SIECI PŁATNICZE / STANY ZJEDNOCZONE

Visa Inc.

Ile warte są przepływy globalnej sieci płatniczej?

19 listopada 2026 • NYSE: V • akcja zwykła klasy A • USD

Wycena dziesięciu lat przepływów dla wszystkich dostawców kapitału (FCFF), z oddzielnymi prognozami czterech źródeł opłat, zachęt dla klientów i potrzeb płynnościowych.

KURS ODNIESIENIA	SCENARIUSZ BAZOWY	RÓŻNICA DO KURSU
403,53	311,58	-22,8%
USD / akcję klasy A	USD / ekwiwalent akcji A	model / kurs minus 1

W scenariuszu bazowym wartość na akcję jest niższa od kursu. Największe znaczenie ma to, przez ile lat Visa utrzyma wzrost przetwarzania przy rosnących zachętach kontraktowych oraz jaką rentowność przyniesie kapitał potrzebny na dalszy rozwój.

Zakres i ograniczenia

Dane raportowane kończą się 30 września 2026 r. Stany bilansowe są przybliżeniem na dzień listopadowej wyceny. Szczególne ryzyka to warunkowa transakcja BioCatch, wynik sporów prawnych, skład rezerwy rozrachunkowej i znaczny udział wartości końcowej. Prognozy i wyniki scenariuszy są obliczeniami autora, nie celem cenowym ani konsensusem.

Kurs opóźniony: 19.11.2026, godz. 11:08 EST (16:08 UTC); nie jest kursem zamknięcia. Poprzednia pełna sesja: 18.11.2026, 415,22 USD. [P1] • Granica przeglądu: 19.11.2026, 16:40:51 UTC.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

01 / WNIOSEK Z WYCENY

Jakiego wyniku wymaga kurs?

Trzy warianty są pełnymi modelami operacyjnymi. Nie oznaczają przedziału ufności ani prawdopodobieństw i nie są rekomendacjami.

Wartość modelowa i kurs obserwowany, USD / akcję



W bazie przychód netto rośnie z 45,90 mld USD w FY2026 do 95,07 mld USD w FY2036, a marża EBIT dochodzi do 66,8%. Nawet przy takim rozwoju model nie tłumaczy całego kursu: przy stałych pozostałych warunkach potrzebuje szybszych transakcji albo tańszego kapitału. [A1, P1] Obliczenia: model World Market Atlas.

Trzy pytania dla czytelnika

Co przemawia za trwałością przepływów. Marka akceptowana przez sprzedawców i banki oraz system ochrony płatności łączą dużą liczbę drobnych transakcji z powtarzalną opłatą. Wzrost usług dodatkowych może poprawiać przychód bez proporcjonalnego wzrostu liczby płatności. [A1, C4]

Co ogranicza wartość akcjonariusza. Część dodatkowych opłat wraca do wydawców w postaci zachęt. Płynność potrzebna do zabezpieczenia rozrachunku nie jest w całości gotówką, którą można wypłacić; do tego dochodzą ryzyka procesu konwersji klas i sporów. [A1, C9]

Jaki test ma znaczenie. Wartość końcowa odpowiada za 61,6% EV w bazie. Dlatego nawet dobrze uzgodniony ostatni raport nie rozstrzyga, jaki zwrot z nowych inwestycji uda się utrzymać po dekadzie.

> **JAK CZYTAĆ LICZBY**
>
> Fakt to kwota wykazana w sprawozdaniu lub obserwowany kurs z godziną. Guidance to deklaracja zarządu. Założenia i scenariusze to odtwarzalne obliczenia World Market Atlas; dwa pierwsze rodzaje danych nie są gwarancją trzeciego.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

01 / EKONOMIKA SIECI

Za co płacą klienci Visa

Pieniądze przepływające między bankami nie są sprzedażą Visa. Cztery rodzaje opłat mierzą różne funkcje tej samej sieci.

Etap	Uczestnik i zdarzenie	Powiązanie z wynikiem Visa
Zakup	Kupujący płaci instrumentem banku wydawcy. Agent rozliczeniowy obsługuje sklep.	Wydawca ponosi ryzyko kredytu posiadacza. Visa nie księguje kwoty zakupu jako przychodu.
Autoryzacja i przetwarzanie	Sieć przekazuje i weryfikuje komunikat, a następnie wspiera clearing i rozrachunek.	Liczba przetworzonych zdarzeń wspiera opłaty za przetwarzanie; taryfy zależą też od funkcji i rynku.
Akceptacja i korzystanie	Dostęp do sieci i inne usługi wspierają programy kartowe instytucji finansowych.	Opłaty za usługi zależą zwykle od nominalnej wartości płatności z poprzedniego kwartału.
Transakcja zagraniczna	Kraj wydawcy może różnić się od kraju sprzedawcy; w części transakcji występuje wymiana walut.	Wynik zależy od kierunku płatności, waluty i zmienności FX, a nie tylko od liczby podróży.

Źródło: [A1, C1]. Obraz ekonomiczny jest uproszczeniem, nie cennikiem ani schematem księgowania każdej transakcji.

Interchange nie jest przychodem sieci

Opłata interchange w typowej płatności trafia od agenta rozliczeniowego do wydawcy karty. Visa zarabia na obsłudze i dostępie do sieci. Mylenie obu strumieni zawyża potencjalny przychód i błędnie przenosi na Visa ryzyko kredytowe banków. Regulacja interchange nadal wpływa na Visa pośrednio: zmienia opłacalność programów dla banków i akceptantów. [A1, C1]

> **WNIOSEK DLA WYCENY**
>
> Przedmiotem DCF jest zdolność sieci do zamiany opłat po zachętach w gotówkę. Nie wyceniamy odsetek od kredytów konsumenckich ani aktywów banków.

Siła partnerów nie jest równomierna

Jeden klient odpowiadał za 11% przychodu netto w każdym z ostatnich trzech lat. To ważne przy ocenie odnowień: wygrany duży portfel może zwiększyć wolumen kosztem ceny netto, a jego utrata może zmniejszyć kilka kategorii opłat jednocześnie. Visa raportuje jeden segment Payment Services; cztery linie przychodów nie mają oddzielnie ujawnianych kosztów. [A1], nota 14; [C1, C13].

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

02 / DANE RAPORTOWANE

Skąd wzięło się 45,9 mld USD

Przychody i napędzające je wolumeny. Rok fiskalny kończy się 30 września. Mld USD, chyba że zaznaczono inaczej.

Przychody	FY2024	FY2025	FY2026
Usługi dla uczestników	16,11	17,54	19,92
Przetwarzanie danych	17,71	19,99	23,37
Transakcje międzynarodowe	12,66	14,17	15,25
Pozostałe przychody	3,20	4,05	5,68
Opłaty przed zachętami (suma)	**49,69**	**55,75**	**64,22**
Minus: zachęty dla klientów	13,76	15,75	18,32
Przychody netto	**35,93**	**40,00**	**45,90**
w tym: w USA	14,78	15,63	17,42
w tym: poza USA	21,15	24,37	28,48

Miernik działalności	FY2024	FY2025	FY2026
Wolumen płatności[1], bln USD	12,99	13,90	15,34
Przetworzone transakcje, mld	233,76	257,55	281,33
Usługi / wolumen, pb	12,40	12,62	12,99
Przetwarzanie / transakcja, centy USD	7,58	7,76	8,31
Usługi o wartości dodanej[2], mld USD	8,8	10,9	14,2

[1] Wolumen nominalny za 12 miesięcy do 30 czerwca: właściwa baza dla rozpoznanych usług. Liczba transakcji jest za 12 miesięcy do września. [2] Zawarte w kategoriach powyżej. Źródło: [A1], części II/7 i 8 oraz nota 3. Stawki są ilorazami, nie taryfami.

ODCZYT WYNIKU

W FY2026 opłaty za przetwarzanie rosły szybciej od liczby operacji. Wzrost przychodu na operację jest spójny z kombinacją zmian cen, miksu i usług dodatkowych. Sam iloraz nie rozdziela tych trzech przyczyn.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

02 / DANE RAPORTOWANE

Koszty i marża: trzy różne lata

Marża GAAP uwzględnia spory prawne oraz wynagrodzenie akcjami. Wynik skorygowany podany przez zarząd służy tu wyłącznie porównaniu.

Rachunek wyników, mld USD	FY2024	FY2025	FY2026
Koszt personelu	6,26	6,96	7,93
Marketing	1,56	1,68	2,31
Sieć i przetwarzanie	0,78	0,89	1,07
Usługi profesjonalne	0,64	0,76	1,01
Amortyzacja	1,03	1,22	1,40
Administracja i koszty ogólne	1,60	1,93	2,30
Rezerwy na spory prawne	0,46	2,56	1,76
Koszty operacyjne razem	**12,33**	**16,01**	**17,79**
Wynik operacyjny (EBIT)	**23,59**	**23,99**	**28,11**
Marża EBIT	65,7%	60,0%	61,2%
Wynik przed opodatkowaniem	23,92	24,19	28,09
Podatek wykazany w wyniku	4,17	4,14	4,59
Zysk netto GAAP	**19,74**	**20,06**	**23,50**
Rozwodniony EPS GAAP, USD	9,73	10,20	12,32
EPS skorygowany (non-GAAP), USD	10,05	11,47	13,27

Źródło: [A1] MD&A;: koszty i uzgodnienie non-GAAP oraz sprawozdanie z wyniku; [A3]. Własna marża EBIT = zysk operacyjny / przychód netto.

Między FY2024 i FY2025 rezerwy na spory wzrosły o 2,10 mld USD. Wysoka marża FY2024 nie jest zatem automatycznym punktem docelowym, a spadek marży w FY2025 nie dowodzi, że w tym samym stopniu pogorszyła się ekonomika transakcji. Model jawnie prognozuje koszty prawne zamiast usuwać je w całości. [A1]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

02 / DANE RAPORTOWANE

Zysk a gotówka do dyspozycji

Zestawienie porównuje przychód, rozpoznany koszt oraz płatność. Przepływ operacyjny po nakładach nie jest tożsamy z FCFF dla wszystkich dostawców kapitału.

Wybrane przepływy, mld USD	FY2024	FY2025	FY2026
Zysk netto	19,74	20,06	23,50
+ amortyzacja	1,03	1,22	1,40
+ wynagrodzenie akcjami (SBC)	0,85	0,90	0,93
+ rozliczone zachęty narastająco[1]	13,76	15,75	18,32
- wypłacone zachęty (wartość netto)	-14,07	-15,31	-17,70
Zmiana rezerw prawnych w CFO	-0,03	1,30	-2,04
CFO raportowany[2]	**19,95**	**23,06**	**23,73**
Nakłady inwestycyjne (płatności)	1,26	1,48	1,67
CFO minus nakłady gotówkowe	**18,69**	**21,58**	**22,06**
Przejęcia netto (wydatek)	0,92	0,89	0,70
Wykup akcji własnych (wydatek)	16,71	18,32	20,45
Wypłacone dywidendy	4,22	4,63	5,11
Faktycznie zapłacony podatek	5,78	4,54	5,68

[1] Korekta w metodzie pośredniej CFO: dodanie kosztu zachęt ujętego jako redukcja przychodu. [2] Pozostałe korekty są w pełnym uzgodnieniu źródłowym i plikach modelu; wybrane linie nie sumują się do CFO. Źródła: [A1], rachunek przepływów; [A2].

W FY2026 gotówka z działalności operacyjnej przewyższała zysk netto tylko o 0,22 mld USD. Wpływały na to m.in. wypłaty w sprawach prawnych i rozliczenia zachęt. W wycenie FCFF koszty finansowania pozostają poza NOPAT, a zwykły koszt SBC obciąża EBIT; nie traktujemy wynagrodzeń akcjami jako trwale darmowych. [A1]

Zachęty pochłonęły 2,57 mld USD z przyrostu 8,47 mld USD opłat brutto w FY2026. Część zachęt jest wypłacana z góry i rozliczana w czasie, część tworzy zobowiązania; łączny przyrost przychodów netto to 5,90 mld USD. Wzrost oddawanej części opłat ogranicza korzyści skali. [A1, nota 1]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

02 / BILANS I KAPITAŁ

Bilans sieci nie jest bilansem banku

Mld USD, na koniec września. Nie każda pozycja z etykietą „gotówka” jest dostępna na dywidendę; nie każda należność jest swobodnym aktywem finansowym.

Pozycja bilansowa	FY2024	FY2025	FY2026
Aktywa razem	**94,51**	**99,63**	**94,36**
Gotówka i ekwiwalenty bez ograniczeń	11,97	17,16	12,94
Gotówka na spory (escrow)	3,09	2,99	0,63
Zabezpieczenie klientów: aktywo = pasywo	3,52	3,62	4,35
Należności rozrachunkowe	4,45	4,19	2,03
Zobowiązania rozrachunkowe	5,26	4,57	2,86
Należności handlowe	2,56	3,13	3,75
Aktywa zachęt: krótko- i długoterminowe	6,55	7,32	8,59
Bieżące zobowiązania z zachęt	9,07	10,37	12,15
Rzeczowe aktywa i technologia	3,82	4,24	5,07
Wartość firmy + wartości niematerialne	45,83	47,52	48,17
Dług wg wartości księgowej	**20,84**	**25,17**	**22,07**
Kapitał własny w księgach	39,14	37,91	36,11

Źródła: [A1] sprawozdanie z sytuacji finansowej, noty 4, 5, 10, 12; [A2] porównawczy bilans FY2024.

RYZYKO ROZRACHUNKOWE

Visa nie udziela kredytu posiadaczowi karty, ale może potrzebować płynności, gdy uczestnik sieci nie rozliczy transakcji. Zabezpieczenie klientów ma odpowiadające zobowiązanie. Dodanie go do wartości dla akcjonariuszy sztucznie zawyżyłoby wycenę.

Zobowiązania i aktywa, których nie przenosimy mechanicznie do EV

Na koniec września zobowiązania leasingowe wynosiły 0,88 mld USD, a wykazany koszt leasingu za FY2026 ok. 0,19 mld USD. Programy emerytalne wykazywały nadwyżkę finansowania ok. 0,65 mld USD łącznie; nie dodajemy jej jak wolnej gotówki. Kontrakty m.in. na sponsoring i oprogramowanie przewidują 0,78 mld USD w FY2027. Nie odejmujemy ich podwójnie obok kosztów i inwestycji już zawartych w modelu. [A1, B1], noty 9–11 i zobowiązania umowne.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

03 / RYNEK I GUIDANCE

Co zapowiada zarząd na FY2027

Guidance opublikowano 27 października. To przedziały słowne; nie zastępujemy ich arbitralnym punktem prognozy spółki.

Miara FY2027	Raportowana / nominalna	Skorygowana przy stałych kursach[1]
Przychód netto	Niski wzrost dwucyfrowy nominalnie (USD)	Niski wzrost dwucyfrowy
Koszty operacyjne	Spadek o środkową wartość jednocyfrową nominalnie	Niski wzrost dwucyfrowy
Rozwodniony EPS klasy A	Wzrost o nieco ponad 20% (low twenties)	Od niskiej dynamiki dwucyfrowej do dolnego zakresu kilkunastu procent

[1] Definicje i bazę poszczególnych miar określa spółka; alternatywne miary non-GAAP nie są GAAP. [C2, C3] slajdy 13, 21; rozmowa zarządu [C5, C6]. Bez płatnego konsensusu.

Około 25% wolumenu płatności ma przypadać na odnowienia kontraktów. Zarząd lokuje znaczną część działań cenowych w drugiej połowie FY2027; wskazanie wolniejszej dynamiki w drugim kwartale nie oznacza prognozy spadku sprzedaży w dolarach. CFO nie podał ścisłego celu marży. [C5, C6]

PORÓWNANIE Z MODELEM

Autor zakłada wzrost przychodu netto FY2027 o 10,9% i zmianę kosztów operacyjnych o -6,2%. Porównujemy obie stopy z nominalną bazą GAAP, nie ze skorygowanym wzrostem kosztów. Model nie wycenia spółki na podstawie prognozowanego EPS.

Visa i Mastercard: ten sam kwartał kalendarzowy

Dynamika r/r, lipiec–wrzesień 2026	Visa	Mastercard
Przychody netto: wzrost nominalny r/r	13%	14%
Transakcje przetworzone / switched	10%	9%
Wolumen transgraniczny łącznie; stały kurs	14%	11%

Źródła: [C2, C4, C8]. Visa: IV kw. własnego FY2026; Mastercard: III kw. 2026. Całkowity wolumen transgraniczny w tym porównaniu obejmuje Europę. Definicje przetwarzania nie są identyczne; porównanie nie wyznacza udziałów rynkowych ani odpowiedniego mnożnika.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

04 / ZAŁOŻENIA AUTORA

Jak czytać projekcję na dziesięć lat

Wolumeny tworzą przychód, ale jego część wraca do banków w formie zachęt. Nie zakładamy, że wzrost liczby płatności równa się wzrostowi zysku.

Założenie wynikowe	FY2026 fakt	FY2027 model	FY2031 model	FY2036 model
Udział zachęt w opłatach brutto	28,5%	29,1%	30,0%	30,8%
Marża EBIT po SBC i kosztach prawnych	**61,2%**	**67,2%**	**67,3%**	**66,8%**
Stawka podatku[1]	16,3%	18,5%	19,5%	20,0%
Amortyzacja / sprzedaż	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%
Nakłady / sprzedaż[2]	3,6%	4,0%	4,2%	4,2%
Przejęcia / przychód	1,5%	1,7%	1,8%	2,2%

[1] Dla faktu: raportowany efektywny podatek / wynik przed podatkiem; dla prognozy: stopa operacyjna do NOPAT. [2] FY2026: zapłacone nakłady gotówkowe. Dane FY2026: [A1], [A3].

Co mnożymy, a czego nie

Usługi dla członków sieci. Wolumen płatności pomnożony przez efektywną opłatę. Historyczna baza uwzględnia przesunięcie rozpoznania o kwartał. Zmiana opłaty obejmuje m.in. miks i usługi dodatkowe; nie jest prognozą podwyżki taryfy.

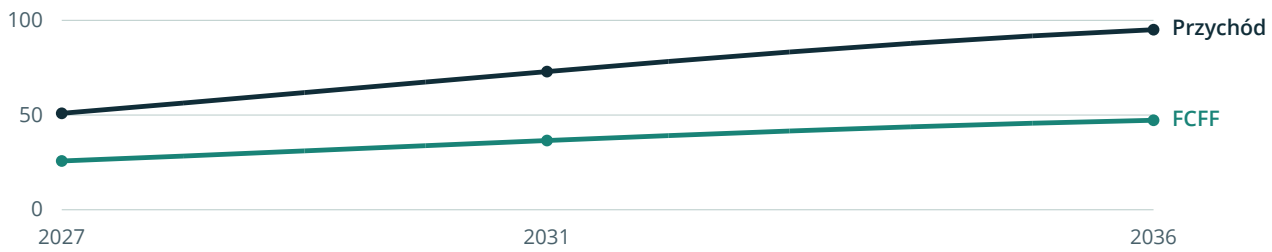
Przetwarzanie. Liczba obsłużonych transakcji razy przychód na operację. Każdy dodatkowy cent zyskuje znaczenie przy setkach miliardów operacji, ale presja konkurencji ogranicza jego trwałość.

Międzynarodowe i inne. Wartość transakcji zagranicznych nie jest sprawozdawana w pełnym rozbiciu potrzebnym do prognozy, dlatego stosujemy indeks wolumenu i przychód na jego punkt. Pozostała kategoria rośnie osobno.

OGRANICZENIE

Przyszłe stawki, tempo adopcji i marże są założeniami World Market Atlas. Spółka nie podaje dziesięcioletniej ścieżki. Stąd oddzielne przypadki i test tego, jakich warunków wymaga obserwowany kurs.

Skala przychodu i przyszła gotówka, mld USD



04 / MODEL OPERACYJNY

Silniki przychodu: FY2027–2031

Scenariusz bazowy World Market Atlas. Dynamiki, miks i przyszła cena usługi są założeniami autora. Wiersze z opłatami i przychodem w mld USD.

Sterownik lub przychód	2027	2028	2029	2030	2031
Wolumen bazowy, bln USD	16,60	17,89	19,20	20,53	21,86
Opłata usługowa / wolumen, pb	13,23	13,45	13,64	13,80	13,92
Liczba transakcji, mld	308,1	335,8	364,3	393,5	423,0
Opłata za operację, centy USD	8,52	8,72	8,90	9,06	9,20
Wolumen transgr., FY26 = 100	110,5	121,3	132,4	143,5	154,5
Przychód międzynar. na punkt[1]	153,6	154,5	155,3	155,9	156,4
Opłaty za usługi	21,96	24,06	26,19	28,32	30,44
Przetwarzanie danych	26,26	29,29	32,43	35,65	38,89
Transakcje międzynarodowe	16,97	18,75	20,55	22,37	24,16
Pozostałe przychody	6,61	7,61	8,64	9,68	10,71
Opłaty brutto razem	**71,80**	**79,70**	**87,81**	**96,02**	**104,20**
Minus: zachęty	20,90	23,37	25,95	28,59	31,26
Przychód netto	**50,91**	**56,33**	**61,86**	**67,43**	**72,94**
Wzrost r/r przychodu netto	10,9%	10,6%	9,8%	9,0%	8,2%

[1] Mln USD na punkt indeksu. Miara modelowa łączy przychód walutowy i miks korytarzy; nie jest to opłata naliczana posiadaczowi karty. Historyczna baza: [A1], [C4]. Dane prognozowane nie są deklaracją zarządu.

Struktura kosztów, mld USD	2027	2028	2029	2030	2031
Personel	8,20	9,04	9,90	10,76	11,60
Marketing	1,93	2,14	2,35	2,56	2,77
Sieć i przetwarzanie	1,17	1,31	1,45	1,60	1,75
Doradcy / koszty profesjonalne	0,97	1,07	1,18	1,28	1,39
Administracja i koszty ogólne	2,55	2,79	3,03	3,27	3,50
Koszty spraw prawnych	0,31	0,35	0,40	0,46	0,51
Amortyzacja	1,58	1,76	1,95	2,14	2,33
Koszty operacyjne razem	**16,70**	**18,46**	**20,26**	**22,07**	**23,85**

Visa publikuje kategorie przychodów oraz koszty grupy. Marży EBIT dla każdej kategorii przychodu nie ujawnia; nie przypisujemy jej sztucznie przez podział wspólnych kosztów sieci. [A1]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

04 / MODEL PRZEPŁYWÓW

Od wyniku do FCFF: FY2027–2031

Scenariusz bazowy. Mld USD, chyba że zaznaczono inaczej. Podatek od działalności operacyjnej jest założeniem do wyceny, a nie prognozą podatku według GAAP.

Pozycja modelu	2027	2028	2029	2030	2031
Przychód netto	50,91	56,33	61,86	67,43	72,94
Minus: koszty operacyjne	16,70	18,46	20,26	22,07	23,85
EBIT	**34,21**	**37,87**	**41,60**	**45,36**	**49,09**
Marża EBIT	67,2%	67,2%	67,3%	67,3%	67,3%
Minus: podatek operacyjny	6,33	7,10	7,90	8,73	9,57
NOPAT po podatku	**27,88**	**30,77**	**33,70**	**36,63**	**39,52**
Plus: amortyzacja	1,58	1,76	1,95	2,14	2,33
Minus: nakłady na aktywa	2,04	2,28	2,54	2,80	3,06
Minus: reinwestycja przez przejęcia	0,87	0,97	1,08	1,20	1,31
Stan kapitału obrotowego[1]	9,25	10,18	11,13	12,07	12,99
Minus: zmiana kapitału obrotowego	0,81	0,93	0,95	0,94	0,92
Reinwestycja netto ogółem	**2,13**	**2,43**	**2,62**	**2,80**	**2,96**
FCFF za pełny rok	**25,75**	**28,34**	**31,08**	**33,84**	**36,55**
Część przepływu po dniu wyceny	86,3%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Czas dyskontowania, lata	0,863	1,863	2,863	3,863	4,863
Mnożnik dyskontowy	0,9300	0,8549	0,7859	0,7225	0,6642
Wartość bieżąca przepływu	**20,67**	**24,23**	**24,43**	**24,45**	**24,28**

[1] Operacyjny kapitał obrotowy zawiera utrzymywaną płynność zabezpieczającą rozrachunek zgodnie z przyjętą konwencją. Jego stan nie jest odpływem; w prognozowanym FCFF obciąża nas zmiana stanu. Kwoty zaokrąglono po obliczeniach.

PIERWSZY ROK JEST KRÓTSZY

Kolumna FY2027 pokazuje prognozę całego roku. Do wartości bieżącej wchodzi jedynie okres po 19 listopada 2026 r., czyli 315/365 pełnego roku. To przybliżenie równomiernej generacji gotówki, a nie opublikowany wynik za październik i listopad.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

04 / MODEL OPERACYJNY

Silniki przychodu: FY2032–2036

Scenariusz bazowy World Market Atlas. Dynamiki, miks i przyszła cena usługi są założeniami autora. Wiersze z opłatami i przychodem w mld USD.

Sterownik lub przychód	2032	2033	2034	2035	2036
Wolumen bazowy, bln USD	23,15	24,35	25,47	26,47	27,35
Opłata usługowa / wolumen, pb	14,03	14,11	14,18	14,23	14,26
Liczba transakcji, mld	451,5	478,5	503,5	525,9	545,4
Opłata za operację, centy USD	9,31	9,41	9,48	9,53	9,56
Wolumen transgr., FY26 = 100	165,2	175,2	184,4	192,5	199,4
Przychód międzynar. na punkt[1]	156,7	157,0	157,2	157,3	157,3
Opłaty za usługi	32,47	34,37	36,12	37,67	38,99
Przetwarzanie danych	42,04	45,01	47,73	50,12	52,13
Transakcje międzynarodowe	25,89	27,51	28,98	30,28	31,37
Pozostałe przychody	11,71	12,65	13,52	14,27	14,88
Opłaty brutto razem	**112,10**	**119,54**	**126,34**	**132,34**	**137,38**
Minus: zachęty	33,81	36,24	38,51	40,55	42,31
Przychód netto	**78,29**	**83,29**	**87,83**	**91,79**	**95,07**
Wzrost r/r przychodu netto	7,3%	6,4%	5,4%	4,5%	3,6%

[1] Mln USD na punkt indeksu. Miara modelowa łączy przychód walutowy i miks korytarzy; nie jest to opłata naliczana posiadaczowi karty. Historyczna baza: [A1], [C4]. Dane prognozowane nie są deklaracją zarządu.

Struktura kosztów, mld USD	2032	2033	2034	2035	2036
Personel	12,45	13,24	13,97	14,60	15,12
Marketing	2,99	3,20	3,39	3,56	3,71
Sieć i przetwarzanie	1,91	2,07	2,21	2,35	2,47
Doradcy / koszty profesjonalne	1,50	1,62	1,72	1,82	1,90
Administracja i koszty ogólne	3,76	4,00	4,22	4,41	4,56
Koszty spraw prawnych	0,56	0,62	0,67	0,72	0,76
Amortyzacja	2,51	2,67	2,81	2,94	3,04
Koszty operacyjne razem	**25,68**	**27,40**	**28,99**	**30,38**	**31,56**

Visa publikuje kategorie przychodów oraz koszty grupy. Marży EBIT dla każdej kategorii przychodu nie ujawnia; nie przypisujemy jej sztucznie przez podział wspólnych kosztów sieci. [A1]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

04 / MODEL PRZEPŁYWÓW

Od wyniku do FCFF: FY2032–2036

Scenariusz bazowy. Mld USD, chyba że zaznaczono inaczej. Podatek od działalności operacyjnej jest założeniem do wyceny, a nie prognozą podatku według GAAP.

Pozycja modelu	2032	2033	2034	2035	2036
Przychód netto	78,29	83,29	87,83	91,79	95,07
Minus: koszty operacyjne	25,68	27,40	28,99	30,38	31,56
EBIT	**52,61**	**55,89**	**58,85**	**61,41**	**63,50**
Marża EBIT	67,2%	67,1%	67,0%	66,9%	66,8%
Minus: podatek operacyjny	10,31	11,01	11,65	12,22	12,70
NOPAT po podatku	**42,30**	**44,88**	**47,20**	**49,19**	**50,80**
Plus: amortyzacja	2,51	2,67	2,81	2,94	3,04
Minus: nakłady na aktywa	3,29	3,50	3,69	3,86	3,99
Minus: reinwestycja przez przejęcia	1,47	1,63	1,79	1,95	2,09
Stan kapitału obrotowego[1]	13,89	14,73	15,47	16,11	16,62
Minus: zmiana kapitału obrotowego	0,90	0,83	0,75	0,64	0,51
Reinwestycja netto ogółem	**3,16**	**3,30**	**3,42**	**3,50**	**3,55**
FCFF za pełny rok	**39,14**	**41,58**	**43,78**	**45,69**	**47,25**
Część przepływu po dniu wyceny	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Czas dyskontowania, lata	5,863	6,863	7,863	8,863	9,863
Mnożnik dyskontowy	0,6106	0,5614	0,5161	0,4744	0,4361
Wartość bieżąca przepływu	**23,90**	**23,34**	**22,59**	**21,67**	**20,61**

[1] Operacyjny kapitał obrotowy zawiera utrzymywaną płynność zabezpieczającą rozrachunek zgodnie z przyjętą konwencją. Jego stan nie jest odpływem; w prognozowanym FCFF obciąża nas zmiana stanu. Kwoty zaokrąglono po obliczeniach.

PRZEJŚCIE DO DOJRZAŁOŚCI

Ostatni rok jawny nie jest dodatkowy wobec terminalu. Wartość końcowa zaczyna się od FY2037; reinwestycja tego roku powinna finansować dalszy wzrost, nawet gdy udział kosztów sieci jest stabilny.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

04 / INWESTYCJE I PŁYNNOŚĆ

Co zabiera gotówkę z modelu

Pełny stan kapitału operacyjnego i jego roczna zmiana pełnią różne funkcje. Tu pokazujemy mechanikę sald; w tabelach FCFF kosztem jest wyłącznie zmiana.

Pozycja, mld USD	Baza IX 2026	FY2027	FY2031	FY2036
Należności handlowe	3,75	4,16	5,96	7,76
Przedpłaty i pozostałe bieżące aktywa[1]	1,35	1,49	2,14	2,79
Skapitalizowane zachęty: krótko- i długoterminowe	8,59	9,80	14,66	19,84
Minus: zobowiązania handlowe	0,61	0,67	0,96	1,26
Minus: rezerwy płacowe	2,39	2,65	3,80	4,95
Minus: zobowiązania z zachęt	12,15	13,86	20,74	28,07
Rezerwa płynności operacyjnej[2]	9,90	10,98	15,73	20,50
Kapitał operacyjny w modelu	**8,44**	**9,25**	**12,99**	**16,62**

[1] Przedpłaty w bazie: 3 156 - 1 203 gotówki klientów - 502 należności podatkowych - 105 pochodnych walutowych = 1 346 mln USD. [A1], noty 4, 13 i 19. [2] Założenie konserwatywne: całe 9,9 mld USD płynności, które Visa rezerwuje na rozrachunek, pokrywa gotówka. Spółka nie publikuje dokładnego podziału gotówka / niewykorzystane finansowanie. [A1], MD&A; noty 4 i 12.

Reinwestycja nie kończy się na sprzęcie

Gotówka wydana na rzeczowe i technologiczne aktywa w FY2026 wyniosła 1,67 mld USD; niezapłacone nakłady wzrosły z 59 do 187 mln USD. Mechaniczne dodanie wzrostu tego salda daje ok. 1,80 mld USD, ale nie jest formalnym uzgodnieniem księgowych przyjęć. W analizie używamy jawnej stopy nakładów, unikając drugiego odjęcia tej samej przedpłaty. [A1]

Przejęcia z lat FY2024–26 kosztowały netto odpowiednio 0,92, 0,89 i 0,71 mld USD. Część reinwestycji przez przejęcia pozostaje w DCF jako stała cecha rozwoju. Do bazowych przepływów nie dodajemy konkretnej oczekiwanej ceny BioCatch ani nie doliczamy przychodów lub synergii tej jeszcze niezakończonej transakcji. [A1, A3, A5]

FORMUŁA

Kapitał operacyjny = należności + przedpłaty + aktywa zachęt - zobowiązania handlowe - zobowiązania płacowe - zobowiązania z zachęt + rezerwa operacyjna. Reinwestycja netto = nakłady + przejęcia + zmiana kapitału operacyjnego - amortyzacja.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

05 / KOSZT KAPITAŁU

Ile kosztuje kapitał w dolarach?

Przepływy i stopa wzrostu są nominalne w USD. WACC waży koszt kapitału właścicielskiego i długu po podatku według wartości rynkowych.

Składnik	Wartość	Interpretacja
Stopa wolna od ryzyka	5,07%	Rentowność amerykańskiej obligacji skarbowej 10-letniej, w USD.
Premia rynku akcji (ERP)	4,41%	Premia implikowana dla rynku USA; miara modelowa źródła, nie pewny narzut.
Beta surowa / modelowa	0,798 / 0,865	60 miesięcznych stóp zwrotu V i SPY. Waga 2/3 dla obserwacji i 1/3 dla 1,0.
Koszt kapitału własnego	8,885%	Stopa wolna od ryzyka + beta modelowa × premia rynku.
Koszt długu przed podatkiem	5,74%	Stopa wolna od ryzyka + 67 pb. Przybliżony koszt nowego zadłużenia; nie średni kupon starych emisji.
Podatek dla tarczy długu	20,0%	Przyjęta długookresowa stopa; koszt po podatku 4,59%.
Waga długu / kapitału akcyjnego	2,51% / 97,49%	Dług po wartości godziwej oraz bieżący kurs × szacowane akcje po rozwodnieniu.
Średni ważony koszt kapitału	**8,777%**	**Stopa dyskonta zastosowana do FCFF w scenariuszu bazowym.**

Źródła składników oraz obserwacji: [A1, P1, B3–B8] i sekcja „Stopa dyskonta i rynek” w rejestrze. Współczynniki regresji i wagi to obliczenia własne. Zmiana struktury kapitału, waluty albo profilu ryzyka wymaga nowego oszacowania.

Kiedy przypada pierwszy przepływ

Dzień wyceny to 19 listopada, a bilans jest z 30 września. Z FY2027 upłynęło 50 dni. Ujmujemy pozostałe 315 dni, wyznaczając PV = FCFF × 315/365 ÷ (1 + WACC)^(315/365). Następne pełne lata mają wykładniki większe kolejno o 1. Model nie traktuje całego roku obrotowego jako przyszłego ani nie dopisuje nieznanej gotówki za 50 dni.

CO ZMIENIA KONWENCJA

Nadmiar gotówki, zadłużenie i akcje są przybliżeniem na listopad. Górny test zachowania całej proporcjonalnej gotówki za okres od końca września zmienia bazę o 1,89 USD na akcję; nie stanowi ilości gotówki wykazanej przez spółkę.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

05 / WARTOŚĆ REZYDUALNA

Po dziesiątym roku kapitał wciąż kosztuje

Wzrost nominalny musi być niższy od WACC. Założenie stopy zwrotu z nowych inwestycji decyduje, ile NOPAT wolno zamienić na przepływ.

Sposób liczenia	Baza
NOPAT w FY2036	50,80 mld USD
Długoterminowy wzrost g	3,00%
Długoterminowy zwrot z nowego kapitału (ROIC)	45,0%
Część NOPAT potrzebna na reinwestycje: g / ROIC	6,67%
NOPAT w FY2037: NOPAT 2036 × (1 + g)	52,33 mld USD
Reinwestycja ekonomiczna w FY2037	3,49 mld USD
FCFF FY2037 = NOPAT minus reinwestycja	**48,84 mld USD**
Wartość na koniec FY2036: FCFF 2037 / (WACC - g)	845,37 mld USD
Wartość bieżąca terminalu	**368,70 mld USD**
Udział PV terminalu w EV	**61,6%**

Przejście z 47,25 mld USD FCFF w FY2036 do 48,84 mld USD w FY2037 oznacza wzrost o 3,37%. Po skorygowaniu o g odchylenie wobec FCFF 2036 × (1 + g) wynosi 0,36%. Wynika ono z przejścia na reinwestycję g/ROIC. W bazie terminal odpowiada mnożnikowi 13,3× EBIT ostatniego jawnego roku. Oba testy ograniczają ryzyko ukrytego skoku modelu.

> **ILE ZNACZY ROIC**
>
> Przy niezmienionym WACC i g obniżenie terminalnego ROIC do 35% daje 307,56 USD, a podniesienie do 55% daje 314,15 USD na akcję. Przy mniejszym zwrocie z tego samego wzrostu zostaje mniej gotówki dla inwestorów.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

05 / OD EV DO WARTOŚCI AKCJI

Co przypada właścicielowi akcji A

Do wartości działalności dodajemy wyłącznie aktywa pozaoperacyjne dostępne właścicielom i odejmujemy ich istotne wcześniejsze roszczenia.

Most kapitałowy, mld USD poza oznaczonymi wierszami	Baza
PV przepływów jawnych	230,17
PV wartości końcowej	368,70
Wartość działalności operacyjnej (EV)	**598,87**
Środki pieniężne [A1]	12,938
Rezerwa operacyjna w gotówce (założenie) [A1]	-9,900
Obligacje płynne poza rezerwą [A1]	0,850
Notowane udziały poza planem pracowniczym [A1]	0,094
Niepubliczne udziały po dyskoncie [A1]	0,600
Dług finansowy: wartość godziwa [A1]	-19,400
Istniejące roszczenia bez pokrycia z amerykańskiego escrow [A1]	-0,367
Zadeklarowana dywidenda po dacie prawa [A3]	-1,456
Suma korekt do EV	-16,641
Wartość przypadająca na akcje (equity)	**582,23**
Ekwiwalenty klasy A, po rozwodnieniu (mln)	1 868,598
Wartość modelowa na akcję klasy A (USD)	**311,58**

Źródła: bilans i noty [A1, B1], dywidenda [A3, B10]. Bazowa rezerwa operacyjna i 50% dyskonta udziałów prywatnych to założenia autora. Szacunek długu według wartości godziwej opiera się na stanie IX 2026.

Gotówka na spory i zabezpieczenia powierzone przez klientów pozostają poza aktywami dostępnymi na wypłatę. Od istniejących roszczeń odejmujemy jedynie 0,367 mld USD nieujęte już w kwocie przypisanej do amerykańskiego planu; sprawy przyszłe są obciążeniem prognozowanego EBIT. Leasing operacyjny pozostaje kosztem: nie odejmujemy równocześnie całego zobowiązania leasingowego drugi raz. [A1, B1]

Założenie o źródle płynności ma znaczenie w dwóch miejscach. Gdyby cała niewykorzystana linia 7 mld USD pokrywała część rozrachunku, w bilansie uwalnia się 7 mld USD. Sama korekta mostu daje +3,75 USD na akcję; pełny test, w którym w przyszłości trzeba także finansować mniejszą rezerwę, daje +6,39 USD. To alternatywa, nie ustalony skład płynności. [A1, B1]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

05 / PRAWA AKCJONARIUSZY

Akcje, opcje i cena wykupu

Akcja notowana to zwykła akcja A na NYSE. Klasy B/C oraz akcje uprzywilejowane mogą reprezentować prawa ekonomicznie równoważne wielu akcjom A.

Szacunek mianownika, mln ekwiwalentów A	Ilość	Podstawa
Klasy zwykłe po konwersji	1 854,387	Stany z okładki 10-K na 29.10, przeliczniki do klasy A.
Preferowane po konwersji	9,000	Przybliżenie raportowane na koniec września.
RSU po założonym odkupie	3,113	Liczba przyznanych jednostek minus hipotetyczny odkup za nierozpoznany koszt.
Opcje po zakładanym wykonaniu	1,916	Wykonanie po 230,35 USD i hipotetyczny odkup po kursie referencyjnym.
Premie zależne od wyników	0,182	Założenie realizacji 50% maksymalnej puli; pomniejszenie o nierozpoznany koszt.
Ekwiwalent łączny	**1 868,598**	**Szacunek na potrzeby DCF, nie zgłoszona przez spółkę liczba dokładnie z 19 XI.**

Źródła: [A1, B1, B9, P1]. Zależność między klasami a roszczeniami może zmienić liczbę jednostek na przyszłą akcję A. Mianownik 1 907 mln w rocznym EPS jest ważoną średnią historyczną i nie zastępuje tej kalkulacji.

Koszt wynagrodzeń akcjami obciąża prognozowany EBIT; nie dodajemy go ponownie w FCFF. Szacunek rozwodnienia dotyczy już przyznanych jednostek i może częściowo pokrywać się z przyszłym kosztem ujętym w marży. Nie szacujemy z góry powstania wartości przez przyszły wykup akcji.

W FY2026 spółka odkupiła ok. 61 mln akcji za 20,5 mld USD i wypłaciła dywidendy; łącznie redystrybucja wyniosła ok. 25,6 mld USD. Limit odkupu pozostały na koniec września, 24,4 mld USD, nie stanowi zobowiązania do zakupu. Ryan McInerney kieruje spółką, a przewodniczącym rady jest John F. Lundgren. [C1, C2, C15]

DYWIDENDA PO DNIU USTALENIA PRAWA

0,78 USD × 1 867 mln wrześniowych ekwiwalentów stanowi przybliżenie zobowiązania przed wypłatą 1 grudnia. Kurs 19 listopada jest już po 10 listopada, dacie ustalenia prawa. Odpływ odejmujemy raz. [B10]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

06 / SCENARIUSZE

Trzy drogi do różnych przepływów

Każda kolumna zawiera własne wolumeny, opłaty, zachęty, koszty i inwestycje, a także stopę dyskonta i założenia po roku dziesiątym.

Miara	Ostrożny	Bazowy	Optymistyczny
Wzrost wolumenu transakcji FY2027	7,3%	9,5%	11,7%
Wzrost przychodu netto FY2027	5,0%	10,9%	17,1%
Zachęty / brutto w FY2036	33,9%	30,8%	27,7%
Sprzedaż w FY2036, mld USD	74,72	95,07	120,46
Marża EBIT w FY2036	65,1%	66,8%	68,5%
FCFF w FY2036, mld USD	35,89	47,25	61,91
WACC	9,527%	8,777%	8,027%
g / terminalny ROIC	2,5% / 38,0%	3,0% / 45,0%	3,5% / 52,0%
PV jawnych FCFF, mld USD	185,11	230,17	287,68
PV terminalu, mld USD	213,42	368,70	665,47
EV, mld USD	**398,53**	**598,87**	**953,15**
Equity, mld USD	381,89	582,23	936,51
Wartość na akcję A, USD	**204,37**	**311,58**	**501,18**
Różnica do kursu z 19 XI	-49,4%	-22,8%	24,2%

W scenariuszu ostrożnym odnawianie umów kosztuje więcej, transakcje rosną wolniej i dyskonto rośnie. W optymistycznym sieć lepiej monetyzuje przetwarzanie, traci mniej opłat w rabatach i dłużej zarabia na reinwestycjach. Rozpiętość wynika także z narastania różnic przez dziesięć lat, a nie tylko ze zmiany stopy terminalnej.

Autor: World Market Atlas. Kurs [P1]. Rozpiętość między scenariuszami nie opisuje prawdopodobieństwa. Nie ma wagi „najbardziej prawdopodobnej” ani premii za opublikowanie raportu.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

06 / WRAŻLIWOŚĆ

Stopa dyskonta, wzrost i cena sieci

Obie macierze pokazują USD na ekwiwalent akcji A. W każdej zmieniamy wyłącznie wskazane parametry, pozostałe pozostawiając jak w bazie.

Koszt kapitału (wiersze) wobec wzrostu terminalnego (kolumny)

WACC / g	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
7,78%	339,6	358,8	381,9	410,3	446,3
8,28%	310,0	325,3	343,4	365,3	392,2
8,78%	**284,8**	**297,1**	**311,6**	**328,7**	**349,5**
9,28%	263,1	273,2	284,9	298,6	314,8
9,78%	244,3	252,6	262,2	273,2	286,2

Wyższy wzrost zwiększa wartość, ale jednocześnie wymaga większej reinwestycji przy stałym ROIC. Jednoczesne podwyższenie g i założenie finansowania wzrostu za darmo zawyżyłoby różnice między kolumnami.

Wzrost transakcji (wiersze) i zachęty / brutto (kolumny)

Zmiana w p.p.	-2,0	-1,0	0,0	1,0	2,0
-2,0	302,9	298,7	294,5	290,4	286,2
-1,0	311,3	307,0	302,7	298,4	294,2
0,0	**320,4**	**316,0**	**311,6**	**307,2**	**302,8**
1,0	330,2	325,7	321,1	316,6	312,1
2,0	340,8	336,1	331,5	326,8	322,1

Wiersz: stałe przesunięcie rocznego tempa wzrostu liczby transakcji w prognozie; kolumna: stałe przesunięcie udziału zachęt w opłatach brutto. Przesunięcia wyrażono w punktach procentowych, nie w procentach względnych. Obie komórki środkowe muszą być tożsame z bazą przed zaokrągleniem.

OSOBNE TESTY MOSTU

Zastąpienie wartości godziwej długu wartością księgową zmienia wynik o -1,43 USD na akcję. Odpis pozostałej wyceny prywatnych udziałów: -0,32 USD. Pełna zapłata za BioCatch bez żadnego zwrotu: -1,28 USD. To testy pojedyncze, nie kolejne koszty dopisywane do bazy.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

06 / ODCZYT RYNKU I WYDARZENIA

Odwrócony DCF i najbliższe testy

Pytamy, co przy niezmienionych pozostałych założeniach musiałoby być prawdą, aby model dał obserwowane 403,53 USD. To nie prognoza rynku.

Jedna zmiana naraz	Warunek zrównujący model z kursem
Wyłącznie wzrost liczby transakcji	Dodać 7,44 p.p. do dynamiki w każdym roku; FY2027: 16,94%, FY2036: 1 069,7 mld transakcji (baza 545,4 mld).
Wyłącznie koszt kapitału	WACC 7,535% wobec 8,777% w bazie, przy tych samych operacjach i g.
EV implikowane kursem	Kapitalizacja po modelowym rozwodnieniu 754,0 mld USD skorygowana o most: 770,7 mld USD.

Oba rozwiązania są alternatywami jednoparametrowymi. Taki sam kurs może odpowiadać umiarkowanej poprawie kilku czynników jednocześnie. Model nie odtwarza zbiorowej prognozy rynku i nie pozwala wskazać jednej „ukrytej” ścieżki jako faktu.

Kalendarz: komunikat spółki a termin warunkowy

2026-12-01 Konferencja UBS; CFO Chris Suh, 08:15 MST. Tego samego dnia przypada wypłata już zadeklarowanej dywidendy 0,78 USD na klasę A (dzień ustalenia prawa 10 XI). Nasłuch komentarzy o odnowieniach, bez zakładania zmiany guidance; na dzień wyceny prawo do tej dywidendy już ustalono. [C2, C7]

2026-12-08 Wells Fargo TMT Summit, CEO Ryan McInerney, 08:00 PST. Ewentualne dowody monetyzacji usług bezpieczeństwa, nie same informacje o uczestnikach programów. [C7, C12]

Do końca II kw. FY2027 (31 III 2027) Potencjalne zamknięcie zakupu BioCatch; kwota 2,4 mld USD. Po zamknięciu zweryfikować gotówkę, koszty transakcyjne, amortyzację i rzeczywisty wynik celu przed przeliczeniem wartości. [C2, C5]

> **RYZYKO PRAWNE**
>
> W sprawie amerykańskich kart kredytowych w czasie rozprawy 16 listopada nie ogłoszono ostatecznego zatwierdzenia ugody. Nie zakładamy nieudokumentowanego rozstrzygnięcia. Sprawa DOJ dotycząca routingu debetowego jest odrębna; zarzut nie przesądza o odpowiedzialności. [C9, C10, C11, C16]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

06 / TEST ZAŁOŻEŃ

Co zmieniłoby wnioski z modelu

Cztery progi ostrzegawcze autora do sprawdzenia po kolejnych wynikach. Sygnał wymaga wyjaśnienia, zanim stanie się podstawą do zmiany modelu.

Wskaźnik	Próg / zdarzenie	Konsekwencja
Wolumen i wykorzystanie sieci	Dwa kolejne kwartały poniżej +5% r/r w liczbie transakcji, przy wzroście zakupów	Próg autora. Sprawdzić odpływ routingu i ruch poza VisaNet; obniżyć trajektorię wolumenu, jeżeli nie jest to efekt kalendarza. [C1, C2]
Zachęty kontraktowe	Ponad 30% przychodów brutto przez cztery kwartały bez przyspieszenia zatrzymanego wolumenu	Próg autora. Przeliczyć take rate netto i długoterminową marżę. Pojedyncze odnowienie może chwilowo podnieść wskaźnik. [C1, C5]
Monetyzacja transgraniczna	Przychód international rośnie o >5 pkt proc. wolniej od nominalnego wolumenu ex intra-Europe przez rok finansowy	Próg autora. FY26 spełniłby taki alarm: oddzielić przejściowy wpływ walut od trwałego miksu przed redukcją marży. [C1, C2]
Reguły akceptacji i inkaso	Ostatecznie obowiązujące nowe zasady routingu lub akceptacji prowadzą do podanej przez spółkę utraty dużego portfela	Próg jakościowy autora. Modelować efekty na liczbę transakcji i zachęty; nie odejmować interchange od przychodów sieci. [C9, C10, C16]

Portfel cyfrowy: kanał dystrybucji czy substytut?

Wydawcy potrzebują akceptacji, a sprzedawcy chcą docierać do wielu kart. Warstwą konkurencji stają się aplikacje i systemy płatności natychmiastowych. Portfel w telefonie nieraz nadal kieruje transakcję na kartę Visa, ale może zaproponować bezpośredni przelew. O przewadze decyduje to, kto faktycznie autoryzuje i rozlicza transakcję, a nie obecność logo na urządzeniu. [A1, C13]

Visa Direct przetworzyła w FY2026 ponad 15 mld transferów. Potencjalny zasięg ponad 18 mld punktów końcowych obejmuje konta, karty i portfele; nie jest liczbą aktywnych klientów. Podobnie listopadowe rozszerzenie programu Agentic Ready jest sygnałem dystrybucji. Emitent nie wykazał osobnego przychodu programu, więc nie dopisujemy takiej linii do modelu. [C1, C12]

KLASYFIKACJA I JAKOŚĆ DOWODU

Visa Inc. jest emitentem amerykańskim, notowanym na NYSE jako V. Stany Zjednoczone są rynkiem rozwiniętym w wykorzystanej klasyfikacji [C14, P2]. Sprawozdania, guidance i dokumenty regulatorów mają pierwszeństwo; ceny historyczne, benchmark i relację prasową oznaczamy jako dane rynkowe lub źródło wtórne.

Do samodzielnego przeliczenia

Pobierz edytowalny model wyceny (XLSX)

Pobierz dane, kod i wyniki kontroli (ZIP)

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

ANEKS / REJESTR DOWODÓW

Sprawozdania i działalność

Kliknij nazwę dokumentu, aby przejść do źródła. Data publikacji, okres danych i dzień odczytu to różne wielkości. Odczyty ukończono najpóźniej 19.11.2026, 16:40:51 UTC.

A1 · B1 · C1 Visa: roczny formularz 10-K FY2026

FY do 30.09.2026; publikacja 5.11.2026. Część I, MD&A s. 40–49, bilans i przepływy, noty 1–6, 9–20.

www.sec.gov

A2 Visa: roczny formularz 10-K FY2025

FY do 30.09.2025; publikacja 6.11.2025. Bilans porównawczy 2024 i nota o gotówce zastrzeżonej.

www.sec.gov

A3 · B12 · C2 Visa: komunikat wynikowy IV kw. i FY2026 (SEC, 8-K)

27.10.2026. Wynik okresu do 30.09, uzgodnienie GAAP, dywidendy, przejęcia, pozostałe zdarzenia.

www.sec.gov

A4 SEC: nagłówek złożenia raportu rocznego

5.11.2026: data akceptacji 10-K; identyfikator EDGAR 0001403161-26-000134.

www.sec.gov

A5 Visa: ogłoszenie zamiaru przejęcia BioCatch

3.08.2026: warunki transakcji; przewidywane zamknięcie do końca II kw. FY2027, jeśli warunki zostaną spełnione.

investor.visa.com

C3 Visa: prezentacja wynikowa IV kw. i FY2026

27.10.2026. Slajdy 13 i 21: perspektywy FY2027 i baza porównawcza, nominalna oraz skorygowana.

s1.q4cdn.com

C4 Visa: operacyjne dane kwartalne

27.10.2026. Tabele wolumenów i transakcji do IX 2026; odróżniać okres bieżący od podstawy naliczenia opłat.

s1.q4cdn.com

C5 Visa IR: transkrypcja rozmowy po wynikach

27.10.2026. Pytania i odpowiedzi o cenach, odnowieniach i przejęciach.

s1.q4cdn.com

C6 Visa IR: wystąpienie CFO na Citi FinTech Conference

9.11.2026. Komentarz zarządu o FY2027, bazie kosztów i zakresie ujawnień.

s1.q4cdn.com

C7 Visa IR: zapowiedziane konferencje inwestorskie

Zapowiedzi grudniowe; informacje o planowanych wystąpieniach CFO i CEO.

investor.visa.com

C8 Mastercard: oficjalne wyniki III kw. 2026

Kwartał do 30.09.2026. Porównanie wyników netto, transakcji i transgranicznego wolumenu.

investor.mastercard.com

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

ANEKS / REJESTR DOWODÓW

Stopa dyskonta i rynek

Kliknij nazwę dokumentu, aby przejść do źródła. Data publikacji, okres danych i dzień odczytu to różne wielkości. Odczyty ukończono najpóźniej 19.11.2026, 16:40:51 UTC.

P1 · B2 Visa IR: kurs akcji zwykłej A na NYSE

19.11.2026 11:08 EST: 403,53 USD (dane opóźnione); zamknięcie 18.11 o 16:00 EST: 415,22 USD.

investor.visa.com

B3 Departament Skarbu USA: dzienna krzywa w USD

18.11.2026. Daily Treasury Par Yield Curve Rates, termin 10-letni: 5,07%.

home.treasury.gov

B4 A. Damodaran, NYU Stern: implikowana premia rynku USA

1.11.2026. Premia na podstawie wypłat z ostatnich 12 miesięcy; model źródłowy, nie stopa gwarantowana.

pages.stern.nyu.edu

B5 Visa IR: ratingi kredytowe

Odczyt 19.11.2026: Moody’s Aa3 i S&P AA-. Rating nie jest obserwowaną rentownością obligacji.

investor.visa.com

B6 ICE Data Indices / FRED: spread amerykańskich obligacji AA

18.11.2026. BAMLC0A2CAA, spread skorygowany o opcje 0,67 pkt proc.; proxy kosztu długu.

fred.stlouisfed.org

B7 Yahoo Finance: ceny skorygowane V

61 miesięcznych poziomów, X 2021–X 2026, w USD; 60 miesięcznych stóp zwrotu. Źródło rynkowe wtórne.

query1.finance.yahoo.com

B8 Yahoo Finance: ceny skorygowane SPY

Ten sam przedział i waluta co dla V. SPY jest przybliżeniem szerokiego amerykańskiego rynku akcji.

query1.finance.yahoo.com

B9 Visa IR: współczynniki konwersji klas B i C

Tabela ogłoszona we wrześniu 2026 r.; do zastosowania z liczbami poszczególnych klas na okładce 10-K.

investor.visa.com

B10 Visa IR: dywidendy i konwersja klas

27.10.2026: ogłoszenie, 10.11.2026: ustalenie prawa, 1.12.2026: przewidziana wypłata.

investor.visa.com

B11 SEC EDGAR: rejestr złożonych formularzy Visa

Przegląd do 19.11.2026. Identyfikacja najnowszego raportu 10-K oraz komunikatów 8-K.

data.sec.gov

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

ANEKS / REJESTR DOWODÓW

Informacje prawne i nadzór

Kliknij nazwę dokumentu, aby przejść do źródła. Data publikacji, okres danych i dzień odczytu to różne wielkości. Odczyty ukończono najpóźniej 19.11.2026, 16:40:51 UTC.

B13 Visa IR: aktualne komunikaty emitenta

Przegląd 19.11.2026. Komunikaty, zdarzenia po dniu bilansowym, kontekst bieżących informacji.

usa.visa.com

C9 Visa: komunikat o wstępnej akceptacji ugody

9.06.2026. Zakres proponowanych zmian reguł akceptacji; wstępna zgoda nie jest ostatecznym zatwierdzeniem.

corporate.visa.com

C10 Administrator ugody: Interchange Equitable Relief

FAQ i zapowiedziany termin rozprawy 16.11.2026. Dokumentacja projektu ugody.

www.interchangeequitablereliefsettlement.com

C11 Reuters: relacja z rozprawy w sprawie ugody

16.11.2026. Źródło wtórne co do przebiegu rozprawy; brak podstaw do uznania ugody za ostateczną.

www.reuters.com

C12 Visa: rozszerzenie programu Agentic Ready

17.11 czasu USA / 18.11.2026 UTC. Uczestnictwo w programie nie jest przychodem.

investor.visa.com

C13 Visa Investor Day: strategia i zakres działalności

20.02.2025. Historyczny opis strategii; nie jest prognozą operacyjną na FY2027.

investor.visa.com

C14 MSCI: klasyfikacja krajów w indeksach akcyjnych

Zestawienie z lutego 2026 r. Kwalifikacja rynku, odrębna od samego miejsca notowania.

www.msci.com

P2 Federal Register: wykaz rynków rozwiniętych

15.04.2026, s. 20188, przypis 8. USA w wykazie; źródło pomocnicze wobec klasyfikacji MSCI.

www.govinfo.gov

C15 Visa: rada dyrektorów

Stan strony w dniu odczytu 19.11.2026. Przewodniczący i rozdzielenie funkcji od prezesa zarządu.

investor.visa.com

C16 Departament Sprawiedliwości USA: U.S. v. Visa

Skarga z IX 2024 i historia sprawy o routing debetowy; odrębna od ugody dotyczącej kart kredytowych.

www.justice.gov

Kwoty finansowe przed zaokrągleniami i odczyty z godziną UTC znajdują się w rejestrze dowodów pakietu modelowego. Dane chronione prawem autorskim opisano własnymi słowami; źródła są podane dla weryfikacji.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.