Equity Deep Dive · NYSE: V

Visa: una red casi perfecta a un precio que ya paga un 13 % de crecimiento anual

Visa no presta dinero: cobra un peaje por cada pago que cruza su red. Crece un 14 % con un margen operativo del 67 % antes de litigios. A 399,75 dólares, a un 1 % de su máximo, la acción ya paga más crecimiento del que esperamos. Calculamos cuánto.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

- **Un peaje, no un banco.** Visa conecta al banco del comprador con el del comercio y cobra por cada pago, sin prestar ni asumir riesgo de crédito [S003]. Por eso tiene un margen operativo del 67 % antes de litigios y convierte el 47 % de sus ventas en flujo de caja libre (FCF): el dinero que queda tras operar e invertir [S001].
- **Reparte más caja de la que genera.** En doce meses ha devuelto 26.355 millones de dólares en recompras y dividendos, el 125 % de su FCF [S001]. Y el FCF ha dejado de crecer: es un 3 % menor que en el ejercicio 2025, con ventas un 15 % mayores [S004].
- **El precio paga más que nuestro caso base.** Visa cotiza a 30 veces el beneficio por acción (BPA) ajustado que estimamos para el ejercicio cerrado en septiembre. Para justificarlo, las ventas tendrían que crecer un 12,9 % al año; nosotros esperamos un 10,4 %.

Pregunta central. ¿Cuánto crecimiento paga ya el precio de la mayor red de pagos del mundo? Visa cerró el 15 de octubre a 399,75 dólares [S006]. Nuestro modelo de flujos de caja descontados (DCF) le da 254, 359 o 433 dólares por acción en tres escenarios: bear (pesimista), base y bull (optimista). El precio exige que las ventas crezcan un **12,9 % al año hasta 2031**; nuestro caso base espera un 10,4 %. La duda no es el negocio, sino el precio y el riesgo de que una ley le recorte el margen.

DATOS CLAVE

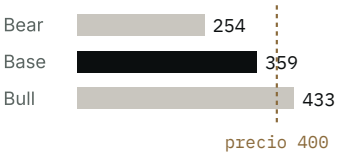
Ingresos netos 3T FY26
US$11.633 M
+14 % interanual (+13 % a tipo constante)

Volumen de pagos **+10 %**
a tipo constante; superó US$4 billones en el trimestre

Transfronterizo **+13 %**
+12 % sin el interior de Europa

Valor base (DCF) **US$359**
−10 % vs precio · bull US$433

ESCENARIOS SDN



Nº 007 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio V	US$399,75 (15-10-2026) · rango 52 sem. US$293,89–403,20 [S006][S007]	A un 1 % del máximo anual y +11 % en dos semanas (US$360,66 el 2-10); el mercado ya ha descontado el trimestre
Capitalización / EV	US$758.726 M con 1.898 M de acciones diluidas (equivalentes de clase A) / EV US$769.028 M [S001]	Con solo la clase A (1.704 M de acciones [S005]) saldría un 10 % menos: las clases B y C también son capital
Ingresos netos	3T FY26 US$11.633 M (+14 %) · 9M US$33.764 M (+15 %) · FY26E ~US$45.700 M [S001]	Aceleran desde el +11 % de FY25 (US$40.000 M [S003]); pesan los servicios de valor añadido
Márgenes	Operativo GAAP 59,1 % (3T) y 61,7 % (9M) · no GAAP 66,7 % (3T, cálculo SDN) [S001]	La diferencia son litigios (US$253 M), indemnizaciones por despidos (US$563 M) y amortización de compras
FCF	Últimos 12 meses US$21.013 M (47 % de ventas) · FY25 US$21.577 M [S001][S004]	Cae un 3 % frente a FY25 con ventas al alza: más impuestos en caja y pagos de litigios
Caja / deuda	US$13.942 M / US$23.858 M; deuda neta US$9.916 M (US$10.302 M con litigios) [S001]	~0,5x el FCF anual: la deuda no es el problema
Retorno al accionista	12 meses: recompras US$21.357 M + dividendo US$4.998 M = 3,5 % de la capitalización	Supera el FCF: cae la caja (de US$20.000 M a US$13.900 M en nueve meses)
Múltiplos	P/E FY26E 30,2x · FY27E base 26,7x · EV/EBITDA 27,1x · FCF 2,8 % de la capitalización	En línea con Mastercard; muy por encima del resto del sector
Próximo evento	27-10-2026: resultados del 4T FY26 y año completo [S008]	Visa aún no ha publicado el 4T: usamos el 3T FY26 (a 30-06-2026)

Fuente: Visa 8-K y 10-K [S001][S003]; Yahoo Finance, 15 y 16-10-2026 [S006][S007]. Capitalización y múltiplos al cierre: cálculo SDN.

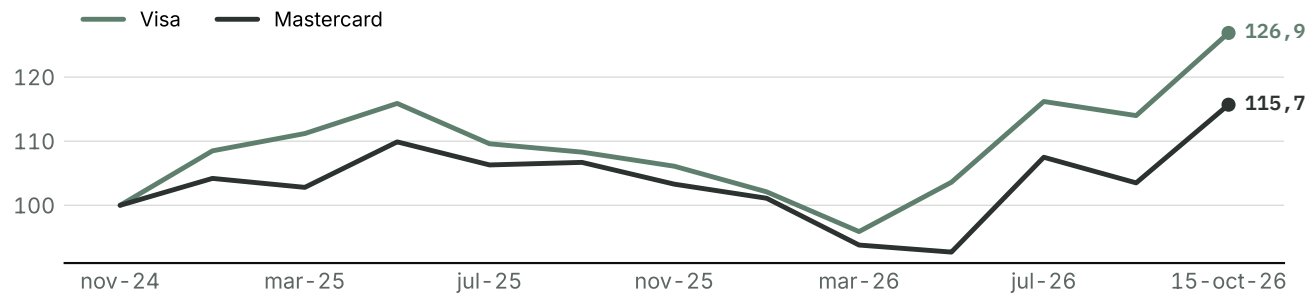
01 Un peaje con un 67 % de margen: la duda es el precio

TESIS

Visa no emite tarjetas, no presta dinero y no fija el tipo de interés que paga el cliente. Opera la red por la que viaja cada pago entre el banco del comprador y el banco del comercio. Cobra a esos bancos por autorizar, compensar y liquidar cada operación, por cambiar de moneda y por servicios añadidos [S003]. En el tercer trimestre de su ejercicio 2026 (3T FY26, de abril a junio) procesó 71.700 millones de operaciones, un 10 % más, y movió más de 4 billones de dólares [S001][S002]. Su año fiscal acaba el 30 de septiembre y el cuarto trimestre se publica el 27 de octubre [S008]: hasta entonces, el 3T es el último dato.

El trimestre fue bueno de verdad. Los ingresos netos subieron un 14 % y el BPA ajustado, un 11 %, hasta 3,32 dólares. La empresa espera cerrar el año con un BPA en torno a un 15 % mayor [S002]. **Pero la acción ha corrido más que el negocio:** ha subido un 11 % en dos semanas y está a un 1 % de su máximo del último año [S006]. La pregunta es cuánto crecimiento hay ya en el precio y qué podría recortar el margen o el volumen: un litigio, otra forma de pagar o una decisión política.

EXHIBIT 1 VISA FRENTE A MASTERCARD: COTIZACIÓN RELATIVA (NOV-24 = 100)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y 15-10-2026 [S006]. Cálculo SDN: precio de cada mes / precio de nov-24 × 100. Visa 15-oct: US$399,75; Mastercard: US$616,32.

02 Visa cobra el peaje; el banco pone el dinero y asume el riesgo

MODELO DE NEGOCIO

Cuatro partes, y Visa en medio. El cliente paga con una tarjeta que le dio su banco, el *emisor*. El comercio cobra a través del suyo, el *adquirente*. Visa conecta a los dos. En cada compra, el banco del comercio paga al del cliente una comisión de intercambio (*interchange*) que cubre el crédito, el fraude y los puntos de la tarjeta. Visa fija las tarifas de referencia, pero **esa comisión no es suya**: Visa cobra sus propias comisiones de red a los dos bancos [S003]. Su memoria anual lo resume así: Visa «no emite tarjetas, no concede crédito ni fija los tipos» y no asume ese riesgo de crédito [S003].

03 Los servicios añadidos ya crecen más que el cobro por volumen

MOTORES DE INGRESOS

Cuatro fuentes de ingresos y un descuento. *Servicios*: se cobran según el volumen pagado con tarjetas Visa el trimestre anterior. *Procesamiento*: una tarifa por cada operación que pasa por la red. *Transfronterizo*: lo que cobra cuando el pago cruza una frontera o una moneda. *Otros*: servicios de valor añadido, marketing, licencias y consultoría. Del total se restan los incentivos que Visa paga a sus clientes (sección 04) [S001][S003].

EXHIBIT B DE INGRESOS BRUTOS A NETOS, 9M FY26 (US$ M)

LÍNEA	9M FY26	9M FY25	VARIACIÓN	QUÉ LO MUEVE
Servicios	14.663	12.937	+13 %	Volumen de pagos del trimestre previo (+9 % a tipo constante)
Procesamiento de datos	17.129	14.599	+17 %	71.700 M de transacciones (+10 %) y servicios por transacción
Transfronterizo	11.136	10.366	+7 %	Volumen transfronterizo +13 %: el ingreso crece la mitad
Otros	4.030	2.877	+40 %	Servicios de valor añadido, FIFA, compra de Prisma
Ingresos brutos	46.958	40.779	+15 %	Suma de las cuatro líneas (cálculo SDN)
Incentivos a clientes	−13.194	−11.503	+15 %	28,1 % de los ingresos brutos
Ingresos netos	33.764	29.276	+15 %	3T FY26: 11.633 (+14 %; +13 % a tipo constante)

Fuente: Visa, 10-Q del 3T FY26 [S005] y nota de resultados [S001]. Brutos y variaciones: cálculo SDN. La columna de causas combina datos de Visa y lectura SDN.

EXHIBIT 2 QUÉ CRECE Y CUÁNTO: VOLÚMENES E INGRESOS DEL 3T FY26 (% INTERANUAL)



Fuente: Visa [S001][S002]. Volúmenes y Visa Direct a tipo constante (S002, prensa); líneas de ingreso en dólares corrientes. Los ingresos netos crecen un 13 % a tipo constante.

Lo que llama la atención: el negocio internacional factura la mitad de lo que crece. Los pagos entre países suben un 13 % sin efecto divisa, pero el ingreso de esa línea solo un 6 % [S001]. Visa no lo explica. Nuestra hipótesis, sin verificar, es que las divisas se han movido menos, lo que reduce lo que Visa cobra por cambiarlas, y que crecen más los destinos menos rentables. Por eso el modelo no traslada el volumen al ingreso. En julio, hasta el día 21, los pagos entre países sin contar los de dentro de Europa crecían un 14 % y las compras online entre países, un 16 % [S002].

Los servicios que Visa vende encima de la red ya son una quinta parte del negocio. Estos servicios de valor añadido sumaron 3.800 millones de dólares en el trimestre, un 34 % más sin efecto divisa [S002]. En nueve meses son 10.300 millones, frente a 7.800 un año antes: el 22 % de los ingresos antes de incentivos, según nuestras cuentas [S005]. Parte del salto no se repetirá: el marketing del Mundial de la FIFA y la compra de Prisma [S002].

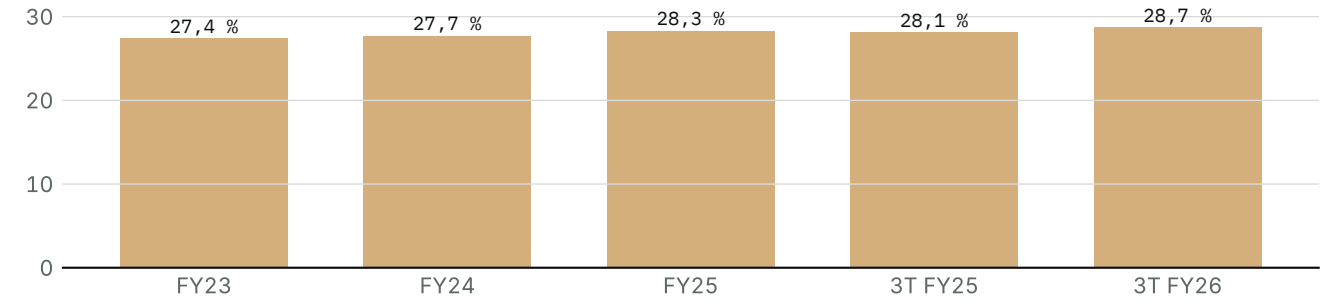
Lo nuevo crece rápido, pero aún no tiene cifras propias. Visa Direct, el servicio para enviar dinero al instante, movió 4.000 millones de operaciones, un 21 % más. El negocio de pagos de empresas y envíos de dinero facturó un 17 % más. Además, Visa ha lanzado una plataforma de stablecoins (criptomonedas ligadas a una divisa como el dólar) y ha firmado acuerdos con OpenAI y Meta para que agentes de IA puedan comprar [S002]. Ninguna de estas líneas publica sus ingresos, así que el modelo no les da valor.

04 Visa paga en incentivos el 28 % de lo que factura, y la cifra sube

INCENTIVOS A CLIENTES

No es un gasto: se resta de los ingresos. Visa paga a bancos, comercios y socios para «aumentar el volumen, la aceptación y la innovación» [S003]. En la práctica, es lo que cuesta que un banco emita tarjetas Visa y no de otra red. En nueve meses fueron 13.194 millones de dólares [S005]. **Importa más el porcentaje que la cifra:** cada punto que suben los incentivos sobre los ingresos brutos le cuesta a Visa unos 560 millones al año, un 1,4 % de sus ingresos netos (cálculo SDN sobre el ejercicio 2025).

EXHIBIT 3 INCENTIVOS A CLIENTES COMO % DE LOS INGRESOS BRUTOS



Fuente: Visa [S001][S003][S005]. Cálculo SDN: incentivos / (netos + incentivos). El 3T FY25 se deriva de los ingresos netos y de los incentivos del 3T FY26 / 1,18 (la nota da +18 %).

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Que los bancos aprieten más. En el tercer trimestre, los incentivos crecieron un 18 % y los ingresos brutos, un 15 %: en un año, el peso de los incentivos ha subido unos 0,6 puntos. Si una ley obliga a los grandes bancos a ofrecer una segunda red en sus tarjetas (sección 07), o si baja la comisión de intercambio, Visa tendrá que pagar más para no perder volumen. Así puede llegar la regulación al margen de Visa sin tocar sus tarifas.

05 Los litigios bajan el margen oficial al 60 % y la caja deja de crecer

MÁRGENES Y CAJA

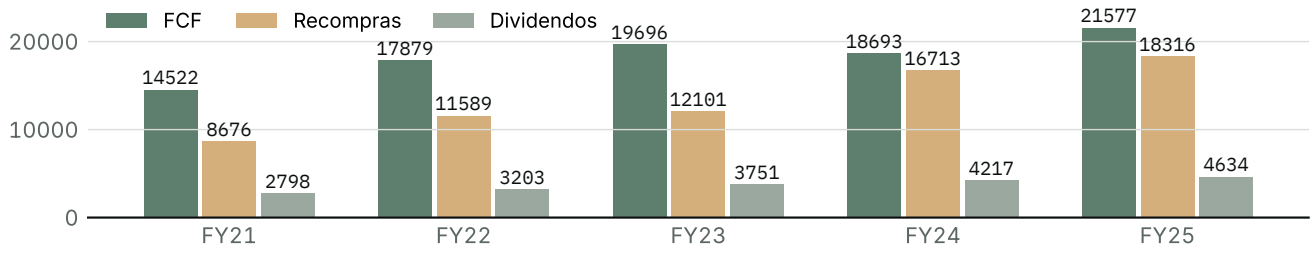
EXHIBIT C **HISTÓRICO FY21–FY25 (US$ M; AÑO FISCAL A 30-SEP)**

CONCEPTO	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
Ingresos netos	24.105	29.310	32.653	35.926	40.000
Crecimiento	—	+21,6 %	+11,4 %	+10,0 %	+11,3 %
Resultado operativo GAAP	15.804	18.813	21.000	23.595	23.994
Margen operativo	65,6 %	64,2 %	64,3 %	65,7 %	60,0 %
Caja operativa	15.227	18.849	20.755	19.950	23.059
FCF (caja operativa − capex)	14.522	17.879	19.696	18.693	21.577
FCF / ventas	60 %	61 %	60 %	52 %	54 %
SBC	542	602	765	850	897

Fuente: SEC XBRL, 10-K de Visa [S004]; FY25 con capex de la memoria [S003]. FCF y márgenes: cálculo SDN. Visa no suma de vuelta el SBC en su margen no GAAP [S001].

Dos márgenes y una diferencia: los litigios. Con las cuentas oficiales (GAAP), el margen operativo bajó del 65,7 % en el ejercicio 2024 al 60,0 % en 2025 por 2.562 millones de provisiones para litigios [S003]. En los nueve primeros meses de 2026 está en el 61,7 % [S001]. Sin litigios, indemnizaciones por despidos ni costes de compras de empresas, el margen del tercer trimestre sube al **66,7 %**, según nuestras cuentas [S001]. **Ese 67 % ya descuenta los pagos en acciones a empleados (SBC):** Visa no los suma de vuelta, así que no los restamos otra vez [S003].

EXHIBIT 4 **FCF Y DEVOLUCIÓN AL ACCIONISTA (US$ M)**



Fuente: SEC XBRL [S004] y memoria FY25 [S003]. FCF = caja operativa − compras de inmovilizado e intangibles: cálculo SDN.

El dato incómodo: vende un 15 % más y genera un 3 % menos de caja. En nueve meses, la caja de las operaciones fue de 16.342 millones de dólares, frente a 16.821 un año antes [S001]. En ese tiempo, Visa pagó 1.300 millones más de impuestos y el depósito reservado para litigios bajó de 2.990 a 888 millones [S001]. **LIMITACIÓN:** las cuentas no permiten separar del todo impuestos, litigios y circulante, así que el modelo trata los litigios como un coste fijo del 2,5 % de las ventas.

06 Recompra más de lo que genera: un 3 % menos de acciones cada año

RECOMPRAS Y ACCIONES

Tres cosas mueven el número de acciones. La principal son las recompras: 4.900 millones de dólares en el tercer trimestre, unos 14,5 millones de acciones a 330,71 dólares de media, y aún quedan 28.400 millones autorizados [S001]. La segunda es más técnica: cada depósito en la cuenta para litigios de EE. UU. reduce las acciones en que se convierten las de clase B. Los 250 millones del 25 de junio equivalen a recomprar a 333,42 dólares [S001]. La tercera va en contra: las acciones que se entregan a los empleados, unos 900 millones al año, apenas el 0,1 % del capital.

En doce meses, Visa ha devuelto el 125 % de su FCF. Fueron 21.357 millones en recompras y 4.998 en dividendos, un 3,5 % de lo que vale en bolsa [S001]. El número de acciones ha bajado un 3,1 % en un año, de 1.959 a 1.898 millones [S001]. Pero la diferencia sale de la caja, que cayó de 20.000 a 13.900 millones en nueve meses [S001].

07 Los litigios ya están en el margen; el riesgo es una ley sin votar

LITIGIOS

Lo que ya cuesta está en las cuentas. Visa ha provisionado 1.290 millones de dólares para litigios en nueve meses, el 3,8 % de sus ventas, frente al 5,7 % un año antes [S001]. A 30 de junio tenía reconocidos 1.274 millones pendientes de pagar [S005]. La tabla D ordena los frentes abiertos, del más cercano al bolsillo al más lejano.

LEYENDO AL MERCADO

El acuerdo con los comercios ya no mueve la acción; la ley de tarjetas de crédito sí podría. El acuerdo rebaja la comisión que cobran los bancos, no la de Visa, y lo que cuesta ya está provisionado. La Credit Card Competition Act (CCCA) es otra cosa: obligaría a los grandes bancos a ofrecer una segunda red en cada tarjeta de crédito, y eso ataca la cuota de Visa. Tiene el apoyo del presidente, pero no se ha votado desde enero. La tratamos como un riesgo extremo dentro del escenario bear, no como caso central. El juicio del Departamento de Justicia (DOJ) sobre el débito es un riesgo parecido y más lejano: no se espera hasta 2028.

NO CONTAR DOS VECES

Los litigios cuentan una sola vez. Los casos ya conocidos (1.274 millones pendientes menos 888 millones ya depositados) se restan como si fueran deuda. Los futuros entran en el flujo de caja como un coste del 2,5 % de las ventas cada año. Un derecho de cobro por acuerdos de 2.400 millones queda fuera, porque no sabemos qué es exactamente [S001].

EXHIBIT D MAPA DE LITIGIOS Y REGULACIÓN

FRENTE	ESTADO (CON FECHA)	QUÉ CUESTA O CAMBIA	CÓMO LO TRATAMOS
Acuerdo de interchange con los comercios (MDL 1720)	Acuerdo modificado el 10-11-2025; aprobación preliminar el 9-06-2026; solicitud de aprobación final el 15-07-2026 [S005]	Recorte de 0,1 puntos de intercambio durante 5 años, tope del 1,25 % a tarifas estándar de consumo, más libertad de recargo y de elegir tarjetas por categoría (prensa) [S010]	Coste recurrente de litigios 2,5 % de las ventas (base); sin recorte de ingreso de Visa
Demandas de daños y de comercios que se salieron	Tres comercios piden anular la renuncia futura (21-04-2026); Visa y Mastercard piden hacerla cumplir (16-06-2026); acuerdos con ~95 % del volumen de los que se salieron [S005]	Devengo EE. UU. US$822 M y escrow US$888 M a 30-06-2026; nueva demanda Potayto-Potahto (21-04-2026) [S005]	Litigio pendiente (US$1.274 M) como deuda; Europa y Reino Unido (US$89 M devengados; 950 comercios con acuerdo) en el coste recurrente
DOJ: monopolización del débito	Demanda del 24-09-2024 en Nueva York; solicitud de archivo denegada el 23-06-2025 [S003]; juicio probable en 2028; descubrimiento de pruebas en disputa [S009]	Posibles remedios sobre acuerdos con comercios y enrutamiento de débito; cuantía imposible de estimar	Fuera del base; el bear baja el margen 2 puntos
Credit Card Competition Act (S.3623)	Presentada el 13-01-2026 con respaldo de Trump; no se incluyó en la ley de vivienda aprobada el 13-03-2026; sin votación en pleno [S011]	Obligaría a grandes emisores a ofrecer al menos dos redes no afiliadas en crédito	Bear: más incentivos y litigios 3,5 %; no está en el base

Fuente: Visa, 10-Q del 3T FY26 [S005] y 10-K FY25 [S003]; Payments Dive, 20-08-2026 [S009]; PYMNTS, 9-06-2026 [S010]; Senado de EE. UU. [S011]. Las condiciones del acuerdo vienen de prensa, no del texto del acuerdo.

08 Los pagos instantáneos aún no amenazan a Visa; Europa y las stablecoins, quizá

AMENAZAS

EXHIBIT E QUÉ AMENAZA A VISA: LOS SISTEMAS DE PAGO INMEDIATO

ALTERNATIVA	DATO	DÓNDE PISA A VISA	LECTURA
UPI (India)	24.070 M de operaciones en sept-2026 (+23 %), 802 M al día [S012]	Pagos de consumo a pie de calle; casi no usa tarjetas	Mismo número de operaciones al mes que las que procesa Visa en el mundo, pero a un valor medio mucho menor
Pix (Brasil)	36.300 M de operaciones en enero–mayo de 2026 [S013]	Transferencias y compra; sustituye débito	Cierra mercado de débito local; Visa pierde crecimiento, no su negocio actual
FedNow y RTP (EE. UU.)	FedNow: 5 M de pagos y US$274.700 M en el 2T 2026, más de 1.800 entidades; RTP: 128 M de operaciones en el 1T [S014]	Facturas, nóminas, B2B	Son una fracción mínima del volumen de tarjeta: sin impacto visible en 2026

Fuente: UPI/NPCI, Banco Central de Brasil (prensa) y Reserva Federal [S012][S013][S014].

EXHIBIT F QUÉ AMENAZA A VISA EN EUROPA Y EN ACTIVOS DIGITALES

ALTERNATIVA	DATO	DÓNDE PISA A VISA	LECTURA
Bizum / EPI (Wero) / red europea	Memorando de feb-2026; P2P transfronterizo en 2026 y comercio electrónico y punto de venta en 2027; sociedad conjunta «European Network for Payments» anunciada el 30-09-2026 [S015]	Pagos en comercio en Europa, el interior que Visa deja fuera de su transfronterizo principal	El riesgo más concreto: es el único con calendario de pago en comercio
Euro digital	Pleno del Parlamento Europeo el 9-07-2026: 416 votos a favor y 169 en contra para negociar; el BCE ve emisión en 2029 si hay ley a finales de 2026 [S016]	Pago en comercio con aceptación obligatoria	Riesgo de 2029 en adelante; fuera del horizonte del modelo
Stablecoins	Capitalización de ~US$309.000–323.000 M, máximo ~US$322.000 M en mayo de 2026 (fuentes divergentes) [S017]	Transfronterizo y B2B, donde Visa cobra más	Visa responde con su plataforma de stablecoins: puede ser canal, no solo rival

Fuente: UPI/NPCI, Pix/Banco Central de Brasil (prensa), Reserva Federal, EPI, Parlamento Europeo y prensa; Visa 10-K [S003]. Las cifras de Pix y stablecoins son de fuentes secundarias.

VARIABLE CLAVE

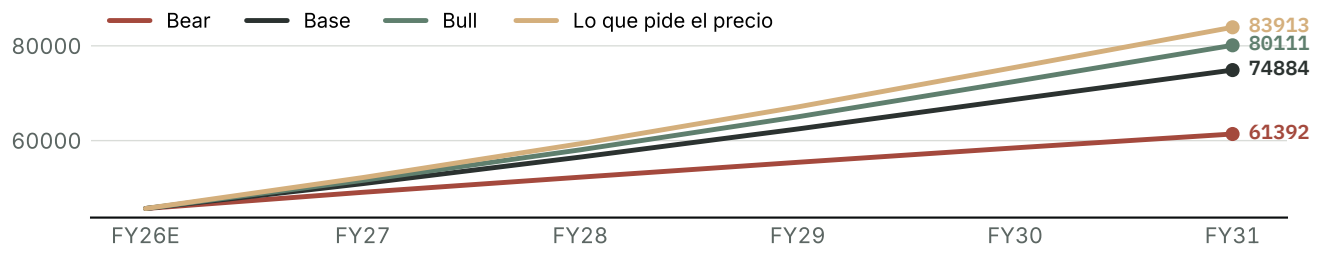
Europa, en la caja de la tienda. En 2027, Bizum y Wero, la cartera de los bancos europeos de EPI, funcionarán juntos también en los comercios [S015]. En 2029 llegaría el euro digital, que las tiendas estarían obligadas a aceptar [S016]. Es el único rival con fecha para entrar donde Visa cobra. No hemos podido verificar cuánto pesa Europa en los ingresos de Visa.

09 A 400 dólares, el mercado paga un 12,9 % de crecimiento anual hasta 2031

QUÉ PIDE EL PRECIO

Partimos del precio y calculamos qué crecimiento hace falta (DCF inverso). Dejamos todo como en el caso base y solo movemos las ventas. Eso incluye un coste de capital (WACC) del 8,5 %: la rentabilidad mínima que piden accionistas y acreedores. Para valer 399,75 dólares, Visa tendría que crecer un **12,9 % al año** hasta el ejercicio 2031, del 14,3 % en 2027 al 11,2 % al final. Acabaría facturando 83.914 millones, frente a los 74.884 de nuestro caso base. Es casi lo que creció entre 2021 y 2025, un 13,5 % anual [S004], pero cinco años más y desde una base un 90 % mayor. **Visto al revés:** con las ventas del caso base, el precio solo cuadra con un coste de capital del 8,0 %.

EXHIBIT 5 INGRESOS NETOS POR ESCENARIO FRENTE A LO QUE PIDE EL PRECIO (US$ M)



Fuente: Modelo DCF de SDN. FY26E: 9M reales + 4T con +11 % interanual (guía del 4T [S002]). La senda del precio es el crecimiento base × 1,25.

10 Nuestro valor base es 359 dólares, y frente a Mastercard no hay descuento VALORACIÓN

Visa y Mastercard cotizan casi igual; el resto, a la mitad o menos. Al cierre del 15 de octubre, las dos redes valían unas 27 veces el beneficio que espera el consenso para su próximo ejercicio [S006][S007]. Medidas por su valor de empresa (EV: capitalización más deuda neta), cotizaban a entre 25 y 27 veces su EBITDA (beneficio operativo antes de amortizaciones) [S005][S019]. American Express, PayPal y Fiserv tienen menos margen y cotizan mucho más barato. Con el beneficio de los últimos doce meses, Visa cotiza a 33,6 veces [S005][S006].

EXHIBIT G MÚLTIPLOS DE COMPARABLES (CÁLCULO SDN, CIERRE DEL 15-10-2026)

EMPRESA	P/E 12M	P/E ADELANTADO	EV/VENTAS	EV/EBITDA	MARGEN OP.	CREC. VENTAS A/A
Visa	33,6x	26,6x	17,3x	27,1x	60,7 %	14,4 %
Mastercard	33,3x	26,7x	15,8x	25,5x	58,3 %	14,1 %
American Express	18,5x	15,6x	—	—	19,4 %	10,0 %
PayPal	10,0x	9,9x	1,5x	7,4x	17,4 %	4,8 %
Fiserv	9,0x	5,9x	2,5x	5,8x	22,3 %	−4,1 %

Fuente: Cálculo SDN con precios de cierre del 15-10-2026 [S006]. P/E 12m = capitalización / beneficio de los últimos doce meses; P/E adelantado = precio / BPA de consenso del próximo ejercicio a 19-10-2026 [S007] (Visa, ejercicio a septiembre de 2027; el resto, 2027). EV = capitalización + deuda − caja e inversiones a 30-06-2026 (Visa, con los litigios como deuda). Margen y crecimiento: últimos doce meses y último trimestre frente al de hace un año. Cuentas: Visa [S001][S005], Mastercard [S019], American Express [S020], PayPal [S021], Fiserv [S022]. American Express: margen antes de impuestos y sin EV, porque la deuda es parte de su negocio de crédito. Adyen no presenta cuentas en la SEC: fuera de la tabla.

Lectura. Frente a Mastercard, Visa no está ni cara ni barata. Frente al resto, la prima se explica por el margen (61 % frente a 17–22 %) y porque no asume riesgo de crédito.

DCF a cinco años, con los pagos en acciones como coste

Cómo se calcula, paso a paso. (1) Proyectamos las ventas de 2027 a 2031 desde un ejercicio 2026 estimado en 45.668 millones: nueve meses reales y un cuarto trimestre un 11 % mayor. (2) Cada año, el flujo de caja libre son las ventas por el margen operativo ajustado, menos el coste de litigios, menos un 18,5 % de impuestos y menos un 1 % de las ventas en inversión neta. (3) Traemos esos flujos a valor de hoy con el mismo coste de capital en los tres escenarios (8,5 %) y sumamos un valor terminal por los años posteriores a 2031. (4) Al valor de empresa le restamos la deuda neta con litigios (10.302 millones) y dividimos entre 1.898 millones de acciones [S001]. **No restamos dilución futura:** el margen ya descuenta los pagos en acciones, y las recompras quedan fuera para no contarlos dos veces. **Corrección del 23 de octubre de 2026.** Antes cada escenario tenía su propio coste de capital: 9 % el bear y 8 % el bull. Ahora el bear vale 254 dólares (antes, 233). El bull vale 433 (antes, 488).

EXHIBIT 6 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (US$)



Fuente: Modelo DCF de SDN; precio de Yahoo Finance [S006].

EXHIBIT H ESCENARIOS: SUPUESTOS, MECÁNICA Y VALOR POR ACCIÓN

	BEAR	BASE	BULL
Crecimiento de ventas FY27 → FY31	7,5 % → 5,0 %	11,5 % → 9,0 %	13,0 % → 10,5 %
Ventas FY31 (US$ M) · crecimiento anual FY26–31	61.392 · 6,1 %	74.884 · 10,4 %	80.111 · 11,9 %
Margen operativo no GAAP (con SBC) FY27 → FY31	65,5 % → 63,5 %	67,0 % → 67,5 %	67,5 % → 69,0 %
Coste de litigios (% de ventas)	3,5 %	2,5 %	1,8 %
WACC · crecimiento terminal	8,5 % · 3,0 %	8,5 % · 3,5 %	8,5 % · 4,0 %
Peso del valor terminal	78 %	81 %	83 %
Valor por acción (US$)	254	359	433
Frente a US$399,75	-36 %	-10 %	+8 %

Fuente: Modelo DCF de SDN. Valores a 15-10-2026; no son precios objetivo. Peso del valor terminal alto porque el horizonte es de cinco años.

EXHIBIT I QUÉ INVALIDARÍA CADA ESCENARIO

ESCENARIO	MECÁNICA	LO INVALIDARÍA
Bear (US$254)	Crecimiento 7,5 % bajando a 5 %; margen −2 puntos por incentivos más altos, CCCA o remedios del DOJ; litigios 3,5 %; WACC 8,5 %	Ventas netas FY27 por encima del +10 %, incentivos por debajo del 28,5 % de los brutos, y sin votación de la CCCA en 2027
Base (US$359)	Crecimiento 11,5 % bajando a 9 %; margen 67 % → 67,5 %; litigios 2,5 %; WACC 8,5 %	Ventas netas FY27 por debajo del +10 % (o por encima del +13 %), margen no GAAP por debajo del 66 %
Bull (US$433)	Crecimiento 13 % bajando a 10,5 %; margen hasta 69 %; litigios 1,8 %; WACC 8,5 %	Ventas netas FY27 por debajo del +12 %, ratio de incentivos por encima del 29 % o un remedio del DOJ en débito

Fuente: Modelo DCF de SDN. Los umbrales de crecimiento están ligados a la guía de FY26 y a los datos del 3T [S001][S002].

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

Visa es de las mejores empresas del sector, pero el precio ya paga cinco años de crecimiento por encima de nuestro caso base. Nuestro modelo le da 254, 359 o 433 dólares por acción, frente a 399,75. Cotiza como Mastercard, sin descuento. Y el precio solo cuadra con un coste de capital del 8,0 %: cada medio punto mueve el valor entre 30 y 45 dólares por acción. **La asimetría no ayuda:** en el escenario bear la acción perdería un 36 %; en el bull ganaría un 8 %. No son precios objetivo, sino lo que valdría la acción si se cumplen las hipótesis descritas.

11 Lo próximo: resultados el 27 de octubre, la previsión de 2027 y la CCCA

CATALIZADORES Y RIESGOS

Los riesgos. Primero, la ley de tarjetas (CCCA) y el juicio del DOJ. Después, unos incentivos más altos: cada punto cuesta unos 560 millones al año. También los sistemas de pago locales, el euro digital y las stablecoins en pagos internacionales y entre empresas. Y dos externos: una caída de los viajes y la propia valoración, con el bono estadounidense a 10 años en el 5,09 % [S018].

EXHIBIT J **CALENDARIO DE CATALIZADORES**

FECHA	EVENTO	QUÉ MIRAR
27-10-2026	Resultados del 4T FY26 y del año [S008]; dividendo anual (US$0,67 se anunció el 28-10-2025 [S003]); 10-K en noviembre. Aprobación final del acuerdo con los comercios: sin fecha (sin verificar)	Previsión de FY27, peso de los incentivos y transfronterizo. Para el 4T, Visa espera ingresos en la parte alta de un crecimiento «de dos dígitos bajos» y un BPA en torno al +15 % [S002]
Fin de 2026 a 2028	Posición del Consejo de la UE sobre el euro digital; DOJ (juicio probable en 2028); EPI en punto de venta (2027)	[S016][S009][S015]

Fuente: Visa [S002][S003][S005][S008]; Payments Dive [S009]; EPI [S015]; Parlamento Europeo/prensa [S016].

12 Cuatro señales que moverían los escenarios

QUÉ VIGILAMOS

- **Peso de los incentivos.** Por encima del 29 %, más cerca del bear; por debajo del 28 %, más lejos.
- **Ingresos netos del ejercicio 2027.** Un crecimiento por debajo del 10 % invalida el caso base; por encima del 12 % sostiene el bull.
- **La CCCA y el DOJ.** Una votación de la ley o una medida correctora en el juicio del débito convierten el bear en caso central.
- **Caja frente a recompras.** Si el FCF no vuelve a crecer, devolver más del 120 % exigirá deuda.

13 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

De dónde sale cada dato. Resultados, balance, litigios y acciones: nota de resultados y 10-Q del 3T FY26 [S001][S005]. Histórico: SEC y memoria de 2025 [S003][S004]. Precios y consenso: Yahoo Finance [S006][S007]; comparables: 10-Q [S019]–[S022]. Llamada y prensa: fuentes secundarias [S002][S009][S010].

Decisiones de método. (1) Sin el cuarto trimestre, que sale el 27 de octubre, estimamos 2026 con nueve meses reales y un 4T un 11 % mayor. (2) Contamos 1.898 millones de acciones, con las de otras clases convertidas a clase A; solo la clase A son 1.704 millones [S005]. (3) Deuda neta a 30 de junio, con los litigios pendientes como deuda. (4) Los pagos en acciones son coste y ya están en el margen ajustado. (5) Coste de capital del 8,5 %, algo por debajo del 8,8–9,1 % que sale del bono a 10 años y de la beta de Visa, su sensibilidad al mercado, que calcula SDN [S018][S023]. (6) El valor terminal pesa entre el 78 % y el 83 % del total.

LIMITACIÓN: sin verificar y fuera de la valoración. De los litigios: la fecha y los términos exactos del acuerdo con los comercios, y la prórroga del caso del DOJ hasta enero de 2027 (solo prensa). Del negocio: el peso de Europa en los ingresos, los usuarios de Wero, los ingresos de Visa Direct y qué es el derecho de cobro de 2.400 millones. Del mercado: la capitalización de las stablecoins, el consenso de 2027 y la previsión numérica de 2026.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.