

Adyen: mooie positie voor hoge groei

Fondsnaam

Adyen

Koersdoel

EUR 300

Land

Nederland

Sector

FinTech

ISIN Code

NL0012969182

Fondsprofiel

Adyen levert één enkel platform voor wereldwijde betalingen zowel online, mobiel als op het verkooppunt.

SRI

Nog geen rating.

Auteur

Jos Versteeg, senior equity analyst bij InsingerGilissen. Hij heeft op het moment van uitbrengen geen positie in Adyen.

Goed gepositioneerd

De enorme groei van Adyen bewijst dat het een kansrijke positie heeft opgebouwd in het internationale betaalverkeer. De belangstelling voor het aandeel is dan ook groot. Vanwege het waarschijnlijk beperkte aanbod zal het aandeel bij de introductie woensdag fors kunnen stijgen. Wij hebben een positieve opinie op Adyen, maar alles heeft zijn prijs. Koersdoel: EUR 300. Dat is 25% boven de uitgifteprijs.

Uniek product

Adyen is een Payment Service Provider die tegen een vaste vergoeding betalingen uitvoert voor (web)verkoop van bedrijven als Uber, Netflix, Facebook, Spotify, Vodafone en Booking.com. Dat Adyen zulke grote wereldwijd snelgroeiende bedrijven heeft binnengesleept bewijst dat het een aantrekkelijk systeem heeft ontwikkeld.

Het betalingsverkeer is gefragmenteerd: ieder land heeft eigen systemen en regels en er zijn veel lokale spelers. Dat maakt het voor de grote Amerikaanse technologiebedrijven lastig om hun webwinkels internationaal uit te rollen. Adyen heeft een systeem dat alle soorten betalingen afhandelt. Het maakt niet uit of de klant bijvoorbeeld met pin, creditcard of Alipay betaalt. De oprichters van Adyen hebben eerder een betaalbedrijf opgericht en wisten wat belangrijk was: een simpel, snel en vooral veilig systeem dat in ieder land werkt, ongeacht of de betaling via het web, de mobiele telefoon of in de winkel gebeurt.

Digitale betaling: er zit een complexe wereld achter

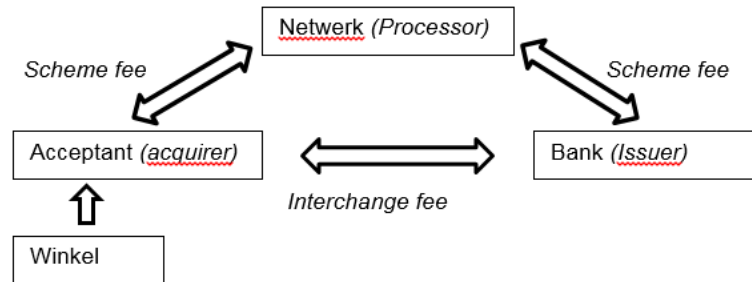
Een digitale betaling is een kwestie van seconden, maar er zit een complexe wereld achter want het moet wel veilig gebeuren. Het hele proces bestaat uit drie onderdelen: autorisatie, 'clearing' en 'settlement'. In goed Nederlands: goedkeuring, verrekening en verwerking.

Drie financiële partijen verdienen aan dit proces:

- De acceptant ('merchant acquirer'): het bedrijf dat het contact onderhoudt met de winkel. Dat kan de bank van de winkel zijn, maar het kan ook een betaalbedrijf als Adyen zijn.
- De bank die een creditcard of een debitcard (bankpas) uitgeeft ('issuer').
- De verwerking van de transactie kan via een derde partij ('processor') plaatsvinden. Visa en Mastercard hebben de belangrijkste netwerken daarvoor. Deze twee spelers geven zelf geen creditcards uit en sluiten geen contracten met acceptanten. Zij verzorgen alleen het netwerk.

Adyen: mooie positie voor hoge groei

Schematisch ziet het proces er als volgt uit:



De sterke positie van Adyen

De gefragmenteerde sector kent dus veel spelers, maar de meesten opereren lokaal. Adyen heeft als groot voordeel dat het een internationaal platform heeft, maar ook internationaal zijn er meer spelers. JP Morgan Chase is met Chase Paymentech een belangrijke speler, maar heeft vergeleken met Adyen een verouderd systeem. Worldpay, waarvan de voorganger het eerste bedrijf van de oprichters van Adyen kocht (Bibit), is ook een belangrijke concurrent en ook Ingenico concurreert direct met Adyen. Worldpay en Ingenico hebben echter het probleem dat het overgenomen partijen moet integreren en dus geen uniform systeem hebben. PayPal is vooral actief in de peer-to-peer payment en in Europa gebruiken acceptanten soms zelfs Adyen voor PayPal. Chris Brouwer, één van de oprichters van Adyen en nu nog adviseur van het bedrijf ziet PayPal zelfs niet als directe concurrent.

Hoge groei

Adyen groeit hard. Het volume steeg in de afgelopen drie jaar met gemiddeld 83% en de netto-omzet met bijna 49% per jaar. Het concern heeft al in het systeem geïnvesteerd en heeft geen grote investeringsbehoefte. De vrije kasstroom steeg in de afgelopen drie jaar met gemiddeld 56% per jaar. Doordat het bedrijf veel snelgroeiende internationale klanten heeft, groeit het 'met de klanten mee'. De onderneming zegt zelf dat 80% van de groei van de bestaande klanten komt. E-commerce is een echte groeimarkt. Adyen kan zelfs sneller groeien doordat het meer werk krijgt van de klanten (meer 'share-of-wallet') en nieuwe klanten binnenhaalt.

Natuurlijk is er wel concurrentie en vooral de grote deals leveren druk op de marge, maar doordat de volumes zo hard stijgen kan Adyen dat waarschijnlijk goed opvangen. Het concern heeft al geïnvesteerd in het netwerk en het systeem biedt ruimte voor forse groei. Vanwege de beperkte investeringsbehoefte heeft het concern een hoge en snel groeiende vrije kasstroom.

En dan de prijs...

De introductieprijs van EUR 240 betekent dat het bedrijf voor circa 45 keer de EBITDA naar de beurs gaat. Google ging voor 58 keer de EBITDA naar de beurs en Facebook voor 239 keer. Met een rendement van gemiddeld circa 25% per jaar vanaf 2004 was Google een

Adyen: mooie positie voor hoge groei

prachtige belegging en Facebook met 35% per jaar vanaf 2012 eveneens. Het is lastig om bedrijven met een zeer hoge groeivoet goed te waarderen, want als er maar enige twijfel ontstaat kan de koers hard onderuit. Ook bij beurscorrecties reageert de koers waarschijnlijk veel feller dan de markt. Daarnaast is het een probleem dat de handel waarschijnlijk heel beperkt is. Er is wel zeer veel vraag; het boek is 27x overschreven. Bij de introductie woensdag kan vanwege het krappe aanbod een ware hype ontstaan. EUR 240 is een mooie prijs, maar omdat waarschijnlijk veel beleggers op hun stukken blijven zitten, kan de koers binnen een dag het koersdoel hebben bereikt.

Wij hebben een positieve opinie op Adyen met een koersdoel van EUR 300. Meer dan 55 keer de EBITDA 2018 betalen lijkt ons teveel. In het geval de koers boven de EUR 300 komt lijkt het ons beter maar even te wachten op een beter moment. Het risico bestaat dan natuurlijk de boot helemaal te missen, maar enige prudentie is in dit geval wel van belang.

Jos Versteeg

Deze opinie is geschreven vanuit onze beleggingsvisie op het aandeel en is niet specifiek op uw persoonlijke situatie afgestemd. Ga voor een persoonlijk advies naar uw adviseur. Een historisch overzicht van onze opinies is te vinden op insingergilissen.nl/adviezen.

Ik heb voor deze analyse onder andere gebruik gemaakt van het prospectus van Adyen, een rapport van ABN AMRO genaamd 'Breaking Barriers' (22 mei 2018), een rapport van J.P. Morgan Cazenove 'Adyen' (24 mei 2018), een uitgeschreven conference call van Third Bridge met Chris Bouwer, één van de oprichter van Adyen en een intern rapport Steven Boumans (7 juni 2018).

Adyen: mooie positie voor hoge groei

Dit document is opgesteld door InsingerGilissen Bankiers N.V. ("InsingerGilissen"). InsingerGilissen Bankiers N.V. is geregistreerd bij De Nederlandsche Bank ("DNB") en de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") en staat onder toezicht van DNB, AFM en de Europese Centrale Bank. InsingerGilissen Bankiers N.V. is ingeschreven bij de Kamer van Koophandel te Amsterdam, KvK-nummer 33004218, kantoorhoudende aan de Herengracht 537 (1017 BV) te Amsterdam. Dit document heeft uitsluitend een informatief karakter en is niet bedoeld om u een financieel product aan te bevelen, een (beleggings)advies te geven of u een beleggingsdienst te verlenen. In geval een product, dienst of advies wordt genoemd, kan dit alleen worden gezien als samenvatting en nooit als de volledige informatie met betrekking tot dat product, advies of die dienst. Alle (beleggings)beslissingen op basis van de genoemde informatie zijn voor uw rekening en risico. U dient zelf te (laten) bepalen of het product of de dienst voor u geschikt is. InsingerGilissen is houder van het auteursrecht op de gehele inhoud van dit document, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven.

Hoewel alle redelijke zorg is betracht ten aanzien van de juistheid en volledigheid van de gegevens, kunnen wij niet aansprakelijk worden gehouden voor de inhoud van dit document, voor zover het op die bronnen is gebaseerd. Beleggen brengt risico's met zich mee. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Valutaschommelingen kunnen van invloed zijn op het rendement. Dit document is uitsluitend bestemd voor de geadresseerde.

InsingerGilissen verricht geen investment banking of andere corporate finance activiteiten voor de in deze beleggingsaanbeveling vermelde uitgevende instelling ontvangen of verworven voordat deze aan het publiek zijn aangeboden.

Analisten genoemd in deze beleggingsaanbeveling, verklaren dat (i) opinies, visies en aanbevelingen die in dit rapport gedaan worden, zijn of haar persoonlijke visie weerspiegelen, (ii) de gebruikte informatie in dit rapport is ontleend aan bronnen die betrouwbaar worden geacht en (iii) geen deel van zijn of haar vergoeding was, is of gerelateerd zal zijn aan specifieke opinies, visies en aanbevelingen die gedaan zijn in dit rapport. InsingerGilissen streeft ernaar te publiceren op basis van nieuws, ontwikkelingen en visies gerelateerd aan specifieke bedrijven, sectoren of markten.

Koersdoelen zijn gebaseerd op (i) financiële prognoses van de analisten van IGB, (ii) prognoses van bronnen die betrouwbaar geacht worden en (iii) waarderingsmodellen die gebruikt worden door de research-afdeling van IGB. Bij de waardering maken analisten gebruik van verdisconteerde kasstroommodellen (DCF) en vergelijking met gelijkwaardige bedrijven (Peer Group analyse).

InsingerGilissen kent een regeling privé transacties waaraan de beleggingsanalisten zijn gehouden en die gemonitord wordt door Compliance. InsingerGilissen heeft procedures en maatregelen ingevoerd ten behoeve van de afscherming van confidentiële informatie. Procedureel en functioneel is geborgd dat analisten onafhankelijk van de organisatie hun visie en mening kunnen vormen en uiten.

Het is niet toegestaan om de inhoud van dit document geheel of gedeeltelijk, op welke wijze dan ook, te vermenigvuldigen of verder te verspreiden zonder de voorafgaande schriftelijke toestemming van InsingerGilissen. De opgenomen informatie is aan veranderingen onderhevig en InsingerGilissen heeft na de publicatiedatum van dit document geen verplichting om dit document overeenkomstig aan te passen of daarover te informeren. Reeds openbaar gemaakte aanbevelingen worden door InsingerGilissen niet naderhand gecontroleerd en bijgewerkt indien feiten en omstandigheden veranderen. Wij raden u aan om altijd de essentiële beleggersinformatie, het prospectus, de jaarverslagen en andere mogelijke andere informatie die verband houdt met het genoemde financiële product te raadplegen