

Sector: *Medios de Pago*

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **1.500 €**  
 Potencial: **+4%**

*Cambio de tendencia en ingresos y márgenes.*

## ADYEN

Analista: Eduardo Cabero

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 44.570 M€  
 Cierre 08.02.2024: 1.436 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 31,0 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 602€/acc./1,700€/acc.  
 Cód. Bloomberg / Reuters: ADYEN NA / ADYEN.AS  
 Revalorización año (YTD): 23%

### Accionariado

Temasek holdings 8%  
 Fundadores y empleados 6%  
 Free Float 86%

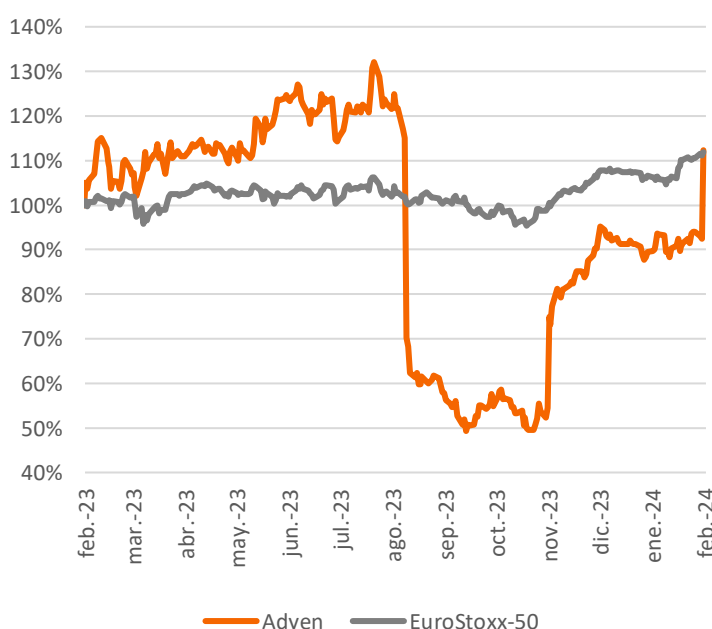
### Principales ratios

	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e
PER	151x	76x	52x	41x	31x
EV/EBITDA	120x	53x	52x	40x	29x
ROE	31%	27%	25%	24%	25%

Principales cifras	2022r	2023r	2024e	2025e
Ingresos netos	1.330	1.626	2.005	2.504
EBITDA	728	743	960	1.308
Margen EBITDA	55%	46%	48%	52%
BAI	720	943	1.187	1.570
BNA	564	698	878	1.162
BPA	18,2	22,5	28,3	37,5

	2S23	Var. %	TAMI 20/23
Ingresos netos	887	+23%	+33%
EBITDA	423	+14%	+25%
Margen EBITDA	47,7%	-3,9 p.p.	
BNA	416	+48%	+37%

### Evolución respecto al EuroStoxx-50 (base 100)



Los resultados 2S2023 baten ampliamente las expectativas. Destacamos dos aspectos: (i) el crecimiento de **ingresos netos** acelera de nuevo (+22,9% 2S 2023 vs +21,5% 1S 2023 y +22% en 3T 2023) y (ii) el **margen EBITDA** sorprende al alza (47,7% vs 51,6% 2S 2022 y 43,3% 1S 2023). Confirmamos nuestra recomendación de **Comprar** establecida en nuestro [Informe diario de hoy](#). Establecemos el nuevo **Precio Objetivo en 1.500€** (potencial +4%) tras confirmarse un **cambio de tendencia en ventas y en márgenes**. El reducido potencial se debe al *rally* visto en la sesión de hoy, incrementándose progresivamente desde la apertura (+12%) hasta el cierre (+21%). **Aprovecharíamos cualquier ajuste (¿-5%?) tras el rally para tomar posiciones de nuevo**. Los fundamentales son sólidos (crecimiento estructural del sector y modelo de negocio escalable) y el mercado ha recuperado la confianza sobre la compañía. Esto favorecerá la continuidad de la inercia alcista.

### Los resultados 2S 2023 baten ampliamente las expectativas.

Los resultados del 2S 2023 son muy buenos. Destacamos fundamentalmente dos aspectos: (i) **los ingresos netos aceleran de nuevo** (+22,9%) tras un primer semestre flojo (+21,5%) y una mejora en el 3T 2023 (+22,0%). En este sentido, destaca la aceleración de volúmenes de un cliente existente en el 2S 2023. Cabe recordar que en torno al 80% del crecimiento lo consiguen a través de sus clientes existentes. (ii) El **margen EBITDA sorprende al alza** (47,7% vs 51,6% 2S 2022 y 43,3% 1S 2023) tras un primer semestre muy flojo debido al incremento de los gastos operativos tras el fuerte incremento de plantilla (+26%). En paralelo, los **ingresos financieros** se disparan (153M€ vs 1,5M€ 2S 2022) debido a la subida de los tipos de interés y a la amplia posición de caja que mantiene la compañía. Esto impulsó el **BNA** un +48% hasta 416M€.

### Se confirma el cambio de tendencia en ventas y en márgenes. Subimos el P.Objetivo a 1.500€.

Dejamos atrás un 2023 caracterizado por la volatilidad de la acción. De las dudas tras la publicación de resultados 1S 2023, momento en el que defendíamos que el mercado había sobre-reaccionado, a la recuperación de la confianza del mercado en el Día del Inversor. Esto provocó un fuerte *rally* que aprovechamos para tomar beneficios hasta ver una confirmación en el cambio de tendencia tanto en ventas como en márgenes. Y ese momento ha llegado. Esto nos lleva a **incrementar nuestras estimaciones de ventas** (TAMI 23/28 25% vs +22%/+28% anual previsto por la compañía hasta 2026) **y de márgenes**. Tras una fase de inversión en personal, el fuerte apalancamiento operativo se traducirá en incrementos de margen EBITDA. Estimamos que alcance el objetivo de margen EBITDA establecido para 2026 (>50%) en 2025. Además, estimamos una mayor estabilidad en los resultados y una mejor comunicación de la estrategia por parte de la compañía (algo que falló en los resultados 1S 2023), lo que nos lleva a reducir la prima de riesgo 50 p.b. Todo ello nos conduce a un **Precio Objetivo de 1.500€** (potencial +4%), cuyo potencial se ha visto reducido por la fuerte revalorización en la sesión.

### Fundamentales sólidos: crecimiento estructural y escalabilidad.

Los fundamentales del negocio no han cambiado. Destacamos varios aspectos clave: un (i) **sector con crecimiento estructural** (disminución uso efectivo) en el cual opera mediante un **modelo híbrido** (comercio unificado online+físico), lo que aporta mayor estabilidad a los ingresos. (ii) Una **plataforma escalable** (construida desde 0; no M&A). El apalancamiento operativo del negocio se traducirá en aumentos de margen EBITDA. Además, tiene **clientes de primera línea** (McDonald's, Alibaba, Uber, Spotify...), con **baja tasa de abandono** y fuertes perspectivas de crecimiento que servirán como catalizador de los ingresos (el 80% del crecimiento lo consigue a través de sus clientes actuales). Destaca en la **adaptación** a las necesidades cambiantes del e-commerce, en la **fluidez** en las operaciones (los consumidores no tienen que añadir la información en cada pago que realizan) y en la (iii) **seguridad** - la autenticación de clientes es cada vez más importante-.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, Adyen y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

1

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y su difusión:

08/02/2024 17:46

Cifras en millones de euros

Resumen de PyG	2020r	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'23/28
Ingresos netos	684	1.002	1.330	1.626	2.005	2.504	3.174	4.007	4.911	25%
<b>EBITDA</b>	<b>402</b>	<b>630</b>	<b>728</b>	<b>743</b>	<b>960</b>	<b>1.308</b>	<b>1.797</b>	<b>2.416</b>	<b>3.086</b>	<b>33%</b>
Margen EBITDA	58,8%	62,9%	54,8%	45,7%	47,9%	52,2%	56,6%	60,3%	62,8%	
BAI	323	581	720	943	1.187	1.570	2.053	2.748	3.504	30%
<b>BNA</b>	<b>261</b>	<b>470</b>	<b>564</b>	<b>698</b>	<b>878</b>	<b>1.162</b>	<b>1.519</b>	<b>2.033</b>	<b>2.593</b>	<b>30%</b>

Resumen Balance de Situación	TAMI'23/28									
Activo no Circulante	421	441	535	525	534	566	622	702	806	9%
Caja	2.737	4.596	6.522	8.307	10.530	13.360	17.103	21.888	27.423	27%
Resto Circulante	1.000	739	559	736	846	1.057	1.339	1.691	2.073	23%
<b>Total Activo</b>	<b>4.158</b>	<b>5.776</b>	<b>7.616</b>	<b>9.568</b>	<b>11.910</b>	<b>14.983</b>	<b>19.064</b>	<b>24.281</b>	<b>30.301</b>	<b>26%</b>
Patrimonio Neto	1.218	1.810	2.412	3.160	4.038	5.199	6.718	8.751	11.344	29%
Pasivo no Circulante	210	224	223	182	197	206	216	226	237	5%
Proveedores	2.589	3.609	4.796	5.942	7.340	9.168	11.621	14.672	17.982	25%
Resto Pasivo Circulante	141	133	185	285	336	410	509	631	737	21%
<b>Total PN+Pasivo</b>	<b>4.158</b>	<b>5.776</b>	<b>7.616</b>	<b>9.568</b>	<b>11.910</b>	<b>14.983</b>	<b>19.064</b>	<b>24.281</b>	<b>30.301</b>	<b>26%</b>

## Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	V.Terminal
EBIT	870	1.209	1.685	2.284	2.931	
(-) Impuestos	226	314	438	594	762	
NOPAT (Benef. Operat. Después Imp.)	643	895	1.247	1.691	2.169	
(+) Amortizaciones	90	99	112	131	155	
(-) Inversión en Activos Fijos	-100	-125	-159	-200	-246	
(+-) Variación de Circulante	1.355	1.695	2.270	2.821	3.033	
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>1.988</b>	<b>2.563</b>	<b>3.470</b>	<b>4.442</b>	<b>5.111</b>	<b>41.299</b>

Valor Empresa (EV)	38.429 WACC	10,0%
(+) Caja Neta	8.084 g	3,0%
<b>Valor FFPP (EqV)</b>	<b>46.513</b>	
# de acciones	31,0	
<b>Valor por acción</b>	<b>1.500 €/acción</b>	

**Método de valoración:**

Establecemos la valoración siguiendo el método de Descuento de Flujos de Caja Libre empleando a tal efecto las hipótesis sintetizadas en las tablas adjuntas.

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

Crecimiento (g)

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
7,0%	2.032	2.186	2.380	2.630	2.964
8,0%	1.747	1.848	1.970	2.119	2.306
9,0%	1.543	1.614	1.696	1.794	1.912
Coste del Capital	1.389	1.441	1.500	1.568	1.648
11,0%	1.269	1.308	1.352	1.402	1.459
12,0%	1.172	1.203	1.236	1.274	1.316
13,0%	1.093	1.117	1.143	1.173	1.205

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad><https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

2

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y su difusión:

08/02/2024 17:46

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
08/02/2024	Comprar	1.500
22/11/2023	Vender	1.025
09/10/2023	Comprar	920
18/08/2023	En revisión	En revisión
27/02/2023	Comprar	1.700
08/02/2023	Comprar	1.821

## INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-deinformacion](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-deinformacion).

[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponible [Link a los informes de compañías](#)

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Medi	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Carlos Pellicer - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Jorge Pradilla - Logística	Pedro Ribeiro - Analista

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable

Todos nuestros informes en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Avda. de Bruselas, 14

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

3

28108 Alcobendas, Madrid

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y su difusión:

08/02/2024 17:46