

Sector: *Medios de Pago***Modelo híbrido: crecimiento estructural en e-commerce + reactivación de la economía.****ADYEN**Recomendación: **Comprar**
Precio Objetivo: **2.025 €**
Potencial: **+31,2%**

Analista: Eduardo Cabero

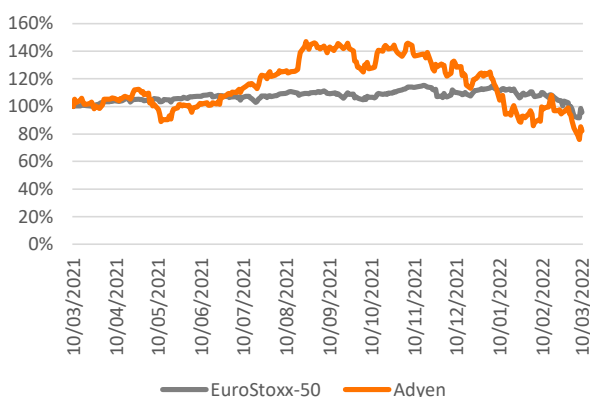
Datos BásicosCapitalización (M €): 47.333 M€
Último: 1.543 €/acc.
Nº Acciones (M.): 30,7 M acc.
Min / Max (52 sem): 1.380€/acc./2.835€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters: ADYEN NA / ADYEN.AS
Revalorización año (YTD): -33%**Accionariado**Fundadores y empleados 16%
Free Float 84%**Principales ratios**

	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e
PER	224x	105x	74x	56x	43x
EV/EBITDA	74x	152x	95x	69x	52x
ROE	24%	31%	31%	30%	29%

Principales cifras

	2020	2021r	2022e	2023e
Ingresos	3.641	5.995	8.314	10.998
Ingresos netos	684	1.002	1.409	1.808
EBITDA	402	630	873	1.147
Margen EBITDA	59%	63%	62%	63%
BAI	323	581	820	1.088
BNA	261	470	664	880
BPA	8,5	15,3	21,6	28,7

	2S21	Var. %	2S20	2S19
Ingresos	3.441	+65%	2.081	1.513
Ingresos netos	556	+46%	379	297
EBITDA	325	+51%	237	175
Margen EBITDA	64,2%	+1,8 p.p.	62,4%	58,8%
BNA	265	+62%	163	128

Evolución respecto al EuroStoxx-50 (base 100)

Fuentes: Bloomberg, Reuters, Adyen y Análisis Bankinter.

Confirmamos nuestra recomendación en Comprar, fijando nuestro Precio Objetivo en 2.025€/acc.¹ El **timing** de mercado es **desfavorable pero lo consideramos una oportunidad para posicionarse a medio/largo plazo**. Nuestra recomendación se apoya en los siguientes 4 argumentos: (i) **sector con crecimiento estructural** (disminución del uso de efectivo), (ii) **modelo híbrido** (comercio unificado online+físico). Compensa la ralentización del *e-commerce* con un impulso de las tiendas físicas+clientes turísticos, (iii) **sus clientes son marcas líderes** con buenas perspectivas que impulsarán el crecimiento (80% del crecimiento a través de clientes actuales) y una (iv) **plataforma escalable** que permite mejorar los márgenes.

Crecimiento.- Mantiene tasas de doble dígito alto: Transacciones procesadas (2021) +70%, acelerando ligeramente en 2S21 hasta +71,9% desde +67,3% en 1S21. Las tiendas físicas ya representan el 14% de las transacciones (crecimiento 2021 +97%). Los márgenes mejoran (Margen EBITDA 62,9% vs 59% en 2020 y 56% en 2019. Sin embargo, para 2022 estimamos una reducción por crecimiento de plantilla e inversión en marketing. El BNA'21 bate las expectativas y repunta hasta 469,7M€ (+80% a/a).

Diversificación.- Continúa su expansión en EE.UU. Los ingresos crecen +74% en 2021. En consecuencia, los ingresos ex-EMEA ya superan el 40% del total.

Guidance.- Se mantienen intactas las previsiones a medio plazo (sin identificación de un plazo exacto): Ingresos Netos +25%/+33%, Margen EBITDA>65%. La confirmación de estas expectativas era algo que preocupaba al mercado por las dudas transmitidas por otras compañías sobre la ralentización del comercio online.

Una de las mejores compañías en un sector con crecimiento estructural.- Nuestra recomendación se apoya en los siguientes argumentos: (i) **sector con crecimiento estructural**, impulsado por un entorno cada vez más digital en el que el uso del efectivo disminuye progresivamente. (ii) **Modelo híbrido (comercio unificado online+físico)**. Por tanto, una ralentización del e-commerce se ve compensada por la reapertura de la economía. Impulsa las ventas físicas (actualmente 14% s/ total) y reactiva a los clientes relacionados con el Turismo (Booking.com, EasyJet...). Adyen sustituyó a Paypal como plataforma de pagos de eBay en 2018 y desde entonces dispone de numerosos (ii) **clientes de primera línea (McDonald's, Alibaba, Uber, Spotify...)** con fuertes perspectivas de crecimiento que sirven como catalizador de los ingresos (el 80% del crecimiento lo consigue a través de sus clientes actuales). Su tasa de abandono es muy baja <1% y la tasa de participación en el volumen de estos clientes aumentará. Además, se expande geográficamente a partir de las necesidades de unos clientes que ya operan en dichos mercados. (iv) **Plataforma escalable** (construida desde 0; no M&A) cuyas mejoras provienen de las necesidades de un número representativo de clientes (no personalizadas) lo que se traduce en aumentos de margen EBITDA.

En definitiva, tras el ajuste de su cotización, es una oportunidad para posicionarse en una compañía que participa y promueve la disrupción tecnológica-digitalización de los pagos- y que proporciona crecimientos de doble dígito en márgenes y resultados. Esto conduce a una revalorización de la cotización también de doble dígito durante los últimos tres años (+54% 2019; +161% 2020; +21,3% 2021).

(1) El 09.02.2022 fijamos provisionalmente nuestra Recomendación en Comprar y nuestro Pr.Obj. en 2.349€/acc. En esta nota de inicio formal de cobertura confirmamos dicha recomendación y, una vez analizados con más detenimiento los resultados 4T21 que la Compañía publicó ese día a primera hora, establecemos nuestro Precio Objetivo de forma más precisa.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20
Ventas	1.653	2.657	3.641	5.995	8.314	10.998	14.341	18.429	23.331	38%
Costes	-1.304	-2.122	-2.957	-4.994	-6.906	-9.190	-12.056	-15.586	-19.849	39%
Ingresos netos	349	534	684	1.002	1.409	1.808	2.285	2.844	3.482	33%
EBITDA	182	317	402	630	873	1.147	1.479	1.887	2.351	36%
Margen EBITDA	52,1%	59,3%	58,8%	62,9%	61,9%	63,5%	64,7%	66,4%	67,5%	
BAI	165	295	323	581	820	1.088	1.409	1.806	2.255	41%
BNA	131	234	261	470	664	880	1.141	1.461	1.825	41%

Resumen Balance de Situación										TAMI'20
Activo no Corriente	208	353	421	441	470	513	570	643	733	8,8%
Activo Corriente	1.652	2.256	3.737	5.335	7.872	10.520	13.860	18.008	23.053	37,0%
Total Activo	1.860	2.609	4.158	5.776	8.342	11.034	14.431	18.651	23.785	35,0%
Patrimonio Neto	582	918	1.218	1.810	2.474	3.354	4.495	5.956	7.781	37,4%
Pasivo No corriente	48	113	210	224	224	224	224	224	224	1,2%
Pasivo Corriente	1.230	1.578	2.730	3.742	5.645	7.456	9.712	12.471	15.781	35,5%
Total PN+Pasivo	1.860	2.609	4.158	5.776	8.342	11.034	14.431	18.651	23.785	35,0%

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

	2023e	2024e	2025e	2026e	V.Terminal
EBIT	1.100	1.421	1.818	2.267	
(-) Impuestos	210	271	347	432	
NOPLAT (Benef. Operat. Después Imp.)	890	1.150	1.471	1.835	
(+) Amortizaciones	48	57	69	84	
(-) Inversión en Activos Fijos	-90	-114	-142	-174	
(+) Variación de Circulante	1.296	1.614	1.974	2.367	
Cash Flow Libre	2.143	2.708	3.373	4.112	50.116

Valor Empresa (EV)	59.881	WACC	9,0%
(+) Caja Neta	6.246	g	3,0%
(-) Otros ajustes (Circu	-4.015		
Valor FFPP (EqV)	62.112		
# de acciones	30,7		
Valor por acción	2.025	€/acción	

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 2.025 en función de descuento del flujo de caja, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

		Crecimiento (g)				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,5%	2.269	2.466	2.707	3.008	3.396
	8,0%	2.078	2.239	2.434	2.671	2.969
	8,5%	1.916	2.051	2.211	2.402	2.637
	9,0%	1.777	1.892	2.025	2.182	2.371
	9,5%	1.658	1.755	1.868	1.999	2.154
	10,0%	1.553	1.637	1.733	1.844	1.974
	10,5%	1.460	1.534	1.617	1.712	1.821

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
10/03/2022	Comprar	2.025
09/02/2021	Comprar	2.349

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/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles [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 & Me	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas & Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	

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>

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

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

3

Este informe terminó de redactarse:

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

10/03/2022 19:10