CA de 900 M\$ en 2021, soit 3.5% des revenus totaux). Pour l'instant, les principaux générateurs de revenus pour Venmo proviennent des frais de transaction facturés aux marchands (environ 3%) lorsqu'un consommateur paye avec l'application et des virements instantanés (frais de 1% prélevés à l'utilisateur).

La monétisation des services de Venmo est donc une priorité pour PayPal. Avec une croissance annuelle des volumes régulièrement supérieure à 50% à chaque trimestre depuis 2017, l'application Venmo est d'autant plus stratégique qu'elle est une marque très forte (« to venmo » est devenu un verbe) alors que l'application fonctionne comme un réseau social permettant notamment de commenter les paiements envoyés à d'autres utilisateurs. Venmo permet également d'attirer à moindre coût (effet de réseau des paiements P2P, voir notre étude page 18) une base d'utilisateurs à la fois plus jeunes (plus à même d'essayer de nouveaux services) et légèrement plus riches que le consommateur américain moyen. La monétisation de l'application devrait donc rapidement accélérer avec l'arrivée de nouveaux services.



Parmi les potentielles sources de monétisation, PayPal prévoit notamment que Venmo : 1/ donne la possibilité d'acheter, de vendre et de détenir des cryptomonnaies dans l'appli Venmo ; 2/ fournisse des services de gestion des abonnements et de paiement des factures ; 3/ poursuive le déploiement de la carte de crédit Venmo (2.5% de frais de retrait) ; 4/ intègre l'outil de suivi des promotions, coupons et récompenses de Honey (frais facturés aux marchands).

Analyse SWOT

| Forces | Faiblesse |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Fortes barrières à l'entrée • Très bon positionnement dans les paiements cross-border et réseau de marchands mondial • Une offre complète et diversifiée (processeur online, offline, crédit, BNPL, factures en ligne, coupons) • Une forte génération de cash (marge FCF >20%) permettant de faire des acquisitions ciblées | <ul style="list-style-type: none"> • Exposition forte si ralentissement de la croissance du e-commerce • Transfert des volumes d'eBay de PayPal vers la plateforme d'Adyen (jusqu'en 2022) • Faible pénétration du marché offline • Pas encore positionné sur le courtage (contrairement à Square) |
| Opportunités | Risques |
| <ul style="list-style-type: none"> • Cannibalisation du cash et croissance du e-commerce • Une Super-App financière (crypto-monnaies, courtage, crédit à la consommation, paiements P2P, coupons...) • Accélération de l'engagement clients avec le lancement du BNPL • Monétisation de Venmo • 'Stimulus check' et la transition vers le débit (vs crédit) | <ul style="list-style-type: none"> • Perte de clients importants (exemple d'eBay en 2021) • Réglementation plus forte sur ses services digitaux • Compétition avec de nombreux entrants (Cash App de Square) • Risques de sécurité • Pression sur les marges due aux investissements technologiques |

Source : ODDO BHF Securities



Nous visons une croissance forte et régulière des profits (TMVA 2020-2025e >25%)

Une croissance tirée par les volumes de transaction et l'engagement client, alors que le potentiel de la Super-App pourrait dépasser nos attentes

Le business model de PayPal est principalement centré autour des frais qui peuvent être appliqués lors des transactions de paiement (93% du CA 2020) mais le groupe propose également d'autres services à valeur ajoutée (7% du CA, soit des services de crédits, coupons, cryptomonnaies...).

Nous tablons sur une hausse des transactions (en valeur) en moyenne de 25% jusqu'en 2025. Néanmoins, nous visons une croissance des revenus liés aux transactions plus faible (TMVA de 19% jusqu'en 2025), étant donné que la hausse des transactions est en partie tirée par l'application Venmo, peu monétisée pour l'instant. Ainsi, nous visons une baisse progressive du taux de commission, de 2.13% en 2020 à 1.68% en 2025.

En 2021, nous estimons que le transfert des volumes de transaction d'eBay sur la plateforme d'Adyen aura un impact sur la croissance des transactions à hauteur de 5,7 points (soit 26.5% de croissance au lieu de 32.2% sans l'impact négatif d'eBay). Nous visons un impact de 3,8 points de croissance en 2022 (27.5% de croissance vs 31.3% en excluant l'impact d'eBay), où la totalité des volumes de transaction d'eBay devrait finir d'être transférée. Cet impact négatif nous semble ainsi tout à fait gérable et déjà bien anticipé par le marché.

Nous visons par ailleurs une croissance forte du revenu lié aux services à valeur ajoutée dans la perspective 1/ d'une monétisation croissante de Venmo et 2/ de la création d'une Super-App financière. Avec ces nouveaux services digitaux (BNPL, cryptomonnaies, courtage, coupons), nous pensons que PayPal gagnera de nouveaux utilisateurs et générera plus de revenus avec ces derniers qu'auparavant (soit 8 \$/compte en 2025 contre 4 \$ aujourd'hui). Ainsi, nous visons une croissance moyenne de 33%/an jusqu'en 2025 des services à valeur ajoutée. Nous estimons tout de même qu'il existe un potentiel important de dépassement de nos attentes sur ce segment, en cas d'accélération plus forte qu'attendu de l'adoption d'une Super-App financière de PayPal.

Ainsi, nous visons une croissance annuelle moyenne du CA de 20%/an jusqu'en 2025, soit un CA 2025e de 54 Md\$ (en ligne avec l'ambition du groupe d'un CA >50 Md\$ en 2025) contre un CA de 25.6 Md\$ en 2021e (guidance de 25.5 Md\$).

Évolution du CA de PayPal par segment

| En M\$ | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total Payment Volume (TPV) | 451 265 | 578 419 | 711 925 | 936 061 | 1 184 117 | 1 509 749 | 1 917 382 | 2 358 380 | 2 830 055 |
| growth | 27% | 28% | 23% | 31% | 27% | 28% | 27% | 23% | 20% |
| Take rate | 2.53% | 2.37% | 2.26% | 2.13% | 2.00% | 1.90% | 1.81% | 1.74% | 1.68% |
| growth | -5.7% | -6.2% | -4.6% | -5.9% | -6.0% | -5.0% | -4.5% | -4.0% | -3.5% |
| Transaction revenues | 11 402 | 13 709 | 16 099 | 19 918 | 23 684 | 28 688 | 34 794 | 41 085 | 47 576 |
| growth | 20.1% | 20.2% | 17.4% | 23.7% | 18.9% | 21.1% | 21.3% | 18.1% | 15.8% |
| Other value added services | 1 692 | 1 742 | 1 673 | 1 536 | 1 920 | 2 554 | 3 524 | 4 757 | 6 327 |
| growth | 25.1% | 3.0% | -4.0% | -8.2% | 25.0% | 33.0% | 38.0% | 35.0% | 33.0% |
| Total revenues | 13 094 | 15 451 | 17 772 | 21 454 | 25 604 | 31 241 | 38 318 | 45 842 | 53 904 |

Source : ODDO BHF Securities



Des investissements à court terme mais la rentabilité du groupe reste très solide

Nous estimons cependant que PayPal va accélérer ses investissements jusqu'en 2023 de façon plus agressive que par le passé. Selon nos estimations, les dépenses de R&D vont augmenter plus rapidement que le CA (+25%/an d'ici 2023e). Les dépenses marketing devraient également être dynamiques (+20%/an d'ici 2023e).

Nous visons ainsi une marge opérationnelle en légère baisse en 2021e (24.9% vs 25.1% en 2020), mais avec les effets d'échelle du groupe, nous la voyons atteindre 27.8% en 2023e puis 32.5% en 2025.

Ainsi, nous anticipons un BPA 2021e de 4.56 \$ (guidance de 4.54 \$) et un BPA 2025e de 12.22 \$, soit une croissance de 26%/an en moyenne, en accélération sur la période (puisque le groupe devrait investir agressivement à court terme).

A noter enfin que l'activité de PayPal est fortement génératrice de FCF (marge de FCF > 20% et ratio FCF/EBITDA >100% la plupart des années). Le groupe a par ailleurs indiqué vouloir générer plus de 40 Md\$ de FCF entre 2021 et 2025. Nous anticipons 47 Md\$ de FCF d'ici 2025e et une génération de FCF régulière et en accélération pour atteindre une marge de FCF de 28% à long terme. Le groupe est par ailleurs en situation de cash net (3.3 Md\$), ce qui lui permet d'envisager de nouveaux programmes de rachat d'actions (> 1 Md\$/an depuis 2017) et de poursuivre sa stratégie M&A très ciblée (acquisitions de taille raisonnable et complémentaires avec le portefeuille technologique de PayPal).

Compte de résultats de PayPal

| En M\$ | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total revenues | 13 094 | 15 451 | 17 772 | 21 454 | 25 604 | 31 241 | 38 318 | 45 842 | 53 904 |
| <i>growth</i> | 20.8% | 18.0% | 15.0% | 20.7% | 19.3% | 22.0% | 22.7% | 19.6% | 17.6% |
| Transaction expenses & loan losses | -5 430 | -6 855 | -8 170 | -9 675 | -11 349 | -13 797 | -16 746 | -19 776 | -22 814 |
| <i>as % transaction revenue</i> | -47.6% | -50.0% | -50.7% | -48.6% | -47.9% | -48.1% | -48.1% | -48.1% | -48.0% |
| SG&A and other | -3 779 | -4 571 | -4 798 | -5 848 | -6 786 | -7 815 | -8 938 | -10 021 | -11 077 |
| <i>as % of sales</i> | -28.9% | -29.6% | -27.0% | -27.3% | -26.5% | -25.0% | -23.3% | -21.9% | -20.6% |
| R&D | -953 | -1 831 | -2 085 | -2 642 | -3 329 | -4 128 | -5 102 | -5 969 | -6 739 |
| <i>as % of sales</i> | -7.3% | -11.9% | -11.7% | -12.3% | -13.0% | -13.2% | -13.3% | -13.0% | -12.5% |
| Operating income GAAP | 2 932 | 2 194 | 2 719 | 3 289 | 4 141 | 5 501 | 7 532 | 10 075 | 13 272 |
| <i>as % of sales</i> | 22.4% | 14.2% | 15.3% | 15.3% | 16.2% | 17.6% | 19.7% | 22.0% | 24.6% |
| Operating income Non-GAAP | 2 755 | 3 349 | 4 131 | 5 388 | 6 373 | 8 128 | 10 665 | 13 734 | 17 495 |
| <i>as % of sales</i> | 21.0% | 21.7% | 23.2% | 25.1% | 24.9% | 26.0% | 27.8% | 30.0% | 32.5% |
| Income tax and other expenses | -332 | -137 | -260 | 913 | -566 | -792 | -1 200 | -1 648 | -2 361 |
| <i>as % of operating income</i> | -11.3% | -6.2% | -9.6% | 27.8% | -13.7% | -14.4% | -15.9% | -16.4% | -17.8% |
| Net income GAAP | 1 795 | 2 057 | 2 459 | 4 202 | 3 575 | 4 709 | 6 332 | 8 427 | 10 911 |
| <i>as % of sales</i> | 13.7% | 13.3% | 13.8% | 19.6% | 14.0% | 15.1% | 16.5% | 18.4% | 20.2% |
| EPS GAAP Diluted (\$) | 1.47 | 1.71 | 2.07 | 3.54 | 3.02 | 4.00 | 5.39 | 7.20 | 9.36 |
| <i>growth</i> | 27.8% | 16.3% | 21.1% | 71.0% | -14.6% | 32.2% | 35.0% | 33.6% | 29.9% |
| EPS Non-GAAP Diluted (\$) | 1.90 | 2.42 | 3.10 | 3.88 | 4.56 | 5.80 | 7.53 | 9.70 | 12.22 |
| <i>growth</i> | 26.7% | 27.5% | 28.1% | 25.1% | 17.5% | 27.3% | 29.7% | 28.9% | 25.9% |

Source : ODDO BHF Securities

Nos prévisions (vs consensus) pour 2021, 2022 et 2023

| En M\$ | 2021e | | | 2022e | | | 2023e | | |
|------------------------|----------|--------|---------|----------|--------|--------|----------|--------|-------|
| | ODDO BHF | Css | Ecart | ODDO BHF | Css | Ecart | ODDO BHF | Css | Ecart |
| CA | 25 604 | 25 594 | 0.0% | 31 241 | 30 950 | 0.9% | 38 318 | 37 654 | 1.8% |
| <i>Croissance CA</i> | 19.3% | 19.7% | | 22.0% | 20.7% | | 22.7% | 20.7% | |
| EBIT ajusté | 6 373 | 6 651 | -4.2% | 8 128 | 8 281 | -1.8% | 10 665 | 10 225 | 4.3% |
| <i>Marge d'EBIT</i> | 24.9% | 26.0% | -110 bp | 26.0% | 26.8% | -74 bp | 27.8% | 27.2% | 67 bp |
| BPA ajusté (\$) | 4.56 | 4.54 | 0.4% | 5.80 | 5.72 | 1.4% | 7.53 | 7.12 | 5.7% |
| <i>Croissance BPA</i> | 17% | 17% | | 27% | 26% | | 30% | 26% | |

Source : ODDO BHF Securities



Initiation de PayPal avec une opinion Surperformance et un objectif de 350 \$

Nous valorisons PayPal à 350 \$ par action (moyenne d'un DCF et d'une valorisation par multiples de PE 2025), soit un potentiel de hausse de 41% (sur le cours du jeudi 1^{er} avril 2021).

Valorisation par DCF : 370 \$

Notre DCF aboutit à une valorisation de 370 \$/action. Nos principales hypothèses sont :

- Une croissance annuelle moyenne du CA net de 14.6% sur les dix prochaines années. Nous estimons ainsi une croissance du CA net autour de 20% par an jusqu'en 2025, cohérente avec les ambitions du groupe d'atteindre un CA > 50 Md\$ en 2025, puis tendant progressivement vers 5%.
- Une marge opérationnelle de long terme de 35% grâce aux effets d'échelle et à la forte croissance des volumes de transaction (en croissance de 25%/an jusqu'en 2025). Si le groupe devrait continuer d'investir à court terme, nous pensons en effet que la décélération des dépenses marketing et technologiques permettra à la marge d'EBIT de progresser de 10 points d'ici 2026.
- Un CMPC de 7.2% (β de 0.90, prime de risque de 7.80% et taux sans risque de 0.18%).
- Un taux de croissance LT de 3.0% lié à la sous-pénétration du paiement online.

| DCF de PayPal | | | | | | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| En M\$ | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | CAGR 2021/30 |
| Sales | 25 604 | 31 241 | 38 318 | 45 842 | 53 904 | 62 528 | 70 657 | 77 722 | 83 163 | 87 321 | 14.6% |
| % of Change | 19.3% | 22.0% | 22.7% | 19.6% | 17.6% | 16.0% | 13.0% | 10.0% | 7.0% | 5.0% | |
| Adjusted EBITDA | 7 704 | 9 659 | 12 427 | 15 706 | 19 652 | 24 386 | 27 556 | 30 312 | 32 434 | 34 055 | 18.0% |
| EBITDA margin | 30% | 31% | 32% | 34% | 36% | 39% | 39% | 39% | 39% | 39% | |
| Adjusted EBIT | 6 373 | 8 128 | 10 665 | 13 734 | 17 495 | 21 885 | 24 730 | 27 203 | 29 107 | 30 562 | 19.0% |
| Operating margin | 25% | 26% | 28% | 30% | 32% | 35% | 35% | 35% | 35% | 35% | |
| Depreciation | 1 331 | 1 531 | 1 763 | 1 971 | 2 156 | 2 501 | 2 826 | 3 109 | 3 327 | 3 493 | |
| % of sales | 5% | 5% | 5% | 4% | 4% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | |
| Tax on EBIT | -1 192 | -1 544 | -2 133 | -2 747 | -3 674 | -4 596 | -5 193 | -5 713 | -6 112 | -6 418 | |
| Tax rate | 18.7% | 19.0% | 20.0% | 20.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | |
| WCR | 509 | 292 | 43 | -193 | -411 | -625 | -707 | -777 | -832 | -873 | |
| % of sales | 2.0% | 0.9% | 0.1% | -0.4% | -0.8% | -1.0% | -1.0% | -1.0% | -1.0% | -1.0% | |
| Change in WCR | 26 | 217 | 248 | 236 | 218 | 214 | 81 | 71 | 54 | 42 | |
| Capex | -1 024 | -1 250 | -1 533 | -1 834 | -2 156 | -2 501 | -2 826 | -3 109 | -3 327 | -3 493 | |
| % of sales | -4% | -4% | -4% | -4% | -4% | -4.0% | -4.0% | -4.0% | -4.0% | -4.0% | |
| Free Cash-flow | 5 515 | 7 082 | 9 010 | 11 361 | 14 040 | 17 503 | 19 618 | 21 561 | 23 049 | 24 186 | 17.9% |
| % of sales | 22% | 23% | 24% | 25% | 26% | 28% | 28% | 28% | 28% | 28% | |
| % of change | 60.2% | 28.4% | 27.2% | 26.1% | 23.6% | 24.7% | 12.1% | 9.9% | 6.9% | 4.9% | |
| Discounted Cash-flow | 5515 | 6722 | 7977 | 9384 | 10817 | 12580 | 13153 | 13484 | 13447 | 13162 | |

Source : ODDO BHF Securities

| Calcul de l'objectif de cours par DCF (M\$) | |
|---|------------|
| Somme des FCF actualisés 2021/2030e | 106 224 |
| Valeur terminale | 322 710 |
| Valeur d'entreprise | 428 933 |
| Trésorerie nette retraitée 2020e | 3 358 |
| Immobilisation financières | 7 394 |
| Valorisation des fonds propres | 439 786 |
| Valorisation par action de PayPal (\$) | 370 |

Source : ODDO BHF Securities



Sensibilité du DCF à la marge d'EBIT et au taux de croissance LT

| En \$ | | Taux de croissance à l'infini | | |
|-------|-----|-------------------------------|------------|------|
| | | 2.0% | 3.0% | 4.0% |
| MOP | 30% | 277 | 324 | 400 |
| | 35% | 316 | 370 | 459 |
| | 40% | 355 | 417 | 518 |

Source : ODDO BHF Securities

Valorisation par multiples : 330 \$

L'histoire de PayPal étant à nos yeux une histoire de croissance à long terme, il est légitime d'adopter une vue à 5 ans. En se fondant sur nos hypothèses pour 2025, nous estimons le BPA 2025e à 12.22 \$. A 35x les profits, notre valorisation pour 2025 ressortirait à 428 \$/action, soit **330 \$** actualisé à 1 an.



PYPL.OQ | PYPL US
Services informatiques | USA

Surperformance

Cours actuel 247.54USD

Upside 41.39%

OC 350.00USD

| DONNEES PAR ACTION (\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|--|-----------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| BPA corrigé | 1.50 | 1.90 | 2.42 | 3.10 | 3.88 | 4.56 | 5.80 | 7.53 |
| BPA publié | 1.16 | 1.49 | 1.74 | 2.09 | 3.59 | 3.06 | 4.05 | 5.46 |
| Croissance du BPA corrigé | 16.0% | 26.7% | 27.5% | 28.1% | 25.1% | 17.5% | 27.3% | 29.7% |
| BPA consensus | | | | | | | | |
| Dividende par action | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| FCF to equity par action | 2.06 | 1.55 | 3.94 | 3.30 | 4.36 | 6.33 | 7.82 | 9.83 |
| Book value par action | 12.16 | 13.30 | 12.99 | 14.38 | 17.08 | 20.20 | 24.33 | 29.88 |
| Nombre d'actions ordinaires fin de période (M) | 1 210.00 | 1 203.00 | 1 184.00 | 1 174.00 | 1 172.00 | 1 167.74 | 1 163.49 | 1 159.23 |
| Nombre d'actions moyen dilué (M) | 1 218.00 | 1 221.00 | 1 203.00 | 1 188.00 | 1 187.00 | 1 182.74 | 1 178.49 | 1 174.23 |
| VALORISATION (M\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Cours le plus haut (\$) | 44.2 | 78.6 | 93.1 | 121 | 243 | 305 | | |
| Cours le plus bas (\$) | 31.2 | 39.3 | 71.7 | 82.1 | 85.3 | 226 | | |
| (*) Cours de référence (\$) | 38.3 | 55.9 | 82.6 | 105 | 162 | 248 | 248 | 248 |
| Capitalisation | 46 301 | 67 194 | 97 803 | 123 349 | 189 307 | 289 064 | 288 010 | 286 957 |
| Endettement net retraité | -4 975.0 | -4 695.0 | -7 111.0 | -5 289.0 | -3 358.0 | -5 085.5 | -8 355.6 | -13 912.9 |
| Intérêts minoritaires réévalués | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 44.0 | 44.0 | 51.5 | 65.3 | 84.4 |
| Immobilisations financières réévaluées | 1 601 | 2 079 | 1 520 | 4 148 | 7 394 | 10 247 | 12 732 | 14 810 |
| Provisions (y compris réserve) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| VE | 39 725 | 60 420 | 89 172 | 113 956 | 178 599 | 273 783 | 266 988 | 258 318 |
| P/E (x) | 25.5 | 29.4 | 34.1 | 33.9 | 41.6 | 54.3 | 42.7 | 32.9 |
| P/CF (x) | 13.5 | 24.5 | ns | 16.6 | 42.0 | 34.3 | 27.3 | 21.8 |
| Rendement | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| FCF yield | 5.4% | 2.8% | 4.8% | 3.1% | 2.7% | 2.6% | 3.2% | 4.0% |
| PBV incl. GW (x) | 3.15 | 4.20 | 6.36 | 7.31 | 9.46 | 12.25 | 10.18 | 8.29 |
| PBV excl. GW (x) | 3.15 | 4.20 | 6.36 | 7.31 | 9.46 | 12.25 | 10.18 | 8.29 |
| VE/CA (x) | 3.66 | 4.61 | 5.77 | 6.41 | 8.32 | 10.69 | 8.55 | 6.74 |
| VE/EBITDA (x) | 13.7 | 17.0 | 21.6 | 22.6 | 27.2 | 35.5 | 27.6 | 20.8 |
| VE/EBIT courant (x) | 18.3 | 21.9 | 26.6 | 27.6 | 33.1 | 43.0 | 32.8 | 24.2 |
| (*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n | | | | | | | | |
| COMPTE DE RESULTAT (M\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| CA | 10 842 | 13 094 | 15 451 | 17 772 | 21 454 | 25 604 | 31 241 | 38 318 |
| EBITDA ajusté | 2 898 | 3 560 | 4 125 | 5 043 | 6 577 | 7 704 | 9 659 | 12 427 |
| Dotations aux amortissements | -724.0 | -805.0 | -776.0 | -912.0 | -1 189.0 | -1 331.4 | -1 530.8 | -1 762.6 |
| EBIT courant | 2 174 | 2 755 | 3 349 | 4 131 | 5 388 | 6 373 | 8 128 | 10 665 |
| EBIT publié | 1 586 | 2 127 | 2 194 | 2 719 | 3 289 | 4 141 | 5 501 | 7 532 |
| Résultat financier | 45.0 | 73 | 182 | 279 | 1 776 | 256 | 312 | 383 |
| Impôt sur les sociétés | -230.0 | -405.0 | -319.0 | -539.0 | -863.0 | -822.2 | -1 104.6 | -1 583.1 |
| Mise en équivalence | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Activités cédées ou en cours | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Intérêts minoritaires | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| RNPg publié | 1 401 | 1 795 | 2 057 | 2 459 | 4 202 | 3 575 | 4 709 | 6 332 |
| RNCpg ajusté | 1 825 | 2 318 | 2 913 | 3 684 | 4 605 | 5 389 | 6 837 | 8 838 |
| BILAN (M\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Survaleurs | 4 059 | 4 339 | 6 284 | 6 212 | 9 135 | 9 135 | 9 135 | 9 135 |
| Autres actifs incorporels | 211 | 168 | 825 | 778 | 1 048 | 1 048 | 1 048 | 1 048 |
| Immobilisations corporelles | 1 482 | 1 528 | 1 724 | 1 693 | 1 807 | 783 | -466.8 | -1 999.6 |
| BFR | -632.0 | -1 300.0 | -7 692.0 | -7 572.0 | -13 781.0 | -13 755.0 | -13 537.7 | -13 289.3 |
| Immobilisations financières | 4 986 | 4 891 | 3 054 | 7 560 | 15 683 | 18 536 | 21 021 | 23 099 |
| Capitaux propres pg | 14 712 | 15 994 | 15 386 | 16 885 | 20 019 | 23 594 | 28 303 | 34 635 |
| Capitaux propres minoritaires | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 44.0 | 44.0 | 51.5 | 65.3 | 84.4 |
| Capitaux propres | 14 712 | 15 994 | 15 386 | 16 929 | 20 063 | 23 645 | 28 368 | 34 720 |
| Provisions | 1 513 | 917 | 44.0 | 2 013 | 2 144 | 2 144 | 2 144 | 2 144 |
| Endettement net | -6 119.0 | -7 285.0 | -11 235.0 | -10 271.0 | -8 315.0 | -10 042.5 | -13 312.6 | -18 869.9 |
| TABLEAU DE FLUX (M\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| EBITDA | 2 898.0 | 3 560.0 | 4 125.0 | 5 043.0 | 6 577.0 | 7 704.5 | 9 659.1 | 12 427.2 |
| Var. BFR | -260.0 | -207.0 | 6 137.0 | -2 865.0 | 1 350.0 | -26.0 | -217.3 | -248.4 |
| Frais financiers & taxes | 52.0 | -1 299.0 | -171.0 | -269.0 | 165.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Autres flux opérationnels | 468.0 | 477.0 | -4 608.0 | 2 652.0 | -2 238.0 | 733.4 | 906.8 | 749.5 |
| Operating Cash flow | 3 158.0 | 2 531.0 | 5 483.0 | 4 561.0 | 5 854.0 | 8 411.9 | 10 348.6 | 12 928.3 |
| Capex | -669.0 | -667.0 | -820.0 | -687.0 | -746.0 | -1 024.2 | -1 249.7 | -1 532.7 |
| Free cash-flow | 2 489.0 | 1 864.0 | 4 663.0 | 3 874.0 | 5 108.0 | 7 387.7 | 9 098.9 | 11 395.5 |
| Acquisitions / Cessions | -19.0 | -323.0 | -2 124.0 | -70.0 | -3 609.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendes | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. Capitaux propres | -886.0 | -862.0 | -3 376.0 | -1 273.0 | -1 498.0 | -1 000.0 | -1 000.0 | -1 000.0 |
| Autres | 3 142.0 | 451.0 | 4 900.0 | -3 489.0 | -2 126.0 | -4 660.2 | -4 828.9 | -4 838.2 |
| Var. trésorerie nette | 4 726.0 | 1 166.0 | 3 950.0 | -964.0 | -1 956.0 | 1 727.5 | 3 270.1 | 5 557.3 |
| CROISSANCE MARGES RENTABILITE | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Croissance du CA publiée | 17.2% | 20.8% | 18.0% | 15.0% | 20.7% | 19.3% | 22.0% | 22.7% |
| Croissance du CA organique | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Croissance de l'EBIT courant | 10.1% | 26.7% | 21.6% | 23.4% | 30.4% | 18.3% | 27.5% | 31.2% |
| Croissance du BPA corrigé | 16.0% | 26.7% | 27.5% | 28.1% | 25.1% | 17.5% | 27.3% | 29.7% |
| Marge nette ajustée | 16.8% | 17.7% | 18.9% | 20.7% | 21.5% | 21.0% | 21.9% | 23.1% |
| Marge d'EBITDA | 26.7% | 27.2% | 26.7% | 28.4% | 30.7% | 30.1% | 30.9% | 32.4% |
| Marge d'EBIT courant | 20.1% | 21.0% | 21.7% | 23.2% | 25.1% | 24.9% | 26.0% | 27.8% |
| Capex / CA | -6.2% | -5.1% | -5.3% | -4.0% | -4.0% | -4.0% | -4.0% | -4.0% |
| BFR / CA | -5.8% | -9.9% | -49.8% | -42.6% | -64.2% | -53.7% | -43.3% | -34.7% |
| Taux d'IS apparent | 14.1% | 18.4% | 13.4% | 18.0% | 17.0% | 18.7% | 19.0% | 20.0% |
| Taux d'IS normatif | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% |
| Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x) | 1.5 | 2.7 | 5.3 | 15.8 | -63.1 | -11.2 | -9.5 | -8.6 |
| ROCE post-tax (taux d'IS normatif) | 23.7% | 44.2% | 90.1% | ns | ns | ns | ns | ns |
| ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif) | 53.8% | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| ROE | 12.8% | 15.1% | 18.6% | 22.8% | 25.0% | 24.7% | 26.3% | 28.1% |
| RATIOS D'ENDETTEMENT | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Gearing | -42% | -46% | -73% | -61% | -41% | -42% | -47% | -54% |
| Dette nette / Capitalisation (x) | -0.13 | -0.11 | -0.11 | -0.08 | -0.04 | -0.03 | -0.05 | -0.07 |
| Dette nette / EBITDA (x) | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| EBITDA / frais financiers nets (x) | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



Prosus NV

Surperformance → | Objectif 133 €

Cours (01/04/2021) : 99.84 € | Potentiel : 33 %

| Révision | 2021e | 2022e |
|----------|-------|-------|
| BPA | - | - |

Un véhicule d'investissement européen pour jouer la croissance du paiement électronique en Chine et en Inde

Mardi 06 Avril 2021



Données produit

PRX:NA | PRX:AS

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Capitalisation boursière (M€) | 162 275 |
| VE (M\$) | ns |
| Extrêmes 12 mois (\$) | 60.94 - 109.1 |
| Flottant (%) | 27.4 |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|------------------------|------|------|------|
| Performance absolue | -0.3 | 13.0 | 63.0 |
| Perf. rel. Indice Pays | -4.8 | 4.3 | 17.2 |
| Perf. rel. Media | -6.1 | 1.5 | 11.6 |

| Comptes | 03/21e | 03/22e | 03/23e |
|--------------------|--------|--------|--------|
| CA (M\$) | 4 076 | 5 417 | 6 861 |
| EBITDA (M\$) | 33.2 | 553 | 1 221 |
| EBIT courant (M\$) | -296.0 | 116 | 667 |
| RNpg (M\$) | 4 778 | 6 622 | 8 666 |
| BPA (\$) | 3.04 | 4.21 | 5.52 |
| DNA (\$) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| | | | |
|------------------------|------|------|------|
| P/E (x) | 32.8 | 27.8 | 21.3 |
| P/B (x) | 5.6 | 6.4 | 6.1 |
| Rendement (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| FCF yield (%) | ns | 0.2 | 0.6 |
| VE/CA (x) | ns | ns | ns |
| VE/EBITDA (x) | ns | ns | ns |
| VE/EBIT courant (x) | ns | ns | ns |
| Gearing (%) | 5 | 4 | -1 |
| Dette nette/EBITDA (x) | ns | 1.9 | ns |

Next Events

| | |
|------------|------------------------|
| 21/06/2021 | FY Results |
| 24/08/2021 | Annual General Meeting |
| 22/11/2021 | H1 Results |

Prosus est un acteur clé pour les services Fintech dans les pays émergents (près de 30% de l'ANR du groupe)

Prosus est l'un des rares véhicules d'investissement européens permettant de jouer la croissance du paiement électronique dans les pays émergents. Le groupe y est exposé via sa participation de 31% dans Tencent (la quasi-totalité du CA est généré en Chine) et de 99% dans PayU (50% du CA en Inde, le reste étant généré en Amérique Latine, en Russie, en Europe Centrale, en Turquie et dans certains pays d'Afrique). En Chine, **Tencent** (CA FinTech 2020 de 16 Md\$) est un acteur dominant du paiement électronique (40% de PdM, via sa solution de paiement mobile WeChat Pay). WeChat Pay a la particularité de fonctionner en circuit fermé (le marchand et le consommateur ont un compte WeChat Pay) qui permet au groupe d'offrir aussi bien des services pour les marchands (acceptation des paiements offline via QR code, gateway online, services de couponnage) que pour les consommateurs (portefeuille électronique WeChat Pay, paiements peer-to-peer, prêts à la consommation, gestion de patrimoine sur mobile, services d'assurance...). **PayU** (CA 2020e de 545 M\$) est un leader du marché indien pour le paiement en ligne et propose des solutions de traitement des transactions (processing) et d'acceptation des paiements pour les marchands (acquiring), principalement à travers une passerelle en ligne (gateway PayU Hub), tout en développant depuis quelques années une offre de crédit en ligne. Notons enfin que l'Inde et la Chine ont été les marchés les plus dynamiques en termes de croissances des paiements électroniques ces dernières années (TMVA 2015-2018 de respectivement 52% et 44% en Inde et en Chine). Nous valorisons ces participations (avant décote de holding de 20%) à hauteur de 85 Md\$ pour Tencent et de 7 Md\$ pour PayU. La valorisation totale (92 Md\$, soit 74 Md\$ après décote) représente ainsi près de **30% de l'ANR** du groupe.

De fortes perspectives de croissance (~30%/an jusqu'en 2023e), malgré le risque de réglementation en Chine, limité selon nous

Nous anticipons une croissance forte du CA des services Fintech de Tencent et PayU (~30%/an jusqu'en 2023e). Concernant **Tencent**, le positionnement unique de WeChat Pay et son intégration à WeChat (1,2 Md d'utilisateurs) devraient permettre au groupe de bénéficier de nombreuses opportunités de cross-selling (prêt à la consommation, gestion de patrimoine, assurance), dont le potentiel est encore relativement peu exploité, selon nous. Par ailleurs, si la réglementation devrait continuer de se renforcer en Chine, nous pensons que l'impact sera relativement limité pour Tencent. Rappelons que le groupe exerce son activité de prêt (principale préoccupation des régulateurs et moins de 5% du CA total selon nous) par le biais de sa filiale WeBank, une banque agréée (déjà en ligne avec les réglementations actuelles et soumise à des mesures beaucoup plus strictes que Ant notamment). Concernant **PayU**, la forte sous-pénétration du marché indien (50% du CA) du paiement online (environ 1% des transactions électroniques contre 10 à 20% dans les pays développés) et la sous-bancarisation de sa population (accès au crédit difficile) offrent, selon nous, des opportunités de croissance considérables qui pourraient dépasser nos prévisions (croissance moyenne du CA de 25%/an jusqu'en 2025e). Nous voyons par ailleurs l'activité atteindre son seuil de rentabilité en 2023e (effets d'échelle et décélération des coûts sur la partie crédit).

Opinion Surperformance et OC de 133 € maintenus

Nous confirmons notre opinion Surperformance et notre OC de 133 €. Nous continuons de penser que Prosus va prendre des mesures pour réduire sa décote (réduction du poids de Naspers dans les indices sud-africains par un spin-off jusqu'à 50% + 1 action, renforcement des mesures ESG) et pourrait céder une petite partie de sa participation dans Tencent ces prochains mois. Rappelons que le groupe n'est plus limité par une clause de lock-up. Une cession jusqu'à 4% du capital nous semblerait crédible, ce qui permettrait à Prosus d'obtenir ~7 Md\$ par tranche de 1% de Tencent et d'envisager ensuite un plan de rachat d'actions.

Jerôme Bodin (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 49
jerome.bodin@oddo-bhf.com

Martin Marandon-Carlhian (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 54
martin.marandon-Carlhian@oddo-bhf.com


PRX.AS | PRX:NA
Fournisseurs d'accès Internet | Pays-Bas
Surperformance

Cours actuel 99.84EUR

Upside 33.21%

OC 133.00EUR

| DONNEES PAR ACTION (\$) | 03/17 | 03/18 | 03/19 | 03/20 | 03/21e | 03/22e | 03/23e |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|----------------|
| BPA corrigé | 1.48 | 6.99 | 2.20 | 2.35 | 3.04 | 4.21 | 5.52 |
| BPA publié | 1.48 | 6.99 | 2.20 | 2.35 | 3.04 | 4.21 | 5.52 |
| Croissance du BPA corrigé | - | ns | -68.5% | 7.0% | 29.3% | 38.6% | 30.9% |
| BPA consensus | | | | | | | |
| Dividende par action | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| FCF to equity par action | -0.28 | -0.21 | -0.15 | -0.19 | -0.08 | 0.29 | 0.76 |
| Book value par action | 6.92 | 14.69 | 16.77 | 17.90 | 17.69 | 18.20 | 19.16 |
| Nombre d'actions ordinaires fin de période (M) | 1 625.35 | 1 625.35 | 1 625.35 | 1 625.35 | 1 571.01 | 1 571.01 | 1 571.01 |
| Nombre d'actions moyen dilué (M) | 1 625.35 | 1 625.35 | 1 625.35 | 1 625.35 | 1 571.01 | 1 571.01 | 1 571.01 |
| VALORISATION (M\$) | 03/17 | 03/18 | 03/19 | 03/20 | 03/21e | 03/22e | 03/23e |
| Cours le plus haut (\$) | | | 82.0 | 115 | 132 | | |
| Cours le plus bas (\$) | | | 65.2 | 53.9 | 103 | | |
| (*) Cours de référence (\$) | | | | 71.9 | 99.7 | 117 | 117 |
| Capitalisation | | | | 116 876 | 156 596 | 184 235 | 184 235 |
| Endettement net retraité | -1 011.0 | -7 289.0 | -5 935.0 | -4 546.0 | 1 481 | 1 031 | -165.2 |
| Intérêts minoritaires réévalués | 319 | 21.0 | 132 | 2 691 | 2 691 | 2 691 | 2 691 |
| Immobilisations financières réévaluées | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 289 928 | 289 928 | 289 928 | 289 928 |
| Provisions (y compris réserve) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| VE | | | | ns | ns | ns | ns |
| P/E (x) | | | | 30.6 | 32.8 | 27.8 | 21.3 |
| P/CF (x) | | | | ns | 939 | 236 | 119 |
| Rendement | | | | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| FCF yield | | | | ns | ns | 0.2% | 0.6% |
| PBV incl. GW (x) | | | | 4.02 | 5.64 | 6.44 | 6.12 |
| PBV excl. GW (x) | | | | | | | |
| VE/CA (x) | | | | ns | ns | ns | ns |
| VE/EBITDA (x) | | | | ns | ns | ns | ns |
| VE/EBIT courant (x) | | | | ns | ns | ns | ns |
| (*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n | | | | | | | |
| COMPTE DE RESULTAT (M\$) | 03/17 | 03/18 | 03/19 | 03/20 | 03/21e | 03/22e | 03/23e |
| CA | 1 835 | 2 303 | 2 654 | 3 330 | 4 076 | 5 417 | 6 861 |
| EBITDA ajusté | -507.0 | -354.0 | -265.0 | -324.0 | 33.2 | 553 | 1 221 |
| Dotations aux amortissements | -308.0 | -261.0 | -163.0 | -269.0 | -329.2 | -437.6 | -554.2 |
| EBIT courant | -815.0 | -615.0 | -428.0 | -593.0 | -296.0 | 116 | 667 |
| EBIT publié | -815.0 | -615.0 | -428.0 | -593.0 | -296.0 | 116 | 667 |
| Résultat financier | -821.0 | -491.0 | 179 | 92 | -257.1 | -258.6 | -258.6 |
| Impôt sur les sociétés | -11.0 | -39.0 | -258.0 | -75.0 | -90.0 | -108.0 | -129.6 |
| Mise en équivalence | 1 739 | 12 470 | 3 139 | 3 857 | 5 339 | 6 905 | 8 348 |
| Activités cédées ou en cours | 2 311 | 30.0 | 872 | 434 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Intérêts minoritaires | 0.0 | 0.0 | 71 | 109 | 82 | -32.3 | 39.5 |
| RNpg publié | 2 403 | 11 355 | 3 575 | 3 824 | 4 778 | 6 622 | 8 666 |
| RNCpg ajusté | 2 403 | 11 355 | 3 575 | 3 824 | 4 778 | 6 622 | 8 666 |
| BILAN (M\$) | 03/17 | 03/18 | 03/19 | 03/20 | 03/21e | 03/22e | 03/23e |
| Survaleurs | 2 147 | 2 198 | 2 035 | 2 169 | 3 063 | 3 063 | 3 063 |
| Autres actifs incorporels | 1 038 | 979 | 794 | 844 | 844 | 844 | 844 |
| Immobilisations corporelles | 55.0 | 622 | 143 | 377 | 507 | 687 | 887 |
| BFR | -872.0 | -2 623.0 | -600.0 | -1 044.0 | -874.0 | -724.0 | -574.0 |
| Immobilisations financières | 10 932 | 16 853 | 19 919 | 23 382 | 26 982 | 26 982 | 26 982 |
| Capitaux propres pg | 11 254 | 23 875 | 27 250 | 29 100 | 27 785 | 28 598 | 30 104 |
| Capitaux propres minoritaires | 319 | 21.0 | 132 | 214 | 296 | 263 | 303 |
| Capitaux propres | 11 573 | 23 896 | 27 382 | 29 314 | 28 081 | 28 861 | 30 407 |
| Provisions | 2 738 | 1 422 | 844 | 960 | 960 | 960 | 960 |
| Endettement net | -1 011.0 | -7 289.0 | -5 935.0 | -4 546.0 | 1 481 | 1 031 | -165.2 |
| TABLEAU DE FLUX (M\$) | 03/17 | 03/18 | 03/19 | 03/20 | 03/21e | 03/22e | 03/23e |
| EBITDA | -507.0 | -354.0 | -265.0 | -324.0 | 33.2 | 553.4 | 1 220.9 |
| Var. BFR | 0.0 | 0.0 | -121.0 | -173.0 | -170.0 | -150.0 | -150.0 |
| Frais financiers & taxes | -245.0 | -216.0 | -115.0 | -116.0 | -347.1 | -366.6 | -388.2 |
| Autres flux opérationnels | 346.0 | 291.0 | 356.0 | 404.0 | 480.6 | 593.5 | 713.6 |
| Operating Cash flow | -406.0 | -279.0 | -145.0 | -209.0 | -3.3 | 630.2 | 1 396.3 |
| Capex | -53.0 | -69.0 | -106.0 | -97.0 | -130.0 | -180.0 | -200.0 |
| Free cash-flow | -459.0 | -348.0 | -251.0 | -306.0 | -133.3 | 450.2 | 1 196.3 |
| Acquisitions / Cessions | 2 961.0 | 7 921.0 | -8 167.0 | -4 622.0 | -894.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendes | -15.0 | -25.0 | -16.0 | -216.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. Capitaux propres | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -5 000.0 | 0.0 | 0.0 |
| Autres | -1.0 | -141.0 | -1 549.0 | 67.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. trésorerie nette | 2 473.0 | 7 464.0 | -8 444.0 | 1 856.0 | -6 027.3 | 450.2 | 1 196.3 |
| CROISSANCE MARGES RENTABILITE | 03/17 | 03/18 | 03/19 | 03/20 | 03/21e | 03/22e | 03/23e |
| Croissance du CA publiée | - | 25.5% | 15.2% | 25.5% | 22.4% | 32.9% | 26.7% |
| Croissance du CA organique | - | 52.5% | 17.4% | 17.0% | 32.5% | 26.9% | 19.9% |
| Croissance de l'EBIT courant | - | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| Croissance du BPA corrigé | - | ns | -68.5% | 7.0% | 29.3% | 38.6% | 30.9% |
| Marge nette ajustée | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| Marge d'EBITDA | -27.6% | -15.4% | -10.0% | -9.7% | 0.8% | 10.2% | 17.8% |
| Marge d'EBIT courant | -44.4% | -26.7% | -16.1% | -17.8% | -7.3% | 2.1% | 9.7% |
| Capex / CA | -2.9% | -3.0% | -4.0% | -2.9% | -3.2% | -3.3% | -2.9% |
| BFR / CA | -47.5% | ns | -22.6% | -31.4% | -21.4% | -13.4% | -8.4% |
| Taux d'IS apparent | -0.7% | -3.5% | ns | -15.0% | -16.3% | -75.6% | 31.8% |
| Taux d'IS normatif | 22.2% | 22.2% | 22.2% | 22.2% | 22.2% | 22.2% | 22.2% |
| Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x) | - | 1.3 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| ROCE post-tax (taux d'IS normatif) | - | -27.0% | -18.8% | -19.6% | -7.8% | 2.4% | 12.8% |
| ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif) | - | ns | 97.2% | ns | -70.4% | 14.0% | 52.8% |
| ROE | - | 64.6% | 14.0% | 13.6% | 16.8% | 23.5% | 29.5% |
| RATIOS D'ENDETTEMENT | 03/17 | 03/18 | 03/19 | 03/20 | 03/21e | 03/22e | 03/23e |
| Gearing | -9% | -31% | -22% | -16% | 5% | 4% | -1% |
| Dette nette / Capitalisation (x) | | | | -0.04 | 0.01 | 0.01 | 0.00 |
| Dette nette / EBITDA (x) | 1.99 | ns | ns | ns | ns | 1.86 | ns |
| EBITDA / frais financiers nets (x) | -2.8 | -2.2 | 4.1 | -14.7 | 0.1 | 2.1 | 4.7 |

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



Square

Neutre → | Objectif 245 \$

Cours (01/04/2021) : 229.51 \$ | Potentiel : 7 %

Révision

2021e

2022e

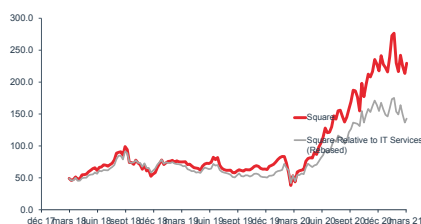
BPA

ns

ns

Un parcours brillant, rattrapé par la valorisation – Initiation à Neutre

Mardi 06 Avril 2021



Données produit

SQ US | SQ.N

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Capitalisation boursière (M\$) | 93 119 |
| VE (M\$) | 98 134 |
| Extrêmes 12 mois (\$) | 43.72 - 276.6 |
| Flottant (%) | 86.1 |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|------------------------|------|------|-------|
| Performance absolue | -4.8 | 5.5 | 390.3 |
| Perf. rel. Indice Pays | -9.1 | -2.6 | 252.5 |
| Perf. rel. IT Services | -9.5 | -7.7 | 202.6 |

| Comptes | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|--------------------|--------|--------|--------|
| CA (M\$) | 14 363 | 17 039 | 20 003 |
| EBITDA (M\$) | 736 | 1 080 | 1 585 |
| EBIT courant (M\$) | 619 | 927 | 1 384 |
| RNpg (M\$) | 34.6 | 204 | 459 |
| BPA (\$) | 1.18 | 1.74 | 2.51 |
| DNA (\$) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| | | | |
|------------------------|-------|-------|------|
| P/E (x) | 194.4 | 131.9 | 91.3 |
| P/B (x) | 31.2 | 24.7 | 19.0 |
| Rendement (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| FCF yield (%) | 1.0 | 1.3 | 1.8 |
| VE/CA (x) | 6.8 | 5.7 | 4.8 |
| VE/EBITDA (x) | 133.3 | 90.1 | 60.7 |
| VE/EBIT courant (x) | 158.6 | 105.0 | 69.5 |
| Gearing (%) | -23 | -39 | -53 |
| Dette nette/EBITDA (x) | ns | ns | ns |

Next Events

06/05/2021 Q1 Results

Square, le plus innovant dans les services de paiement

Square est un fournisseur de services de paiement américain devenu en quelques années un acteur majeur (CA 2020 de 9.5 Md\$) grâce à sa forte capacité à innover. Le groupe a débuté son activité en tant que processeur de transactions (34% du CA 2020) et fournisseur hardware (1%), mais a su s'ouvrir à de nouveaux marchés : d'abord en développant des services complémentaires et outils de gestion pour les marchands (12%) puis en créant une application de services financiers, Cash App, qui représente aujourd'hui l'essentiel du CA (63%).

Une histoire maintenant axée autour de la forte croissance de Cash App

Cash App est le moteur de l'equity story depuis un an (application financière la plus utilisée aux Etats-Unis). Pendant plusieurs années, l'application n'était qu'une plateforme de transferts d'argent en P2P, peu génératrice de revenu. Pour autant, cela a permis au groupe de gagner rapidement de nouveaux clients pour un coût très faible. Square s'est ensuite appuyé sur cette base client en monétisant davantage l'application (carte virtuelle Cash Card, cash back, bitcoin, services de courtage...). Durant la pandémie de COVID-19, l'histoire s'est accélérée avec une adoption très forte des services de l'application, notamment de Cash Card (doublement du nombre d'utilisateurs), du bitcoin (revenu x9) et de l'activité de courtage (2,5 M de clients pour un service lancé seulement quelques mois plus tôt). Le profit brut a progressé de 168% sur un an et les opportunités de croissance sont encore considérables (marché adressable de 60 Md\$). Nous anticipons ainsi une forte croissance de Cash App (croissance du profit brut de 41%/an jusqu'en 2025e) grâce à l'accélération de l'engagement client, aux lancements de nouveaux produits et à un potentiel développement à l'international.

Mais attention à la compétition (pression sur les marges) et à la réglementation (ralentissement de la croissance ?)

Nous visons une croissance très forte de Square sur les années à venir (profit brut +32%/an jusqu'en 2025e). Nous pensons néanmoins que la compétition va monter en puissance (notamment PayPal), ce qui forcera le groupe à être agressif tant en termes de dépenses marketing que technologiques (Opex +31%/an jusqu'en 2023e). Nous visons ainsi un ratio EBITDA/Profit brut de 23.7% en 2023e (vs 17.2% en 2020), en dessous du consensus de 26.7%. Par ailleurs, l'évolution de l'environnement réglementaire pourrait ralentir la croissance du groupe avec : 1/ le projet FedNow sur les virements instantanés (ouverture de la compétition sur un marché où Square est un acteur majeur) et 2/ des réglementations plus fortes concernant le bitcoin, représentant 48% du CA et 4% du profit brut (tout en étant un moyen d'attirer de nouveaux utilisateurs dans l'écosystème). Nos prévisions de BPA 2022e/2023e se situent 5% en dessous du consensus FactSet.

La valorisation actuelle laisse peu de place pour une erreur de parcours – Nous initions à Neutre avec un OC de 245 \$

Nous initions Square avec une opinion Neutre et un OC de 245 \$ (moyenne DCF et multiple de PE de 50x le BPA 2025e). Square a eu un parcours brillant, notamment depuis l'année dernière (cours en hausse de 267% depuis début 2020) et l'accélération de l'adoption de Cash App. Nous pensons néanmoins qu'à ces niveaux de valorisation (125x l'EBITDA 12 mois prospectif vs 36x pour PayPal), la société semble valoriser la perfection. Or l'exécution ne sera pas simple alors que l'environnement concurrentiel et réglementaire va probablement s'intensifier. Ainsi, si nous sommes confiants sur les opportunités de croissance de Square et son positionnement, nous pensons tout de même que la valorisation actuelle laisse peu de potentiel pour de bonnes surprises (contrairement à PayPal) et l'expose à une correction en cas d'erreur de parcours (pression sur les marges/ralentissement de la croissance).

Martin Marandon-Carlhian (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 54
martin.marandon-Carlhian@oddo-bhf.com

Stephane Houré (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 62
stephane.houre@oddo-bhf.com



Qui est Square ?

Square est une société américaine fournissant des services financiers et de paiement. Le groupe a été un des acteurs les plus innovants du secteur ces dernières années, d'abord sur le hardware (terminaux de paiement de nouvelles génération Square Reader), puis sur les services de paiement, principalement pour les PME (nombreuses innovations sur le merchant acquiring telles que Square Gift Cards, Square Payroll, Square Invoices, Square Capital...) et enfin dans les services financiers pour les consommateurs (introduction du système de crédit à la consommation Square Installments en 2018 et de l'application financière Cash App en 2013).

La société a été fondée en 2009 par Jack Dorsey (toujours CEO de la société) et Jim McKelvey. A noter que Jack Dorsey est également CEO de Twitter.

Square a été introduit en Bourse en 2015 et le titre a progressé très fortement (+70%/an en moyenne), bien que de façon assez irrégulière. Si le cours du titre a peu évolué pendant les deux premières années, il a progressé très rapidement en 2018 sous l'effet d'une accélération de la croissance. La croissance des volumes de transaction a ensuite ralenti en 2019 alors même que la valorisation restait très exigeante (>60x le multiple VE/EBITDA prospectif 12 mois) et le titre a sous-performé cette année-là. L'equity story a néanmoins changé en 2020 (+267% depuis début 2020) sous l'effet de la croissance très forte de son application de paiement Cash App.

Parcours boursier de Square (base 100)



Sources : ODDO BHF Securities, FactSet

Une présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur : aussi bien hardware que software, offline que online...

Square a d'abord débuté son activité en tant qu'acteur hardware. Le nom de la société ('Square') vient en effet de la forme carrée de ses premiers lecteurs de cartes de paiement (permettant de payer en connectant le lecteur à un smartphone). Aujourd'hui, le segment hardware ne représente que 1% du CA.

Le groupe a ensuite rapidement étendu ses services en devenant un processeur de transaction de paiement puis en fournissant des services software complémentaires, permettant ainsi aux PME (principaux clients du groupe) d'avoir une solution end-to-end.

Ce positionnement permet non seulement à Square de saisir l'ensemble des opportunités sur la chaîne de valeur de paiement, mais aussi de simplifier son offre (avec une solution packagée déjà prête) et de créer des synergies sur ses différentes activités en observant comment ces différents produits interagissent ensemble.

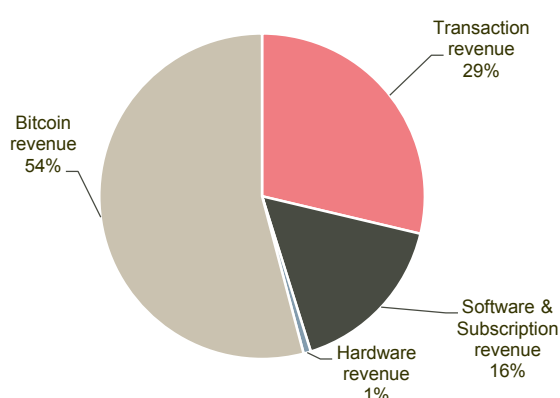


Ces services (y compris les services online, soit environ 25% des volumes de transaction d'acquiring) sont réunis au sein des services Square Seller (services aux marchands) et représentaient en 2020 autour de 53% du profit brut.

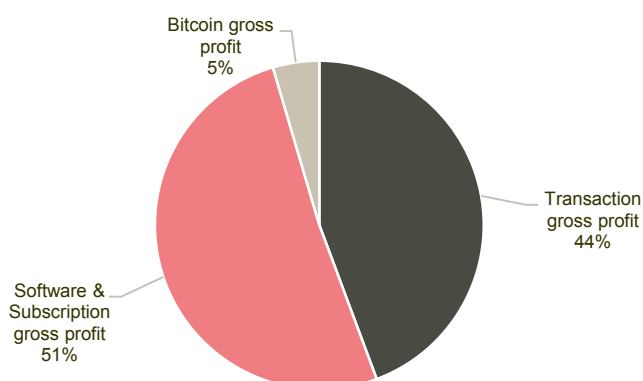
Le reste du profit brut (47%) est issu de son application Cash App, offrant des services financiers aux consommateurs. Au moment de son lancement (2013), Cash App était une application de transferts d'argent en peer-to-peer (qui étaient très peu monétisée) mais est devenu aujourd'hui une application financière complète (avec une carte virtuelle de paiement Cash Card attachée, des services de courtage et d'investissement en cryptomonnaies).

A noter que Square génère son revenu presque exclusivement aux Etats-Unis (avec néanmoins une faible présence au Canada, en Australie, au Royaume-Uni et au Japon) mais pourrait étendre ses services (notamment Cash App) en Europe.

Répartition du CA par segment (2021e)



Répartition du profit brut par segment (2021e)*



Source : ODDO BHF Securities

*Le marge brute du segment Hardware est négative

Décomposition du CA et du profit brut de Square par type de produit

| Products | | Transaction based | Software & Subscription based | Hardware | Bitcoin |
|----------------------------------|---|-------------------|-------------------------------|----------|---------|
| % of sales (2021e) | | 29% | 16% | 1% | 54% |
| % of gross profit (2021e) | | 45% | 52% | -1% | 5% |
| Y-o-y revenue growth (2021e) | | 25% | 54% | 15% | 70% |
| Sidecar payments | POS App with payments usage only | X | | | |
| Software and integrated payments | Invoices, Virtual Terminal, Developer, APIs/SDKs, Third Party Apps | X | | | |
| | Square for Retail, Restaurants, Appointments, Square Online Store | X | X | | |
| | Team management, Marketing, Loyalty | | X | | |
| Financial services | Square Card, Instant transfer | | X | | |
| Capital | Core flex loans, Installments | | X | | |
| Hardware | Square Stand (register), Terminal, Square Reader (contactless chip reader), third party Peripherals | | | X | |
| Cash App | Instant deposit, Cash card, Credit card funding, P2P payments, Stock brokerage, Bitcoin | X | X | | X |

Source : ODDO BHF Securities

Notons que le groupe a également procédé à quelques acquisitions pour compléter son portefeuille produits ou diversifier ses activités, avec notamment : Caviar (livraison de repas) en 2014 pour un montant de 100 M\$ (revendu à DoorDash en 2019 pour 410 M\$), Weebly (outil de création de site web) en 2018 pour 241 M\$, Credit Karma (service destiné aux consommateurs pour déclarer leurs impôts) en 2020 pour 50 M\$ et plus récemment Tidal (service de streaming de musique) en mars 2021 pour 297 M\$.



Nous restons assez sceptiques sur la stratégie M&A du groupe (qui n'a pas eu le même succès que PayPal concernant ses acquisitions) et il existe un risque selon nous que le groupe fasse des acquisitions entraînant de nouveaux coûts tout en étant peu génératrices de synergies (comme Caviar, qui a été revendu sans que l'activité soit rentable ou le service de streaming Tidal qui est également sur un secteur très concurrentiel et où les synergies avec l'activité actuelle sont peu évidentes). Rappelons cependant que le groupe a démontré à plusieurs reprises sa forte capacité d'innovation en interne, ce qui lui a souvent permis d'éviter de procéder à de nouvelles acquisitions pour compléter son portefeuille produits.

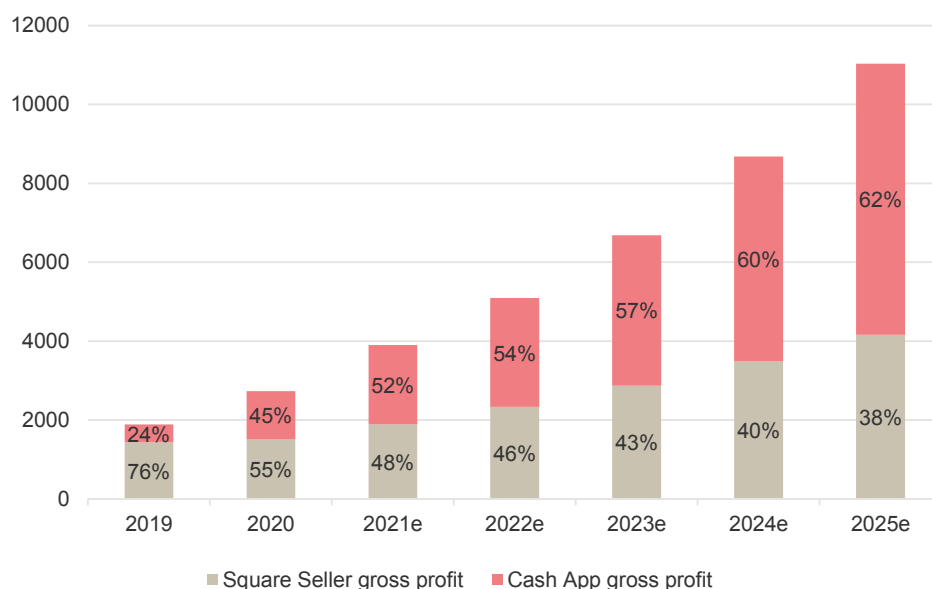
...mais Cash App devrait devenir prépondérant et représenter 69% du CA et 60% du profit brut en 2024e

Si le profit brut est aujourd'hui bien réparti entre l'activité liée aux commerçants (55% du profit brut provenant de Square Seller) et celle liée aux consommateurs (45% du profit brut provenant de Cash App), la situation sera assez différente dans quelques années.

En effet, les deux activités se développent à des rythmes nettement différents (selon nos estimations croissance du profit brut de Cash App +168% en 2020 contre +5% pour le reste de l'activité, impactée par le COVID-19). En 2019, Cash App représentait environ 24% du profit brut (63% du CA) et nous estimons qu'il représentera 60% du profit brut en 2024e (69% du CA). Cash App va donc devenir le principal générateur de revenu et probablement le moteur de l'equity story dans les années à venir.

A noter que le profit brut est, selon nous, un meilleur indicateur que le CA pour juger de l'évolution de l'activité de Square, étant donné la part prépondérante du bitcoin qui représente près de la moitié du CA mais seulement 4% du profit brut (puisqu'il est margé à hauteur de 2%).

Évolution du profit brut entre Cash App et Square Seller (M\$)



Sources : ODDO BHF Securities, Square



D'un acteur très innovant pour les services aux commerçants, mais limité par la taille de son marché...

Un des principaux innovateurs du secteur pour les services Aux commerçants...

Square est considéré comme un 'best in class' parmi les fournisseurs de services d'acceptation de paiement aux Etats-Unis. La qualité de son offre est particulièrement appréciée par les PME grâce :

- A l'**onboarding rapide** (moins de 24h).
- Des **tarifs transparents** et clairs (frais de transaction de 2.75%, plutôt dans la moyenne haute du marché, mais aucun frais de maintenance ni de frais cachés).
- Une **offre très complète (hardware et software)** considérée par beaucoup de PME comme la meilleure du marché.

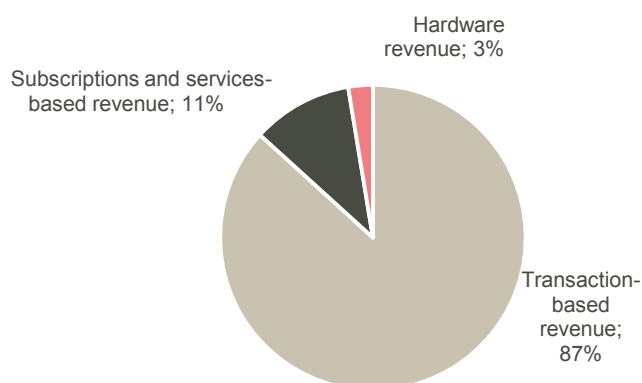
Le groupe s'est en effet distingué de ses concurrents par les nombreuses innovations qu'il a introduites pour aider l'activité des commerçants. Nous pouvons notamment citer : le lecteur de carte de paiement **Square Reader** (connecté à un smartphone et à l'application Square Point of Sale), **Square Stand** (permettant de transformer une tablette en une caisse connectée), **Square Analytics** (outils de reporting et d'analyse de l'activité du commerçant, permettant de mieux comprendre les habitudes des consommateurs), **Square for Retail** (gestion des stocks), **Square Appointments** (gestion de rendez-vous), **Square Gift Cards** (outil de création de carte cadeaux), **Square Payroll** (gestion de la paie des employés), **Square Installments** (crédit à la consommation en paiements différés, permettant d'augmenter le taux de conversion d'achat) ou encore le fonds **Square Capital** (système de prêt flexible pour les PME de 300 \$ à 100 000 \$, se basant notamment sur des notes de crédit internes établies grâce aux données récupérées avec les transactions de paiement).

Les produits de Square Seller



Sources : ODDO BHF Securities, Square

Sources de revenu de Square Seller (revenu hors Cash App)





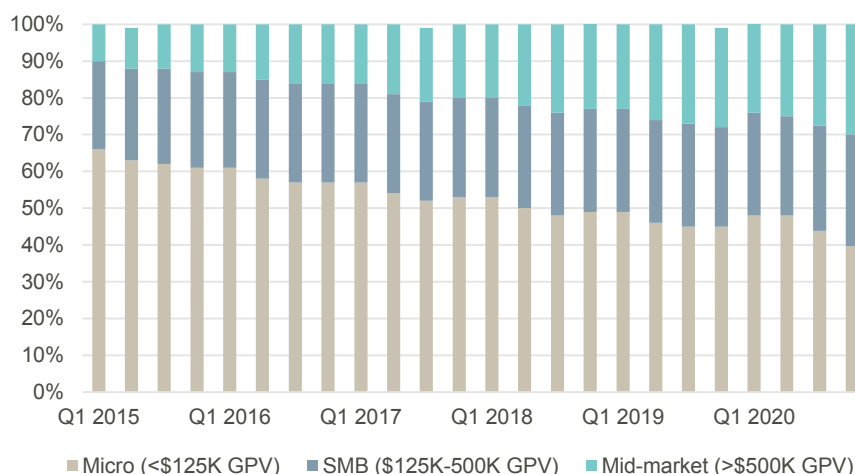
...mais qui n'a pas su aller au-delà du marché des PME sur Son activité d'acquiring

Le modèle de Square est très attractif pour les petits commerçants, notamment parce que le groupe offre beaucoup de services complémentaires permettant d'améliorer leur productivité (gestion des stocks, gestion de la paie, reporting, crédits...), mais aussi parce que la solution de Square (2.75%/transaction) est attrayante pour les activités générant des transactions à faible montant (comme les restaurants), étant donné que Square n'applique pas de frais fixes pour son processing (en général de 10 à 15 centimes par transaction pour les autres processeurs de transactions de paiement).

Cependant, les grands marchands négocient des taux de commissions plus faibles (plutôt autour de 2%) et ont par ailleurs en général leurs propres outils de gestion des stocks, de la paie etc. Nous pensons donc que la solution de Square n'est pas la plus adaptée pour ces derniers.

La taille du marché de Square sur l'acquiring reste ainsi limitée par le fait que le principal marché cible du groupe est celui des PME, ce qui freine la croissance du groupe. Ainsi, près de 50% des volumes de transaction sont générés avec des commerçants générant moins de 125 000 \$ de CA par an et 75% des volumes avec des commerçants générant moins de 500 000 \$ de CA. Notons néanmoins une légère amélioration ces dernières années (les marchands générant plus de 500 000 \$ de CA représentent désormais 25% des volumes de transaction contre 10% il y a 5 ans).

Evolution du mix de Square entre micro-marchand (<125 k\$ de CA annuel), PME (125-500 k\$) et grands marchands (>500 k\$)



Source : Square

...à l'application financière la plus utilisée aux Etats-Unis

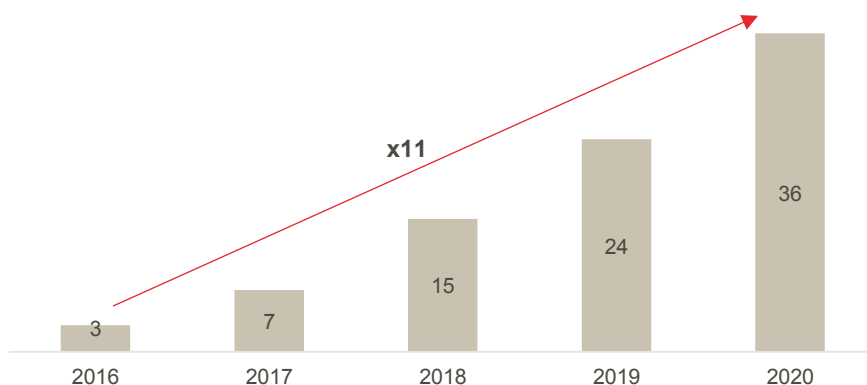
L'adoption de Cash App a fortement accéléré l'activité

L'application Cash App a été lancée en 2013, d'abord en tant que plateforme de transferts d'argent d'utilisateur à utilisateur (peer-to-peer). L'application était peu monétisée puisque Square ne facture pas de frais sur les transactions en peer-to-peer. Les principaux frais se résument ainsi aux virements instantanés de (1.5% + 0.25 \$) et aux paiements par carte de crédit (3%, alors que virements via le solde présent sur l'application Cash App sont gratuits).



Pour autant, si Cash App générerait peu de revenu, l'application a permis au groupe d'attirer un très grand nombre de clients dans son écosystème. En effet, pour que les transferts d'argent en peer-to-peer soient possibles, il faut que tous les utilisateurs utilisent la même plateforme, ce qui encourage ces derniers à inviter d'autres utilisateurs à télécharger l'application. C'est un effet réseau très puissant qui a accéléré la croissance des utilisateurs de la plateforme pour un coût d'acquisition client très faible. Aujourd'hui, il y a environ 36 millions d'utilisateurs actifs (utilisant l'application une fois par mois) sur Cash App contre 24 millions en 2019, 15 millions en 2018 et 7 millions en 2017.

Évolution du nombre d'utilisateurs actifs* de Cash App (M)



Source : Square

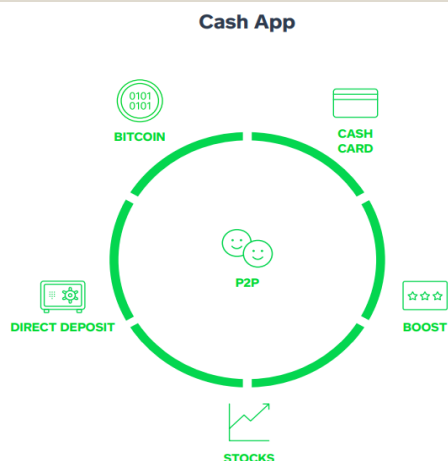
*Utilisant l'application au moins une fois par mois

Square a ensuite capitalisé sur cette base clients en déployant de nouveaux services, cette fois-ci davantage générateurs de revenu :

- **Cash Card** en 2016 (la carte est gratuite mais il y a des frais de 2 \$ sur les retraits, avec également des frais de 2.75% payés par les commerçants lors des achats online ou offline).
- **Cash Boost** en 2018, soit une fonctionnalité de cash back (remboursement d'une partie de la transaction, jusqu'à 15% dans certains commerces) associée à la Cash Card et qui a pour but de favoriser l'utilisation de cette dernière.
- La possibilité d'investir en **bitcoin** dès 2017, Square ayant été l'une des premières sociétés permettant l'achat de cette cryptomonnaie. Si le service était gratuit au lancement, le groupe applique aujourd'hui des frais à hauteur de 1.76% pour chaque transaction. Notons également qu'il existait des frais de services pour les échanges de bitcoins en peer-to-peer (1.76% également) mais Square a annoncé récemment (mars 2021) que ces services seront désormais gratuits.
- **Cash App Investing** en octobre 2019, soit des services de courtage en actions. De la même façon que son concurrent Robinhood, Cash App ne prélève aucun frais de commission pour l'achat d'actions mais se rémunère grâce au paiement pour flux d'ordres (payment for order flow) par des teneurs de marché. Ces derniers rémunèrent en effet Square pour recevoir des ordres de faible montant (ce qui en général est le cas pour les particuliers qui investissent sur Cash App) puisque cela permet d'égaliser plus facilement des contreparties avec de larges montants, améliorant ainsi la qualité d'exécution pour le broker. Notons également que Square a mis en œuvre une nouvelle innovation en matière de courtage en actions, appelée "actions fractionnées", soit la possibilité d'acheter des fractions d'actions (à partir de 1 \$), permettant ainsi à des particuliers d'investir dans des actions dont la valeur unitaire est peut-être trop chère.

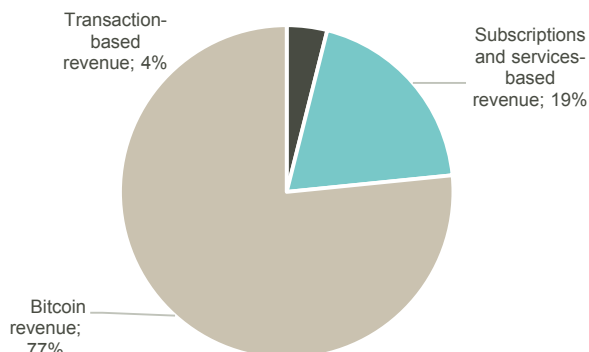


Les produits de Cash App



Sources : ODDO BHF Securities, Square

Sources des revenus de Cash App



Durant la pandémie de COVID-19, nous avons assisté à une très forte accélération de l'adoption de ces services (ARPU en croissance de 130% en 2020). En juin 2020, plus de 7 millions de consommateurs ont utilisé la Cash Card comme moyen de paiement (doublement par rapport à 2019). La plus forte accélération a eu lieu sur l'activité de courtage du groupe (2,5 millions de clients alors que la solution a été lancée seulement quelques mois plus tôt).

En résulte une très forte croissance des revenus (+431% en 2020), tirée par le bitcoin (représentant plus de 75% des revenus de Cash App mais seulement 8% du profit brut de l'application, soit 4% du profit brut total du groupe) et de son profit brut (+168% en 2020 en glissement annuel). Notons également que les chèques de relance ('stimulus check' de 1 200 \$/personne en mars 2020, puis 600 \$ en décembre) ont été des moteurs de croissance importants pour Cash App (cela a favorisé la transition vers les cartes de débit, soit une source de revenus importante pour les acteurs fintech comme Cash App ou Venmo, les clients utilisant souvent ces dernières comme destination préférentielle pour les dépôts direct). Rappelons qu'un nouveau chèque a été annoncé en mars (1 400 \$/personne).

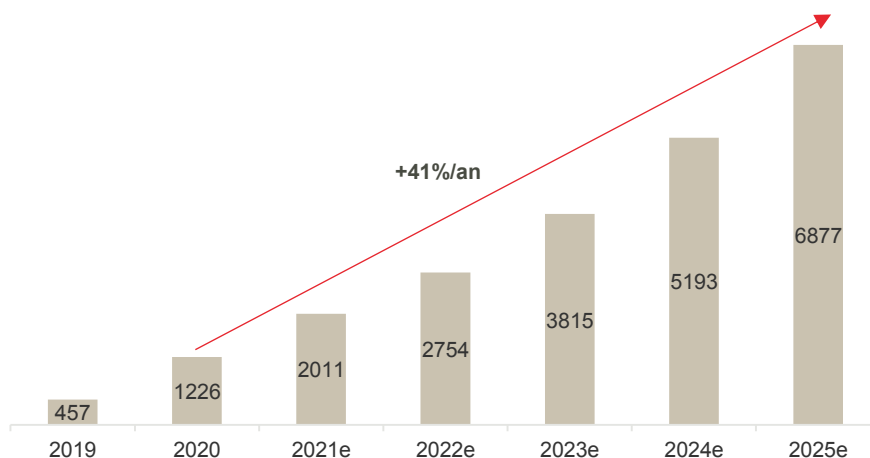
Aujourd'hui, Cash App est une des applications les plus utilisées aux Etats-Unis (1^{ère} application financière depuis 2017 sur Android et l'App Store et dans le top 10 des applications les plus populaires en 2020) et parfaitement positionnée pour continuer de profiter des opportunités de croissance sur le marché des services bancaires digitalisés, alors que l'engagement client accélère (25% des utilisateurs actifs tous les mois l'utilisaient également chaque jour en 2020, contre 18% un an auparavant).

La CFO de Square, Amrita Ahuja, estime ainsi que le marché adressable de Cash App pour ses produits existants est de 60 Md\$ alors que Square souhaite également développer Cash App à l'international et notamment en Europe (le groupe a récemment décidé d'embaucher des équipes supplémentaires pour son bureau en Irlande).

Nous visons ainsi une poursuite de la forte croissance de Cash App pour les années à venir (croissance du profit brut +41%/an en moyenne jusqu'en 2025e).



Évolution du profit brut de Cash App (M\$)



Source : ODDO BHF Securities

Mais la compétition arrive...

Si Cash App est pour l'instant l'application financière la plus utilisée aux Etats-Unis, elle évolue dans un univers très concurrentiel en étant en compétition avec notamment Robinhood, Fidelity et Webull sur ses activités de courtage (également sans frais de commission) et avec Coinbase sur l'investissement en bitcoin (frais de transaction plus faible à 1% vs 1.76% pour Cash App).

L'application est également un concurrent de PayPal, Venmo (détenu par PayPal) et Zelle (détenu par plusieurs banques américaines) sur les paiements P2P et les services de paiement mobile.

Nous pensons d'autre part que les applications de PayPal et Venmo devraient monter en puissance ces prochaines années (intégration de services de courtage, services de crédit à la consommation ainsi que l'investissement et le paiement en cryptomonnaie) et devenir les principaux concurrents de Cash App en tant que Super App financière.

Services de Cash-App vs Venmo et PayPal

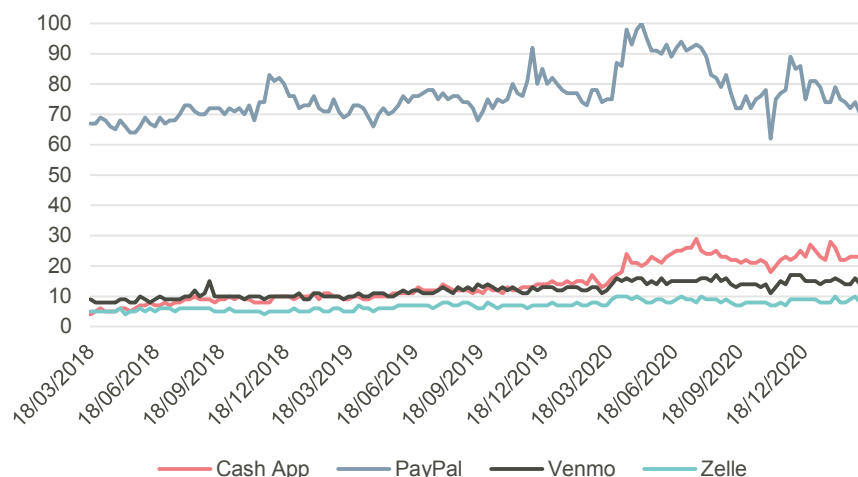
| | Venmo/PayPal | Cash-App |
|-------------------------------|---|--|
| Paiements peer-to-peer | Gratuit | Gratuit |
| Transferts de compte à compte | Gratuit | Gratuit |
| Retraits instantanés | 1% | 1.5% |
| Frais de transaction | 2.9% (facturé aux entreprises) et jusqu'à 1.9% via PayPal | 2.75% (facturé aux entreprises) |
| Virement par carte de crédit | 3% | 3% |
| Achat de cryptomonnaies | 2.30% (prochainement disponible sur Venmo) | 1.76% |
| Service de courtage | n/a (prochainement disponible) | Gratuit pour les consommateurs Rémunération via paiement pour flux d'ordres |

Source : ODDO BHF Securities

Nous sommes en effet particulièrement confiants sur le positionnement de PayPal qui a 1/ le portefeuille technologique nécessaire à la construction d'une Super App financière complète, 2/ la capacité d'entreprendre d'importants investissements, tant en R&D qu'en marketing (le groupe est bien plus rentable que Square) et 3/ est une marque très forte, déjà reconnaissable et gage de confiance pour les consommateurs.



Tendances de recherche Google aux Etats-Unis* (Cash App vs PayPal vs Venmo vs Zelle)



Source : Google Trends

* Les résultats reflètent la proportion de recherches portant sur un mot clé donné dans une région et pour une période spécifique. 100 représente la quantité maximale d'utilisation du terme dans la période et le lieu définis (Etats-Unis ici) et une valeur de 50 signifie que le mot clé a été utilisé moitié moins souvent dans la région concernée

...et le risque réglementaire est significatif

Parmi les sources de revenu de Cash App, certaines sont particulièrement exposées à de potentielles nouvelles réglementations. Cela concerne principalement 1/ les virements instantanés et 2/ le bitcoin.

Le projet FedNow développé par la banque centrale américaine permettra en effet aux institutions financières américaines d'effectuer des transactions de manière quasi instantanée (similaire au projet SEPA en Europe). Cela aura pour conséquence de réduire les coûts de transaction (ce qui devrait avoir un effet légèrement négatif sur les frais de transaction de Square) et d'ouvrir la plateforme à de nouveaux acteurs.

Par ailleurs, près de 80% du revenu de Cash App provient des frais de transaction du bitcoin, même s'ils ne représentent que 8% du profit brut de l'application (4% du profit brut total) en raison de la faible marge (2%) que réalise Square sur ces transactions. Or, si le groupe est déjà exposé au risque lié à la faible visibilité sur l'attractivité future du bitcoin (et non au risque de volatilité, puisque davantage de volatilité serait synonyme de volumes de transaction plus importants), il est aussi exposé à un risque de réglementation sur cette activité, encadrant davantage l'usage des cryptomonnaies.

Une mesure évoquée est par exemple d'exiger des plateformes d'échange d'enregistrer les transactions ou de demander une preuve d'identité pour les transactions au-delà d'un certain montant (la nouvelle secrétaire au trésor américaine Janet Yellen s'y est d'ailleurs montrée favorable). Cela pourrait ralentir la croissance du groupe sur cette activité et l'acquisition de nouveaux clients (le bitcoin est un bon moyen d'attirer de nouveaux utilisateurs dans l'écosystème) tout en occasionnant de nouveaux coûts pour se conformer aux réglementations.



Analyse SWOT

| Forces | Faiblesse |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> Forte capacité d'innovation Présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur (hardware/software, online/offline) 'Best in class' en termes d'offre et de services Adoption forte de Cash App (1ère app financière aux Etats-Unis) | <ul style="list-style-type: none"> Faible pénétration chez les grands marchands (les PME représentent 75% des volumes de transaction, en valeur) Marges bien inférieures à celles de PayPal Taille plus petite que PayPal (moins de possibilités de dépenses marketing) Faible présence à l'international |
| Opportunités | Risques |
| <ul style="list-style-type: none"> Digitalisation croissante des services bancaires Développement international Pénétration chez davantage de grands marchands Monétisation + forte de Cash App Création de nouveaux produits (capacité d'innovation) Accélération de l'omnicanal et de l'adoption des services complémentaires du groupe 'Stimulus check' et la transition vers le débit (vs crédit) | <ul style="list-style-type: none"> Renforcement de la réglementation (bitcoin + virements instantanés) Fin des 'stimulus check' et ralentissement de Cash App Compétition + forte (PayPal/Venmo) et pression sur les marges (+ dépenses marketing) Récession et faillites de PME (exposition importante sur l'activité de prêt aux commerçants) Expansion internationale et M&A mal maîtrisés |

Source : ODDO BHF Securities

Encore beaucoup de croissance, mais les coûts ne devraient pas ralentir à court/moyen terme

Nous anticipons une forte croissance du profit brut (+32% jusqu'en 2025e), avec Cash App pour principal moteur

Square génère son revenu via son offre de services (merchant acquiring, processing, prêts aux PME, hardware...) auprès des marchands (55% du profit brut 2020) et via ses services financiers pour les consommateurs proposés sur Cash App (45% du profit brut 2020).

Nous tablons sur une hausse des transactions (en valeur) en moyenne de 21% jusqu'en 2025 (25% des volumes de transaction de paiement online). Nous visons une croissance des revenus liés aux transactions légèrement plus faible (TMVA 2020-2025e de 20%), avec une baisse progressive du taux de commission, de 2.93% en 2020 à 2.83% en 2025 (avec un mix revenu qui devrait tendre vers davantage de grands marchands, qui exigent des taux de commission plus faibles).

Nous visons par ailleurs une croissance forte du revenu lié à Cash App (TMVA 2020-2025e de 26%), principalement tiré par le revenu du bitcoin en 2021e (+70% en glissement annuel) puis par la montée en puissance des autres services du groupe les années suivantes tels que le courtage en actions et l'utilisation de la Cash Card (TMVA 2020-2025e de 42% du revenu de Cash App hors bitcoin). Une réglementation plus forte sur les services financiers offerts aux consommateurs (notamment en ce qui concerne le bitcoin) pourrait néanmoins ralentir cette croissance.



Cela se traduit par une croissance du profit brut de Cash App de 41%/an en moyenne jusqu'en 2025e (dont +64% en 2021e) et de 23%/an pour le reste des activités de Square Seller (profit brut hors Cash App). La croissance du profit brut ressort à +32%/an en moyenne jusqu'en 2025e.

Évolution du CA et du profit brut de Square par segment

| En M\$ | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Gross Processing Volume (GPV) | 65 342 | 84 655 | 106 239 | 112 295 | 141 492 | 172 620 | 208 870 | 250 644 | 295 760 |
| Growth | 32% | 30% | 25% | 6% | 26% | 22% | 21% | 20% | 18% |
| Take rate | 2.94% | 2.92% | 2.90% | 2.93% | 2.91% | 2.89% | 2.87% | 2.85% | 2.83% |
| Growth | -4.9% | -0.7% | -0.7% | 1.2% | -0.7% | -0.7% | -0.7% | -0.7% | -0.7% |
| Transaction revenue | 1 920 | 2 471 | 3 081 | 3 295 | 4 123 | 4 994 | 6 001 | 7 151 | 8 379 |
| Growth | 31.9% | 28.7% | 24.7% | 6.9% | 25.1% | 21.1% | 20.2% | 19.2% | 17.2% |
| Software & Subscription revenue | 253 | 592 | 1 031 | 1 539 | 2 363 | 3 223 | 4 472 | 6 089 | 8 066 |
| Growth | 95.3% | 134.2% | 74.3% | 49.2% | 53.5% | 36.4% | 38.8% | 36.2% | 32.5% |
| Hardware revenue | 41 | 69 | 85 | 92 | 105 | 118 | 130 | 141 | 151 |
| Growth | -6.5% | 65.4% | 23.4% | 8.5% | 15.0% | 12.0% | 10.0% | 8.5% | 7.0% |
| Bitcoin revenue | 0 | 167 | 516 | 4 572 | 7 772 | 8 704 | 9 401 | 10 153 | 10 965 |
| Growth | | | 210.2% | 785.2% | 70.0% | 12.0% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| Net revenue | 2 214 | 3 298 | 4 714 | 9 498 | 14 363 | 17 039 | 20 003 | 23 534 | 27 560 |
| Growth | 35.9% | 49.0% | 42.9% | 101.5% | 51.2% | 18.6% | 17.4% | 17.6% | 17.1% |
| Cash App revenue (including Bitcoin) | | | 1 124 | 5 968 | 10 035 | 11 827 | 13 772 | 16 142 | 18 931 |
| Growth | | | | 431.2% | 68.1% | 17.9% | 16.4% | 17.2% | 17.3% |
| Square Seller revenue | | | 3 590 | 3 529 | 4 328 | 5 212 | 6 231 | 7 392 | 8 629 |
| Growth | | | | -1.7% | 22.6% | 20.4% | 19.5% | 18.6% | 16.7% |
| Transaction costs | -1 230 | -1 559 | -1 938 | -1 912 | -2 367 | -2 828 | -3 356 | -3 963 | -4 610 |
| as % transaction revenue | -64.1% | -63.1% | -62.9% | -58.0% | -57.4% | -56.6% | -55.9% | -55.4% | -55.0% |
| Software and data product costs | -76 | -170 | -234 | -223 | -339 | -455 | -622 | -829 | -1 064 |
| as % software revenue | -30.0% | -28.7% | -22.7% | -14.5% | -14.3% | -14.1% | -13.9% | -13.6% | -13.2% |
| Hardware costs | -62 | -94 | -136 | -144 | -157 | -171 | -183 | -194 | -204 |
| as % hardware revenue | -150.7% | -137.4% | -161.4% | -157.0% | -149.0% | -145.0% | -141.0% | -138.0% | -135.0% |
| Bitcoin costs | 0 | -165 | -508 | -4 475 | -7 591 | -8 485 | -9 145 | -9 856 | -10 633 |
| as % Bitcoin revenue | | -99.0% | -98.4% | -97.9% | -97.7% | -97.5% | -97.3% | -97.1% | -97.0% |
| Gross profit | 839 | 1 304 | 1 890 | 2 733 | 3 898 | 5 091 | 6 687 | 8 682 | 11 039 |
| Growth | 45.7% | 55.3% | 44.9% | 44.6% | 42.6% | 30.6% | 31.4% | 29.8% | 27.2% |
| Cash App gross profit (estimated) | | | 457 | 1 226 | 2 011 | 2 754 | 3 815 | 5 193 | 6 877 |
| Growth | | | | 168.1% | 64.1% | 36.9% | 38.5% | 36.1% | 32.4% |
| as % of gross profit | | | 24% | 45% | 52% | 54% | 57% | 60% | 62% |
| Square Seller gross profit (estimated) | | | 1 432 | 1 507 | 1 887 | 2 337 | 2 872 | 3 489 | 4 161 |
| Growth | | | | 5.2% | 25.2% | 23.8% | 22.9% | 21.5% | 19.3% |
| as % of gross profit | | | 76% | 55% | 48% | 46% | 43% | 40% | 38% |

Source : ODDO BHF Securities

...mais attention aux marges, qui pourraient décevoir

Nous anticipons une montée en puissance de la compétition sur les services financiers pour les consommateurs (notamment PayPal). Cela devrait occasionner des investissements importants de la part de Square pour son application Cash App (doublement des équipes de vente en 2021e), tant en termes de dépenses marketing que technologiques, en particulier si le groupe accélère le développement international de son application.

Nous pensons ainsi que les dépenses de R&D vont s'accroître (+35%/an d'ici 2023e) et que le groupe devra continuer d'être agressif sur ses dépenses marketing (+33%/an d'ici 2023e après un quasi-doublement de ces dernières en 2020 à +80%).

Nous visons ainsi une marge d'EBITDA (sur un revenu net ajusté des coûts de transaction de paiement et de bitcoin) de 16.7% en 2021e (vs 15.1% en 2020) pour atteindre 21.1% en 2023e. Le ratio EBITDA ajusté/profit brut est également un bon indicateur pour juger de la rentabilité du groupe. Nous visons 18.9% en 2021e et 23.7% en 2023e (consensus à respectivement 18.6% en 2021e et 26.7% en 2023e).

Ainsi, nous anticipons un BPA 2021e de 1.18 \$ (consensus 1.20 \$), soit une croissance des BPA de 49% en moyenne jusqu'en 2025e, en accélération sur la période (puisque nous voyons le groupe investir agressivement dès cette année).



Rappelons que le groupe n'a pas donné de guidance pour l'année mais s'attend à augmenter ses dépenses opérationnelles de 800 M\$ à 900 M\$, objectif sur lequel nous nous sommes alignés (850 M\$).

A noter que le groupe a investi une partie de sa trésorerie (~5%) en bitcoin, soit deux investissements consécutifs de 50 M\$ puis de 170 M\$ en bitcoin (dans l'idée de rendre plus légitime cette forme de monnaie). La situation financière de Square est par ailleurs solide (+854 M\$ en cash net), ce qui lui laisse de la flexibilité pour procéder à des acquisitions de petite taille (< 1 Md\$).

Compte de résultats de Square

| En M\$ | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net revenue | 2 214 | 3 298 | 4 714 | 9 498 | 14 363 | 17 039 | 20 003 | 23 534 | 27 560 |
| Growth | 35.9% | 49.0% | 42.9% | 101.5% | 51.2% | 18.6% | 17.4% | 17.6% | 17.1% |
| Gross profit | 839 | 1 304 | 1 890 | 2 733 | 3 898 | 5 091 | 6 687 | 8 682 | 11 039 |
| Growth | 45.7% | 55.3% | 44.9% | 44.6% | 42.6% | 30.6% | 31.4% | 29.8% | 27.2% |
| SG&A and other | -309 | -369 | -501 | -751 | -1 079 | -1 734 | -2 432 | -3 020 | -3 772 |
| as % of gross profit | -36.9% | -28.3% | -26.5% | -27.5% | -27.7% | -34.1% | -36.4% | -34.8% | -34.2% |
| R&D | -207 | -320 | -413 | -542 | -743 | -1 003 | -1 344 | -1 639 | -1 934 |
| as % of gross profit | -24.6% | -24.5% | -21.9% | -19.8% | -19.1% | -19.7% | -20.1% | -18.9% | -17.5% |
| EBITDA Non-GAAP | 139 | 257 | 417 | 470 | 736 | 1 080 | 1 585 | 2 530 | 3 937 |
| as % of gross profit | 16.6% | 19.7% | 22.1% | 17.2% | 18.9% | 21.2% | 23.7% | 29.1% | 35.7% |
| Income tax and other expenses | -9 | -2 | -25 | 232 | -34 | -56 | -115 | -235 | -447 |
| as % of EBIT | -8.5% | -0.9% | -7.2% | 60.1% | -5.5% | -6.0% | -8.3% | -10.4% | -12.4% |
| Adjusted Net profit Non-GAAP | 115 | 226 | 388 | 426 | 600 | 885 | 1 281 | 2 054 | 3 198 |
| as % of gross profit | 13.7% | 17.3% | 20.5% | 15.6% | 15.4% | 17.4% | 19.1% | 23.7% | 29.0% |
| EPS GAAP Diluted (\$) | -0.17 | -0.09 | 0.81 | 0.42 | 0.07 | 0.40 | 0.90 | 1.95 | 3.63 |
| Growth | -67.0% | -42.8% | -950.0% | -47.8% | -83.8% | 489.6% | 124.5% | 116.2% | 86.4% |
| EPS Non-GAAP Diluted (\$) | 0.30 | 0.56 | 0.83 | 0.84 | 1.18 | 1.74 | 2.51 | 4.03 | 6.26 |
| Growth | 589.2% | 83.5% | 49.8% | 0.8% | 40.6% | 47.4% | 44.5% | 60.2% | 55.5% |

Source : ODDO BHF Securities

Nos prévisions (vs consensus) pour 2021, 2022 et 2023

| En M\$ | 2021e | | | 2022e | | | 2023e | | |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | ODDO BHF | Css | Ecart | ODDO BHF | Css | Ecart | ODDO BHF | Css | Ecart |
| Profit brut | 3 898 | 3 821 | 2.0% | 5 091 | 4 816 | 5.7% | 6 687 | 6 362 | 5.1% |
| Croissance CA | 42.6% | 19.7% | | 30.6% | 20.7% | | 31.4% | 20.7% | |
| EBITDA ajusté | 736 | 710 | 3.7% | 1 080 | 1 133 | -4.6% | 1 585 | 1 698 | -6.7% |
| EBITDA/Profit brut | 18.9% | 18.6% | 29 bp | 21.2% | 23.5% | -231 bp | 23.7% | 26.7% | -299 bp |
| BPA ajusté (\$) | 1.18 | 1.20 | -1.6% | 1.74 | 1.84 | -5.4% | 2.51 | 2.65 | -5.1% |
| Croissance BPA | 41% | 43% | | 47% | 53% | | 44% | 44% | |

Source : ODDO BHF Securities

Initiation de Square à Neutre avec un objectif de 245 \$

Nous valorisons Square à 245 \$ par action (moyenne d'un DCF et d'une valorisation par multiples de PE 2025), soit un potentiel de hausse de 7% (sur le cours du jeudi 1^{er} avril 2021). Aussi nous initions le suivi du titre avec une opinion Neutre.

Valorisation par DCF : 249 \$

Notre DCF aboutit à une valorisation de 249 \$/action. Nos principales hypothèses sont :

- Une croissance annuelle moyenne du CA net et du profit brut de respectivement 17.0% et 24.2% sur les dix prochaines années. Nous estimons ainsi une croissance du profit brut autour de 32% par an jusqu'en 2025, pour ensuite tendre progressivement vers 5%.



- Une marge d'EBIT de long terme de 20% (vs 4% en 2020), grâce aux effets d'échelle, notamment de Cash App (principalement des coûts fixes).
- Un CMPC de 7.2% (β de 0.90, prime de risque de 7.80% et taux sans risque de 0.18%).
- Un taux de croissance LT de 3.0% lié à la sous-pénétration du paiement online.

DCF de Square

| En M\$ | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | CAGR 2020/30 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| Net sales | 14 363 | 17 039 | 20 003 | 23 534 | 27 560 | 31 970 | 36 446 | 40 637 | 43 482 | 45 656 | 17.0% |
| Change | 51.2% | 18.6% | 17.4% | 17.6% | 17.1% | 16.0% | 14.0% | 11.5% | 7.0% | 5.0% | |
| Gross profit | 3 898 | 5 091 | 6 687 | 8 682 | 11 039 | 13 909 | 17 247 | 20 351 | 22 794 | 23 933 | 24.2% |
| Change | 42.6% | 30.6% | 31.4% | 29.8% | 27.2% | 26.0% | 24.0% | 18.0% | 12.0% | 5.0% | |
| Adjusted EBITDA | 736 | 1 080 | 1 585 | 2 530 | 3 937 | 5 447 | 6 927 | 8 377 | 9 383 | 9 969 | 35.7% |
| EBITDA margin | 5% | 6% | 8% | 11% | 14% | 17% | 19% | 21% | 22% | 22% | |
| Adjusted EBIT | 619 | 927 | 1 384 | 2 269 | 3 606 | 4 960 | 6 323 | 7 665 | 8 585 | 9 131 | 37.2% |
| % gross profit | 16% | 18% | 21% | 26% | 33% | 36% | 37% | 38% | 38% | 38% | |
| Depreciation | 117 | 153 | 201 | 260 | 331 | 487 | 604 | 712 | 798 | 838 | |
| % of gross profit | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | |
| Tax rate | 5.0% | 5.0% | 7.0% | 12.0% | 15.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | |
| Tax on EBIT | -31 | -46 | -97 | -272 | -541 | -1 042 | -1 328 | -1 610 | -1 803 | -1 918 | |
| WCR | -683 | -810 | -951 | -1 119 | -1 310 | -1 598 | -1 822 | -2 032 | -2 174 | -2 283 | |
| % of sales | -4.8% | -4.8% | -4.8% | -4.8% | -4.8% | -5.0% | -5.0% | -5.0% | -5.0% | -5.0% | |
| Change in WCR | 136 | 127 | 141 | 168 | 191 | 288 | 224 | 210 | 142 | 109 | |
| Capex | -190 | -242 | -312 | -396 | -386 | -487 | -604 | -712 | -798 | -838 | 19.7% |
| % of gross profit | 4.9% | 4.8% | 4.7% | 4.6% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | |
| Free Cash-flow | 651 | 919 | 1 317 | 2 029 | 3 201 | 4 207 | 5 219 | 6 265 | 6 924 | 7 322 | 31.6% |
| % of gross profit | 4.5% | 5.4% | 6.6% | 8.6% | 11.6% | 13.2% | 14.3% | 15.4% | 15.9% | 16.0% | |
| Change | 38.3% | 41.0% | 43.4% | 54.1% | 57.8% | 31.4% | 24.1% | 20.0% | 10.5% | 5.7% | |
| Discounted Cash-flow | 651 | 872 | 1 167 | 1 677 | 2 468 | 3 025 | 3 501 | 3 920 | 4 042 | 3 987 | |

Source : ODDO BHF Securities

Calcul de l'objectif de cours par DCF (M\$)

| | |
|---|------------|
| Somme des FCF actualisés 2021/2030e | 25 311 |
| Valeur terminale | 97 782 |
| Valeur d'entreprise | 123 093 |
| Trésorerie nette 2020e | 854 |
| Immobilisation financières | 2 236 |
| Valorisation des fonds propres | 126 183 |
| Valorisation par action de Square (\$) | 249 |

Source : ODDO BHF Securities

Sensibilité du DCF à la marge d'EBIT et au taux de croissance LT

| En \$ | | Taux de croissance à l'infini | | |
|-------|-----|-------------------------------|------------|------|
| | | 2.0% | 3.0% | 4.0% |
| MOP | 15% | 171 | 200 | 247 |
| | 20% | 210 | 249 | 311 |
| | 25% | 250 | 299 | 376 |

Source : ODDO BHF Securities

Valorisation par multiples : 241 \$

En se fondant sur nos hypothèses pour 2025, nous estimons le BPA 2025e à 6.26 \$. A 50x les profits, notre valorisation pour 2025 ressortirait à 313 \$/action, soit **241 \$** actualisé à 1 an.

Notons que nous avons pris un multiple de PE plus élevé que celui de PayPal (35x), dont le mix en termes d'activités est plus mature (davantage orienté vers les transactions de paiement et les services aux marchands), alors que Cash App est une activité relativement récente pour Square (mais devrait représenter 62% du profit brut en 2025e).



SQ.N | SQ US

Services informatiques | USA

Neutre

Upside 6.75%

Cours actuel 229.51USD

OC 245.00USD

| DONNEES PAR ACTION (\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|-----------------|
| BPA corrigé | 0.04 | 0.30 | 0.56 | 0.83 | 0.84 | 1.18 | 1.74 | 2.51 |
| BPA publié | -0.50 | -0.17 | -0.09 | 0.88 | 0.48 | 0.08 | 0.46 | 1.03 |
| Croissance du BPA corrigé | ns | ns | 83.5% | 49.8% | 0.8% | 40.6% | 47.4% | 44.5% |
| BPA consensus | | | | | | | | |
| Dividende par action | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| FCF to equity par action | 0.02 | 0.27 | 0.57 | 1.68 | 0.55 | 2.34 | 3.08 | 4.15 |
| Book value par action | 1.69 | 2.07 | 2.76 | 4.04 | 6.05 | 7.35 | 9.29 | 12.11 |
| Nombre d'actions ordinaires fin de période (M) | 341.55 | 379.34 | 405.73 | 425.00 | 443.13 | 443.79 | 444.45 | 445.11 |
| Nombre d'actions moyen dilué (M) | 341.55 | 379.34 | 405.73 | 466.08 | 507.23 | 507.89 | 508.55 | 509.22 |
| VALORISATION (M\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Cours le plus haut (\$) | 15.5 | 48.9 | 99.0 | 82.3 | 242 | 277 | | |
| Cours le plus bas (\$) | 8.4 | 13.8 | 36.2 | 52.4 | 38.1 | 202 | | |
| (*) Cours de référence (\$) | 11.4 | 24.8 | 62.3 | 68.5 | 121 | 230 | 230 | 230 |
| Capitalisation | 3 887 | 9 412 | 25 261 | 29 107 | 53 568 | 101 854 | 102 006 | 102 158 |
| Endettement net retraité | -534.1 | -536.3 | -109.3 | -503.5 | -853.9 | -1 438.6 | -2 275.6 | -3 515.6 |
| Intérêts minoritaires réévalués | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Immobilisations financières réévaluées | 133 | 395 | 927 | 1 210 | 2 222 | 2 282 | 2 348 | 2 400 |
| Provisions (y compris réserve) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| VE | 3 219 | 8 481 | 24 225 | 27 393 | 50 492 | 98 134 | 97 382 | 96 243 |
| P/E (x) | 259 | 81.9 | 112 | 82.2 | 144 | 194 | 132 | 91.3 |
| P/CF (x) | 377 | 103 | 112 | 75.9 | 226 | 93.3 | 68.7 | 50.6 |
| Rendement | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| FCF yield | 0.2% | 1.1% | 0.9% | 2.4% | 0.5% | 1.0% | 1.3% | 1.8% |
| PBV incl. GW (x) | 6.75 | 11.97 | 22.54 | 16.97 | 19.98 | 31.22 | 24.71 | 18.95 |
| PBV excl. GW (x) | 6.75 | 11.97 | 22.54 | 16.97 | 19.98 | 31.22 | 24.71 | 18.95 |
| VE/CA (x) | 1.88 | 3.83 | 7.34 | 5.81 | 5.32 | 6.83 | 5.72 | 4.81 |
| VE/EBITDA (x) | 71.7 | 61.0 | 94.4 | 65.7 | 107 | 133 | 90.1 | 60.7 |
| VE/EBIT courant (x) | 451 | 83.4 | 124 | 80.3 | 131 | 159 | 105 | 69.5 |
| (*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n | | | | | | | | |
| COMPTE DE RESULTAT (M\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| CA | 1 709 | 2 214 | 3 298 | 4 714 | 9 498 | 14 363 | 17 039 | 20 003 |
| EBITDA ajusté | 44.9 | 139 | 257 | 417 | 470 | 736 | 1 080 | 1 585 |
| Dotations aux amortissements | -37.7 | -37.4 | -61.1 | -75.8 | -84.6 | -117.3 | -153.1 | -201.0 |
| EBIT courant | 7.1 | 102 | 195 | 341 | 386 | 619 | 927 | 1 384 |
| EBIT publié | -170.5 | -54.2 | -36.6 | 26.6 | -18.8 | 68 | 260 | 573 |
| Résultat financier | 0.8 | -8.5 | 0.5 | 352 | 235 | -32.0 | -45.0 | -80.0 |
| Impôt sur les sociétés | -1.9 | -0.1 | -2.3 | -2.8 | -2.9 | -1.8 | -10.7 | -34.5 |
| Mise en équivalence | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Activités cédées ou en cours | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Intérêts minoritaires | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| RNpg publié | -171.6 | -62.8 | -38.5 | 375 | 213 | 34.6 | 204 | 459 |
| RNCpg ajusté | 15.0 | 115 | 226 | 388 | 426 | 600 | 885 | 1 281 |
| BILAN (M\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Survaleurs | 57.2 | 58.3 | 262 | 266 | 317 | 317 | 317 | 317 |
| Autres actifs incorporels | 19.3 | 14.3 | 77.1 | 69.1 | 138 | 165 | 198 | 239 |
| Immobilisations corporelles | 88.3 | 91.5 | 142 | 149 | 234 | 279 | 336 | 406 |
| BFR | -212.8 | -249.3 | -319.6 | -401.8 | -546.5 | -682.9 | -810.1 | -951.0 |
| Immobilisations financières | 193 | 564 | 1 468 | 1 703 | 2 917 | 2 977 | 3 044 | 3 095 |
| Capitaux propres pg | 576 | 786 | 1 121 | 1 715 | 2 682 | 3 262 | 4 128 | 5 390 |
| Capitaux propres minoritaires | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Capitaux propres | 576 | 786 | 1 121 | 1 715 | 2 682 | 3 262 | 4 128 | 5 390 |
| Provisions | 57.7 | 69.5 | 93.3 | 94.5 | 549 | 549 | 549 | 549 |
| Endettement net | -488.7 | -376.5 | 416 | -23.8 | -172.5 | -757.2 | -1 594.2 | -2 834.2 |
| TABLEAU DE FLUX (M\$) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| EBITDA | 44.9 | 139.0 | 256.5 | 416.9 | 470.2 | 736.0 | 1 080.5 | 1 585.0 |
| Var. BFR | 21.3 | 36.5 | 70.3 | 82.2 | 144.7 | 136.3 | 127.3 | 140.9 |
| Frais financiers & taxes | 0.1 | 13.0 | 27.9 | 32.1 | 68.1 | 70.0 | 89.5 | 112.0 |
| Autres flux opérationnels | -34.6 | -60.8 | -59.6 | -65.5 | -301.4 | 286.0 | 315.6 | 320.7 |
| Operating Cash flow | 31.6 | 127.7 | 295.1 | 465.7 | 381.6 | 1 228.3 | 1 612.8 | 2 158.5 |
| Capex | -25.5 | -26.1 | -62.8 | 246.8 | -138.4 | -189.6 | -242.5 | -311.9 |
| Free cash-flow | 6.1 | 101.6 | 232.3 | 712.5 | 243.2 | 1 038.7 | 1 370.3 | 1 846.7 |
| Acquisitions / Cessions | -87.3 | -287.6 | -630.9 | -13.1 | -129.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendes | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. Capitaux propres | 96.4 | 162.5 | 133.9 | 118.5 | 162.0 | 144.2 | 144.2 | 144.2 |
| Autres | -15.6 | -93.1 | -520.4 | -382.2 | -139.6 | -598.2 | -677.5 | -750.9 |
| Var. trésorerie nette | -0.8 | -112.2 | -792.4 | 439.6 | 148.8 | 584.7 | 837.0 | 1 240.0 |
| CROISSANCE MARGES RENTABILITE | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Croissance du CA publiée | 34.9% | 29.6% | 49.0% | 42.9% | ns | 51.2% | 18.6% | 17.4% |
| Croissance du CA organique | 34.9% | 29.6% | 49.0% | 42.9% | ns | 51.2% | 18.6% | 17.4% |
| Croissance de l'EBIT courant | ns | ns | 92.3% | 74.5% | 13.1% | 60.4% | 49.9% | 49.2% |
| Croissance du BPA corrigé | ns | ns | 83.5% | 49.8% | 0.8% | 40.6% | 47.4% | 44.5% |
| Marge nette ajustée | 0.9% | 5.2% | 6.8% | 8.2% | 4.5% | 4.2% | 5.2% | 6.4% |
| Marge d'EBITDA | 2.6% | 6.3% | 7.8% | 8.8% | 5.0% | 5.1% | 6.3% | 7.9% |
| Marge d'EBIT courant | 0.4% | 4.6% | 5.9% | 7.2% | 4.1% | 4.3% | 5.4% | 6.9% |
| Capex / CA | -1.5% | -1.2% | -1.9% | -1.3% | -1.5% | -1.3% | -1.4% | -1.6% |
| BFR / CA | -12.5% | -11.3% | -9.7% | -8.5% | -5.8% | -4.8% | -4.8% | -4.8% |
| Taux d'IS apparent | -1.1% | -0.2% | -6.4% | 0.7% | 1.3% | 5.0% | 5.0% | 7.0% |
| Taux d'IS normatif | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% |
| Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x) | -49.7 | -33.3 | 86.2 | 38.6 | 84.8 | 131 | 289 | 792 |
| ROCE post-tax (taux d'IS normatif) | -16.4% | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif) | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns | ns |
| ROE | 2.8% | 16.9% | 23.7% | 27.4% | 19.4% | 20.2% | 24.0% | 26.9% |
| RATIOS D'ENDETTEMENT | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Gearing | -85% | -48% | 37% | -1% | -6% | -23% | -39% | -53% |
| Dette nette / Capitalisation (x) | -0.13 | -0.04 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | -0.01 | -0.02 | -0.03 |
| Dette nette / EBITDA (x) | ns | ns | 1.62 | ns | ns | ns | ns | ns |
| EBITDA / frais financiers nets (x) | ns | ns | 14.3 | 19.4 | 8.3 | 14.2 | 16.6 | 19.8 |

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



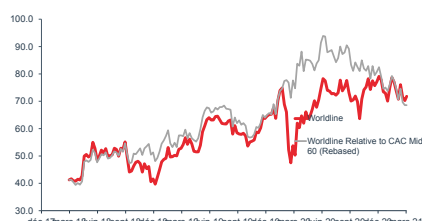
Worldline

Surperformance → | Objectif 90.0 €

Cours (01/04/2021) : 71.80 € | Potentiel : 25 %

| Révision | 2021e | 2022e |
|----------|-------|-------|
| BPA | 0.0% | 0.0% |

Après un T1 compliqué comme prévu, la levée progressive des restrictions sanitaires en Europe permettra une reprise des volumes

Mardi 06 Avril 2021

Données produit
WLN FP | WLN.PA

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Capitalisation boursière (M€) | 13 107 |
| VE (M€) | 23 499 |
| Extrêmes 12 mois (€) | 50.30 - 81.66 |
| Flottant (%) | 83.7 |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|------------------------|------|-------|------|
| Performance absolue | -3.6 | -9.2 | 39.0 |
| Perf. rel. Indice Pays | -8.0 | -16.2 | -0.1 |
| Perf. rel. CAC Mid 60 | -7.9 | -16.8 | -9.6 |

| Comptes | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|-------------------|--------|--------|--------|
| CA (M€) | 5 158 | 5 713 | 6 200 |
| EBITDA (M€) | 1 340 | 1 595 | 1 806 |
| EBIT courant (M€) | 998 | 1 238 | 1 425 |
| RNpg (M€) | 411 | 596 | 738 |
| BPA (€) | 2.16 | 2.71 | 3.21 |
| DNA (€) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| | | | |
|------------------------|------|------|------|
| P/E (x) | 33.2 | 26.5 | 22.4 |
| P/B (x) | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| Rendement (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| FCF yield (%) | 3.1 | 3.9 | 3.6 |
| VE/CA (x) | 4.6 | 4.0 | 3.6 |
| VE/EBITDA (x) | 17.5 | 14.3 | 12.2 |
| VE/EBIT courant (x) | 23.5 | 18.5 | 15.5 |
| Gearing (%) | 20 | 14 | 7 |
| Dette nette/EBITDA (x) | 1.7 | 1.0 | 0.5 |

Next Events

| | |
|------------|------------|
| 21/04/2021 | Q1 Results |
| 27/07/2021 | Q2 Results |
| 19/10/2021 | Q3 Results |

Une sous-performance liée aux restriction sanitaires et une valorisation très attractive

Après la sous-performance du début d'année (-10% YTD en ligne avec Nexi) en raison des restrictions sanitaires, la valorisation est attractive à 17,5x l'EBITDA 2021e et 14,3x 2022e pour une croissance organique de l'EBITDA de 13% par an jusqu'en 2024.

Une guidance 2021 assez prudente, pour absorber les derniers chocs

Malgré des nouvelles qui ne vont pas dans le bon sens sur plusieurs pays où le groupe est fortement exposé (Allemagne, Suisse, Belgique), nous ne pensons pas que la guidance 2021 de croissance 'mid single digit' soit en risque pour l'instant. Au moment de l'établissement de la guidance, le groupe avait été suffisamment prudent. Nous savons en effet que le T1 2021 est difficile, avec une indication de baisse comprise entre celle du T2 2020 (-15%) et celle du T4 2020 (-5%), en raison d'une exposition à des géographies où les restrictions sont plus fortes au T1 2021 qu'au T4 2020 (Belgique, Pays-Bas, Allemagne, Suède...). Nous ne pensons pas que cette série d'annonces change pour l'instant cette prévision, notamment parce que durant le trimestre il y a eu des 'plus' (levée de certaines restrictions en avance notamment en Suisse) et donc aujourd'hui des 'moins'. Nous visons une baisse du CA de 10% au T1. Mais, une durée plus longue des restrictions sur le début du T2 pourrait mettre en danger l'hypothèse d'un rebond high single digit au T2. Toutefois, là encore, au regard du -15% au T2 2020, cette guidance est à l'origine assez prudente.

Les volumes rebondiront dès le reopening, comme cela a été le cas en 2020 et encore plus récemment aux Etats-Unis

Comme cela a été le cas l'an dernier en Europe ou plus récemment aux Etats-Unis, lorsque les restrictions sanitaires sont levées, les volumes rebondissent. Nous pensons qu'il y a une corrélation très forte entre évolution du cours du Bourse et volumes de transactions et donc les titres rebondiront à cette occasion.

Une solution pour les terminaux en 2021 et poursuite du M&A

Concernant la revue stratégique des terminaux, un scénario semble se préciser, le groupe ayant indiqué qu'un véhicule coté n'était pas le mieux adapté pour transformer l'activité d'un modèle hardware à un modèle sous forme d'abonnement et intégrant du software. Nous pensons que le groupe finira par céder une partie de l'activité (potentiellement à un fonds de PE), tout en gardant une participation (minoritaire) pour influencer la roadmap technologique de l'activité. Cela nous semble en effet la meilleure option pour bénéficier des cycles d'upgrade, et générer des synergies avec les autres activités.

Sur la consolidation du secteur en Europe, 50% des volumes d'acquiring sont toujours réalisés par les banques. Mais cette situation évoluera via des acquisitions ou des contrats d'outsourcing dans des pays comme la France, la péninsule Ibérique, la Suède, la Grèce et la Pologne. Des opérations hors Europe sont possibles, dans la foulée d'ANZ, notamment dans des marchés où les standards technologiques et habitudes de paiement sont similaires à ceux de l'Europe (synergies fortes dans ce cadre).

Opinion Surperformance, OC 90 €

Nous réitérons notre opinion Surperformance avec un OC de 90 € : 1/ le groupe bénéficie de la croissance structurelle du paiement en Europe où le cash reste dominant (65/70% des transactions), 2/ la standardisation du marché européen (EPI, SEPA, PSD2 ...) devrait accélérer cette pénétration, 3/ sa position de leader (PdM de 15% en Europe) en fait un consolidateur naturel pour racheter les actifs des banques ou faire des partenariats.

Stéphane Houré (Analyste)
 +33 (0)1 55 35 42 62
 stephane.houré@oddo-bhf.com

Martin Marandon-Carlhian (Analyste)
 +33 (0)1 55 35 42 54
 martin.marandon-Carlhian@oddo-bhf.com



WLN.PA | WLN FP

Services de paiements | France

Surperformance

Upside 25.35%

Cours actuel 71.80EUR

OC 90.00EUR

| DONNEES PAR ACTION (€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
|--|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| BPA corrigé | 1.14 | 0.90 | 0.67 | 2.11 | 1.98 | 2.16 | 2.71 | 3.21 |
| BPA publié | 1.09 | 0.79 | 0.55 | 1.71 | 0.90 | 1.46 | 2.12 | 2.62 |
| Croissance du BPA corrigé | 40.2% | -20.7% | -25.8% | ns | -6.3% | 9.1% | 25.4% | 18.6% |
| BPA consensus | | | | | | | | |
| Dividende par action | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| FCF to equity par action | 1.07 | 1.35 | 1.15 | 1.72 | 1.22 | 2.25 | 2.79 | 2.57 |
| Book value par action | 8.55 | 9.42 | 19.82 | 17.66 | 18.56 | 40.48 | 42.60 | 45.22 |
| Nombre d'actions ordinaires fin de période (M) | 132.35 | 132.90 | 182.56 | 182.76 | 182.76 | 281.99 | 281.99 | 281.99 |
| Nombre d'actions moyen dilué (M) | 132.35 | 132.90 | 182.56 | 182.76 | 182.76 | 281.99 | 281.99 | 281.99 |
| VALORISATION (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Cours le plus haut (€) | 29.1 | 44.0 | 56.3 | 66.0 | 81.7 | 80.4 | | |
| Cours le plus bas (€) | 19.0 | 24.9 | 40.1 | 38.9 | 39.0 | 68.6 | | |
| (*) Cours de référence (€) | 24.8 | 33.0 | 46.7 | 56.2 | 69.3 | 71.8 | 71.8 | 71.8 |
| Capitalisation | 3 280 | 4 387 | 8 527 | 10 263 | 12 671 | 20 247 | 20 247 | 20 247 |
| Endettement net retraité | -398.9 | -309.1 | 35.0 | 641 | 421 | 2 288 | 1 650 | 883 |
| Intérêts minoritaires réévalués | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 678 | 678 | 678 |
| Immobilisations financières réévaluées | 73.1 | 87.8 | 164 | 129 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| Provisions (y compris réserve) | 187 | 188 | 335 | 404 | 404 | 404 | 404 | 404 |
| VE | 2 995 | 4 178 | 8 734 | 11 180 | 13 378 | 23 499 | 22 862 | 22 095 |
| P/E (x) | 21.8 | 36.7 | 69.9 | 26.6 | 35.0 | 33.2 | 26.5 | 22.4 |
| P/CF (x) | 17.3 | 17.4 | 28.5 | 21.7 | 31.1 | 21.9 | 17.9 | 15.6 |
| Rendement | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| FCF yield | 4.3% | 4.1% | 2.5% | 3.1% | 1.8% | 3.1% | 3.9% | 3.6% |
| PBV incl. GW (x) | 2.90 | 3.51 | 2.36 | 3.18 | 3.74 | 1.77 | 1.69 | 1.59 |
| PBV excl. GW (x) | 8.99 | 13.82 | 14.47 | 96.08 | 37.02 | ns | ns | ns |
| VE/CA (x) | 2.29 | 2.62 | 5.08 | 4.69 | 4.87 | 4.56 | 4.00 | 3.56 |
| VE/EBITDA (x) | 11.6 | 12.5 | 22.3 | 18.6 | 19.1 | 17.5 | 14.3 | 12.2 |
| VE/EBIT courant (x) | 15.2 | 16.5 | 29.8 | 25.3 | 25.7 | 23.5 | 18.5 | 15.5 |
| (*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n | | | | | | | | |
| COMPTE DE RESULTAT (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| CA | 1 309 | 1 594 | 1 720 | 2 382 | 2 748 | 5 158 | 5 713 | 6 200 |
| EBITDA ajusté | 259 | 335 | 391 | 602 | 700 | 1 340 | 1 595 | 1 806 |
| Dotations aux amortissements | -62.1 | -82.3 | -98.2 | -159.6 | -179.0 | -341.9 | -356.9 | -381.4 |
| EBIT courant | 197 | 253 | 293 | 443 | 521 | 998 | 1 238 | 1 425 |
| EBIT publié | 210 | 186 | 206 | 294 | 245 | 653 | 893 | 1 077 |
| Résultat financier | -5.9 | -8.1 | -20.4 | 122 | -28.0 | -108.6 | -104.8 | -101.0 |
| Impôt sur les sociétés | -53.7 | -44.1 | -45.3 | -75.0 | -51.0 | -127.9 | -185.3 | -229.3 |
| Mise en équivalence | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Activités cédées ou en cours | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Intérêts minoritaires | -6.2 | -27.8 | -39.8 | -29.7 | -2.0 | -5.0 | -7.3 | -9.0 |
| RNpg publié | 144 | 106 | 101 | 311 | 164 | 411 | 596 | 738 |
| RNCpg ajusté | 150 | 120 | 121 | 385 | 361 | 608 | 763 | 905 |
| BILAN (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Survaleurs | 766 | 934 | 3 013 | 3 115 | 3 044 | 12 981 | 12 962 | 12 943 |
| Autres actifs incorporels | 312 | 353 | 1 095 | 1 080 | 1 100 | 1 100 | 1 100 | 1 100 |
| Immobilisations corporelles | 104 | 129 | 146 | 144 | 130 | 97.3 | 83.2 | 73.8 |
| BFR | -175.1 | -198.5 | -239.4 | -200.2 | -180.7 | -197.5 | -198.7 | -190.5 |
| Immobilisations financières | 73.1 | 87.8 | 164 | 129 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| Capitaux propres pg | 1 131 | 1 251 | 3 599 | 3 221 | 3 385 | 11 401 | 11 997 | 12 735 |
| Capitaux propres minoritaires | 161 | 175 | 209 | 0.0 | 0.0 | 5.0 | 12.3 | 21.3 |
| Capitaux propres | 1 292 | 1 426 | 3 808 | 3 221 | 3 385 | 11 406 | 12 009 | 12 756 |
| Provisions | 187 | 188 | 335 | 404 | 404 | 404 | 404 | 404 |
| Endettement net | -398.9 | -309.1 | 35.0 | 641 | 421 | 2 288 | 1 650 | 883 |
| TABLEAU DE FLUX (M€) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| EBITDA | 258.7 | 335.4 | 391.1 | 602.1 | 700.0 | 1 340.4 | 1 594.9 | 1 806.0 |
| Var. BFR | 37.3 | 33.8 | 15.7 | -46.2 | -19.5 | 16.8 | 1.2 | -198.7 |
| Frais financiers & taxes | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Autres flux opérationnels | -68.6 | -83.2 | -93.3 | -129.1 | -293.2 | -415.2 | -467.8 | -511.1 |
| Operating Cash flow | 227.4 | 286.0 | 313.5 | 426.8 | 387.3 | 942.0 | 1 128.3 | 1 096.2 |
| Capex | -85.3 | -107.0 | -105.5 | -113.9 | -164.9 | -309.5 | -342.8 | -372.0 |
| Free cash-flow | 142.1 | 179.0 | 208.0 | 312.9 | 222.5 | 632.5 | 785.5 | 724.2 |
| Acquisitions / Cessions | -69.3 | -221.2 | -384.9 | -5.4 | 0.0 | -9 052.6 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendes | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. Capitaux propres | 7.5 | 10.7 | -36.8 | 647.7 | 0.0 | 7 604.8 | 0.0 | 0.0 |
| Autres | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Var. trésorerie nette | 83.3 | -37.6 | -216.1 | 957.3 | 222.5 | -815.3 | 785.5 | 724.2 |
| CROISSANCE MARGES RENTABILITE | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Croissance du CA publiée | 6.7% | 21.7% | 7.9% | 38.4% | 15.4% | 87.7% | 10.7% | 8.5% |
| Croissance du CA organique | 3.5% | 4.0% | 6.2% | 6.9% | 15.4% | -0.4% | 63.5% | 7.7% |
| Croissance de l'EBIT courant | 12.4% | 28.7% | 15.7% | 51.1% | 17.7% | 91.6% | 24.0% | 15.1% |
| Croissance du BPA corrigé | 40.2% | -20.7% | -25.8% | ns | -6.3% | 9.1% | 25.4% | 18.6% |
| Marge nette ajustée | 11.5% | 7.5% | 7.1% | 16.2% | 13.1% | 11.8% | 13.4% | 14.6% |
| Marge d'EBITDA | 19.8% | 21.0% | 22.7% | 25.3% | 25.5% | 26.0% | 27.9% | 29.1% |
| Marge d'EBIT courant | 15.0% | 15.9% | 17.0% | 18.6% | 19.0% | 19.4% | 21.7% | 23.0% |
| Capex / CA | -6.5% | -6.7% | -6.1% | -4.8% | -6.0% | -6.0% | -6.0% | -6.0% |
| BFR / CA | -13.4% | -12.5% | -13.9% | -8.4% | -6.6% | -3.8% | -3.5% | -3.1% |
| Taux d'IS apparent | 26.3% | 24.9% | 24.4% | 18.0% | 23.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% |
| Taux d'IS normatif | 28.0% | 28.0% | 28.0% | 28.0% | 28.0% | 23.5% | 23.5% | 23.5% |
| Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x) | 1.8 | 1.4 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.4 |
| ROCE post-tax (taux d'IS normatif) | 19.3% | 16.4% | 8.1% | 7.8% | 9.1% | 8.5% | 6.8% | 7.8% |
| ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif) | 89.4% | 69.5% | 32.8% | 31.5% | 36.2% | 74.6% | 95.5% | ns |
| ROE | 15.7% | 10.0% | 5.0% | 11.3% | 10.9% | 8.2% | 6.5% | 7.3% |
| RATIOS D'ENDETTEMENT | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19 | 12/20 | 12/21e | 12/22e | 12/23e |
| Gearing | -31% | -22% | 1% | 20% | 12% | 20% | 14% | 7% |
| Dette nette / Capitalisation (x) | -0.12 | -0.07 | 0.00 | 0.06 | 0.03 | 0.11 | 0.08 | 0.04 |
| Dette nette / EBITDA (x) | ns | ns | 0.09 | 1.07 | 0.60 | 1.71 | 1.03 | 0.49 |
| EBITDA / frais financiers nets (x) | 431.2 | 304.9 | 488.9 | 109.5 | 25.0 | 12.3 | 15.2 | 17.9 |

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



• Méthode de valorisation

Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de ODDO BHF. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.

• Sensibilité du résultat de l'analyse/classification des risques :

Les avis exprimés dans ce document sont des avis basés sur une date particulière - la date indiquée en première page du présent document. La recommandation peut changer selon des événements inattendus susceptibles, par exemple d'avoir un impact tant sur la société étudiée dans le présent document que sur l'ensemble du secteur.

• Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Surperformance : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Sous-performance : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

• Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.

• L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site de la recherche : www.securities.oddo-bhf.com

| Répartition des recommandations | | Surperformance | Neutre | Sous-performance |
|------------------------------------|-------|----------------|--------|------------------|
| Ensemble de la couverture | (507) | 53% | 33% | 13% |
| Contrats de liquidité | (83) | 58% | 39% | 4% |
| Contrats de recherche | (41) | 61% | 37% | 2% |
| Service de banque d'investissement | (22) | 77% | 18% | 5% |

Risque de conflits d'intérêts :

| Services de banque d'investissement et/ou Distribution | |
|--|-----|
| ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre publique portant sur des instruments financiers de l'émetteur et rendue publique ? | Non |
| ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour des prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ? | Non |
| Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur | |
| ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont-ils convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur ? | Non |
| Contrat de liquidité et market-making | |
| A la date de la diffusion de ce rapport, ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées agit-il en tant que teneur de marché ou a-t-il conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ? | Non |
| Prise de participation | |
| ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V., détient-il une position longue ou courte nette de plus de 0,5% de la totalité du capital émis de l'émetteur ? | Non |
| L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de ODDO BHF SCA ou de sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. ? | Non |
| Disclosure lié à la publication | |
| Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ? | Non |
| Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur ? | Non |
| Autres conflits d'intérêts | |
| ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il au courant de conflits d'intérêts supplémentaires ? | Non |
| Conflits d'intérêts personnels | |
| Les personnes en charge de la rédaction de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière ? | Non |
| Les personnes en charge de la rédaction du présent document ont-elles perçues une rémunération directement liée à des opérations de service d'entreprise d'investissement ou à un autre type d'opération qu'elles réalisent ou aux frais de négociation qu'elles ou toute personne morale faisant partie du même groupe reçoit ? | Non |



Historique des recommandations sur les 12 derniers mois

| Société | Date | Recomm. | Cours | |
|-----------|------------|----------------|-------|--------------|
| Prosus NV | 19/01/2021 | Surperformance | 96.46 | Jerôme Bodin |

Historique des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

| Société | Date | Objectif | Cours | Analyste |
|------------|------------|-------------|---------|------------------|
| Adyen NV | 11/02/2021 | 2200.00 EUR | 2184.00 | Cor Kluis |
| | 02/02/2021 | 2000.00 EUR | 1800.00 | Cor Kluis |
| | 29/10/2020 | 1650.00 EUR | 1508.00 | Cor Kluis |
| | 25/09/2020 | 1450.00 EUR | 1595.50 | Cor Kluis |
| | 21/07/2020 | 1400.00 EUR | 1416.50 | Cor Kluis |
| Edenred | 16/06/2020 | 750.00 EUR | 1237.50 | Cor Kluis |
| | 30/03/2021 | 52.00 EUR | 44.63 | Johanna Jourdain |
| | 03/03/2021 | 50.00 EUR | 44.01 | Johanna Jourdain |
| | 22/02/2021 | 52.00 EUR | 47.46 | Johanna Jourdain |
| | 15/12/2020 | 50.50 EUR | 46.34 | Johanna Jourdain |
| | 23/10/2020 | 47.00 EUR | 42.30 | Johanna Jourdain |
| | 13/10/2020 | 46.50 EUR | 42.96 | Johanna Jourdain |
| | 28/07/2020 | 48.00 EUR | 43.05 | Johanna Jourdain |
| | 16/06/2020 | 45.00 EUR | 39.43 | Johanna Jourdain |
| | 13/01/2021 | 22.00 EUR | 15.48 | Stephane Houri |
| Nexi S.p.A | 06/10/2020 | 23.00 EUR | 16.86 | Stephane Houri |
| | 16/06/2020 | 20.00 EUR | 14.16 | Stephane Houri |
| | 13/05/2020 | 18.00 EUR | 14.06 | Stephane Houri |
| Prosus NV | 16/03/2021 | 111.52 EUR | 94.86 | Jerôme Bodin |
| | 19/01/2021 | 103.03 EUR | 96.46 | Jerôme Bodin |
| Worldline | 25/02/2021 | 90.00 EUR | 74.20 | Stephane Houri |
| | 03/11/2020 | 84.00 EUR | 64.42 | Emmanuel Matot |
| | 29/06/2020 | 90.00 EUR | 75.20 | Emmanuel Matot |
| | 16/06/2020 | 84.00 EUR | 69.02 | Emmanuel Matot |
| | 29/04/2020 | 73.00 EUR | 63.00 | Emmanuel Matot |

Recommandations & Rating Fixed Income

| | Recommandation | Oddo | Rating | |
|------------|----------------|----------------|--------|---------|
| | | | S&P | Moody's |
| Adyen NV | | \ | | |
| Edenred | Neutre | BBB+ \ Positif | | |
| Nexi S.p.A | | \ | | |
| PayPal | | \ | | |
| Prosus NV | | \ | | |
| Square | | \ | | |
| Worldline | | \ | | |



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d'ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d'ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddony.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022
212-481-4002