



## Wirecard - Das ist die Milliarden-Euro-Frage!

Was wirklich zählt bei der Frage, wie wertvoll die Aktie ist

**D**ie britische Financial Times (FT) unterstellt dem Mobile Payment-Shooting Star Bilanzunregelmäßigkeiten. Die Milliarden-Euro-Frage für uns als Anleger ist aber eine andere. Welche das ist, erkläre ich in diesem Special.

Die Finanzzeitung behauptete Ende Januar 2019 der für Asien zuständige Finanzchef von Wirecard habe Mitarbeiter angewiesen, die eigenen Bücher mit Scheintransaktionen innerhalb des Unternehmens aufzupumpen. Mit einem größeren Umsatzvolumen habe man sich so die wichtige Lizenz für Hongkong erschleichen wollen. Die im Mai 2018 engagierte Anwaltskanzlei Rajah & Tann habe die unkorrekten Buchungen in einem explosiven 30-seitigen Report zusammengeschrieben.

Wirecard-CEO Markus Braun hat die Anschuldigungen als substanzlos zurückgewiesen und das jüngst (08.03.2019) noch einmal bekräftigt. Bei dem Report habe es sich um ein vorläufiges Thesenpapier gehandelt. Bei der tatsächlichen Untersuchung habe Rajah & Tann bisher (Stand Februar 2019) nichts gefunden. Ursache des Ganzen sei ein persönlicher Konflikt zwischen Mitarbeitern gewesen. Für ihn sei das Ganze ein Non-Event. Noch im März soll nun der endgültige Bericht veröffentlicht werden und für Klarheit sorgen.

Der massive Einbruch der Aktie kam auch deshalb zustande, weil die FT den Verdacht geäußert hat, dass sich die Bilanztricksereien immer mit dem selben Muster quer durch Wirecards asiatische Einheiten ziehen könnten. Dafür gibt es aber keine Nachweise.

Viel spricht dafür, dass die Unregelmäßigkeiten, so es überhaupt welche gegeben haben sollte, im Vergleich zum Gesamtgeschäftsvolumen von Wirecard vernachlässigbar sind. Bedeutet das nun, dass die Aktie bald wieder die alten Hochs bei knapp 200 Euro angreifen könnte? Um diese Frage beantwor-



ten zu können, müssen wir zunächst schauen, was genau Wirecard eigentlich so erfolgreich gemacht hat?

### Was macht Wirecard so erfolgreich?

Kernasset von Wirecard (und übrigens auch vom niederländischen Rivalen Adyen, der die gleiche Dienstleistung mit einer fast identischen Plattform anbietet) ist eine digitale Plattform zur Abwicklung von Zahlungstransaktionen (Acquiring). Die Wertschöpfungskette (Verbindung der Netzwerke (= Gateway) - Risiko-Management - Akzeptanz - Zahlungsverarbeitung) ist seit Jahrzehnten etabliert. Was sich verändert hat ist aber der Kundenzugang (via Internet) und die Bezahlverfahren (z.B. Paypal). Hier haben die klassischen Acquirer (früher war das einfach die Hausbank) den Anschluss verloren. Der Grund: Der Onlinehandel verlangt eine viel höhere Automatisierung der Finanzflüsse und eine engere Verzahnung mit den internen Prozessen. In diese Lücke sind Adyen und Wirecard gestoßen und breiten sich nun immer weiter aus.

Ich habe die sich daraus ergebenden Chancen früh erkannt und die Aktie meinen Lesern bereits Ende 2012 bei 18,53 Euro als einen meiner Top-Favoriten

für 2013 vorgestellt. Hier der Link zur damaligen Analyse: <https://www.aktien-report.de/files/media/aktien-report/pdf/Wirecard2013.pdf>. Heute liegt der Kurs mehr als siebenmal so hoch wie damals. Trotz dieser fulminanten Performance begleiten Wirecard über die 15 Jahre des Aufstiegs hinweg beständig Zweifel von Skeptikern. Das Spannende ist, dass diese im Prinzip letzten Endes immer auf dieselbe Problematik abzielen: die Margen!

### Short-Attacken: Was die Skeptiker bemängeln

Gehen wir mal ganz weit zurück: Im Diskussionsforum des Finanzportals wallstreet:online gibt es einen Wirecard-Thread der inzwischen 3652 Seiten umfasst. Ich erinnere mich tatsächlich daran als der erste Beitrag dieses Threads verfasst worden ist. Ich habe gerade mal den genauen Termin nachgeschaut: Es war am 1.5.2008 um exakt 15.13 Uhr, also vor über 10 Jahren. Der User, der ihn verfasst hat, äußerte Zweifel, dass die damalige EBIT-Marge von 25% tatsächlich valide war. Er schreibt wörtlich: "Seitenweise werden irgendwelche Umbuchungen in der Vergangenheit erklärt, die aber auch nach mehrmaligem Lesen nicht verständlich sind." Zugleich kritisiert er, dass Wirecard für die Übernahme des österreichischen Marktführers einen Goodwill von 40 Millionen Euro bezahlt habe. Der User mit dem selbstironischen Namen memyselfandi007 findet das etwas viel angesichts der Tatsache, dass das Unternehmen erst zwei Jahre zuvor gegründet worden war. Dieser User ist übrigens durchaus kompetent und in Bilanzfragen sehr bewandert. Er schreibt heute einen der bekanntesten und beliebtesten deutschen Aktien-Blogs mit Namen Value&Opportunity.

Übrigens als Notiz am Rande: Von genau diesem Beitrag hat sich nach eigener Aussage der ehemalige stellvertretende Vorsitzende der Schutzgemein-

schaft der Kapitalanleger (SdK), Markus Straub, inspirieren lassen, als er unter dem Deckmantel des Aktionärsschutzes via SdK im selben Jahr die erste Short-Attacke auf Wirecard startete. Die Aktie fiel daraufhin von 14 Euro auf 5,60 Euro im Tief. Rund 700 Millionen Euro Börsenwert wurden damals - vorübergehend - vernichtet. Die Aktion endete für Straub mit einer Verurteilung zu zwei Jahren und drei Monaten Haft sowie einer Geldstrafe.

Warum grabe ich diese "ollen Kamellen" wieder aus? Nun, weil sich in der Diskussion im Prinzip in diesen nun fast elf Jahren nicht viel verändert hat. Im Zentrum stehen immer wieder zwei Fragen:

1. Woher kommen die hohen Gewinnmargen? Wirecard kann darauf letztlich keine schlüssige Antwort liefern.
2. Wieso zahlt Wirecard so viel Geld für die Übernahmen von sehr kleinen Firmen?

Auch im Zuge der Shortattacke des anonymen Shortsellers Zatarra 2016 (dessen Vorwürfe sich als überwiegend falsch bzw. wenig relevant herausgestellt haben) blieb diese eine Frage trotzdem heiß diskutiert: Auffällig sei, dass die Margen der Konkurrenz im Bereich Payment Processing für Onlineshops im allgemeinen viel geringer seien als bei Wirecard. Kleinere deutsche Wettbewerber wie Novalnet, PAYONE oder Heidepay müssten im Vergleich zu Wirecard mit weniger als der Hälfte auskommen. Bei der Zahlungsabwicklung im stationären Bereich, wo in Deutschland B+S Card Service und Concardis Marktführer seien (und international Worldpay), seien die Margen noch einmal deutlich kleiner, argumentierten die Kritiker.

Wirecard verweist (zurecht) darauf, dass alle Abschlüsse von renommierten Wirtschaftsprüfern (u.a. Ernst & Young) testiert worden seien.

Hinzu kam damals die Diskussion über die teuren Übernahmen in Asien: "Wieso um alles in der Welt kauft Wirecard für sage und schreibe 330 Millionen Euro einen indischen Reiseveranstalter, der es im Geschäftsjahr 2013/2014 auf gerade einmal 15 Millionen Euro Umsatz gebracht hat, wovon nur minimale 0,1 Millionen Euro aus Zahlungsdienstleistungen gestammt haben?" lautete eine der Fragen, die ich mir damals gestellt habe.

Die betreffende Firma heißt GI Retail. Zu der lieferte die FT - wer sonst? - damals verstörende Hintergrund-Infos: Usman Fayaz, der Gründer von GI Retail, habe unerlaubte Anlagegeschäfte betrieben



und die beiden aktuellen GI-Manager Ramu Ramasamy und Palaniyapan Ramasamy hätten zuvor für InLott gearbeitet. Der Gründer von InLott, Santiago Martin, sei wiederum wegen des Verdachts des Lotteriebetrugs und der Geldwäsche verhaftet worden. Ob das alles so stimmt, weiß ich nicht. Selbst wenn, wäre es aber für Wirecard nicht strafbar. Die FT äußerte damals an der Werthaltigkeit aller von Wirecard in Südostasien und Neuseeland erworbenen Firmen Zweifel. Die Vorwürfe der FT aus dem Januar diesen Jahres bauen quasi darauf auf. Weil die Übernahmen damals schon nicht werthaltig gewesen seien, müsse man nun tricksen, um Umsätze vorzutäuschen, so der implizite Vorwurf. Aber warum hat Wirecard diese Übernahmen überhaupt gemacht?



## Warum Wirecard bei Übernahmen viel bezahlt

Ganz einfach, weil sich hier ein gigantischer Markt auftut. Diese Lücke, von der ich weiter oben geschrieben habe, und in die Wirecard gestoßen ist, die gibt es ja nicht nur in Deutschland sondern quasi weltweit. Und wie immer in solchen Konstellationen geht es darum, so schnell wie möglich zu wachsen und sich Marktanteile zu sichern. In Indien hatte es dabei zusätzlich kurz zuvor eine Gesetzesänderung gegeben. Im Zuge der Korruptionsbekämpfung wurde die sich im Umlauf befindliche Bargeldmenge um über 85 Prozent reduziert. Die Regierung unterstützt aktiv die Ausweitung von elektronischen Bezahlösungen. Braun hatte das offenbar sehr früh mitbekommen und wollte unbedingt den Einstieg in diesen Markt - auch wenn er teuer sein würde. Für Außenstehende vielleicht unverständlich teuer. Ich denke, dass sich dieser Einstieg in Indien und anderen asiatischen Märkten mittel- und langfristig als absolut richtig und wichtig herausstellen wird, auch wenn man vielleicht

anfangs mit Schwierigkeiten zu kämpfen hatte. Natürlich ist auch durchaus denkbar, dass Wirecard hier das eine oder andere Mal etwas getrickst hat. Wirecard hat inzwischen Dutzende internationale Tochtergesellschaften. Da ist es schwer, den Überblick zu behalten. Die Beweise für ein Fehlverhalten fehlen aber bisher komplett.

## Die Milliarden-Euro-Frage

Aber zurück zu den Margen: Diese Frage lässt den Anlegern und der Fachpresse einfach keine Ruhe. Im September 2018, also vor der jüngsten Short-Attacke, ging der Analyst Thomas Borgwerth auf dem empfehlenswerten Finanz-Blog finanz-szene.de der Frage nach, warum Wirecard eigentlich viermal so viel Marge macht wie Adyen - bei quasi gleichem Geschäftsmodell?

Während bei Adyen die laufenden Investitionen finanziell eine vernachlässigbare Größe seien, müsse Wirecard gewaltige finanzielle Mittel aufwenden, um den laufenden Betrieb und das Wachstum sicherzustellen. Und das, obwohl das Wachstum von Wirecard - anders als das von Adyen - auch seit Jahren auf Übernahmen beruhe. Umso paradoxer sei deswegen folgendes: Obwohl Wirecard viel mehr Aufwand betreibt, um auf ein vergleichbares Transaktionsvolumen zu kommen, läge die Nettomarge bei 0,72 % während sie bei Adyen nur bei 0,17 % liege und bei Worldpay z.B. bei 0,32 %.

Erklärungsansätze sind, dass das Geschäft mit kleineren Online-Händlern höhermargig sei als mit multinationalen Unternehmen wie bei Adyen. Es könne auch sein, dass die Preistransparenz in Asien noch nicht so hoch sei. Und Wirecard macht ja - nicht zuletzt durch die Zukäufe - inzwischen 45 Prozent seiner Umsätze in Asien. Zudem ist Wirecard in Europa ja auch in Schwellenländern wie zum Beispiel Rumänien sehr aktiv.

Ein anderer Erklärungsansatz ist die Frage, ob Wirecard vielleicht viele Kunden mit relativ hohem Risiko bedient? Bisher ist das nicht erkennbar. Die Forderungsausfälle sind laut Bilanz niedrig. Aber: Die Analysten der Citigroup haben errechnet, dass Wirecard inzwischen 6,5 Prozent des Transaktionsvolumens mit jungen Finanzfirmen, so genannten Fintechs, mache. Diese weisen zwar hohe Wachstumsraten auf, jedoch ist das Risiko erhöht, dass die Anbieter nicht überleben. Andererseits: 6,5 Prozent sind nun auch nicht die Welt und Braun kennt sich in der Branche bestens aus.

Trotzdem könne das keinen Margen-Unterschied mit dem Faktor 4 erklären, schließt Borgwerth. Womit wir wieder beim Thema wären. Die Frage wie profitabel das Geschäft von Wirecard dauerhaft sein kann, entscheidet mit über die Bewertung, die der Markt der Aktie zubilligt. Angesichts der Summen, die Wirecard und Co. bewegen, kann bereits ein Zehntel Prozent Marge einen Unterschied von mehreren Milliarden Euro Marktkapitalisierung machen. Was machen wir nun aus alledem?

### Das Bären-Szenario

Der Fokus auf Schwellenländer und die vielen internationalen Tochtergesellschaften machen Wirecard intransparenter - und angreifbarer! Historisch betrachtet wurde die Aktie über weite Strecken mit einem Abschlag bewertet im Vergleich zu anderen Online-Payment-Unternehmen und auch im Vergleich zu den ausgewiesenen Wachstumsraten. Lediglich im Vorfeld der DAX-Aufnahme in Kombination mit der Technologie-Rallye im Herbst 2018 wurden zeitweise extrem hohe Bewertungen aufgerufen.

Meiner Ansicht nach hatte dieser "traditionelle" historische Bewertungsabschlag bei Wirecard einerseits durchaus gute Gründe. Das extreme organische Wachstum durch viele Übernahmen, die hohen Kosten, ein hoher Anteil von Fintechs als Kunden und der Fokus auf die Schwellenländer sorgen für ein deutlich erhöhtes Risiko. Ich sehe zudem die Gefahr, dass die aktuell hohen Margen nicht dauerhaft gehalten werden können, wenn die Preistransparenz in den Schwellenländern höher wird. Wirecard geht ein hohes Risiko.

### Beispiel für einen missglückten Markteintritt

Und dabei geht auch immer wieder etwas schief. Zum Beispiel in den USA: Im dortigen Blutspende-Markt hat Wirecard durch die damalige Übernahme des Geschäfts mit Prepaid-Karten von der Citigroup den Einstieg geschafft. Allerdings gab es dort anfangs große technische Schwierigkeiten, so dass immer mehr Blutspender auf eine Prepaid-Lösung des Konkurrenten 3Pea International (TPNL) umgestiegen sind. Alleine der Erfolg in diesem absoluten Nischenmarkt sorgte dafür, dass 3Pea von einem am OTC-Markt notierten Pennystock (52-Wochen-Tief bei 0,92 US-Dollar) bis auf aktuell knapp 8 US-Dollar gestiegen ist (der Chart unten rechts zeigt leider nur die Zeit der NASDAQ-Notiz

seit August 2018). Die Marktkapitalisierung liegt bei 345 Millionen US-Dollar. Und das obwohl 3Pea in 2018 nur Umsätze von 23,4 Millionen US-Dollar erlöst hat.

Übrigens: Auf 3Pea bin ich bei Recherchen für meinen Premium-Dienst Breakout-Trader gestoßen. Auch in meinem Aktien-Report [www.aktienreport.de](http://www.aktienreport.de) stelle ich solche spannenden Wachstumsraketen immer wieder vor.

### Das Bullen-Szenario

Das Beispiel 3Pea kann man natürlich so interpretieren, dass Wirecard einen Fehler gemacht hat. Es zeigt aber eben auch, welche hohe Bewertungen der Markt Payment Processing-Firmen zubilligt. Wenn ein Unternehmen, das in einem absoluten Nischenmarkt unterwegs ist und umgerechnet gerade mal rund 20 Millionen Euro umgesetzt hat, schon mit rund 300 Millionen Euro bewertet wird, müsste dann ein relativer Gigant wie Wirecard (der das 100fache der Umsätze macht) nicht eher mit 30 Milliarden Euro oder mehr bewertet sein? Oder nehmen wir Adyen: Wirecard hat in 2018 ja Umsätze jenseits der 2 Milliarden Euro generiert (immer vor dem Hintergrund natürlich, dass hier nicht gefakt worden ist) und dabei einen operativen Gewinn auf EBIT-Basis (also vor Zinsen und Steuern) von über 450 Millionen Euro erzielt. Demgegenüber stehen bei Adyen 337 Millionen Euro Umsatz und 146 Millionen Euro EBIT. Wirecard hat also mehr als das 3-fache EBIT von Adyen erzielt. In 2020 soll Adyen ein EBIT von gut 300 Millionen Euro schaffen, Wirecard soll dann schon bei 865 Millionen Euro liegen. Das heißt, Wirecard ist um ein Vielfaches größer als Adyen und soll es auch bleiben und trotzdem weist Adyen eine Marktkapitalisierung von 18,5 Milliarden Euro auf (bei einem Kurs von 624 Euro) und Wirecard bei 16,3 Milliarden Euro (bei einem Kurs von 132 Euro).



Dieses Bewertungsungleichgewicht verdeutlicht die Chancen nach oben bei Wirecard.

Natürlich sind solche Peer Group-Vergleiche mit Vorsicht zu genießen, weil sie immer auch in die andere Richtung funktionieren. Man könnte genau so sagen: 3Pea und Adyen sind zu teuer und Wirecard ist fair bewertet.

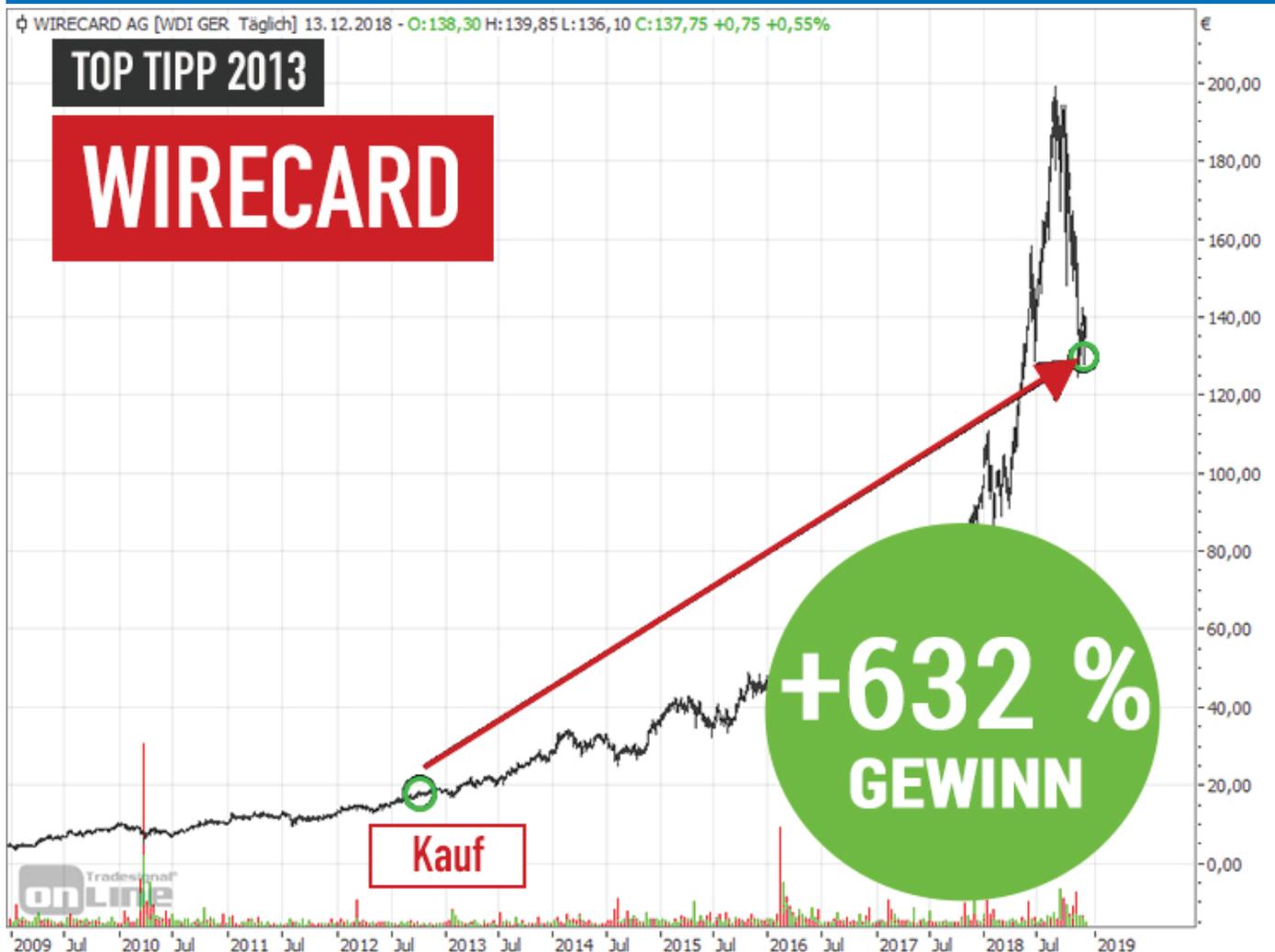
Die Beispiele Adyen und auch 3Pea zeigen aber aus meiner Sicht etwas anderes viel Wichtigeres: Geht die Vision von CEO Markus Braun tatsächlich auf, könnten mutige Anleger - weiter - reich belohnt werden. Denn: Der Markt auf dem sich Wirecard bewegt und der gerade im Moment erst verteilt wird ist gigantisch. Deshalb ist es weit mehr als

Marketing, wenn Braun sagt, Wirecard stehe erst am Anfang seiner Entwicklung.

Wirecard ist ein klassisches Unternehmen der neuen Plattform-Ökonomie. Das heißt: Das Unternehmen führt verschiedene Marktteilnehmer zusammen. Wie oben beschrieben ist diese digitale Payment-Plattform von Wirecard tief mit den Geschäftsprozessen seiner Kunden verwoben. Wer einmal darin "gefangen" ist (wenn man es negativ formulieren möchte), der kommt nicht so leicht wieder raus.

Wirecard breitet sich - wie eine Krake - immer weiter aus und streckt überall seine Fühler rein. Das Potenzial ist gigantisch. Deswegen sind die Bewertungen im Sektor auch so hoch.

## Wirecard 10-Jahres-Chart



Die Frage ist einfach, wieviel seiner PS bringt Wirecard auf die Straße? Glaubt man den jüngsten Aussagen von Braun fährt der Konzern weiter wie auf Schienen. Es werden im Wochentakt neue große Kooperationen bekannt gegeben und in Analystenkreisen wird hinter vorgehaltener Hand schon über eine weitere Prognosenerhöhung spekuliert.

## Wo liegt die faire Bewertung?

Eine ganz andere Frage ist: Wo liegt die faire Bewertung eines solchen Unternehmens? Klassische Kennzahlen wie das KGV greifen aus meiner Sicht bei solchen Wachstumspapieren zu kurz, weil der Fokus kurzfristig eben nicht auf Gewinnmaximierung liegt, sondern auf Marktanteilsgewinnen. Analysten argumentieren hier gerne mit Kennzahlen wie z.B. Enterprise Value (EV) zu EBITDA (also Marktkapitalisierung + Nettocash zu operativem Gewinn vor Steuern, Zinsen, Abschreibungen und Amortisationen) oder auch EV/Umsatz. Bei Wirecard liegen wir hier bei 30 bzw. bei 8,5. Wenn Wirecard die Erfolgsgeschichte in diesem

Stil fortschreiben kann, ist das nicht viel. In den USA gibt es Software-Firmen, die weitaus teurer sind. Ich habe im Breakout-Trader z.B. eine Aktie im Musterdepot, die den IT-Security-Markt mit einer cloudbasierten, hardware-unabhängigen Plattform komplett revolutionären könnte. Dort liegt das Verhältnis EV/Umsatz bei ca. 17, also beim doppelten der Wirecardbewertung. Trotzdem ist diese Aktie seit Aufnahme ins Musterdepot in nur einem Monat um 28 Prozent gestiegen.

Wirecard hat also in jedem Fall weiteres Aufwärtspotenzial. Ich habe die Aktie momentan auch im Musterdepot meines Trendaktien-Reports ([www.trendaktien-report.de](http://www.trendaktien-report.de)). Allerdings mit einer relativ kleinen Position. Denn eines darf auf gar keinen Fall passieren: Rajah & Tann dürfen in ihrem Abschlussbericht keine schwerwiegenden Bilanzierungsunregelmäßigkeiten finden. Sonst droht eine Katastrophe! Nachdem sich Markus Braun aber inzwischen soweit aus dem Fenster gelehnt hat, kann ich mir nicht vorstellen, dass es so eine böse Überraschung geben wird.

## Gesamtfazit

**Wirecard bietet eine der ganz wenigen fulminanten Technologie-Wachstumsstorys aus Deutschland. Das Risiko ist erhöht, aber die Chancen für mutige Anleger bleiben gewaltig!**

**TIPP**

## ERFOLGREICH MIT AKTIEN, ETFS UND CO.

Ich zeige Dir wie –  
wöchentlich &  
100% GRATIS...

### Sichere Dir diese Top-Vorteile:

- ✓ Die besten Aktien & ETFs
- ✓ Konkrete Analysen & Kursziele
- ✓ Einer der besten Aktien-Profis Deutschlands
- ✓ Gratis E-Book (Wert: 19 Euro)



**Lese jetzt kostenlos  
den Aktien-Report  
und erhalte als  
Geschenk das  
E-Book:  
"So findest Du  
Gewinner Aktien"**

**Jetzt sichern >**

### Impressum

#### HERAUSGEBER

Trading Group GmbH & Co. KG  
Kaiser-Wilhelm-Ring 4 · 92224 Amberg  
Gerichtsstand Amberg - HRA 2702

Persönlich haftende Gesellschafterin:  
Trading Group Verwaltungs GmbH  
Geschäftsführer: Markus Müller  
Gerichtsstand Amberg – HRB 4023

Inhaltlich Verantwortlicher gemäß § 10  
Absatz 3 MDStV:  
Armin Brack

#### KONTAKT

info@trading-group.de  
www.trading-group.de

#### Urheberrecht:

Im Aktien-Kanal veröffentlichte Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Jede ungenehmigte Vervielfältigung ist unstatthaft.

### Haftungsausschluss

Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir für glaubwürdig halten. Die in den Artikeln vertretenen Ansichten geben ausschließlich die Meinung der Autoren wieder. Trotz sorgfältiger Bearbeitung können wir für die Richtigkeit der Angaben und Kurse keine Gewähr übernehmen.

Veröffentlichte Aktien/Strategien stellen keine Aufforderung zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren dar. Anleger handeln auf eigenes Risiko, das insbesondere bei Aktien & Derivaten bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals führen kann.

Für eventuelle Verluste wird keine Haftung übernommen. Dies gilt auch für die Haftung unserer Mitarbeiter. Alle Rechte vorbehalten

### Disclaimer

Die Bezeichnungen DAX®, MDAX®, SDAX®, TecDAX® sind eingetragene Marken der Deutschen Börse AG. Die auf den Indizes basierenden Finanzinstrumente werden von der Deutschen Börse AG nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung der Indizes stellt keine Empfehlung der Deutschen Börse AG zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusicherung der Deutschen Börse AG hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte.