

COVER STORY

SISTEMI DI PAGAMENTO IN BORSA

Quanto è sostenibile la corsa del Fintech

Le valutazioni dei titoli legati ai pagamenti sono salite molto anche dopo il Covid. I casi Adyen e Square

Andrea Gennai

■ Lo scandalo che nelle ultime settimane ha travolto la società tedesca Wirecard ha creato scompiglio nel mondo finanziario anche perché è andato a toccare un settore, quello dei pagamenti digitali, che è salito molto in Borsa e che deve oggi guadagnarsi la fiducia del mercato visti i prezzi raggiunti. Un comparto dalle forti prospettive di crescita e che va a toccare gli interessi di milioni di utenti che usano queste forme di pagamento.

Gli esperti interpellati da Plus24 sottolineano che la vicenda Wirecard è un caso isolato, inteso come probabile frode, ma di certo ha acceso i riflettori sulle regole di un settore, quello dei sistemi di pagamento, che ha un futuro sulla carta interessante, alla luce anche della pandemia. Ma i prezzi raggiunti sul mercato possono giustificare queste attese positive?

EFFETTO CORONAVIRUS

«Il Covid - spiega Gianmarco Bonacina, analista Equita - ha cambiato un po' le prospettive del settore dei pagamenti. Oggi i titoli quotano con valutazioni sopra le medie storiche perché si scontano nuove prospettive aperte dalla pandemia. I consumi sono in calo, ma sta aumentando il ricorso all'e-commerce e quindi ai pagamenti digitali. Tutte le aziende del settore avranno un'accelerazione rispetto al Pil».

I titoli del settore si dividono in due grandi categorie: da un lato i player storici del settore delle carte che vivono di commissioni come Visa e Mastercard. Poi ci sono gli altri player che entrano nella macrocate-

goria del "merchant acquiring", da Nexi ad Adyen passando per Worldline-Ingenico.

«Si tratta di realtà - continua Bonacina - che fanno da collegamento tra il cliente finale e le banche attraverso la fornitura di terminali (per negozi al dettaglio) o gateway (per i siti online)». I loro ricavi derivano dall'affitto di questi dispositivi, ma non solo.

VALUTAZIONI CARE?

Le valutazioni in termini di *price earning* aggiustato (con fattori non ricorrenti) superano spesso abbondantemente le 30 volte e in alcuni casi arrivano anche a tre cifre. «Adyen - continua Bonacina - è stimata con un rapporto prezzo utili nel 2020 sopra 150 e la statunitense Square oltre 400. Sono valutazioni molto elevate indubbiamente. Si tratta di società che hanno un modello di business». Secondo le stime Equita il tasso medio composto di crescita dell'utile per azione per il periodo 2020-22 è atteso per Adyen al 47% e per Square del 133 per cento.

«Non temiamo un nuovo caso Wirecard - conclude Bonacina -. Sotto i riflettori in Europa oggi c'è la olandese Adyen. È una società che ha un modello di business concentrato su pochi big del settore tech, da Uber a Netflix e sconta le grandi prospettive di crescita legate proprio al mondo e-commerce Usa».

I CASI ADYEN E SQUARE

La crescita dei multipli è messa in evidenza anche da Massimo Vecchio, *Senior equity analyst* di Ubi Banca. «Il settore - spiega Vecchio - trattava, nel periodo 2010-14 intorno a 10x l'Ev/Ebitda per l'anno successivo e, progressivamente, è cresciuto fino ai livelli attuali (circa 18, ndr). La rivalutazione partita nel 2014 ha a che fare con la ricerca, da parte degli investitori, di titoli ad alto contenuto tecnologico. Post-Covid questa tendenza è stata esasperata a favore non solo delle tecnologie ma anche di quei settori che "beneficeranno" dei cambiamenti strutturali dovuti alla pandemia.

Adyen e Square, grazie alla loro infrastruttura tecnologica proprietaria costata svariati miliardi di euro, sono l'estremizzazione di quanto appena

detto. Difficile dire se c'è una bolla non seguendo i titoli in questione».

Il caso Wirecard potrebbe provocare un rimescolamento delle quote di mercato a favore di alcuni competitor. «Considerata l'esposizione geografica di Wirecard - conclude Vecchio - direi che Worldline potrà accaparrarsi buona parte della quota di mercato persa dalla società tedesca. Nel segmento del processing in Germania ed in Est Europa anche l'italiana Sia (non quotata) potrà beneficiare della crisi di Wirecard».

L'Italia è uno dei paesi rimasti più indietro nella penetrazione dei pagamenti digitali e mostra quindi elevate potenzialità di crescita. I big del settore già si muovono per cogliere queste opportunità.

«Il settore dei pagamenti - sottolinea Alberto Villa, *Head of equity research* di Intermonte Sim - è un mondo molto variegato e comprende attori consolidati come Mastercard e Amex, che hanno portato l'innovazione in un business tradizionale come quello delle carte, e player come l'italiana Nexi e l'olandese Adyen».

UN SETTORE IN FERMENTO

Il comparto dei pagamenti, come ripetuto da più parti, ha un trend di crescita ancora forte. La crisi del Covid ha accelerato un settore che già ha una marginalità elevata. «Le operazioni che avvengono nel settore - aggiunge Villa - sono tra le 14 e le 18 volte l'Ev (enterprise value) sull'Ebitda, un multiplo molto utilizzato per capire le dinamiche del settore. Non mi paiono valutazioni da bolla anche se la liquidità in circolazione sta spingendo un po' in alto i multipli in quanto si abbassa il premio al rischio. Sull'ultima realtà come Adyen ci sono multipli ancora più elevati con un forte appeal speculativo legato ai rapporti con i giganti web statunitensi. Mentre in altri casi, come Nexi, ci sono attese su possibili riassetti anche alla luce del-



l'operazione Ingenico con Worldline ed, in particolare, i riflettori sono puntati su una possibile integrazione con Sia che creerebbe un gigante dei pagamenti digitali in Italia».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il panorama

IL SETTORE AI RAGGI X

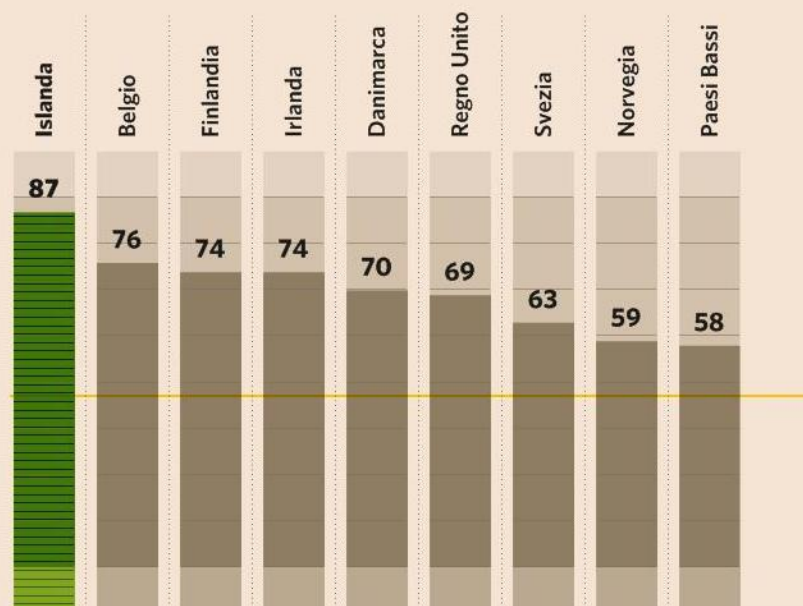
I principali titoli nel mondo legati al settore dei pagamenti digitali - multipli stimati al 2020 e al 2021 e performance - dati al 25 giugno

SOCIETÀ	CAPITALIZZAZIONE (miliardi di €)	EV/EBITDA	
		2020E	2021E
NETWORK GLOBALI			
Mastercard Inc-A	266,4	33,9 x	26,6 x ▼
Visa Inc-Class A	335,8	26,4 x	23,3 x ▼
EUROPA			
Adyen Nv	38,7	108,3 x	71,5 x ▼
Nexi Spa	9,5	19,4 x	16,3 x ▼
Worldline - Ingenico Pf	19,5	20,6 x	16,9 x ▼
NORD AMERICA			
Evo Payments-A	1,7	19,8 x	16,2 x ▼
Fidelity Nationa	73,3	18,9 x	16,1 x ▼
Fiserv Inc	58,1	15,3 x	13,6 x ▼
Global Payments	44,6	17,9 x	14,7 x ▼
Square Inc - A	41,0	227,8 x	86,4 x ▼
Paypal Holdings	180,4	37,8 x	29,9 x ▼

Fonte: elaborazione su dati Equity

FANALINO DI CODA

Pagamenti effettuati con carte per area geografica. Dati al 2019.
% sul totale dei pagamenti



Fonte: elaborazione su dati Credit Suisse