



Inhalt

STAMMDATEN 3

EINFÜHRUNG IN ZAHLUNGSSYSTEME 4

VISAS GESCHÄFTSMODELL / KURZHISTORIE 7

 FUNKTIONSWEISE VON KREDITKARTENTRANSAKTIONEN 8

WETTBEWERBSVORTEILE 11

 NETZWERKEFFEKTE 11

 PARTNERSCHAFTEN MIT MOBILE WALLETS VERSTÄRKEN BISLANG DEN NETZWERKEFFEKT 13

 MARKENWERT 15

 GRÖßENVORTEILE 16

 VISA-EUROPE AKQUISITION ZEMENTIERT GRÖßENVORTEILE..... 19

WETTBEWERBSUMFELD UND RISIKEN 21

 RISIKO DURCH REGULIERUNG..... 21

 RISIKO DURCH NEUE TECHNOLOGIEN 22

 LÖSUNG OHNE PROBLEM..... 25

 RISIKO DURCH HÄNDLERZUSAMMENSCHLÜSSE 27

MARKT 28

 MARKTWACHSTUM DURCH STEIGERUNG DER US-KONSUMAUSGABEN..... 31

 CASH & CHECK DOMINIEREN NOCH IM STATIONÄREN RETAIL, ABER TENDENZ FALLEND 33

 E-COMMERCE WÄCHST SCHNELLER ALS RETAIL-GESAMTMARKT 36

HISTORISCHE FINANCIALS 38

 UNTERGLIEDERUNG DER VISA-UMSÄTZE..... 38

 FINANZIELLE ECKDATEN..... 39

BEWERTUNG 42

Disclaimer: Diese Unterlage richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden und Finanzberater und nicht an Privatkunden. Eine Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Wichtiger Hinweis: Patient Capital ist ein EU-richtlinienkonformer Investmentfonds, der gemeinsam mit Covesto Asset Management aufgelegt wurde. Die Covesto Asset Management GmbH handelt als vertraglich gebundener Vermittler im Sinne des § 2 Abs. 10 Kreditwesengesetz (KWG) ausschließlich namens und auf Rechnung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, soweit sie Dienstleistungen erbringt, die der Anlageberatung im Sinne des § 1 Abs.1a Nr. 1a KWG zuzurechnen sind. Covesto Asset Management GmbH ist als vertraglich gebundener Vermittler der NFS Netfonds Financial Service GmbH in das öffentliche Register eingetragen, das von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) geführt wird. Das Register können Sie einsehen unter www.bafin.de.

*Die zur Verfügung gestellte Präsentation der NFS Netfonds Financial Service GmbH ist kostenlos. Sie enthält Inhalte externer Dritter, auf deren Inhalte die NFS Netfonds Financial Service GmbH keinen Einfluss hat. Die Inhalte der hier zusammen getragenen Darstellungen werden mit größter Sorgfalt zusammengetragen und erstellt. Für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier gepflegten Daten, ihres gesetzeskonformen Umfangs und ihrer Darstellung übernimmt die NFS Netfonds Financial Service GmbH indes keine Haftung. Die abgebildeten Informationen stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch sollten allein aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Sie stellen insbesondere **keine Empfehlung**, kein Angebot, keine Aufforderung zum Erwerb/Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit von Transaktionen und auch nicht zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt als Werbemitteilung ausdrücklich **keine Finanzanalyse** dar. Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen.*

Der Erwerb der hierin beschriebenen Wertpapiere kann und sollte ausschließlich auf Basis der im jeweiligen Prospekt enthaltenen Informationen erfolgen. Der Erwerb von Wertpapieren beinhaltet bestimmte Risiken, unter anderem Marktrisiken, Kreditrisiken und Liquiditätsrisiken. Anleger sollten sicherstellen, dass sie alle diese Risiken verstehen, bevor sie sich entschließen, in die hierin beschriebenen Wertpapiere zu investieren. Anleger sollten insbesondere unter Berücksichtigung ihrer Erfahrung, Ziele, finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Situation sorgfältig prüfen, ob die Wertpapiere für sie individuell geeignet sind. Bei Zweifeln sollten Anleger vor einem Investment entsprechende professionelle Beratung in Anspruch nehmen.

WARNHINWEIS: Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit erlaubt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung. Die Anlage in den Fonds unterliegt verschiedenen Risiken, insbesondere dem Wertpapierrisiko. Der Wert einer Vermögensanlage kann sowohl steigen als auch fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass Anleger den von ihnen investierten Betrag nicht vollständig zurückerhalten. Hinsichtlich einer ausführlichen Darstellung der mit einer Anlage in den Fonds verbundenen Risiken wird auf den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen verwiesen, die unter <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/> elektronisch zur Verfügung stehen.

Die NFS Netfonds Financial Service GmbH kann eigene wirtschaftliche Interessen an den Wertpapieren oder anderen in diesem Dokument beschriebenen Finanzinstrumenten oder mit diesen in Beziehung stehenden Finanzinstrumenten haben. Herausgeber ist die NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg.

Weitere Informationen unter: www.patient-capital.de

STAMMDATEN

Kerntätigkeit: VISA ist Betreiber des weltweit größten Debit- und Kreditkartennetzwerkes (außerhalb von China). In den meisten Regionen hat das Unternehmen einen Marktanteil von 50-60% gefolgt von Mastercard (etwa halb so groß wie VISA). Der Größenvorteil ermöglicht es VISA, jede Transaktion zu etwa 40% weniger operativen Kosten abzuwickeln als Mastercard. Mobile Payment-Anbieter wie ApplePay oder PayPal könnten langfristig eine Gefahr für VISA bedeuten (durch Disintermediationsbestrebungen), ziehen es jedoch bislang vor, Partnerschaften mit VISA einzugehen, um direkten Zugang zu über 44 Mio. VISA akzeptierenden Verkäufern zu erhalten sowie zu 1,5 Mrd. VISA-Karteninhabern auf der anderen Seite des Netzwerks. Ich gehe nicht davon aus, dass die Mobile Payment-Anbieter versuchen werden, die eingegangenen Partnerschaften ernsthaft anzugreifen, da VISA an jeder Transaktion lediglich etwa 0,2% des Zahlungsvolumens (payment volume) verdient, während andere Teile der Wertschöpfungskette prozentual deutlich attraktiver sind. So liegen die Gesamtgebühren für Kartenzahlungen branchenweit häufig in der Größenordnung von 2-3% und werden von den Merchants getragen. Der notwendige Aufwand, um VISA aus der Wertschöpfungskette herauszudrängen, würde voraussichtlich den Zusatznutzen nicht ansatzweise rechtfertigen. Die Öffnung des VISA-Netzwerks für „frenemies“ war meiner Meinung nach eine kluge strategische Weichenstellung, von der VISA noch viele Jahre profitieren sollte. Effektiv ist ein Investment in VISA einem Lizenzgebührenmodell auf die Steigerung der globalen Konsumausgaben gleichzusetzen. Die Partizipation an den steigenden Konsumausgaben ist zusätzlich gehebelt durch die Marktanteilsgewinne elektronischer Bezahlverfahren zu Lasten von Cash & Check. Da weltweit noch >80% der globalen Konsumtransaktionen (Anzahl) und >40% (Wert) via Cash & Check bezahlt werden, hat VISA langjähriges Wachstumspotenzial.

Umsatz 2017	18,4 Mrd. USD
EBIT 2017	12,1 Mrd. USD
NI 2017	8,3 Mrd. USD
Levered FCF 2017	8,5 Mrd. USD
Aktienanzahl	2,368 Mrd. Stück
Kurs	112 USD
Marktkapitalisierung	265,5 Mrd. USD
net debt	10,5 Mrd. USD
EV	276,1 Mrd. USD
P/E 2017	32x

EINFÜHRUNG IN ZAHLUNGSSYSTEME

In vielen entwickelten Ländern auf der Welt können Konsumenten zwischen sechs verschiedenen Zahlungssystemen auswählen:

- Cash
- Check
- Kreditkarten
- Debitkarten
- Überweisungen und Lastschriften (in Amerika: ACH)
- Real-Time-Banküberweisungen (in Amerika: wire transfer)

Eine Zahlung beschreibt generell immer einen Wert-Transfer zwischen zwei Parteien. Je nach System gibt es dabei Unterschiede hinsichtlich der Übernahme des Betrugsrisikos, ob Interbankenentgelte (sog. **Interchange-Fees**) gezahlt werden oder nicht und ob der Zahlungsintermediär eine **push**- oder **pull**-Zahlung durchführt.

The payment message flows the same way in both **push** and **pull** payments. In this diagram, End Party A is the party that enters a transaction into the payment system—for example, a merchant depositing a check or an employer sending a direct payroll deposit to its bank.

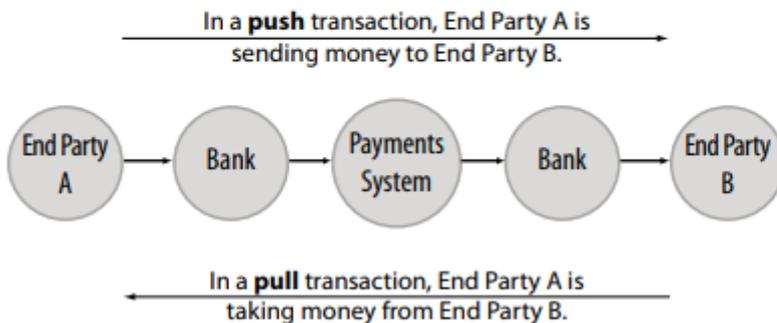


Figure 2-4.
Push and Pull
Transactions

Quelle: Glenbrook Partners

Zur Erläuterung: Wenn Endkunde A Geld an Endkunde B sendet, handelt es sich um eine **push**-Zahlung. Ein alltägliches Beispiel dafür ist, wenn ein Unternehmer seinen Mitarbeitern Gehälter auszahlen möchte. In diesem Fall würde er seine Bank instruieren, Überweisungen via ACH (**A**utomated **C**learing **H**ouse) durchzuführen.

Zieht dagegen Endkunde A einen Geldbetrag von Endkunde B ein, handelt es sich um eine **pull**-Zahlung. Zahlungen per Check, Debit- oder Kreditkarte sind allesamt **pull**-Zahlungen. Für den Fall, dass Endkunde A ein Ladenbetreiber ist, der den Check eines Kunden zu seiner Bank bringt, instruiert er dadurch seine Bank, das Geld von Endkunde B einzuziehen.

Die Unterscheidung zwischen **push**- und **pull**-Zahlungen ist vor allem deshalb relevant, weil sie die Verteilung des Zahlungsausfallrisikos festlegt. Push-Zahlungen sind weniger riskant als pull-Zahlungen, da der Endkunde in dem Moment, in dem er die Zahlung veranlasst, über die nötige

Liquidität bzw. einen nicht ausgereizten Kreditrahmen verfügen muss. Push-Zahlungen haben deshalb kein Bounce-Risiko.

Pull-Zahlungen haben dagegen generell ein **Bounce-Risiko**. Die Bank von Endkunde A weiß nicht, wenn sie die Zahlung einleitet, ob Endkunde B über die nötigen Mittel verfügt, seiner Verpflichtung am Ende nachzukommen. Bei Pull-Zahlungen ist es außerdem notwendig, dass Endkunde A im Besitz einer *authentischen* Autorisierung von Endkunde B ist, die Zahlung einzuziehen.

Während für Verkäufer bei pull-Zahlungen via ACH folglich ein signifikantes Risiko besteht, dass sie im Hier und Jetzt Waren verkaufen und der Kunde dann später nicht mehr über genügend Liquidität verfügt, um seine Verpflichtung zu erfüllen, **garantieren im Unterschied dazu die großen Kreditkartennetzwerke wie VISA und Mastercard bei sämtlichen Face-to-Face-Transaktionen¹, dass der Verkäufer im Falle eines Betrugs oder einer zu geringen Liquidität des Kunden dennoch sein Geld erhält.**

Kreditkarten zu akzeptieren ist für den Verkäufer zwar teurer als pull-Zahlungen via ACH, sie haben dafür jedoch den Vorteil, dass der Zahlungseingang für das verkaufte Produkt von den Netzwerken garantiert wird.

Bedeutung - Zahlungssysteme in VISAs Heimatmarkt USA 2009 (Quelle: Glenbrook Partners)

	Transaktionen	Volumen
Cash	31,5%	0,2%
ACH	11,8%	3,5%
Check	16,7%	2,6%
Kreditkarte	14,9%	0,2%
Debitkarte	25,0%	0,1%
Wire-Transfer	0,1%	93,4%
Total	154 Mrd.	1.000 Bio. USD

Bedeutung - Zahlungssysteme in VISAs Heimatmarkt USA 2015 (Quelle: Glenbrook Partners)

	Transaktionen	Volumen
Cash	32,0%	0,1%
ACH	11,4%	4,2%
Check	6,5%	2,2%
Kreditkarte	14,7%	0,3%
Debitkarte	35,4%	0,2%
Wire-Transfer	0,1%	93,0%
Total	210 Mrd.	>1.000 Bio. USD

¹ gilt nicht uneingeschränkt für den E-Commerce

Charakteristika verschiedener Zahlungssysteme in VISAs Heimatmarkt USA

	Eigentümer	Processing	push / pull	Inter-change	Risiko
Cash	virtuell; Regulierung durch FRB / US-Gesetze	keine Transaktionsverarbeitung notwendig; kein Settlement	push	nein	Fälschungs-Risiko
ACH	Banken; Regulierung durch FRB/NACHA	Verarbeitung in Batches; Netto-Settlement	push & pull	nein	pull: Verkäufer trägt Betrugs- und Ausfallrisiko
Check	virtuell; Regulierung durch FRB / US-Gesetze	Verarbeitung in Batches; Verarbeitung früher in Papierform heute per Bild-Scan	pull	nein	Check-Empfänger trägt Betrugs- und Ausfallrisiko
Kreditkarte	vorwiegend börsennotiert; Network-Inhaber legt Standards / Regeln fest	Autorisierung in Echtzeit; Verarbeitung in Batches; Netto-Settlement	pull	ja	Face-to-Face: Verkäufer wird der Erhalt der Zahlung und Betrugsschutz garantiert
Debitkarte	vorwiegend börsennotiert; Network-Inhaber legt Standards / Regeln fest	Autorisierung in Echtzeit; Verarbeitung in Batches; Netto-Settlement	pull	ja	Face-to-Face: Verkäufer wird der Erhalt der Zahlung und Betrugsschutz garantiert
Wire-Transfer	Banken; Regulierung durch FRB	Einzel-Verarbeitung und Echtzeit-Settlement	push	nein	Empfänger ist abgesichert

VISAs GESCHÄFTSMODELL / KURZHISTORIE

„A dollar is no longer a dollar in this country, it's a Visa dollar. It's only worth 99 cents because they take a piece of every one.“

- Mallory Duncan, senior vice president of the National Retail Federation

“If you think you know what's going to happen to payments systems 10 years out, you are probably under some state of delusion.“

- Charlie Munger, vice chairman of Berkshire Hathaway

“From our standpoint, we're in a position where we're not trying to pick winners; we're not trying to pick winners in consumer experiences, we're not trying to pick winners in the handset manufacturers in terms of who we should partner with. We want to partner with all and we want to enable all that will operate under the security standards that we're comfortable with, that are people that we're comfortable being strategic partners with, that want to do business in the four party model and that can provide some degree of scale.“

- Charlie Scharf, former CEO of VISA

Im Hinblick auf die sechs dargelegten Zahlungssysteme betätigt sich VISA im Bereich der Kredit- und Debitkarten. VISA agiert als Intermediär zwischen Banken. Das VISA-Netzwerk ist ein sogenanntes **Vier-Parteien-Modell**. Neben VISA sind in diesem Modell folgende vier Parteien beteiligt:

- 1.) der Konsument, der eine VISA-Karte besitzt
- 2.) die Hausbank des Kartenbesitzers (**Issuer**), die die Karte herausgegeben hat und das Kreditrisiko trägt
- 3.) ein Verkäufer (**Merchant**), der VISA-Karten akzeptiert sowie
- 4.) die Geschäftsbank des Verkäufers (**Acquirer**)

VISA übernimmt in diesem Vier-Parteien-Modell die Kommunikation bei Zahlungsvorgängen zwischen der Bank des Kartenbesitzers (Issuer) und der des Verkäufers (Acquirer). VISA schickt Autorisierungsanforderungen vom Merchant zum Issuer, übermittelt die Antwort auf die Autorisierungsanfrage in weniger als einer Sekunde zurück an den Merchant und führt jeden Tag im Hinblick auf alle erfolgreich durchgeführten Zahlungsvorgänge ein Netto-Settlement zwischen den beteiligten Banken durch.

Ein Netzwerk wie das VISA-Netzwerk bietet den Vorteil, dass eine Vielzahl von Banken Zahlungsvorgänge untereinander durchführen kann, **ohne dass jeweils bilaterale Verträge geschlossen werden müssen**. Zahlungs-Netzwerke können auf nationaler Ebene, wenn lediglich eine Handvoll großer Banken angeschlossen werden muss, durchaus repliziert werden

(so z. B. girocard in Deutschland oder iDeal in den Niederlanden). Die nationalen Netzwerke stoßen jedoch häufig an Grenzen, wenn sie mit ausländischen Banken kooperieren sollen (z. B. wenn ein Karteninhaber etwas im Ausland bezahlen möchte, im Online-Shop einer ausländischen Fluggesellschaft ein Ticket buchen möchte usw.). Daher gibt es für den Karteninhaber einen Mehrwert, wenn ein Zahlungsnetzwerk nicht nur im Inland sondern auch überall sonst auf der Welt friktionslos funktioniert. Diesen Mehrwert kann VISA als weltweit größtes Kredit- und Debitkartennetzwerk bieten.²

An das VISA-Netzwerk sind insgesamt mehr als 16.800 Banken angeschlossen. Die VISA-Issuer haben insgesamt 3,5 Mrd. aktive Karten in Umlauf gebracht.³ Die Merchants möchten generell jene Karten akzeptieren, die die meisten Kunden besitzen. Kunden wiederum möchten von ihrer Bank (Issuer) eine Kredit- oder Debitkarte beziehen, die sie überall einsetzen können. Deshalb zeigt die Branche eine natürliche Konzentrationstendenz. VISA-Karten werden über die Acquirer an insgesamt 44 Mio. Verkaufsstellen akzeptiert.

Ursprünglich wurden Debit- und später Kreditkarten als Ersatz für Papier-Checks eingeführt. VISA war in den 1950er-Jahren eine von der Bank of America initiierte Karte (damals unter dem Namen „BankAmericard“), die zunächst nur von lokalen Einzelhändlern in Kalifornien akzeptiert wurde. In anderen Regionen starteten marktführende Banken ihre eigenen geschlossenen Kartensysteme (**closed-loop**). Um jedoch eine Interoperabilität zwischen verschiedenen Banken und höhere geographische Reichweite gewährleisten zu können, öffnete die Bank of America das „BankAmericard“-Franchise in den 1960er-Jahren auf Lizenzbasis für Banken außerhalb Kaliforniens, was rasch zu einer größeren Anzahl an nationalen Akzeptanzstellen für die BankAmericard führte (**open-loop**). Zusammen mit Mastercard hatte VISA damit einen first-mover-Vorteil im Bereich der open-loop-Zahlungssysteme und konnte das führende zweiseitige Kreditkartennetzwerk in der westlichen Welt aufbauen.

Funktionsweise von Kreditkartentransaktionen

Der Kern von VISAs Geschäftstätigkeit ist die Ermöglichung der Kommunikation zwischen Issuern und Acquirern. Im engeren Sinne **erfüllen VISAs Rechenzentren zwei Aufgaben: Autorisierung sowie Clearing & Settlement**. Eine VISA-Transaktion beinhaltet meist die folgenden acht Schritte:

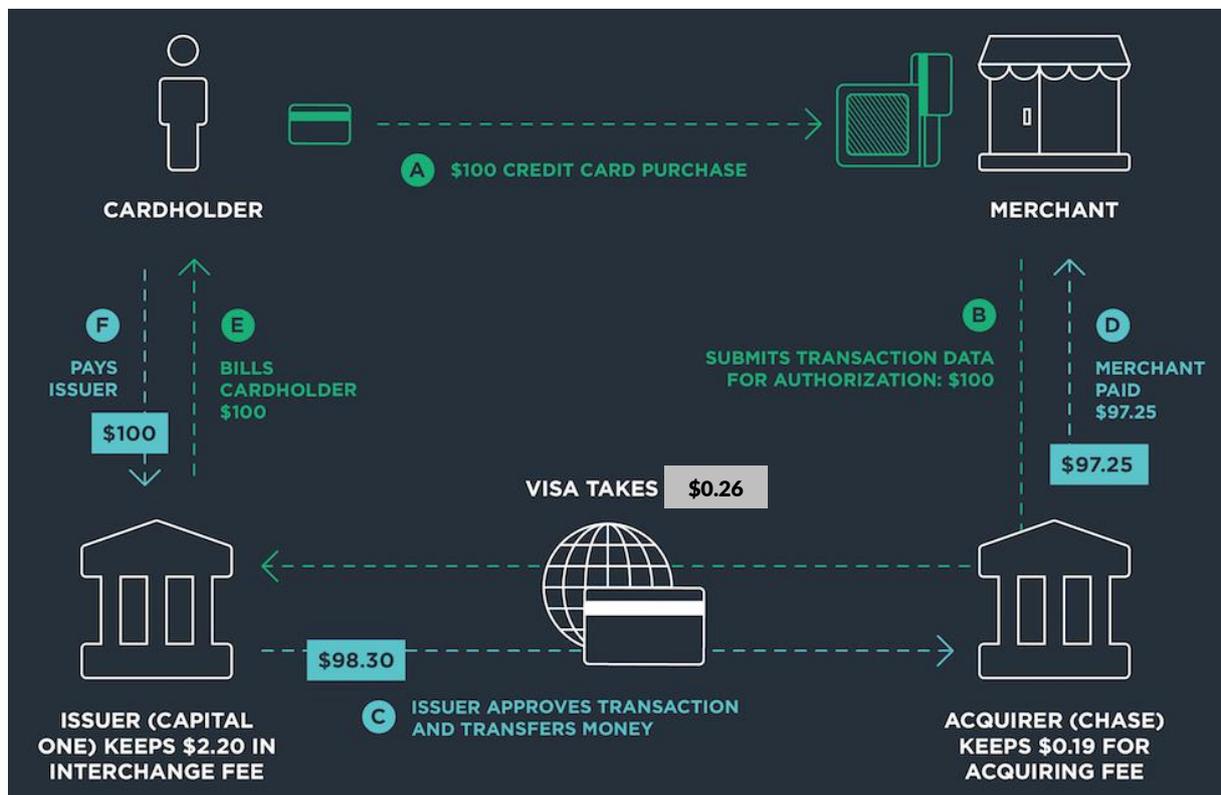
- 1.) Der Karteninhaber möchte beim Verkäufer ein Produkt oder eine Dienstleistung bezahlen und präsentiert dem Merchant zur Zahlung seine VISA-Karte
- 2.) Der Merchant zieht die Karte durch das Magnetstreifenlesegerät oder führt diese in das Chip-Lesegerät ein (EMV-Chip). Dadurch übermittelt der Merchant eine Autorisierungsanfrage an seine Bank, den Acquirer
- 3.) Der Acquirer übermittelt die Autorisierungsanfrage an das VISA-Netzwerk (VisaNet). VISA leitet die Autorisierungsanfrage an die Bank des Karteninhabers weiter. Diese führt einen Check durch, **ob das Konto des Karteninhabers gedeckt ist** oder ob der Kreditrahmen ausgereizt ist. Zudem wird überprüft, ob die **Karte als gestohlen gemeldet wurde** oder ob **Anzeichen für eine betrügerische Transaktion** vorliegen

² exklusive China

³ viele Konsumenten besitzen mehr als eine Kreditkarte, sodass die Anzahl der Karteninhaber bei VISA mit 1,5 Mrd. unterhalb der Anzahl in Umlauf befindlicher Karten liegt

- 4.) Im Normalfall erhält VISA in unter einer Sekunde eine positive Antwort auf die Autorisierungsanfrage und leitet diese an den Acquirer weiter. Dieser beendet dann die Transaktion
 - 5.) VisaNet übernimmt anschließend das Settlement zwischen den beiden involvierten Banken. Genau genommen debitiert sie das Settlement-Konto des Issuers um den Retail-Preis abzüglich einer Interchange-Fee, die der Issuer bei jeder Transaktion einbehält. Dem Settlement-Konto des Acquirers wird der Retail-Preis abzüglich der Interchange-Fee gut geschrieben. Der Acquirer schreibt wiederum dem Merchant nicht den gesamten vom Issuer erhaltenen Betrag gut, sondern behält ebenfalls einen Teilbetrag der Kundenzahlung ein
- 6.) Der Karteninhaber zahlt also den vollen Retail-Preis, **der Merchant erhält jedoch nur den Retail-Preis abzüglich einer Merchant-Discount-Rate.** Die Merchant-Discount-Rate (MDR) wird wiederum berechnet als Interchange-Fee zuzüglich einer Gebühr, die der Acquirer einbehält (MDR = Interchange plus X). Die MDR liegt für Kreditkartentransaktionen außerhalb von Europa häufig in der Bandbreite von 2,0 bis 2,5% (bei American Express höher bis zu 3,5% - zur Refinanzierung der höheren Rewards / Cash Back auf der Kundenseite)

Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht, welche Partei an welcher Stelle einer Kreditkartentransaktion mitverdient. Am payment volume verdient VISA im Verhältnis zur Höhe der Interchange-Fee (in Amerika bei VISA rd. 1,8%-2,0%) nur einen äußerst geringen Betrag. In der Praxis liegt die net revenue yield von VISA im Heimatmarkt bei 0,26% des payment volumes.



Quelle: Plaid Inc.

Im Unterschied zu der im Schaubild gezeigten MDR von 2,75% für Kreditkartentransaktionen kosten ACH-Transaktionen den Merchant erheblich weniger. Das ACH-System befindet sich im Eigentum der Banken selbst, die es ohne Interchange-Fee errichtet haben. Da der Acquirer die MDR auf Basis von „Interchange plus X“ berechnet, kosten ACH-Transaktionen den Merchant im Mittel nur etwa 0,5%. Allerdings haben sie den **Nachteil, dass wenn man sie zum Beispiel im stationären Handel einsetzen würde, der Verkäufer den Erhalt des Retail-Verkaufspreises nicht garantiert bekommt.** ACH-Zahlungen haben im Unterschied zu Kredit- und Debitkarten für den Verkäufer ein Bounce-Risiko.

WETTBEWERBSVORTEILE

Netzwerkeffekte

VISA profitiert signifikant von Netzwerkeffekten, die das Unternehmen über Jahrzehnte hinweg auf Seiten der Kundeninhaber sowie der Akzeptanzstellen aufgebaut hat. Lässt man den chinesischen Markt außen vor,⁴ hat **VISA weltweit die meisten Kredit- und Debitkarten im Umlauf (+3,0 Mrd. Stück), die wiederum an den meisten Verkaufsstellen in der Welt akzeptiert werden (>44 Mio. Verkaufsstellen).**

Verkäufer beschwerten sich zwar fortwährend über die ihres Erachtens zu hohen Merchant Discount Rates, ihr zentrales Bestreben ist jedoch, mehr Verkaufstransaktionen zum Abschluss zu bringen. Die Kosten für jede zusätzliche Transaktion sind am Ende eher sekundär. Die wichtigste Frage für einen Verkäufer ist immer:

„Wenn ich eine bestimmte Zahlungsvariante nicht akzeptiere, besteht tatsächlich ein Risiko, dass der Kunde nicht auf eine Alternative ausweicht, sondern seinen Umsatz am Ende bei einem anderen Merchant macht?“

Merchants möchten deshalb solche Karten akzeptieren, die die meisten Kunden besitzen und täglich einsetzen. Kunden präferieren wiederum den Kartenanbieter, der weltweit die größte Akzeptanz hat und ihnen attraktive Belohnungen verspricht. Während nationale Kartenlösungen (z.B. Girocard in Deutschland) in ihren jeweiligen Ländern eine vollständige Abdeckung bei den Merchants erreichen können, fällt ihre Akzeptanz (durch nicht vorhandene Standards in der Interbankenkommunikation und **fehlende Interoperabilität**) im Ausland rapide ab. VISA-Karten funktionieren dagegen in jedem Winkel dieser Erde, was dazu führt, dass wenn man nur ein einziges Zahlungsmittel mit sich führen dürfte, die VISA-Karte voraussichtlich das Rennen machen würde.

Weltweit gab es 2015 52 Mio. Kredit- und Debitkarten akzeptierende Verkaufsstellen. **Außerhalb von China wird VISA an 96% dieser POS⁵ akzeptiert und Mastercard an 95%.** Dagegen kommt zum Beispiel der US-Wettbewerber Discover außerhalb von China lediglich auf 69%.

Die im Grunde gleich hohe Akzeptanz der beiden Marktführer VISA und Mastercard ist eine Folge des *Dualitätsprinzips*: Banken haben historisch sowohl VISA- als auch Mastercard-Karten herausgeben dürfen, während damit bis 2004 jedoch automatisch ein Verbot einherging, Discover- oder American Express-Karten an die eigenen Kunden zu vertreiben. Discover hatte in den 80er-Jahren einige Initialerfolge⁶ und erreichte bei den Merchants in den USA eine ähnlich hohe Abdeckung wie VISA oder Mastercard. Discover ist jedoch ein

⁴ ebenso wie bei Alphabet ist anzunehmen, dass sich ohne staatliche Interventionen VISA zum Marktführer in China entwickelt hätte. Stattdessen ist UnionPay politisch gewollt zum Monopolisten avanciert

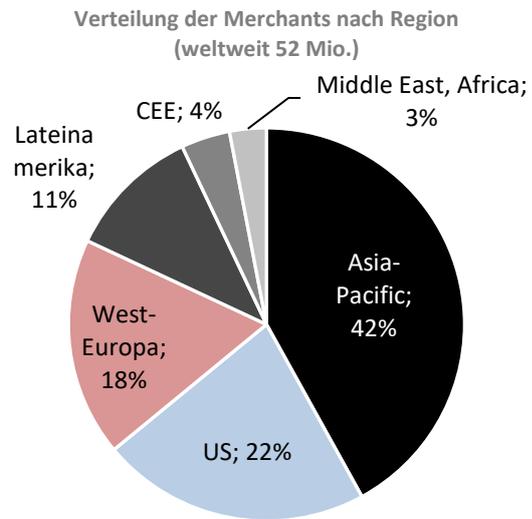
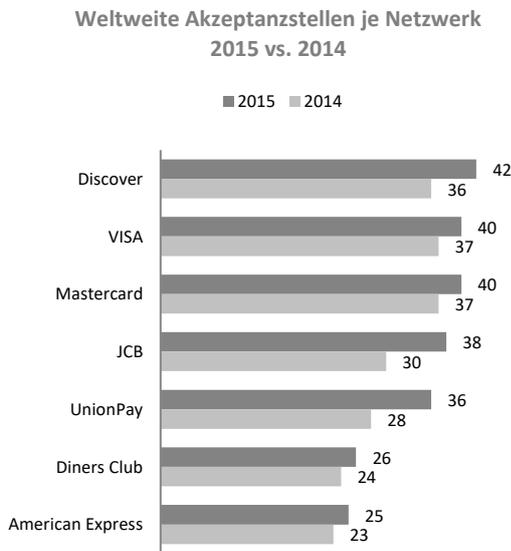
⁵ Point of Sale

⁶ zu Beginn bekamen die Kunden bei Discover einen größeren Kreditrahmen als bei VISA und Mastercard und zudem fielen keine jährlichen Gebühren für die Karte an. Merchants bekamen außerdem das Versprechen, dass die Akzeptanz von Discover-Karten höchstens gleich teuer, häufig jedoch günstiger sein würde als bei VISA, während Amex die eigenen besseren Belohnungssysteme über deutlich höhere Interchange-Fees refinanzieren muss

closed-loop-System und da es vielen Issuern bis 2004 nicht erlaubt war, Discover zu vertreiben, hat das Netzwerk global nie konkurrenzfähige Nutzerzahlen aufbauen können.

Bereits vor 10 Jahren haben sich Discover und UnionPay gegenseitigen Zugang zu ihren Merchants zugesagt und dieses Abkommen in der Praxis auch umgesetzt. *Inklusive* China hat Discover deshalb „auf dem Papier“ die weltweit größte Akzeptanz bei Merchants und nicht etwa VISA oder Mastercard.

42 Mio. Merchants von den bereits erwähnten 52 Mio. Merchants weltweit akzeptieren durch das Abkommen mit UnionPay Discover-Karten (siehe folgendes Diagramm). *Exklusive* China ist VISA jedoch der echte, **unangefochtene Marktführer**.



Partnerschaften mit Mobile Wallets verstärken bislang den Netzwerkeffekt

Von den auf der letzten Seite erwähnten 52 Mio. Merchants weltweit befinden sich nur rd. 12 Mio. in den USA.

VISA und Mastercard werden an so gut wie allen dieser 12 Mio. US-Verkaufsstellen akzeptiert, während die Akzeptanz vergleichsweise neuer elektronischer Bezahlverfahren wie ApplePay oder PayPal (Mobile Wallets) in den USA bislang gering ausfällt. In den vergangenen Jahren wurde unter Investoren häufig diskutiert, ob eine zunehmende Ausbreitung neuer Payment-Methoden den Netzwerkeffekt der Marktführer VISA und Mastercard eher *verstärken* oder *abschwächen* wird.

Für die beiden bekanntesten US-Mobile Wallets, ApplePay und PayPal, stelle ich Folgendes fest: 2014 erfolgte die Markteinführung von Apple Pay in den USA und Stand heute wird das Bezahlverfahren erst **von 36% der US-Merchants akzeptiert. PayPal erreicht im Heimatmarkt eine noch niedriger liegende Akzeptanzquote von lediglich 34% (ggü. quasi 100% für VISA)**. Die geringe Akzeptanz der Mobile Wallets in der stationären Retail-Welt erklärt sich neben veralteter Terminals ohne NFC-Funktion vor allem auch dadurch, dass die Merchants bisher keine Notwendigkeit sehen, ihre Systeme auf Mobile Wallets umzustellen.

Generell ist es so, dass alle installierten NFC-POS-Terminals in der Lage wären, Mobile Wallets zu akzeptieren. Merchants müssten ihren Acquirer lediglich anweisen, z.B. zusätzlich zu VISA und Mastercard Apple Pay freizuschalten. Da jedoch die Transaktionsvolumina über ApplePay bisher extrem gering sind, verlangt der Acquirer für den Zusatzaufwand vom Merchant eine fixe Gebühr. Da der Merchant jedoch die wichtigste Frage für ihn (nämlich: „*verliere ich am Ende den Umsatz mit diesem Kunden, wenn ich neben Bargeld und klassischen Kartenzahlungen nicht auch noch Mobile Wallets akzeptiere?*“) derzeit eindeutig verneinen kann, sieht er keine Notwendigkeit auf Basis zusätzlicher Kosten einen neuen Dienstleister mit ins Repertoire aufzunehmen.

Um schneller eine höhere Akzeptanz bei Merchants aufzubauen, hat PayPal eingesehen, dass es sinnvoll ist, **eine Partnerschaft mit VISA einzugehen, anstatt Transaktionen an VISA vorbei über ACH abzuwickeln und dadurch auf Konfrontation mit VISA zu gehen**. Die 2016 vertraglich fixierte Partnerschaft zwischen PayPal und VISA beinhaltet für VISA den Vorteil, dass PayPal das schädigende Verhalten abstellt und für PayPal den Vorteil, dass VISA neben preislichen Garantien zugesagt hat, dass bis 2020 – dann sollen alle VISA-Terminals auf NFC umgerüstet sein, die heute noch keine contactless-Zahlungsfunktion ermöglichen – die Acquirer *sämtliche* Merchants überzeugen sollen, zusätzlich zu VISA auch PayPal zu akzeptieren.

Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass nicht nur VISA mit der vorherigen Vorgehensweise PayPals unzufrieden war, sondern auch die Issuer selbst. Die Kunden von der Nutzung von Kreditkarten abzuhalten und stattdessen viele Transaktionen über ACH abzuwickeln ist für PayPal margenstärker, aber den Banken entgeht dadurch die Interchange-Fee. Die Interessen von VISA und den kartenherausgebenden Banken haben sich hier ein weiteres Mal als gleichgerichtet herausgestellt und zusammen ist die Verhandlungsmacht dieser Allianz recht hoch.

Wichtiges Zwischenfazit zur möglichen Gefahr durch Mobile Wallets: VISA hat in den vergangenen Jahren seine Plattform (VisaNet) für unzählige Partner geöffnet und kooperiert mit ApplePay, AndroidPay und PayPal.⁷ Diese strategische Weichenstellung **stärkt m. E. eher die Verflechtung von VISA-Karten in Bezahlvorgänge, als dass es sie schwächt.** Da die Akzeptanz der Mobile Wallets im stationären Handel bisher gering ausfällt und sämtliche Wallets ihre Distribution verbessern müssen, ergibt es Sinn, weiterhin partnerschaftlich zu agieren.

⁷ Randnotiz: Contactless-Zahlungen nach dem Modell eines Mobile Wallets wie ApplePay oder in Form des kurzen Berührens eines Terminals mit einer VISA-Karte stehen in den USA noch ganz am Anfang. Nach einer Auswertung von Juniper Research waren in 2016 erst 2% aller Retail-Transaktionen in den USA contactless. Ihr Anteil soll auf 34% in den nächsten fünf Jahren bis 2022 ansteigen. Im gleichen Zeitraum soll der globale Anteil von contactless-Zahlungen an sämtlichen Retail-Transaktionen von 15% auf 53% ansteigen. In diesem Marktumfeld kann es sich keiner der Mobile Wallet-Anbieter erlauben, bei der Anzahl der Akzeptanzstellen hinter die Konkurrenz zurückzufallen. Die Acquirer im VISA-Netzwerk haben die Akzeptanz bei über 44 Mio. Merchants weltweit über Dekaden hinweg langwierig step-by-step aufgebaut. Diese Vertragsbeziehungen zu replizieren ist eine Barriere für ApplePay und PayPal und ein Wettbewerbsvorteil für VISA. Ich gehe davon aus, dass die Partnerschaften („frenemies“) mindestens noch so lange Bestand haben werden, wie Mobile Wallets außerhalb des E-Commerce um bessere Distribution kämpfen

Markenwert

Ein weiterer Wettbewerbsvorteil von VISA ist das Vertrauen der Konsumenten in die starke Marke und die mit der Marke assoziierte Sicherheit von Bezahlvorgängen. VISA investiert jährlich etwa 1 Mrd. USD ins Marketing, um diese Assoziation bei Konsumenten weiter zu festigen und zu vermitteln, dass VISA gleichbedeutend mit einer sehr sicheren Kartenzahlung ist, die in jedem Winkel der Welt friktionslos akzeptiert wird.

Ein hoher Markenwert im Bereich der Zahlungsabwicklung ist m. E. von deutlich größerer Bedeutung als in anderen, weniger sensitiven Bereichen. Wenn es um die Sicherheit des eigenen Vermögens geht, gibt es eine größere Tendenz dazu, auf etablierte Standardlösungen zu vertrauen und weniger Neugierde, neue Produktlösungen auszuprobieren.

Gerade in fremden Umgebungen (Tourismus) hat es für die Kunden einen Mehrwert, wenn sie darauf vertrauen können, dass ihr Bezahlvorgang sicher ist und reibungslos funktioniert. Verkäufer profitieren in solchen Fällen von einem positiven Halo-Effekt, wenn sie klar von außen zu erkennen geben, dass sie Teil des VISA-Netzwerks sind.

Visa's Brand Drives Value for Merchants

When Visa Signage is on U.S. Merchant Door, Consumers Are...



Langfristig wird meiner Meinung nach der beträchtliche Wert der Marke VISA für den Wettbewerbsvorteil des Unternehmens jedoch etwas an Bedeutung verlieren, da an immer mehr POS der Bezahlvorgang in den Hintergrund treten wird (so wie z. B. bei UBER, wo die Fahrt bereits automatisch abgerechnet und bezahlt ist, sobald man den Zielort erreicht und aus dem Fahrzeug ausgestiegen ist).

Größenvorteile

VISA profitiert zuletzt auch von signifikanten Größenvorteilen und erwirtschaftet aufgrund der eindeutigen Marktführerschaft in der westlichen Welt höhere operative Margen als seine direkten Konkurrenten.

Zahlungsabwicklung ist generell ein **von hohen Fixkosten geprägtes Geschäft**. VISA und Mastercard müssen jeweils redundante Hochsicherheits-Rechenzentren in unterschiedlichen Staaten errichten und außerdem eine Lernkurve absolvieren, wie sie Betrugsfälle bestmöglich erkennen, managen und verhindern können. Betrugs- und Beschwerdemanagement sind für neue Unternehmen im payment-Sektor regelmäßig eine beträchtliche Herausforderung, wenn es um die Aufrechterhaltung langfristiger Kundenzufriedenheit geht. Das nicht vorhandene Know-How im Bereich Betrugsmanagement führte beispielweise PayPal im Jahr 2000 an den Rand des Ruins.

Max Levchin, Mitgründer von PayPal, sagte dazu:

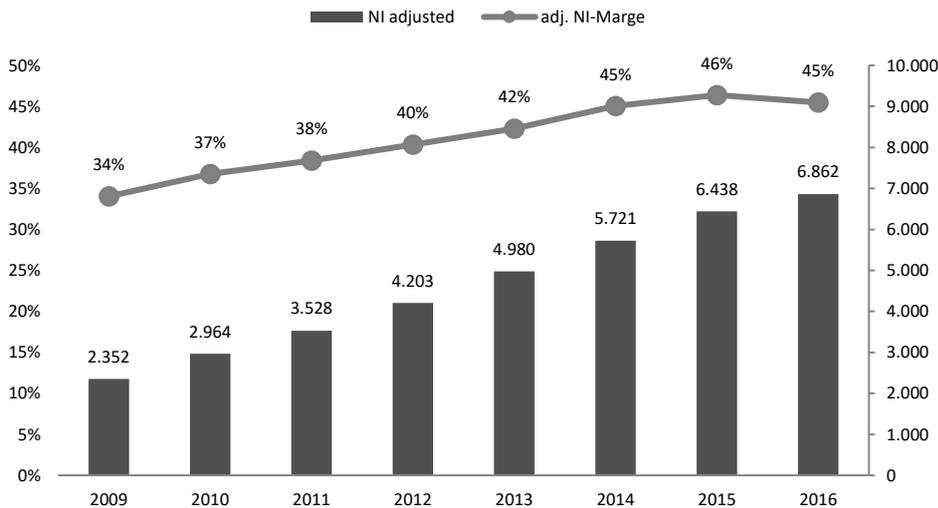
*“The highest rate of fraud that we've ever seen as a percentage of the total volume was well above 1%. And I don't know exactly which figure I'm allowed to spill because I think, **at one point, we were so high, Visa actually had the right to shut us down from processing credit card payments.** At a certain point, once fraud gets -- The presumption was that there was so much fraud that we were just ripping people off. [...] Today, the fraud rate at PayPal runs at about 0.27 the last I checked, which as you can see is still decreasing. The work to do that was really fundamental, critical and very, very technological difficult, which leads up to the following summary or the way that I see PayPal. PayPal is actually a, more or less, commodity business. It sounds very cool and innovative e-mailing money around and moving money in the Internet, but it's really not very difficult. The credit card interface has existed for 20 years. The AFT system existed since the '70s which is the way you move money into bank accounts. It's really not that tough. All we really do is to put it a very pretty Web front on it and let people use their e-mail address instead of their account number. [...] **The underlying business model of PayPal is actually that of a security company, a risk management company, that provides an extremely important yet commodity business on top.** And the toll-bridge model which PayPal turned to in August 2000, namely every time someone sends you a little bit of money, we just take a slight bit off the top is really not very novel either. It's how Western Union works. It's how a lot of other transactional processors work all over the world. But this ability to make the costs very, very low because we can almost always certainly tell that the losses are going to be -- that we are always going to underwrite the losses. We can always tell if the funds are going to be stolen, stop them, investigate them, on occasion, put the guilty party in front of the law enforcement officers, is very valuable.”*

Sobald diese Bezahl- und Betrugsmanagement-Infrastruktur jedoch einmal vorhanden ist, gehen die variablen Kosten einer inkrementellen Transaktionsabwicklung gegen Null und der Marktführer profitiert von einem Größenvorteil. Aus diesem Grund (Auslastungsvorteil) ist VISA operativ profitabler als die #2 in der westlichen Welt Mastercard. Der Kostenvorteil beider Marktführer gegenüber einem potentiell neu in den Markt eintretenden Unternehmen ist als massiv einzustufen.

So hat VISA z. B. zwischen 2009 und 2016 8,2 Mrd. USD inkrementelle Umsätze erwirtschaftet bei einer gleichzeitigen Zunahme sämtlicher operativer Kosten um lediglich 1,7

Mrd. USD. Die EBIT-Marge auf diese zusätzlichen Transaktionen beträgt damit knapp 80%. Durch die niedrigen variablen Kosten jeder zusätzlichen Transaktion konnte die berichtete EBIT-Marge zwischen 2009 und 2016 von 51% auf 66% gesteigert werden (in absoluten Zahlen: EBIT-Anstieg von 3,5 Mrd. USD auf 10,0 Mrd. USD; Faktor 2,9, CAGR: 16%). Die Nettogewinnmarge stieg im gleichen Zeitraum von 34% auf 45% (in absoluten Zahlen: NI-Anstieg von 2,4 Mrd. USD auf 6,9 Mrd. USD; Faktor 2,9, CAGR: 16%).

Entwicklung des VISA-Nettogewinns und der NI-Marge 2009-2016



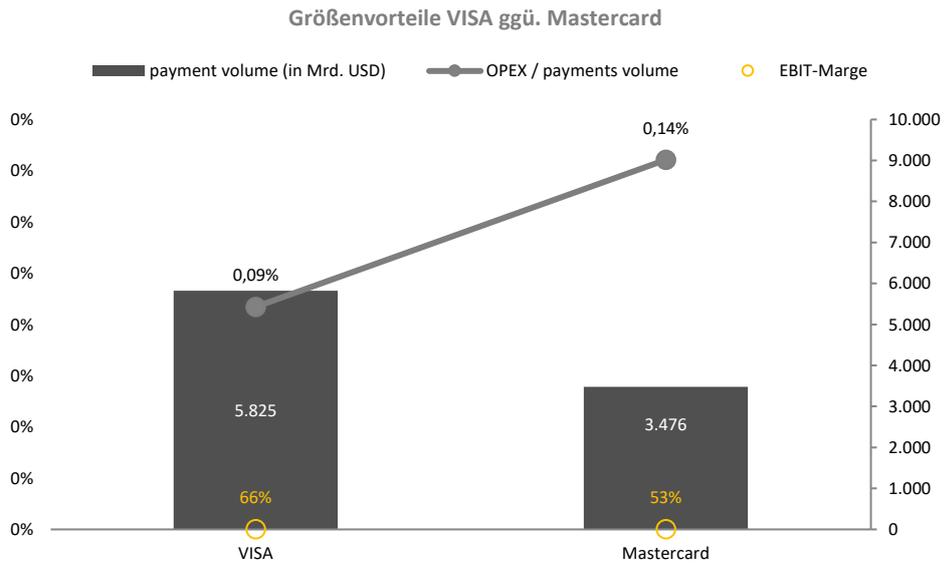
Der Größenvorteil gegenüber etablierten Netzwerken wie Mastercard lässt sich gut anhand der geringeren operativen Kosten je Dollar payment volume veranschaulichen. Für jeden Dollar erhalten Mastercard und VISA von den Issuern und Acquireern in etwa den gleichen Prozentsatz, nämlich in Summe rd. 0,26%.⁸ **Diesen 0,26% stehen bei VISA operative Kosten von insgesamt 0,09% vs. 0,14% bei Mastercard gegenüber.** Jede Transaktion kann bei VISA bei identischem Pricing aufgrund der Marktführerschaft folglich zu rd. 40% weniger Kosten abgewickelt werden.⁹

Im Umkehrschluss könnte VISA in einem hypothetischen Preiskampf für jeden Dollar im Mittel eine Gebühr von 0,13% erheben (-50%) und wäre bei gleicher Transaktionsmenge weiterhin hochprofitabel (EBIT-Marge dann 31%), während Mastercard bei gleicher Fixkostenstruktur und Transaktionsmenge in die Verlustzone(!) rutschen würde.¹⁰ Heute erzielt VISA eine operative Marge von 66% ggü. 53% auf Seiten Mastercards.

⁸ Mastercard hat durch Zukäufe etwas höhere Umsätze aus dem Nicht-Kreditkartengeschäft und kommt deshalb auf eine berichtete Yield = Net revenues / payment volume von 0,31% vs. VISA 0,26%. Im Kerngeschäft nehmen beide jedoch ungefähr gleich hohe Gebühren

⁹ Ein weiterer Punkt, der die Größenvorteile von VISA qualitativ verdeutlicht: VISA hat 2016 Costco als exklusiven Kunden von American Express gewonnen zu Konditionen, die für jedes kleinere Netzwerk aufgrund der beschriebenen Größennachteile voraussichtlich nicht mehr anreizkompatibel gewesen wären

¹⁰ ein tatsächlicher Preiskampf zwischen beiden Unternehmen ist aber natürlich hochgradig(!) unrealistisch



VISA-Europe Akquisition zementiert Größenvorteile

VISA hat die im vorigen Abschnitt beschriebenen Größenvorteile zuletzt durch die Übernahme von VISA Europe erfolgreich weiter ausgebaut. Ende 2016 wurden die europäischen Aktivitäten (VISA Europe) in den Konzern eingegliedert, die sich zuvor im Besitz von 3.000 europäischen Banken befanden. Im Ergebnis erreicht VISA dadurch ein größeres Transaktionsvolumen und mehr internationale Diversifizierung.

In den jüngst veröffentlichten 2017er-Zahlen ist VISA-Europe erstmalig für ein komplettes Geschäftsjahr im Konzernabschluss konsolidiert. In Europa betragen die gesamten persönlichen Konsumausgaben (personal consumption expenditures oder kurz: PCE) rd. 8,6 Bio. Euro. Davon werden 5,1 Bio. Euro (59%) über Karten und andere elektronische Zahlungsmethoden abgewickelt (**Cash & Check repräsentieren die verbleibenden 41% der gesamten PCE im Vergleich zu je nach Quellenangabe 25-30% in den USA**).

VISA-Europe mit deutlichem Ergebnisverbesserungspotenzial		
approximierte Werte	USA	Europa
total PCE (in Bio. USD)	12,8	8,6
davon Cash & Check	25%	41%
VISA payment volume (in Bio. USD)	3,3	1,5
Anteil an Σ VISA payment volume	44%	20%
VISA net revenues (in Mrd. USD)	8,6	1,7
Anteil am VISA-Gesamtumsatz	57%	11%
VISA net revenue yield	0,26%	0,11%
OPEX / payments volume	0,09%	0,08%
operating margin	66%	27%
EBIT (in Mrd. USD)	5,7	0,5

Meines Erachtens **bietet die VISA-Europe-Übernahme viel leicht zu hebendes Ergebnissteigerungspotenzial**. VISA-Europe befand sich zuvor im Eigentum der (kartenherausgebenden) Banken und wurde vom ehemaligen Management nicht mit Blick auf den höchstmöglichen Profit geführt. Non-for-profit-Organisationen, die durch einen Eigentümerwechsel auf Profit getrimmt werden, sind häufig gute Investment-Cases.

Zum Zeitpunkt des ursprünglichen VISA-IPOs (vorher: non-for-profit Organisation im Besitz amerikanischer Banken) kam es zu deutlichen Preiserhöhungen von VISA gegenüber den Issuern. Ähnliches wird meiner Meinung nach auch in Europa passieren.

Hohe Fixkosten und niedrige variable Kosten führen wie beschrieben dazu, dass VISA auf Konzernebene 40% geringere operative Kosten pro abgewickelterem Dollarvolumen erreicht als Mastercard (OPEX / payments volume: 0,09% für VISA vs. 0,14% für Mastercard). Das Europa-Geschäft von Mastercard wird anders als VISA-Europe als fester Bestandteil der börsennotierten Mutter bereits seit vielen Jahren mit dem Ziel eines möglichst hohen Profits betrieben. Da Mastercard aber global wie auch in Europa nur halb so groß ist wie VISA und die Fixkosten auf eine deutlich kleinere Anzahl an Transaktionen verteilen muss, verlangen sie in Europa derzeit eine deutlich höhere Fee als die bisherige VISA-Europe-Fee.

Genauer gesagt liegt die **net revenue yield von Mastercard in Europa etwa bei 0,15% und für VISA-Europe bei 0,11%**. Ich gehe davon aus, dass VISA in Europa 2018 oder 2019 die Lücke

schließen wird und Europa dann mindestens zusätzliche 0,2 bis 0,3 Mrd. USD Nettogewinn zum Konzernergebnis beisteuern wird (VISA-Konzernergebnis 2017: 8,3 Mrd. USD). Der Effekt ist stand-alone jedoch nicht übermäßig signifikant und würde lediglich einem EPS-Anstieg um 3 bis 4% gleichkommen.

WETTBEWERBSUMFELD UND RISIKEN

Risiko durch Regulierung

Der hohen Wettbewerbsqualität VISAs und kontinuierlich steigenden Einflechtung des Unternehmens in globale Bezahlvorgänge stehen verschiedene Risiken gegenüber.

Meiner Meinung nach besteht ein dauerhaftes Risiko für VISA in politischen und regulatorischen Reformvorschlägen.

Beispielhaft für das politische Risiko stehen die zuletzt erfolgreich umgesetzten Reformvorschläge hinsichtlich einer **Deckelung von Interchange-Fees bei Kredit- und Debitkartentransaktionen**. Die politische Argumentation dahinter ist stets, dass durch Interchange-Fees den Konsumenten Kaufkraft entzogen wird zum Wohle der Banken und Kreditkartennetzwerke.

In vielen Ländern wurde die maximale Höhe der Interchange-Fees zuletzt gesetzlich gedeckelt. In **Europa wurden die Interchange-Fees 2015 auf 0,2% (Debit) und 0,3% (Kredit) abgesenkt**. In Amerika bleiben die Interchange-Fees für Kreditkarten unreguliert (derzeit: 1,8%), während für Debitkarten durch das Durbin Amendment ein Limit von 21 Cent + 0,05% eingeführt wurde (bei einer **Kauftransaktion im Wert von 50 USD entspricht dies effektiv 0,47% (Debit); ggü. zuvor typischerweise 0,9%**). In China wurde ein Interchange-Limit für Debitkarten i.H.v. 0,35% und für Kreditkartentransaktionen von 0,45% eingeführt.

21

VISAs Ergebnisse haben entgegen teilweiser Befürchtungen unter diesen politischen Anpassungen bislang jedoch nicht gelitten. Der Grund ist Folgender: Es besteht schlicht keine (direkte) Abhängigkeit zur Höhe der Interchange Fees. Meines Erachtens sind Interchange-Fees essenziell gewesen, um ein Netzwerk zu etablieren (insbesondere um Kunden für die Nutzung der Karte durch Rewards und Cashback belohnen zu können). Banken bevorzugen jedoch auch nach den Interchange-Kürzungen weiterhin ein System, bei dem sie für Zahlungsvorgänge Geld vom Konsumenten erhalten (eine Interchange-Fee von 0,3-0,4% ist immer noch besser als 0,0% z. B. bei ACH).

Die durch Regulierung geringeren Erlöse aus Interchange-Fees haben sich die Banken teilweise durch gesenkte Belohnungssysteme für die Inhaber von Kreditkarten zurückgeholt. Vielfach wurden zudem wieder Jahresgebühren für die Karten eingeführt. VISA-Karten bieten den Issuern aber immer noch den Zugang zum lukrativen Geschäft mit Kreditkartenschulden, die durchschnittlich mit 18% verzinst werden. VISA-Karten herauszugeben ist deshalb nach wie vor ein profitables Geschäft für Banken. Zusätzlich erhalten die wichtigsten Issuer von VISA kick-backs, wenn sie das Zahlungsvolumen über VISA-Karten ihrer Kunden erhöhen. Zwischen Issuern und VISA besteht daher ein **gemeinsames Interesse, den status-quo beizubehalten**.

Diejenigen Marktteilnehmer, die sich stets über hohe Interchange-Fees beklagt haben, sind die Merchants. Sie haben von der verschärften Regulierung profitiert. Die MDR sind gefallen und damit auch die Kosten pro verkauftem Artikel. Es ist nicht davon auszugehen, dass die

Merchants diese Reduktion der MDR eins zu eins an die Kunden weitergegeben haben, sodass die Gesetze höchstwahrscheinlich entgegen ihrer Intention eine gewisse Umverteilung vom Konsumenten zu den Retailern bewirkt haben.

Niedrige Interchange Fees bedeuten am Ende aber auch Folgendes: für neue Zahlungsabwickler-Geschäftsmodelle wird es **schwieriger, einen Mehrwert gegenüber VISA und Mastercard aufzuzeigen**. Die Unzufriedenheit der Merchants resultiert(e) schließlich *alleinig* aus der Höhe der MDR. Da die MDR vom Acquirer als „Interchange plus X“ berechnet wird, war es historisch – als die MDR noch bei 3% und mehr lag – plausibel, als USP auf Seiten eines neuen Payment-Unternehmens ein Underpricing gegenüber den Marktführern anzubieten. Wenn nun die MDR für Kreditkarten in Europa aber bei einem großen Retailer bei 0,5% liegt (Summe aus 0,3% Interchange-Fee + 0,2% für den Acquirer) und VISA und Mastercard mit *massiven* Skalenvorteilen eine revenue yield von 0,2% anpeilen, lässt sich als neu in den Markt eintretendes Unternehmen mit Volumennachteil kaum Geld verdienen. Die Regulierung der Interchange-Fees hat für VISA und Mastercard am Ende sogar den Vorteil, dass die gesunkene MDR ein Volumenplus bei Retailern wie Aldi oder Lidl bewirkt, die mit niedrigen Margen arbeiten und Kreditkarten zuvor nicht akzeptiert hätten.

Risiko durch neue Technologien

Neben dem politischen Risiko könnte ein weiteres Risiko für VISAs Geschäftsmodell eine langfristige Disintermediation durch neue Technologien wie Mobile Wallets sein. Bislang arbeiten ApplePay oder PayPal jedoch partnerschaftlich mit VISA zusammen und agieren nicht disruptiv. Sie erhalten Zugang zu den an VisaNet angeschlossenen Merchants sowie den 1,5 Mrd. VISA-Karteninhabern. Eine der zentralen Fragen beim Investment Case ist aber, ob diese Partnerschaften mittel- bis langfristig Bestand haben werden und welche Rolle die Tech-Unternehmen im Bereich der Zahlungsabwicklung am Ende spielen werden. Die Bedeutung von Mobile Payments in Ländern, wo es zuvor bereits jahrzehntelange Gewohnheit war, mit Kredit- oder Debitkarte zu bezahlen, ist selbst nach über drei Jahren seit dem Launch von ApplePay erstaunlich gering. So greifen beispielsweise in Amerika nur 5% der iPhone-Benutzer bei Transaktionen, wo sie ApplePay theoretisch einsetzen können, auch praktisch darauf zurück (siehe Abbildung, Quelle: PYMNTS.com).

THE PERCENTAGE PEOPLE THAT EVEN TRY WALLETS HAS FLATTENED OUT AND HAS ONLY INCREASED SLIGHTLY THIS QUARTER

- Steady though small decreases in trying Apple Pay since March 2016 until March 2017. It has increased slightly between March 2017 and June 2017.

USAGE BY THOSE WHO HAVE AND CAN USE FOR TRANSACTION VERY LOW AND QUITE FLAT

- Apple Pay has the highest usage at 5.5%; still below its 5.9% peak
- Walmart Pay has second highest at 5.1%, with a significant growth since last quarter
- Samsung Pay third at 3.3%
- Android Pay lowest usage at 1.8%; higher than in the previous quarter but still a very low usage

REASONS FOR NOT TRYING MOBILE WALLET

- For all wallets, security concerns are becoming less of an issue
- More people are happy with their current payment methods

Quelle: PYMNTS.com

ApplePay bietet den Kunden beim erstmaligen Starten der App zunächst die Möglichkeit, ihren iTunes-Account in ApplePay zu hinterlegen. Bei iTunes ist im nächsten Schritt meist bereits eine Kreditkarte von VISA oder Mastercard hinterlegt.

Apple möchte strategisch einen prozentualen Anteil am Zahlungsvolumen über ApplePay mitverdienen, hat in der **Vergangenheit aber bereits in anderen Geschäftsbereichen nicht versucht, jede einzelne Stufe fremder Wertschöpfung zu integrieren** (hat also z. B. nicht Milliarden investiert, um eine neues Bing zu entwickeln anstatt einfach Google auf iPhones zu distribuieren, hat nicht versucht, zum Musiklabel zu werden anstatt einfach prozentual an den MP3-Verkäufen beteiligt zu werden etc.). Dass VISA deshalb durch Apple Pay obsolet werden wird, ist meines Erachtens unwahrscheinlich.

PayPal gilt als ein weiterer „frenemy“ und hat wie zuvor beschrieben lange versucht, die eigenen Kunden zur Vermeidung von Zahlungen via Kreditkarte zu bewegen und stattdessen die Transaktionen via Lastschrift (ACH) durchzuführen.¹¹ Im Laufe der Zeit hat VISA deshalb den Druck auf PayPal erhöht (z. B. über die Drohung, dass für PayPal-Kunden, die bewusst mit ihrer VISA-Karte bezahlen möchten, die technische Unterstützung komplett abgeschaltet wird).

Man darf bei der Gemengelage zwischen PayPal und VISA nicht vergessen: in den USA gibt es nach wie vor 180BP Interchange-Fee und sehr attraktive Kreditkartenprämien. Viele Kunden nutzen ihre Karten deshalb gezielt und gerne und sind nicht zufrieden, wenn der Merchant ihre VISA-Karte nicht akzeptiert. Die Banken haben im Einklang mit VISA Druck auf PayPal aufgebaut, da auch sie nicht vom Routing über ACH profitieren und lieber Interchange-Fees aus dem VISA-Netzwerk vereinnahmen möchten. Diese Episode illustriert die Schwierigkeit, die ca. 17.000 Partner-Banken von VISA entgegen dem Willen des Marktführers als Verbündete zu gewinnen. PayPal und VISA dürften nach Abschluss ihres Deals mindestens die nächsten drei bis fünf Jahre mit- anstatt gegeneinander arbeiten.

In einem **Zwischenfazit zum möglichen Risiko durch neue Technologien** gehe ich davon aus, dass die Strategie von VISA, sich für alle relevante Partnerschaften zu öffnen, **zu einer starken Einflechtung der VISA-Karten in so gut wie alle interessanten neuen Payment-Methoden in der westlichen Welt führen wird** (sprich: sowohl Integration in PayPal, ApplePay, AndroidPay, als auch SamsungPay usw.). Diese Einflechtung wird sich zukünftig nur unter zusätzlichem Mehraufwand wieder umkehren lassen. Sollte sich beispielsweise ApplePay eine starke Marktstellung erarbeiten, kann ich mir gut vorstellen, dass VISA Gebühren dafür zahlen müsste, im Mobile Wallet als oberste Karte angezeigt zu werden ähnlich wie Google Milliarden an Apple bezahlt, um in Safari als Standard-Suchmaschine angezeigt zu werden. Dass Apple dagegen eine komplette Disintermediation anstrebt, wäre neu.

Allgemein hat VISA zusätzlich den Vorteil, dass das Routing und Services wie Tokenization¹² für alle Anbieter wie Amazon, Alphabet, Facebook, PayPal, Samsung usw. geöffnet werden können (open-loop), während eigene Netzwerke der Tech-Unternehmen für direkte

¹¹ das Kalkül ist einfach: man bezieht vom Merchant die volle MDR, leitet die Interchange jedoch nicht an die Issuer-Bank weiter, sondern behält sie ein und wickelt die Zahlung anschließend via ACH ab

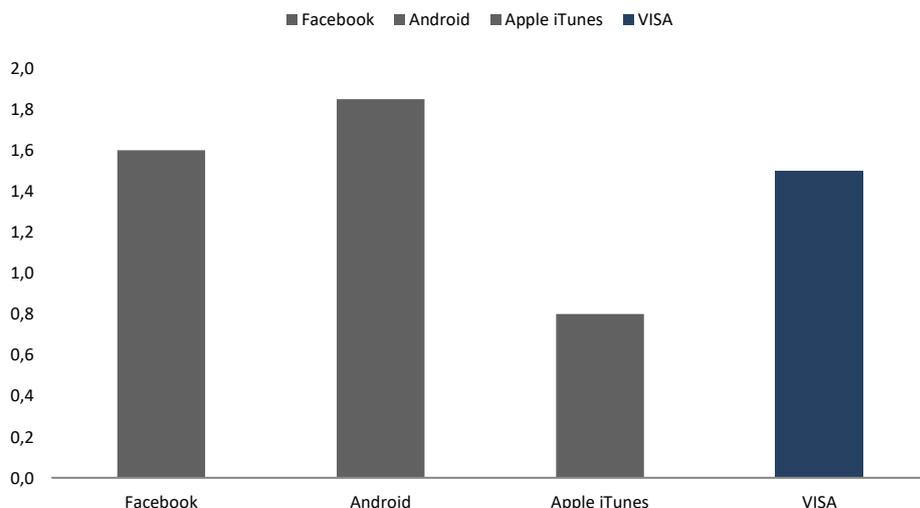
¹² bedeutet, dass bei Transaktionen mit dem Handy nur ein einmaliger (Wegwerf-)Code übermittelt wird und nicht die statische, wertvolle Kartenummer

Konkurrenten voraussichtlich nicht geöffnet werden würden (closed-loop). Berücksichtigt man zusätzlich, dass immer mehr verschiedenen Geräte eine Zahlungsfunktion beinhalten werden (Internet of Things) sehe ich weiter eine Daseinsberechtigung für ein Zahlungsmedium, dass von *allen* Verkäufern unabhängig vom Gerätehersteller akzeptiert wird. Dass VISA kein direkter Konkurrent von irgendeinem großen Tech-Unternehmen ist (keine Werbeumsätze, keine Cloud-Umsätze, kein E-Commerce), ist eine sehr gute Basis, um die Stärke des Netzwerks dauerhaft aufrecht zu erhalten und das Risiko durch neue Technologie zu begrenzen.

Denn am Ende steht fest: ein *closed-loop*-System hat immer eindeutige Nachteile gegenüber einem *open-loop*-System. So hat zum Beispiel Apple zwar 40% Marktanteil am US-Smartphone-Markt, Android 90% Marktanteil bei allen verkauften Smartphones weltweit,¹³ Amazon 40% Marktanteil an den US-Online-Retailumsätzen und Samsung >50% Marktanteil bei 4K TVs, dennoch stehen die Chancen gut, dass der Durchschnittskonsument mit Produkten von *all(!)* diesen Merchants in Berührung kommen wird und auch künftig ein Zahlverfahren nützlich findet, dass auf *all* diesen Geräten unabhängig vom Hersteller eingesetzt werden kann. **Fehlende Interoperabilität** zwischen diesen Herstellern dürfte am Ende der Grund sein, warum keiner der genannten Hersteller auch nur annähernd ein payment volume in der Größenordnung von VisaNet erreichen wird und closed loop-Wallets regelmäßig scheitern.

Fazit zum Risiko durch neue Technologien: Die großen Tech-Companies haben zwar allesamt eine Seite des zweiseitigen Netzwerks exzellent erschlossen (nämlich eine hohe Nutzerzahl; siehe Grafik), aber die Bankpartner VISAs sind schwerer zu penetrieren. Zudem erfordern zusätzliche Schritte in den Bereich der Zahlungsabwicklung (wenn man beispielsweise Einlagen von Kunden halten möchte) häufig den Erwerb von Banklizenzen in mehreren Ländern, was langwierig und kostspielig ist. Selbst Klarna als eines der führenden Fintech-Unternehmen hat knapp 2 Jahre gebraucht, bis es in Schweden eine Banklizenz erhielt.

Nutzerzahlen (in Mrd.) wichtiger globaler Plattformen im Vergleich zu VISA



¹³ bezogen auf das Betriebssystem

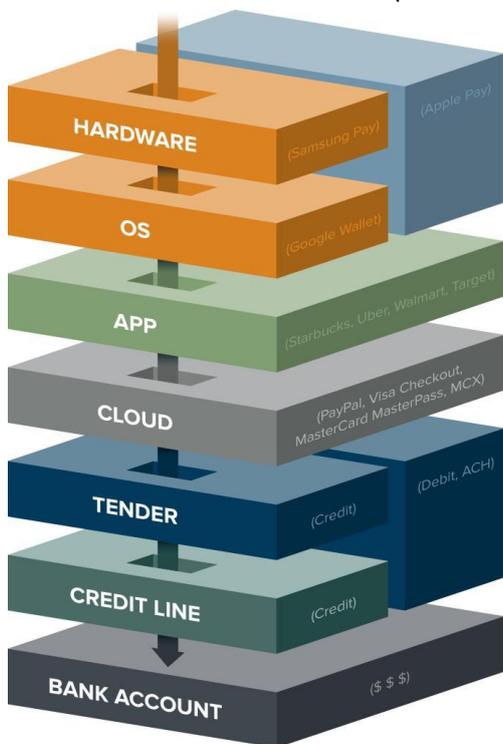
Lösung ohne Problem

Abschließend ist noch anzufügen, dass es weiterhin völlig offen ist, ob und wie groß Mobile Wallets bei Bezahlvorgängen in entwickelten Ländern überhaupt eine Rolle spielen werden. Der Start von ApplePay ist selbst unter konservativen Erwartungen zurück geblieben. Das gewohnte Zahlen per Karte (via contactless) ist schlicht kein „broken business model“, das auf eine Ablösung durch neue Technologien wartet. Der Konsument ist mit der Funktion seiner Karte *nicht* unzufrieden. Er ist mit seinen Rewards *nicht* unzufrieden. Er ist lediglich unzufrieden mit der Höhe der Zinsen, die er für seine Kreditkartenschulden bezahlen muss. Das wird jedoch vor allem ein Problem für die Issuer werden und weniger für VISA.

Im Gegensatz zum Smartphone hat eine VISA-Karte auch Vorteile, z. B. den einer unbegrenzten Akkulaufzeit. Contactless per VISA-Karte zu bezahlen, geht wahrscheinlich auch in Zukunft marginal schneller als per Fingerabdruckscanner auf dem Smartphone, sodass das Convenience-Plus von Mobile Payments nicht überwältigend groß ist.

Ein klarer Vorteil von Mobile Wallets liegt dagegen in der besseren Nutzbarkeit von Treuekarten oder Gutscheinen. Außerdem wird das Mobile Wallet voraussichtlich der Zugangspunkt zum Cross-Selling diverser neuer Produkte wie der Refinanzierung von Kreditkartenschulden oder Investmentfonds werden. Der größte Wettbewerbsdruck wird voraussichtlich noch eine ganze Weile im Bereich des User-Interface stattfinden, wo Startups und Tech-Konzerne versuchen, die Convenience zu erhöhen (siehe „Cloud“ und „App“ in der nachfolgenden Grafik, Quelle: Andreessen Horowitz).

PayPal ist genau in diesem Bereich erfolgreich geworden, indem es die Eingabe der sperrigen Kreditkarteninformationen (16 Ziffern) gegen Eingabe einer E-Mail-Adresse zzgl. Passwort

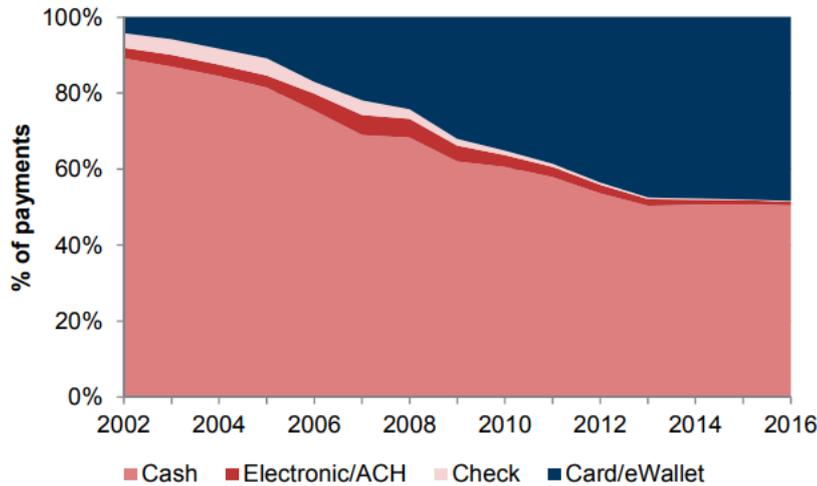


ausgetauscht hat. Im E-Commerce bietet die Nutzung dieser PayPal-Zugriffsdaten im Gegensatz zum stationären Handel ein großes Convenience-Plus. PayPal hat dadurch ein payment volume von ca. 0,5 Bio. USD aggregiert (weniger als 1/10 von VISA) und zählt etwa 200 Mio. Nutzer. Im stationären Handel ist das Convenience-Plus vom Smartphone gegenüber der Karte geringer. Außerdem gibt es – wenn es um Geld und persönliche Finanzen geht – eine hohe Tendenz zum Verbleib bei einer Standardlösung (Kartenzahlung statt Mobile Wallet). Um Gewohnheiten zu ändern, bedarf es *sehr* starker Anreize. Der einzige Markt, wo Mobile Payments signifikant payment volume auf sich vereinigen, ist China (Alipay, Tenpay). Dieser Markt ist jedoch in diversen Punkten recht speziell. So **gab es keine gefestigten Gewohnheiten bei Kunden, die erst geändert werden mussten**. Vor 15 Jahren war China in Bezug auf die Konsumausgaben noch ein zu fast 100% auf Cash ausgelegtes System und neue Anbieter

konnten sich deshalb leicht etablieren.

Quelle: Andreessen Horowitz

Exhibit 23: Cards/eWallets have meaningfully scaled over the last 15 years
 Payment volume mix in China, 2002-2016



Quelle: Goldman Sachs basierend auf Daten von Euromonitor

Der Umschwung auf Karten und Mobile Payments in China erfolgte wesentlich mit der Gründung von TenPay (2005), UnionPay (2002) und AliPay (2004). AliPay hat es z. B. durch Gewährung höherer Zinsen auf Einlagen geschafft, dass die Konsumenten und Merchants Zahlungen zwischen ihren AliPay-Konten tätigen (closed-loop) und UnionPay sowie die chinesischen Banken in der Wertschöpfungskette keinen echten Platz mehr finden. In China werden heute etwa 50% der PCE über Mobile Payments und andere elektronische Zahlungsformen abgewickelt gegenüber >70% in den USA. UnionPay wächst derzeit im Umsatz >40% und damit geringer als Tenpay (2016: +50%). Treiber für beide Unternehmen sind das Wachstum der chinesischen Mittelschicht sowie die fallende Bedeutung von Cash & Check zu Gunsten von Kreditkarten und Zahlungen per Smartphone.

Risiko durch Händlerzusammenschlüsse

Ein letztes Risiko wird regelmäßig in einer Disintermediation VISAs durch Händlerzusammenschlüsse gesehen. So hat beispielsweise im stationären Handel Walmart mit weiteren Retailern ein Zahlungsnetzwerk (MCX) als Kampfansage an VISA geformt. Initialzündung war die Unzufriedenheit der Händler mit der Höhe der MDR. Das Projekt darf man heute jedoch als gescheitert ansehen, da der Kunde nur dann bereit war, nicht mit seiner VISA-Karte zu bezahlen, wenn Walmart ihm dafür einen Rabatt von 5% oder mehr angeboten hat. **Dagegen kostet den Merchant die MDR für eine Kreditkartenzahlung in den USA 2,0-2,5%.**

Das Branchenportal PYMNTS.com fasst das Scheitern von MCX folgendermaßen zusammen:

*“And in perhaps the ultimate irony, it’s not as if building and operating a payments network is free as I am sure MCX merchants are now beginning to internalize. Incentivizing consumers to switch and stick with it costs money. Building a payments network costs money. Maintaining and adding functionality to that network costs money. Making it secure costs money. And if and until consumers ever only use MCX products to buy things in their stores, MCX merchants will have to pay to support and operate their own scheme on top of everything else they are paying to support the payments methods that consumers still use in their stores. **MCX will make the cost of payments, more and not less, expensive for merchants – for the long and foreseeable future.** [...] MCX was created by finance guys for finance guys to make payments cheaper. Except that doesn’t matter to a consumer who doesn’t care how much it costs merchants to accept card products because they don’t understand how payments works and who pays whom for what in the first place. They also don’t necessarily see any benefit when acceptance costs are lowered either. Merchants said that they passed some of the reduction in debit interchange back to consumers. Those savings were so small as to be imperceptible to consumers.”*

MARKT

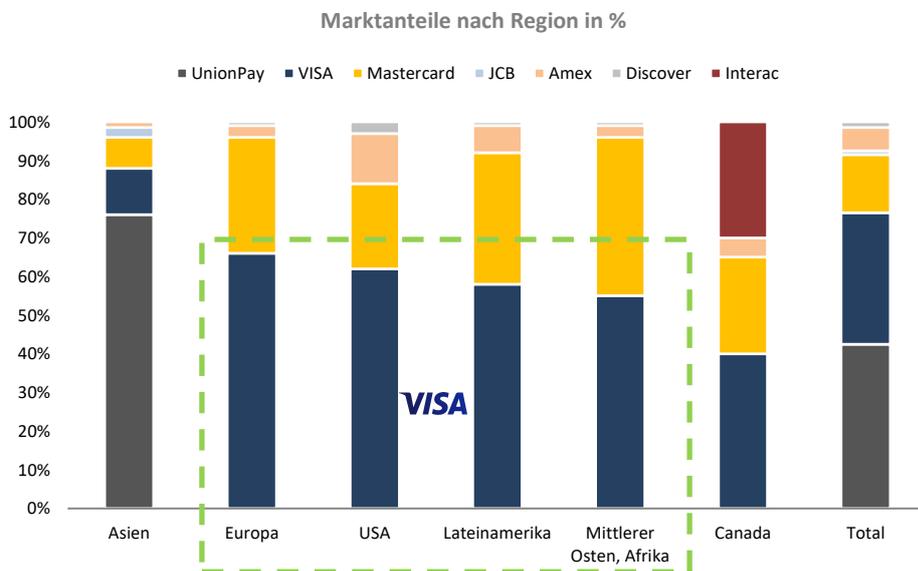
Der adressierbare Markt für VISA definiert sich als das **global über Karten abgewickelte Zahlungsvolumen** und wird sich künftig in Abhängigkeit folgender drei Faktoren entwickeln:

- 1) der Wachstumsrate der globalen Konsumausgaben (kurz: PCE¹⁴),
- 2) dem Mix-Shift weg von Cash & Check hin zu Kartenzahlungen im stationären Retail,
- 3) der Verlagerung von Retail-Transaktionen aus dem stationären Handel in den E-Commerce, wo eine Zahlung mit Cash & Check (außer bei Ausnahmen wie Zahlung per Nachnahme oder Rechnungs begleichung per Check) nicht möglich ist.

Der derzeit für **VISA adressierbare Markt umfasst >20 Bio USD** (entspricht dem 2016 global über Kredit- und Debitkarten abgewickelten Zahlungsvolumen). Ich sehe folgendes Wachstumspotenzial für VISA im Kerngeschäft:

- 1) 4% (PCE-Wachstum nominal)
- 2) 5% (Mix Shift)
- 3) 1% (Pricing) → 4% + 5% + 1% = **10% p. a**

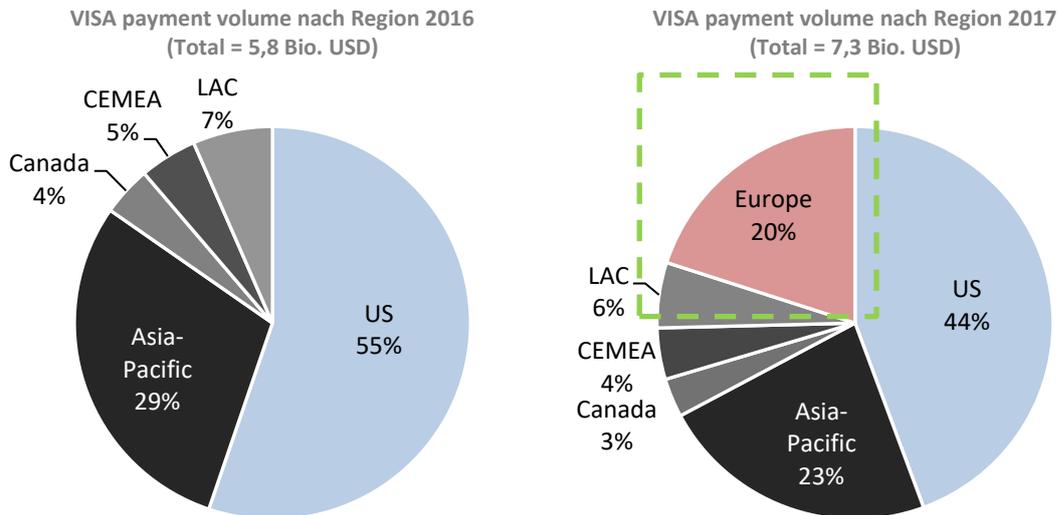
Mit einem Zahlungsvolumen von 5,8 Bio. USD erreicht VISA heute rechnerisch einen 30%-Marktanteil am adressierbaren Markt, UnionPay kommt auf 40%.¹⁵ In jeder Region *außerhalb Chinas* ist VISA jedoch wie mehrfach erklärt das Netzwerk mit den meisten Nutzern und Akzeptanzstellen. **VISAs Marktanteil beträgt außerhalb Chinas stets 50-60%** (s. Diagramm).



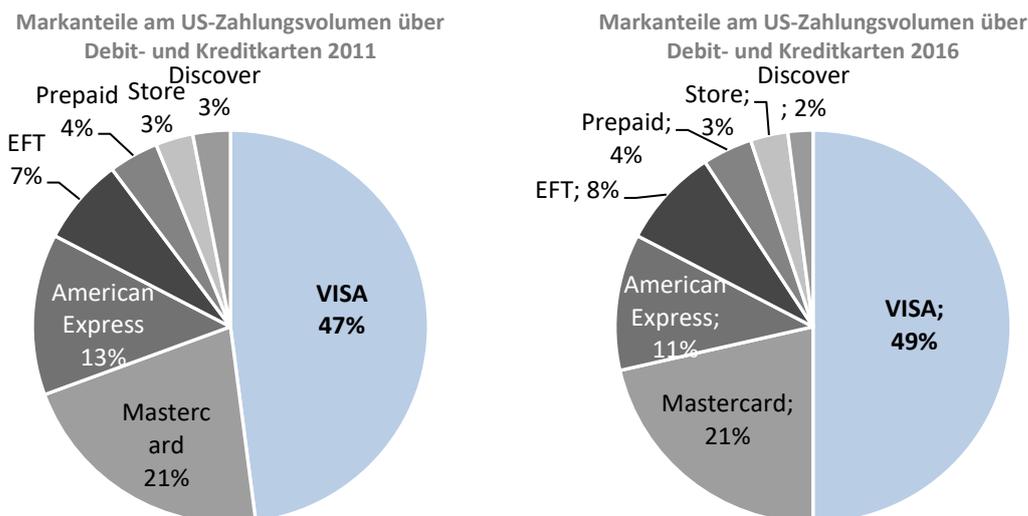
¹⁴ im engl.: personal consumption expenditures

¹⁵ UnionPay ist in China Monopolist. Der dortige Markt ist riesig. UnionPay hat VISA beim payment volume erstmalig in 2015 überholt. Im Jahr 2016 betrug das über VISA-Karten abgewickelte Zahlungsvolumen 5,8 Bio USD und das über UnionPay 8,0 Bio. USD. Die 40% mehr payment volume erreicht UnionPay mit 110% mehr im Umlauf befindlichen Karten (7,5 Mrd. Stück vs. 3,5 Mrd. bei VISA). Die UnionPay-Karten werden jedoch deutlich weniger häufig eingesetzt (38 Mrd. Transaktionen bei UnionPay vs. 139 Mrd. Transaktionen bei VISA), sodass sich das Plus beim Zahlungsvolumen einzig aus deutlich höheren durchschnittlichen Tickets bei den Chinesen ergibt (>200 USD vs. >40 USD bei VISA)

Der US-Markt ist für VISA von großer Bedeutung. Hier erwirtschaftet das Unternehmen die Hälfte seines Geschäftsvolumens. Durch die Akquisition von VISA Europe hat sich das gesamte über VISA-Karten abgewickelte Zahlungsvolumen (payment volume) zuletzt geographisch etwas breiter verteilt. Durch die VISA-Europe Akquisition entfallen heute immerhin 20% des VISA payment volumes auf Europa und 44% auf die USA (ggü. 55% auf die USA im Vorjahr, siehe nachfolgende Diagramme).



Betrachtet man sämtliche Kartenanbieter, so wurde in den USA jüngst ein Zahlungsvolumen von 6,1 Bio. USD über Debit- und Kreditkarten abgewickelt, sodass **VISA im Heimatmarkt rein rechnerisch einen Marktanteil von 48% erreicht** (49% in It. The Nilson Report, dem führenden Anbieter von Daten zur Kreditkartennutzung; siehe nachfolgende Diagramme).



Quelle: The Nilson Report

In den letzten Jahren konnte VISA seinen führenden Marktanteil in den USA leicht von 47% auf 49% ausbauen. **Mastercard ist die Nummer 2 im amerikanischen Markt mit 21%**

Marktanteil.¹⁶ Die beiden Marktführer VISA und Mastercard handeln bisher in ihrem Duopol strategisch rational und versuchen den gesamten „Kuchen“ der Kartenzahlungen zu Lasten von Cash & Check zu vergrößern, anstatt sich gegenseitig Marktanteile streitig zu machen.

In der jüngeren Vergangenheit hat dies gut funktioniert. Der Marktanteil von Cash & Check an den gesamten Zahlungstransaktionen der US-Bürger (Anzahl: 167 Bio. Transaktionen) ist von **48% auf 35% gefallen**. Kartenzahlungen repräsentieren damit 57% aller Transaktionen (Anzahl) in den USA gegenüber 46% in 2010 (Quelle: The Nilson Report, siehe Tabelle).

Zahlungssysteme in VISAs Heimatmarkt USA 2010 vs. 2015 (Quelle: The Nilson Report) ¹⁷				
Anzahl (Mrd.)	2010		2015	
	Transaktionen	Anteil	Transaktionen	Anteil
Cash	50,7	35,7%	47,3	28,3%
Checks	17,0	12,0%	11,2	6,7%
Credit Cards	21,2	14,9%	31,4	18,8%
Debit Cards	43,9	30,9%	63,8	38,2%
ACH + Wire	9,2	6,5%	13,3	8,0%
Total	142,0	100%	167,0	100%

Damit sind die USA als ein bereits fortgeschrittener Markt hinsichtlich des Digitalisierungsprozesses von Bezahlvorgängen einzustufen (Chancen aus dem Mix Shift geringer als in anderen Regionen).

Dem künftigen Basiswachstum sämtlicher Konsumausgaben in den USA kommt daher umso mehr Bedeutung für VISAs zu erwartendes Umsatzwachstum zu.

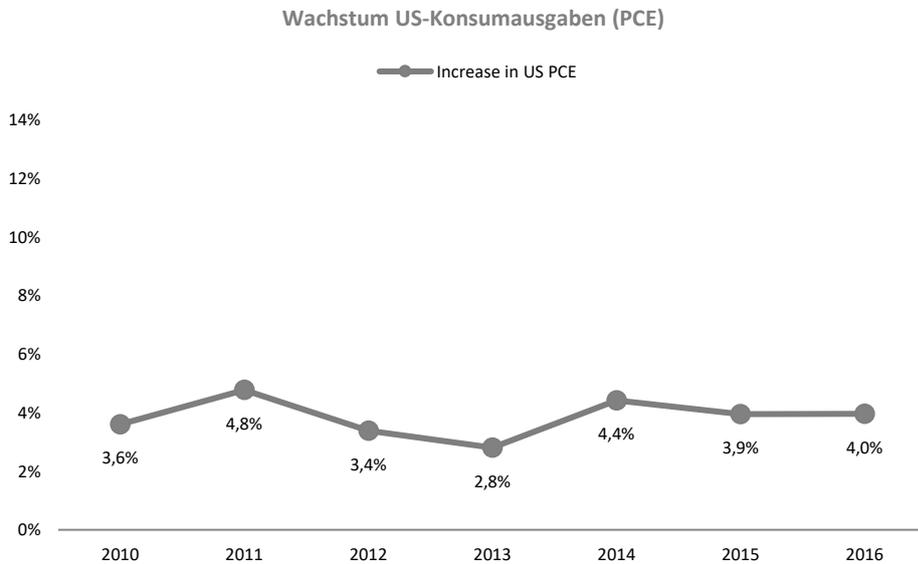
¹⁶ d.h. 21% des gesamten Zahlungsvolumens über Kredit- und Debitkarten in den USA wird über im Umlauf befindliche Karten von Mastercard abgewickelt

¹⁷ Die Zahlen weichen von den zuvor gezeigten Glenbrook Partners-Zahlen ab, bestätigen jedoch noch einmal die Marktanteilsverschiebungen. In beiden Fällen: Kartenzahlungen um rd. +10PP gestiegen, während Cash & Check >10 PP gefallen.

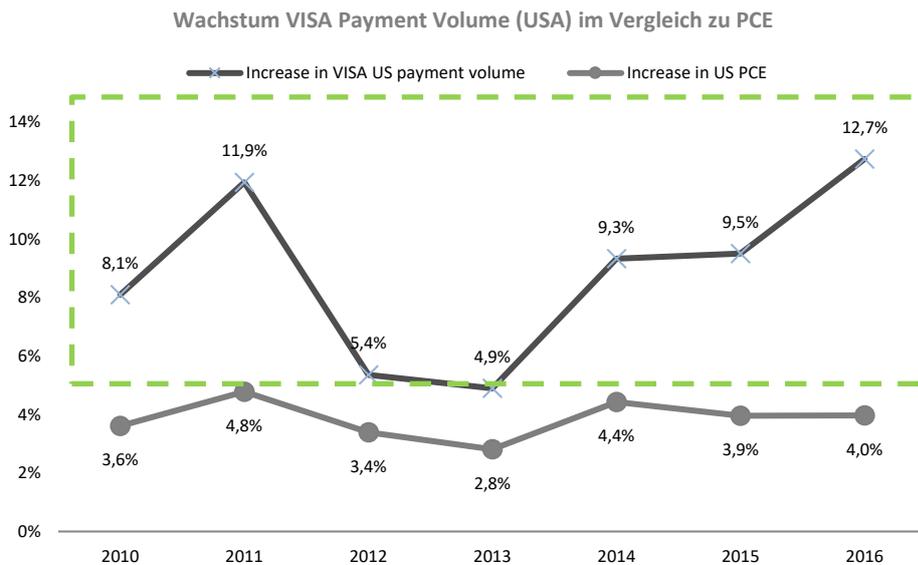
Marktwachstum durch Steigerung der US-Konsumausgaben

In 2016 summierten sich sämtliche **Konsumausgaben aller US-Bürger für Güter und Dienstleistungen auf 12,8 Bio. USD**. Davon wurden in 2016 2,9 Bio. USD Zahlungsvolumen über VISA-Karten abgewickelt (entspricht 23% der US-PCE).

Die **US-Konsumausgaben (PCE) wachsen historisch um +4% pro Jahr** (siehe Diagramm).



Durch ein höheres Wachstum der Kartenzahlungen in den USA gegenüber Cash & Check war es VISA bisher möglich, das payment volume im Heimatmarkt überproportional zu den zugrundeliegenden US-Konsumausgaben zu steigern. Aufgrund des Mix-Shifts wuchs VISA im Heimatmarkt in der jüngeren Vergangenheit +9% p. a. im payment volume (s. Diagramm).¹⁸



¹⁸ 2016 gab es einen Einmaleffekt, da Costco den langjährigen Vertrag mit American Express aufkündigte und ab sofort nur noch VISA akzeptiert

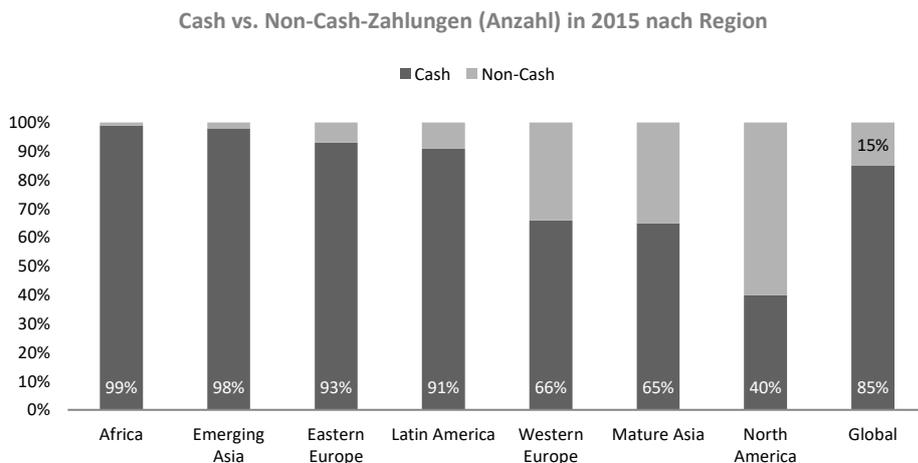
Grundlegend gehe ich auch in Zukunft von einem intakten PCE-Wachstum in Amerika von 4% p. a. (nominal) auf Höhe des langfristigen Durchschnitts aus, wenngleich der Mix Shift in dieser Region perspektivisch etwas an Dynamik verlieren dürfte. Die PCE der US-Bürger in Höhe von 12,8 Bio. USD für Güter und Dienstleistungen verteilten sich dabei zuletzt wie folgt (PCE-Verteilungsschlüssel zum besseren Verständnis siehe nachfolgende Tabelle).

PCE-Ausgaben in den USA in Bio. USD 2009 vs. 2016				
	2009		2016	
	Volumen	Anteil	Volumen	Anteil
Total PCE (in Bio. USD)	9,8	100%	12,8	100%
PCE nach Kategorie				
Güter	3,2	32%	4,1	32%
▪ Investitionsgüter	1,0	10%	1,4	11%
Auto	0,3	3%	0,5	4%
Furniture	0,2	2%	0,3	3%
Recreation	0,3	3%	0,4	3%
Other	0,2	2%	0,2	2%
▪ Konsumgüter	2,2	22%	2,7	21%
Food	0,8	8%	0,9	7%
Clothing	0,3	3%	0,4	3%
Gas	0,3	3%	0,3	2%
Other	0,8	8%	1,1	9%
▪ Services	6,6	68%	8,7	68%
Housing Rent etc.	1,9	19%	2,3	18%
Health Care	1,6	17%	2,2	17%
Transportation	0,3	3%	0,4	3%
Recreation	0,4	4%	0,5	4%
Restaurants	0,6	6%	0,8	7%
Financial serv / Insurance	0,7	7%	1,0	8%
Other	0,9	9%	1,1	9%
Non-profit	0,3	3%	0,4	3%

Cash & Check dominieren noch im stationären Retail, aber Tendenz fallend

Der zweite Treiber für ein dynamisches Wachstum des adressierbaren Marktes für VISA ist neben der erläuterten Steigerung der US-Konsumausgaben um +4% p. a. zusätzlich der außerhalb der USA an Fahrt aufnehmende Mix-Shift weg von Cash & Check hin zu Kartenzahlungen im stationären Retail, der historisch rd. +5PP p. a. zum Umsatzwachstum VISAs auf Konzernebene beitrug.

2014 wurden weltweit noch **85% der globalen Transaktionen (Anzahl) in Cash & Check getätigt, die damals 60% und heute voraussichtlich noch 40-50% des gesamten Retail-Zahlungsvolumens (Wert) entsprechen** (siehe Diagramm).



VISA verdient seine Umsätze primär in Abhängigkeit des Zahlungsvolumens (*Wert*) und weniger auf Basis der *Anzahl* der Transaktionen. Daher ergibt es m. E. zur Einschätzung der Marktchancen für VISA am meisten Sinn, die *PCE-Volumina* zu betrachten, die nach wie vor in Cash & Check abgewickelt werden und wieviel davon überhaupt ins Elektronische konvertiert werden kann (siehe nachfolgende Tabelle).

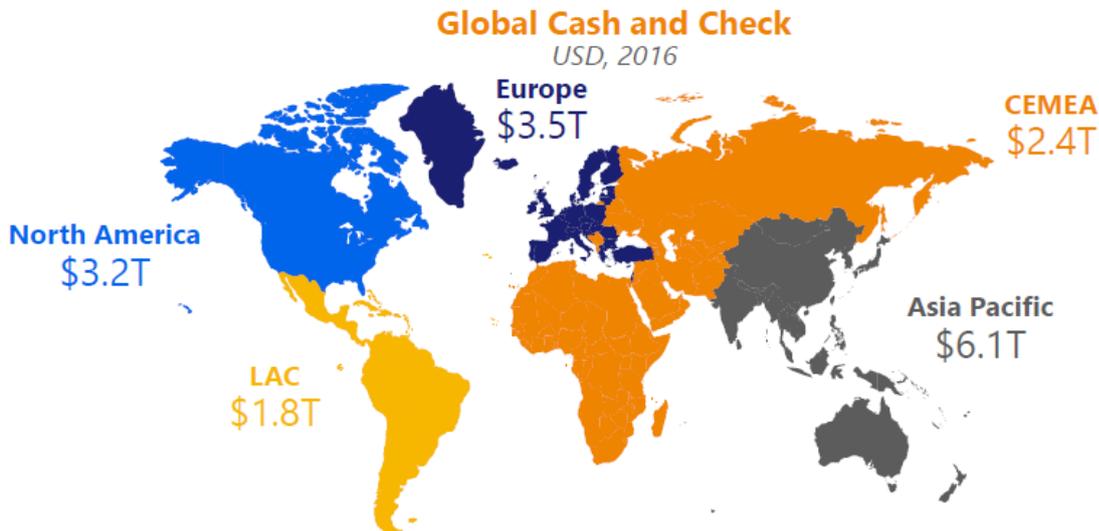
VISA-Opportunität: Shift bei den PCE weg von Cash & Check hin zu Kartenzahlungen					
	USA	Europe	CEMEA	LAC	Asia
total PCE (in Bio. USD)	12,8	8,6			11,0
davon Karten und sonstige elektronische Verfahren	9,3	5,1			4,9
Karten und elektron. in %	75% ¹⁹	59%			45%
davon Cash & Check	3,2	3,5	2,4	1,8	6,1
Cash & Check in %	25%	41%			55%

Insgesamt wird VISA im Kerngeschäft ab dem Moment nur noch auf Höhe der globalen PCE wachsen können, sobald die Marktanteilsgewinne elektronischer Bezahlverfahren gegenüber Cash & Check abgeschlossen sind.²⁰ Wie groß der Effekt bis dahin allein aus dem Mix Shift

¹⁹ Vom 75%-Anteil sämtlicher elektronischer Bezahlverfahren entfallen etwa 50 PP auf Kredit- und Debitkarten

²⁰ Das gilt wiederum nur dann, wenn man davon ausgeht, dass VISAs payment volume sich auch in Zukunft nur im Kernbereich Consumer to Business (C2B) abspielen wird. Tatsächlich könnten im Bereich B2B, B2C, P2P und G2C >30 Bio. USD zusätzliches Zahlungsvolumen adressiert werden

weg von Cash & Check hin zu Kartenzahlungen maximal sein kann, ergibt sich aus dem Gesamtvolumen von 17 Bio. USD in globalen PCE, das momentan noch via Cash & Check abgewickelt wird (siehe Abbildung).



Bezüglich der Einordnung dieser 17 Bio. USD gehe ich nicht davon aus, dass die Bargeldnutzung mittelfristig komplett verschwinden wird. Zudem wird von dem adressierbaren Cash-Volumen in Asien (6,1 Bio. USD) ein Großteil UnionPay, TenPay und AliPay zufallen. Insgesamt halte ich es deshalb für realistisch, dass VISA allein aus dem Mix-Shift lediglich etwa 3,5 Bio. USD von den 17 Bio. USD in Cash & Check als zusätzliches Zahlungsvolumen vereinnahmen kann (entspreche einem Plus von rd. 50% gegenüber dem heutigen payment volume in Höhe von 7,3 Bio. USD).

Daraus sollten zusätzliche Umsätze von 9 Mrd. USD resultieren ggü. 18 Mrd. USD heute. Bei einer inkrementellen Marge von historisch 80% ist es in der Folge möglich, dass VISA 7 Mrd. inkrementelles NI erwirtschaftet (heute: 8,1 Mrd. USD) *allein aus dem Mix-Shift*.

Zwischenfazit: Der Mix Shift weg von Cash & Check schafft meiner Meinung nach Visibilität, dass VISA noch einige Jahre schneller wachsen können sollte als das baseline-Wachstum der PCE (+4% p.a. in den USA). Der Mix-Shift (historisch: zusätzliche +5PP Wachstum) wird sich langfristig jedoch etwas abschwächen, da dieser im wichtigen Heimatmarkt USA schon weit fortgeschritten ist.

Zur Plausibilisierung meiner Wachstumshypothesen bietet sich überdies ein Vergleich mit den Erwartungen der führenden Branchenpublikationen für elektronische Bezahlfverfahren „The Nilson Report“ an. So rechnet „The Nilson Report“ basierend auf dem heute über Kredit- und Debitkarten abgewickelten Zahlungsvolumen von **20,5 Bio. USD mit einer Steigerung auf 54,9 Bio. USD in 2025 und ergo mit einer CAGR von +10%** (siehe Abbildung auf der nächsten Seite).



Bildquelle: The Nilson Report

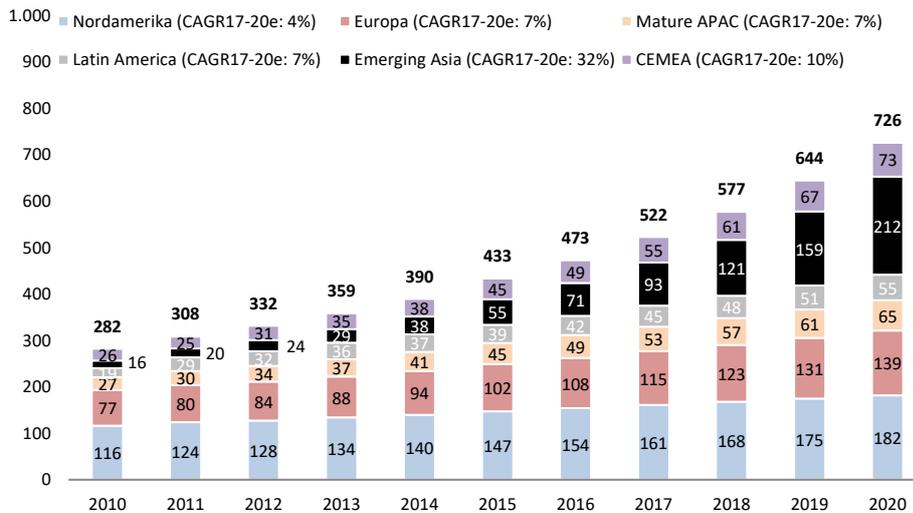
Für die USA wird durch den anhaltenden Mix-Shift eine CAGR von +7% beim payment volume oberhalb des PCE-Wachstums erwartet, was sich mit meiner Annahme für das VISA payment volume im Heimatmarkt deckt (leichter Rückgang gegenüber der CAGR10-16: +9%). Dies würde in absoluten Zahlen einen Rückgang der US-Transaktionen in Cash & Check von 3,2 Bio. USD auf 2,7 Bio. USD implizieren (siehe Tabelle).

Annahme: Wachstum des VISA-payment volumes in den USA							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
total PCE (in Bio. USD)	13,3	13,8	14,4	14,9	15,5	16,1	+3,9%
davon Karten	6,4	6,8	7,3	7,8	8,4	9,0	+7,0%
Karten und ACH in %	75%	77%	79%	80%	82%	83%	
davon Cash & Check	3,2	3,2	3,1	3,0	2,9	2,7	-3,6%
Cash & Check in %	25%	23%	21%	20%	18%	17%	

Für Europa rechnet „The Nilson Report“ mit einem Marktwachstum des über Kredit- und Debitkarten abgewickelten Zahlungsvolumens von 9% p.a. Capgemini erwartet für Europa ebenfalls ein schnelleres Wachstum der elektronischen Bezahltransaktionen als in den USA.²¹

Die Anzahl der Non-Cash-Transaktionen in Europa soll lt. Capgemini um 7% pro Jahr wachsen und in den USA um 5% pro Jahr (siehe Diagramm, Quelle: Capgemini). Erwartet man für beide Länder mindestens eine Inflation von 2% pro Jahr bei den PCE resultieren plausible Wachstumsraten von 7% für das VISA payment volume in den USA und 9% in Europa. Für den Rest der Welt unterstelle ich +10%.

Anzahl globaler Non-Cash-Transaktionen nach Region (in Mrd.)



Quelle: Capgemini

E-Commerce wächst schneller als Retail-Gesamtmarkt

Neben den beiden bereits erläuterten Faktoren:

- 1) grundlegendes Wachstum der US-Konsumausgaben um +4% p. a. zuzüglich
- 2) dem Mix-Shift (historisch: +5PP p. a.) wird das Wachstum des für VISA adressierbaren Marktes zuletzt auch durch
- 3) eine steigende Bedeutung des E-Commerce getrieben.

Im E-Commerce sind Cash-Zahlungen (bis auf wenig-relevante Ausnahmen, wie Zahlung per Nachnahme oder Barzahlung bei Abholung von einem Pick-up-Point) nicht möglich und Kartenzahlungen führend.

Unter der Prämisse, dass die Aussage von Mastercard und VISA weiterhin gültig ist, dass ca. 85% der Transaktionen weltweit in Cash & Check getätigt werden (Anzahl) und dabei 40-50% des Retail-Verkaufsvolumens ausmachen, kommen Karten und andere elektronische Zahlungsmethoden auf die verbleibenden 50-60% des Zahlungsvolumens. Da

²¹ Die Ausgangsbasis liegt vor allem in Osteuropa noch deutlich geringer und zusätzlich entsteht durch den Cap der Interchange Fees in Europa ein positiver Effekt auf die Verbreitung und Akzeptanz von VISA-Kartenzahlungen (siehe z. B. auch die erst kürzlich erfolgte Öffnung von Lidl und Aldi für Kreditkarten)

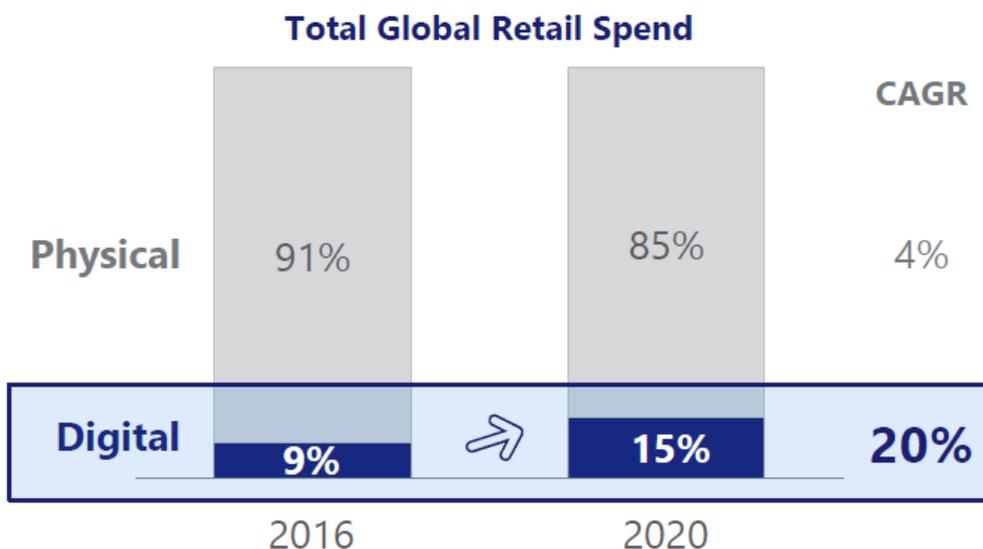
Kartenzahlungen einen Großteil dieser elektronischen Zahlungen repräsentieren und VISA in den meisten Märkten 50-60% Marktanteil hat, ist es plausibel, dass von jedem PCE-Dollar außerhalb Chinas ca. 15 Cent über eine VISA-Karte abgewickelt werden (entspricht 15% Marktanteil am Gesamtwert der globalen PCE). Im E-Commerce ist die Möglichkeit mit Cash zu bezahlen stark eingeschränkt, sodass hier sogar effektiv 43 Cent von jedem PCE-Dollar über VISA-Karten abgewickelt werden und VISAs Marktanteil entsprechend höher liegt (siehe Grafik).

For every \$1 dollar spent...



...is charged on a Visa card

VISA profitiert aus diesem Grund von jedem PCE-Dollar, der sich aus dem stationären Retail in den E-Commerce verlagert. Sofern Mobile Wallets auch künftig auf Kredit- und Debitkarten für die Abwicklung ihrer Transaktionen zurückgreifen, ist das deutlich dynamischere Wachstum des E-Commerce (CAGR16-20e: 20% vs. 4% für den stationären Handel) meiner Meinung nach positiv für die Umsatzentwicklung VISAs und vergrößert als dritter und letzter Faktor den adressierbaren Markt für das Unternehmen.



HISTORISCHE FINANCIALS

Untergliederung der VISA-Umsätze

VISA unterteilt seine Umsätze grundlegend in drei Kategorien, die es zu verstehen gilt.

2016 hat das Unternehmen bei einem **payment volume von 5,8 Bio. USD einen Nettoumsatz von insgesamt 15,1 Mrd. USD erwirtschaftet** (net revenue yield: 0,24%).

Von diesen 15,1 Mrd. USD waren:

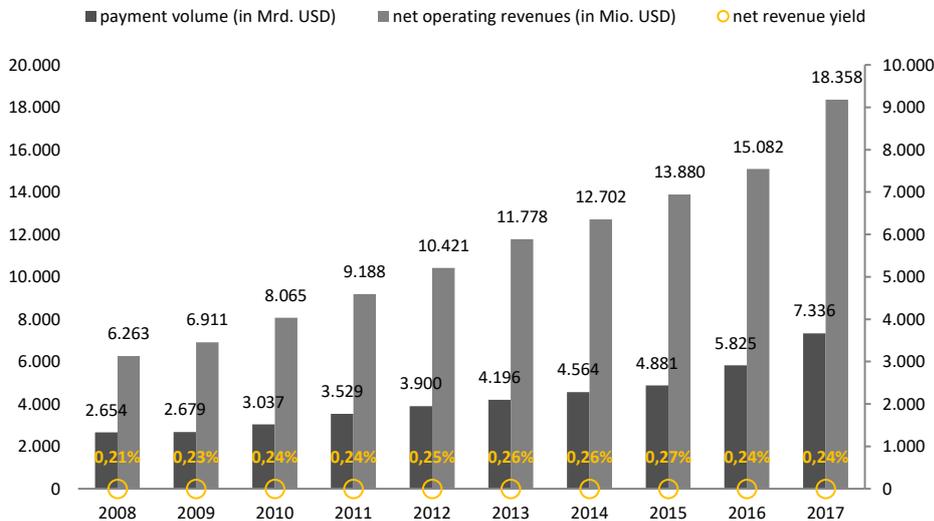
- 1.) 6,7 Mrd. USD service revenues (service revenue yield: 0,13%),
- 2.) 6,2 Mrd. USD data processing revenues und
- 3.) 4,6 Mrd. USD international transaction revenues

Eine Gegenposition zu den genannten drei Umsatzquellen bei der Überleitung vom Brutto- zum Nettoumsatz sind die **client incentives** (3,4 Mrd. USD in 2016), die als kick-backs an die Issuer zurückfließen, sofern sie vorher ausgehandelte Volumenziele erfüllen. Generell handeln Issuer und VISA häufig als Allianz und haben gemeinsam den Anreiz, mehr Transaktionen über VisaNet anstatt über ACH abzuwickeln. Es folgt eine Erklärung der drei Umsatzkategorien:

- 1.) **service revenues:** VISA erhält von den Issuern basierend auf dem über VISA-Karten abgewickelten Zahlungsvolumens eine Fee in Höhe von 0,13%. Treiber dieser Umsätze ist das Kaufvolumen über die in Umlauf befindlichen VISA-Karten sowie die Ausgabe neuer Karten an neue Kunden. Die ausgewiesenen Umsätze in diesem Bereich beziehen sich stets auf das Zahlungsvolumen des *Vorquartals*, sodass hier eine zeitliche Latenz auftritt
- 2.) **data processing revenues:** VISA berechnet eine flat-fee für das Hin- und Her-Routing von Autorisierungsanfragen. Die Fee beträgt etwa 7 Cent für jede Transaktion. Berechnungsgrundlage sind sämtliche tatsächlich über VisaNet abgewickelte Transaktionen. Entgegen der ersten Einschätzung müssen *nicht* alle Zahlungen mit VISA-Karten tatsächlich über VisaNet laufen. Ein solches Szenario gibt es zum Beispiel bei der Öffnung des amerikanischen Netzwerkes von Discover für den chinesischen Marktführer UnionPay. UnionPay würde bei Transaktionen von chinesischen Kunden in den USA zwar am payment volume über die Karten beteiligt, die flat fee für das Routing fließt jedoch (zumindest teilweise) an Discover. 2015 schätzt „The Nilson Report“, dass über VISA-Karten 126 Mrd. Transaktionen stattgefunden haben, während VISA 71 Mrd. Transaktionen angibt, die über das eigene VisaNet gerouted wurden (Anteil: 56%). Treiber der data processing revenues ist folglich nicht nur das Wachstum der Transaktionsanzahl, sondern auch der Anteil von VisaNet an der Abwicklung dieser Transaktionen
- 3.) **International transaction revenues:** VISA verlangt von den Issuern zusätzliche Fees (in % vom payment volume), wenn der Karteninhaber bei einem Merchant im Ausland einkauft. Inklusive der Währungsumrechnung ist dieses Geschäft für VISA *höchstprofitabel* und wird vor allem vom Tourismusaufkommen getrieben. Den Karteninhabern werden bei Einkäufen im Ausland vom Issuer häufig extra Gebühren berechnet, da VISA in diesem Fall wie gesagt stärker zugreift

Insgesamt stammen 70% aller VISA-Umsätze von den Issuern und 30% von den Acquirern. An der Höhe der Interchange-Fee verdient VISA selbst nicht (direkt).

VISA payment volume, Umsätze und net revenue yield



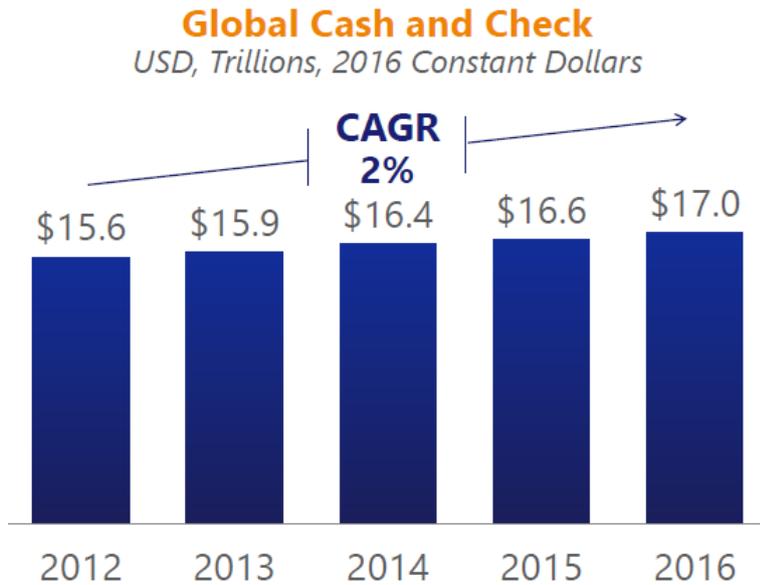
Finanzielle Eckdaten

Die wichtigsten Eckdaten der operativen Entwicklung VISAs in den vergangenen Jahren können der nachfolgenden Tabelle entnommen werden.

normalized key figures	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR 09-16
payments volume growth	0,9%	13,4%	16,2%	10,5%	7,6%	8,8%	6,9%	9,9%	11,0%	11,7%
net revenue growth	10,3%	16,7%	13,9%	13,4%	13,0%	7,8%	9,3%	8,7%		11,8%
net income growth	192,5%	26,0%	19,0%	19,1%	18,5%	14,9%	12,5%	6,6%		16,5%
EPS growth	196,8%	29,4%	24,4%	24,2%	22,4%	19,6%	15,4%	8,4%	15,0%	20,4%

Drei Dinge fallen dabei auf:

1. Selbst im Rezessionsjahr 2009 ist das payment volume bei VISA leicht gestiegen (+0,9%), obwohl der weltweite Konsum rückläufig war. Die Marktanteilsgewinne elektronischer Bezahlvorgänge auf Kosten von Cash & Check führen dazu, dass ein Rückgang im Konsumverhalten leicht abgedefert wird und nicht voll auf VISA durchschlägt.
2. Das Wachstum der globalen PCE um 4-5% in Nicht-Krisenjahren ist so hoch, dass trotz Marktanteilsverlusten der aggregierte Wert von Transaktionen in Cash & Check (17,0 Bio USD) heute sogar höher liegt als noch vor vier Jahren (15,6 Bio. USD, siehe Abbildung auf der nächsten Seite).

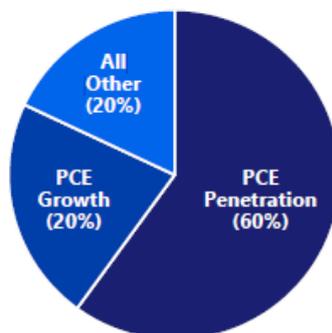


- Außerdem fällt auf, dass ein zweistelliges Wachstum des payment volumes nicht immer so leicht zustande kommt, wie von der Sell-Side modelliert (siehe z. B. das Jahr 2015 mit „nur“ +6,9% Wachstum im payment volume). Die Veränderung im **payment volume ist jedoch die zentrale Stellgröße für das nachhaltige Umsatzwachstum, das VISA erreichen wird** (CAGR09-16: 11,7% für das payment volume und 11,8% für die Netto-Umsätze). Vor der VISA-Europe-Übernahme konnten die Umsätze etwas schneller wachsen als das payment volume, da VISA leichte Preiserhöhungen von 1-2% pro Jahr durchgesetzt hat. Das Management führt explizit 1-2PP Wachstum pro Jahr auf Preiserhöhungen zurück (siehe Grafik).

The Growth Model

Net Revenue Growth Contribution

(2011-16 Constant Dollar)



Weil jede zusätzliche Transaktion über VisaNet nur unterproportional zu operativem Mehraufwand führt (siehe Teilbereich Größenvorteile, inkrementelle Umsätze haben eine operative Marge von 80%), wächst VISA im Nettoergebnis kontinuierlich schneller als im Umsatz (CAGR09-16: 16,5% vs. 11,8% Umsatzwachstum).

Der Nettogewinn entspricht im Mittel dem Free Cashflow (FCF) des Unternehmens. Da VISA die meiste Zeit zu 26x bis 30x net earnings gehandelt wird, kann das Unternehmen nach Dividende (Dividend-Yield: 0,6%) jährlich noch etwa 3% der Marktkapitalisierung zurückkaufen. Historisch ging der share count um 3,3% pro Jahr zurück, sodass das EPS nochmal schneller als der Nettogewinn ansteigen konnte (CAGR09-16: 20,4% vs. 16,5% Nettogewinnwachstum).

BEWERTUNG

Ein Investment in VISA ist grundlegend eine **Wette auf einen Anstieg der globalen Konsumausgaben**. Als Investor erhält man effektiv eine Lizenzgebühr (in Höhe von 0,24% inkl. Europa) auf jeden über VISA Kredit- und Debitkarten zusätzlich ausgegebenen Dollar

Die Wette ist insofern *gehebelt*, als dass man von den Marktanteilsgewinnen elektronischer Bezahlmethoden gegenüber Cash & Check zusätzlich profitiert. Global werden bezogen auf die Anzahl noch etwa 80% der PCE-Transaktionen in Cash & Check abgewickelt ggü. 20% in Form elektronischer Zahlungsmethoden (in Afrika liegt der Cash-Anteil an den PCE bezogen auf die Transaktionsanzahl bei >90%). Selbst ein entwickelter Markt wie die USA mit 50%-Anteil von Debit- und Kreditkarten (Wert) an den gesamten PCE und >70% Anteil sämtlicher elektronischer Bezahlverfahren an den PCE²² (Wert) wird noch diverse Jahre bei Kartenzahlungen schneller wachsen können als das Basiswachstum der PCE von 4% p.a. Spitze

WICHTIGER HINWEIS

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich an den gesamten PCE in %, x-Achse zeigt je 100T Einwohner).

80% „Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren
70%
60%
50% **Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar**
40%
30%
20% Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente
10%
0%

Selbst wenn die Konsumausgaben einmal einbrechen sollten (wie in 2009), sorgen die Marktanteile Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten
VISA.

Ein w Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Zahlungsverkehr **Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater**
allger **Keine Inflation an Kunden gibt. Zusätzlich trägt VISA (open-loop) im Gegensatz zu American Express (closed-loop) kein direktes Kreditausfallrisiko!**

²² 70% Karten zuzüglich anderer elektronischer Bezahlmethoden wie Einzugsermächtigungen und Überweisungen via ACH etc.

Bis 2022 erwarte ich für VISAs die folgende operative Entwicklung unter Voraussetzung der in der folgenden Tabelle dargestellten Annahmen:

base case model	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
VISA payment volume							
U.S.	3.255	[Inhalte entfernt]					
Europe	1.468						
Rest of World	2.612						
total	7.335						
Wachstumsraten payment volume							
U.S.							
Europe							
Rest of World							
total							
implizierte US-PCE penetration							
PCE							
von Karte							
in %							
von Cash & check							
in %							
Sonstige elektronische							
in %							
VISA net revenue							
EBIT							
Marginal							
taxe							
Net income							
normalized EBIT							
share count							
normalized EPS							
exit price at contracted multiple							

WICHTIGER HINWEIS

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren

Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

- ein Wachstum des payment volumes um [Abschnittskürzung].

Zur abermaligen Plausibilisierung meiner Annahmen empfiehlt sich ein Cross-Read der Erwartungen von VISAs direktem Konkurrenten Mastercard. Mastercard hat 2016 kommuniziert, dass sie für ihr eigenes payment volume langfristig ein Wachstum zwischen 8-10% erwarten (siehe Grafik) bei höherem Emerging Market Exposure als VISA. Die Umsätze sollen jährlich zwischen 10-15% wachsen (siehe folgende Abbildung).

FINANCIAL PERSPECTIVE

Long-Term Revenue Growth

WICHTIGER HINWEIS

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren

Bei einem tagesaktuellen VISA-Kurs von 112 USD impliziert mein Kursziel2022e (base case)

Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

Würde man vom Eintreten der Konsensschätzungen ausgehen und keine Kontraktion des Multiples unterstellen, würde VISA 2022 zu Kursen [Abschnittskürzung].