

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

PAYPAL

Análisis Trimestral Q4



PayPalTM

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Cambio Directivo.

Comenzamos el día con la noticia de un cambio de CEO, Alex Chriss despedido de manera abrupta, su reemplazo es Enrique Lores quien pertenece a la junta directiva desde el año 2021 y ha sido presidente del consejo desde 2024 al 2026; un cambio de estas características conlleva una modificación en la organización, estructura y objetivos.

De aca en mas no sabemos si puede ser para bien o para mal, lo que es certeza es el aumento la incertidumbre. La manera en la que trabaja la junta directiva es poco predecible, lo que hemos visto en los últimos años de la mano de Alex Chriss fueron más innovaciones y alianzas estratégicas, algo que no vimos en la gestión anterior, no obstante dos años considero poco tiempo para evaluar si se han tomado la decisiones adecuadas.

Los resultados actuales muestran una situación compleja, no solo por la ralentización de los últimos días, sino también por sus “unidades económicas” especialmente su costo de adquirir clientes, que se ha disparado hasta arriba de los \$450, algo que pone de manifiesto la dificultad competitiva de la industria.

Resultados.

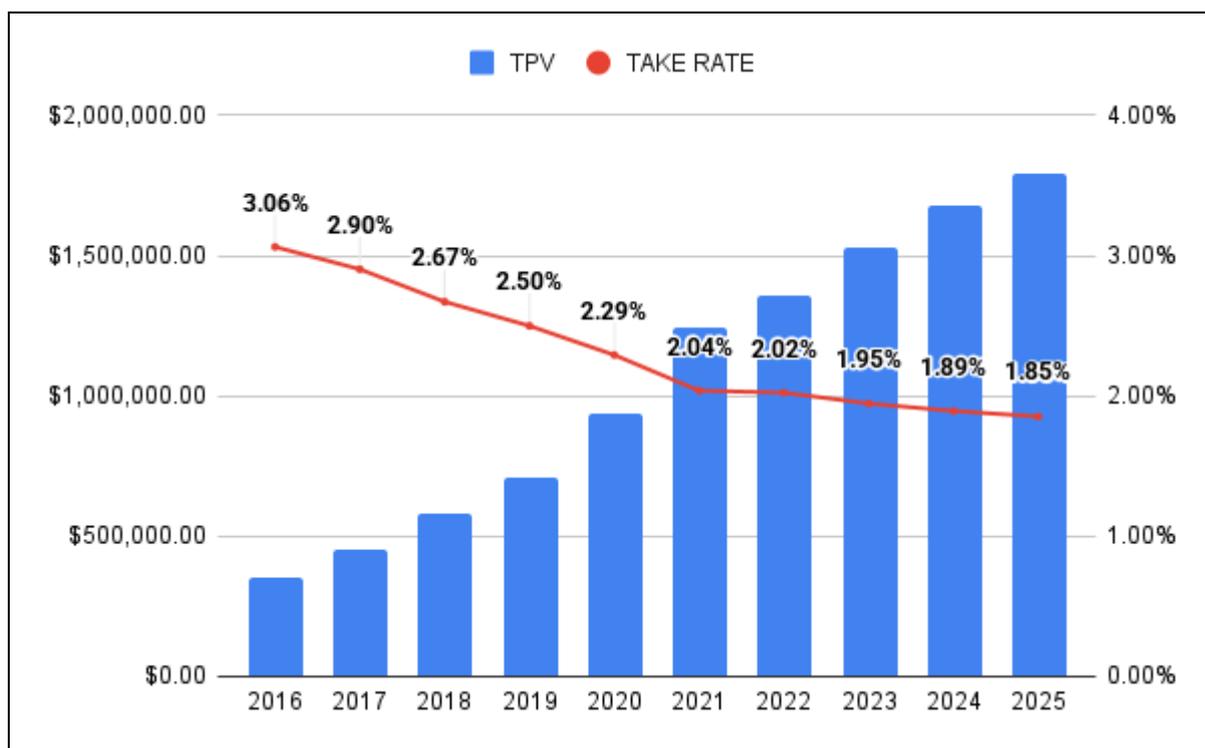
De este último trimestre se desprende todo el colapso, comenzamos a tener ciertas dudas cuando la actual CEO Interina Jamie Miller, por entonces CFO, hace unas semanas atrás dio una conferencia donde sus comentarios apuntaban más a justificar el rendimiento mediocre y no a referirse sobre las nuevas innovaciones u oportunidades de crecimiento.

Los datos del año fiscal completo no son malos, los ingresos crecen a 4% prácticamente sin reinversión de los flujos de caja, sus ingresos operativos non-gaap crecen al 9% y su beneficio por acción al 14%. Sin embargo se ve un deterioro en su posición competitiva particularmente en el último trimestre, el take rate bajó considerablemente y sus márgenes operativos también.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Procesar y facilitar pagos en los últimos años se ha vuelto una industria commodity, si la empresa en cuestión no tiene un valor agregado diferencial la única manera de captar un mantener usuarios es reducir el take rate, es decir, con lo que se queda la compañía luego de procesar un pago o una transferencia.



En los últimos 10 años el take rate de PayPal cayó más de un 40%. ¿Eso que no dice? Su producto es commodity, la industria es extremadamente competitiva, y debe sacrificar rentabilidad para mantener su posición de mercado, muy alejado de lo que sería un negocio de calidad.

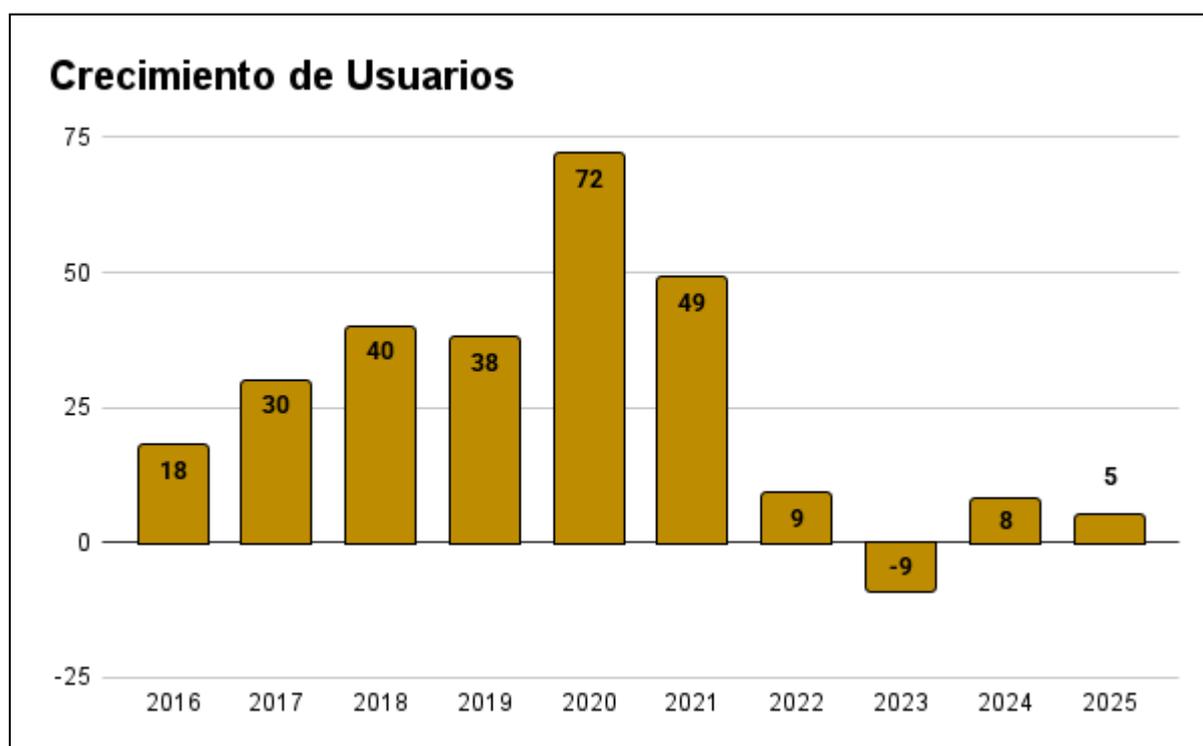
Este es el comentario al respecto de un ex trabajador de Paypal, no cualquiera, quien rechazó ser Director ejecutivo de Paypal en el 2014 David Marcus *“Durante ese período (2019 - 2020), la empresa cometió un error fundamental: optimizó el volumen de pagos en lugar del margen y la diferenciación. Se inclinó hacia un sistema de pago sin marca, donde PayPal tenía menos influencia, en lugar de un sistema de pago con marca, donde realmente residían el margen, los datos y la relación con el cliente.”*

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Ante estos gráficos también podemos ser positivos, paypal es uno de los negocios de mayor tamaño en la industria, permitiendo devolver los beneficios de las economías de escala a los clientes, algo que refuerza su posición. No obstante este argumento es un poco débil, si el producto fuera bueno y barato, los usuarios deberían estar creciendo a mayores tasas y los clientes aumentando su uso.

Los usuarios activos en el último año aumentaron un 1,1% o 4,7 millones y los usuarios activos mensuales en 3 millones, lo que representa un 1%. El crecimiento se ralentizó.



Si tienen un producto superior y transmiten los beneficios de las economías de escala a sus clientes, los usuarios crecen, no hay otra opción. Ante esto David Marcus comenta como su posición competitiva era fuerte, no obstante para cada nuevo producto se tomaba una iniciativa de “nueva función” y no ramas de negocios independientes y con la relevancia que deberían tener.

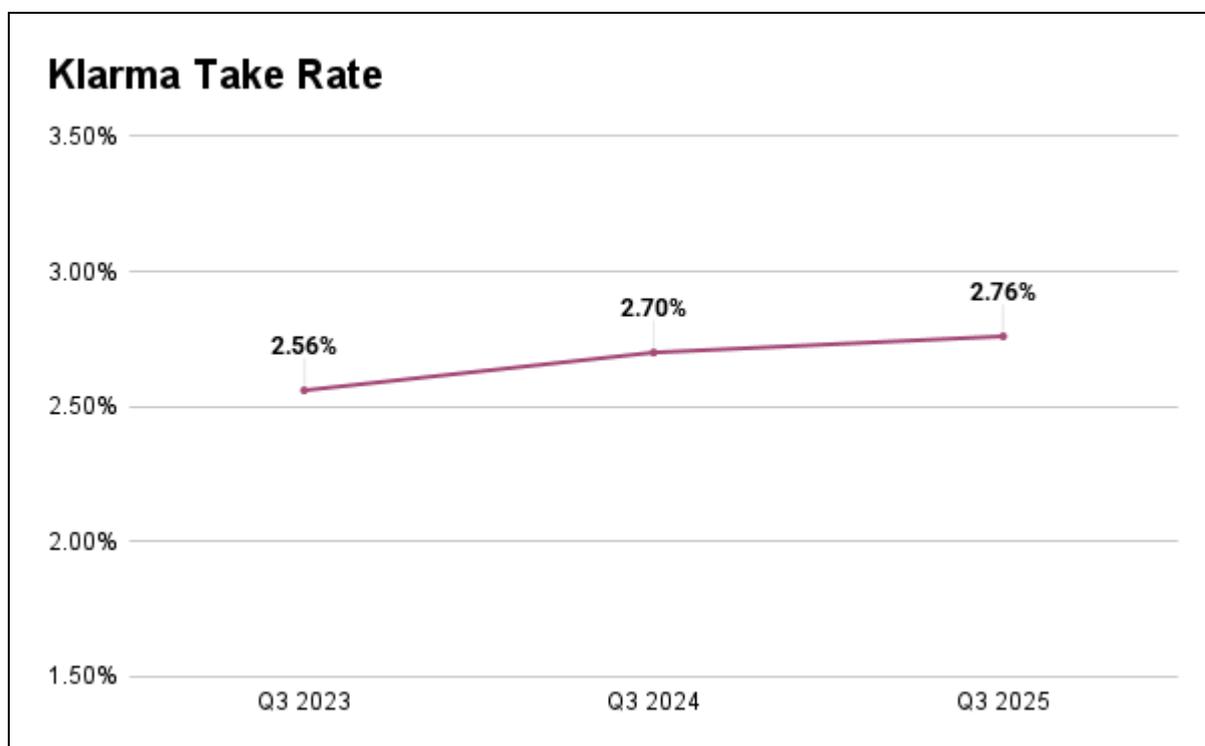
“La oportunidad perdida con BNPL fue aún más impactante. Klarna, Affirm y Afterpay no solo ofrecían pagos a plazos, sino que también crearon marcas de

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

financiación al consumo, identidades crediticias persistentes y nuevos hábitos de compra. PayPal vio el giro de BNPL, entró en el mercado y contaba con todas las ventajas: distribución, confianza y relaciones con los comerciantes. Sin embargo, BNPL se consideró una función de pago defensiva en lugar de una categoría ofensiva. No se intentó convertirla en una relación esencial con el consumidor, no se creó un comportamiento de superaplicación ni se generó una diferenciación significativa para los comerciantes. Otros crearon plataformas y PayPal añadió una función.”

Esta narrativa la vemos reflejada en sus resultados, el pago de marca “branded checkout” creció un 1%, el segmento más rentable es el que menos crece, la justificación *“Desaceleración impulsada por la debilidad del comercio minorista estadounidense, vientos contrarios internacionales y comparaciones difíciles en verticales de alto crecimiento”* Sin embargo, vemos los resultados de su competidor directo Karma y nos dicen otra cosa, usuarios crecen al 32%, comercios afiliados al 38%, los ingresos en Estados Unidos +51% y como si fuera poco, el take rate aumentó de manera constante en los últimos 3 años.



MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

Es evidente, Klarma está ganando fuerza, tiene un producto superior y se lleva más comisión. No debo investigar demasiado para identificar que hay un problema con los productos Paypal.

Guidance y Perspectivas.

La guía que no dio la directiva es pobre, ingresos planos y una caída en los beneficios por acción del 5% aproximadamente. Atribuyen este resultado a mayores inversiones durante el año fiscal 2026 enfocadas en la experiencia y selección de productos nuevos.

Ahora bien, ¿está reinvertiendo los flujos en el negocio? Si analizamos el estado de flujo de efectivo la tasa de reinversión es nula, de hecho sus depreciaciones superan a los gastos de capital, todo el flujo lo destinan a recompras de acciones. Si no hay inversión el crecimiento será limitado. Para no ser restrictivos vamos a recordar a Fisher *“Las empresas varían muchísimo lo que consideran I+D. Una empresa puede incluir un tipo de gasto en ingeniería que la mayoría de expertos no considera una auténtica investigación”* De tal modo vamos a tomar los gastos I+D de Paypal como inversión, en el año fiscal completo 2025 se destinó a esta partida \$3.103 millones.

Por su parte los flujos de caja operativos de la compañía fueron de \$6.416 millones si le sumamos los gastos I+D (no es lo correcto, estamos siendo generosos) su flujo para invertir es de \$9.519 millones y su “tasa de reinversión” es del 32,5%. (porcentaje que representa los \$3.103 millones del total que calculamos)

Para poder calcular una tasa de crecimiento aproximada debemos calcular el ROIC. Para eso vamos a calcular el capital invertido desde el lado de los pasivos, Deuda financiera + Patrimonio Neto.

Obtenemos un capital invertido de \$33.730 millones.

Mientras que los ingresos operativos antes de intereses restados los impuestos (NOPAT) suman **\$5.615**. La fórmula es la siguiente; Ingresos Netos + Intereses + Gastos por intereses de deuda.

MAYULI INVERSIONES

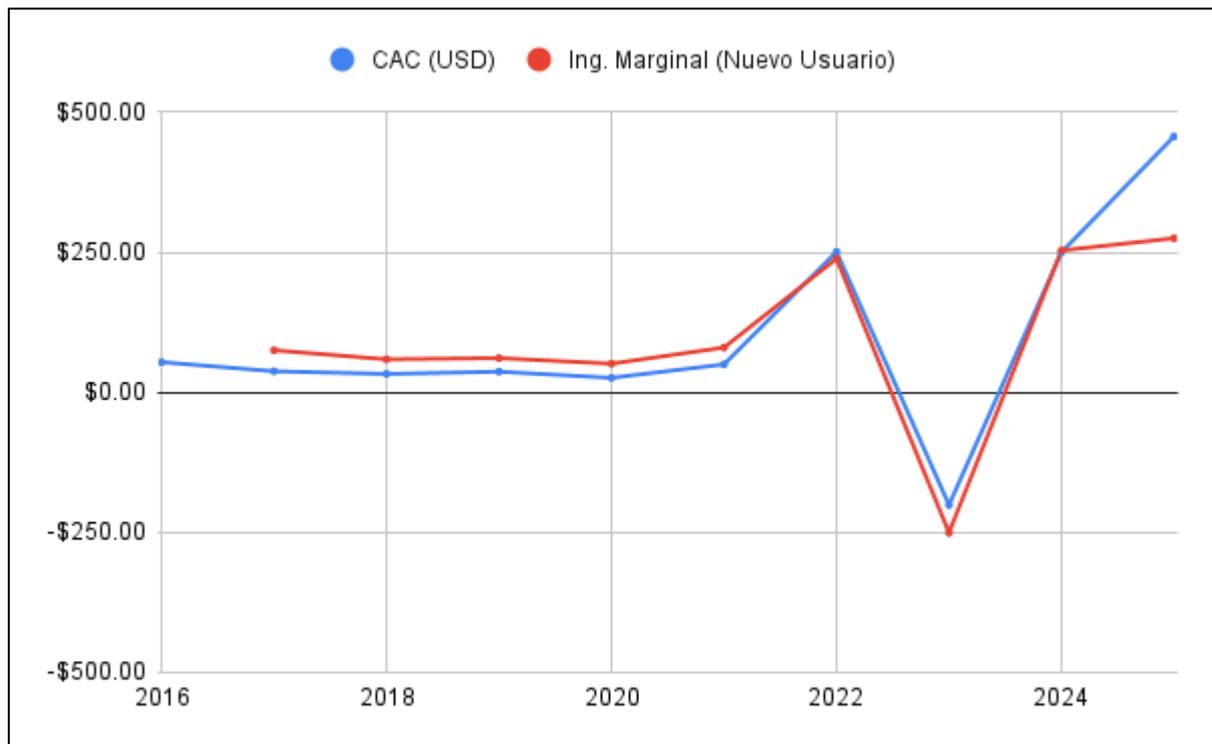
INVERSORES FUNDAMENTALES

Calculamos. $ROIC = NOPAT / CAPITAL\ INVERTIDO = 16,64\%$

Entonces si su tasa de reinversión es 32,5% y su retorno sobre el capital invertido es de 16,64%, la expectativa de crecimiento en ventas ronda el 5,4%. **Siempre y cuando mantenga su posición competitiva.**

¿Porque la Tesis se ha roto para muchos analistas?

Desde el 2021 el costo por adquirir clientes se disparó, pasando de un promedio de \$35 hasta los \$456 en el año completo 2025, eso significa que Paypal gasta \$456 para adquirir un nuevo cliente. La pregunta es ¿cuánto genera cada cliente nuevo? Obtenemos ese dato dividiendo el crecimiento de ingresos por los clientes adquiridos, el resultado de la operación es \$275.



Este gráfico más allá de decirnos, “para que paypal pueda adquirir un nuevo cliente debe pagar más” nos dice que su ventaja competitiva se diluye, si sus productos son superiores ¿por que debe pagar \$456 para adquirir un nuevo usuario?

Agregó más, si le aplicamos el margen neto del año fiscal 2025 a esos \$275 que genera cada cliente nuevo, el ingreso neto por cliente nuevo es de \$43,36 lo que

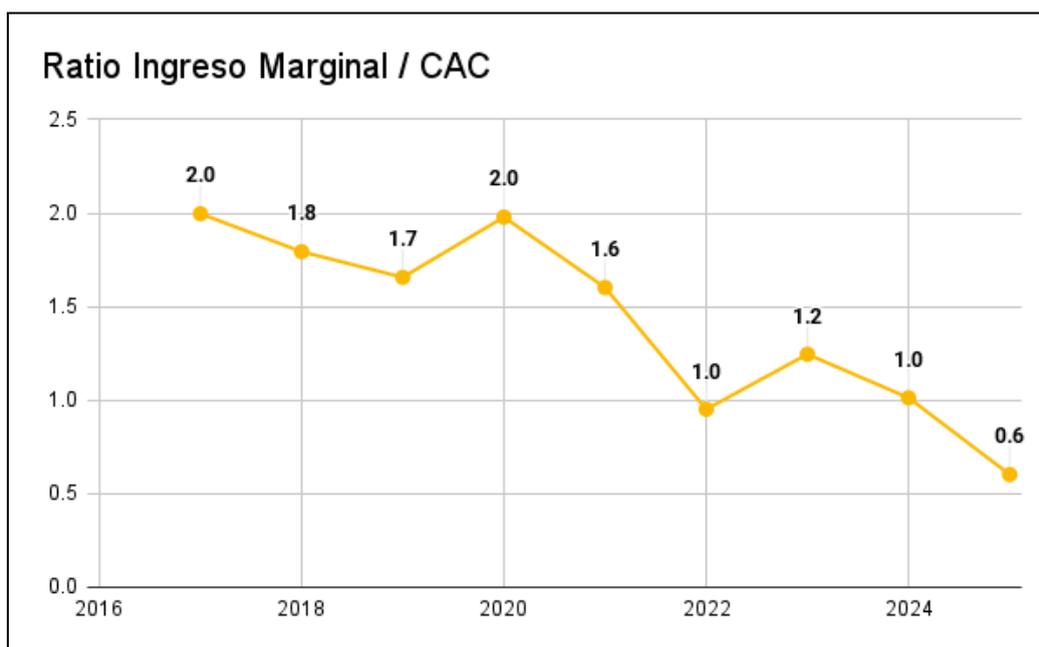
MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES

representa un 9,5% del costo por adquirir cliente y por ende el retorno sobre la inversión.

Pienso de la siguiente manera, para que se mantenga el crecimiento actual, con los márgenes actuales y las rentabilidades actuales; 1) no deben aumentar los costos de adquisición de usuarios; 2) Se deben desarrollar nuevos y mejores productos; 3) Debe innovar; en pocas palabras debe mejorar su negocio. Para un inversor conservador, exponerse a un negocio que antes de siquiera pensar en ganar debe reestructurar y mejorar sus productos, por definición es arriesgado.

Si con la gran ventaja competitiva de la escala y los datos aún se ha quedado atrás, ¿qué prueba tenemos que eso cambiará?



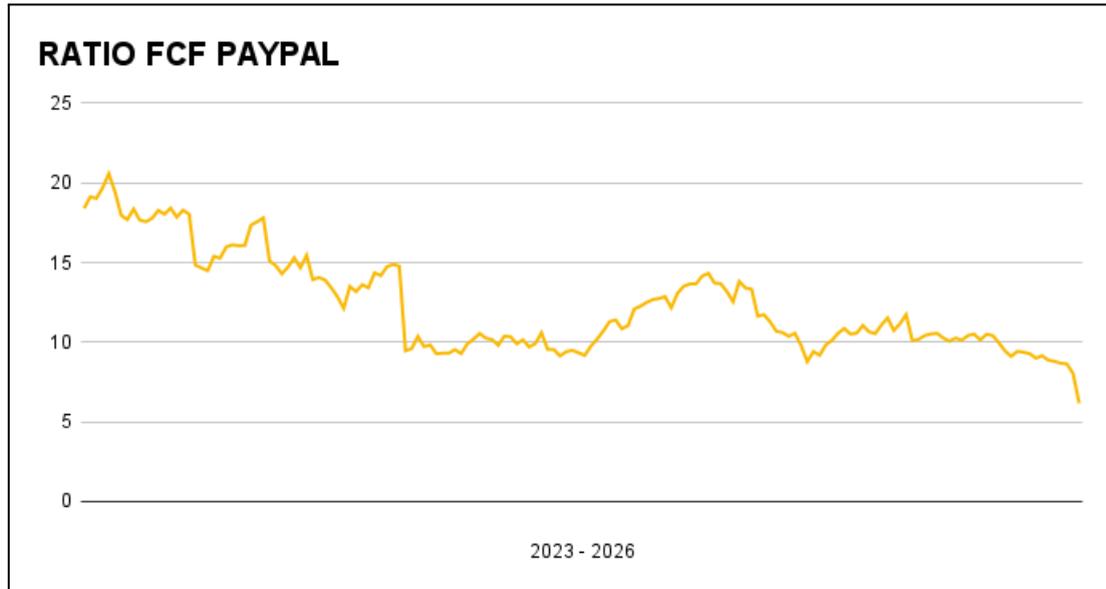
Desde el 2016, cada año siguiente ha sido menos rentable la inversión en adquisición de clientes y si le sumamos que también bajo su take rate, podemos concluir que sus productos son poco competitivos.

Valoración.

El múltiplo de cotización FCF en los últimos años se deprimió de manera exagerada, cayendo hasta las 6,55 veces su flujo de caja libre.

MAYULI INVERSIONES

INVERSORES FUNDAMENTALES



Un inversor que considera el valor terminal de paypal más elevado que el mercado y que su ventaja competitiva se mantendrá, por la simple expansión de múltiplo de cotización el precio de las acciones subirán.

Si hacemos un descuento de flujo de caja, es evidente que la acción está regalada, no obstante, bajo una mirada de inversión con perspectiva empresarial, no tenemos claro la solidez de sus productos, su posición competitiva y la nueva dirección genera incertidumbre. En ese contexto un inversor en calidad o conservador debe rechazar la “oportunidad”.

Claro está, si la incertidumbre se disipa, los resultados de los próximos trimestres muestran mejoras y sus productos logran destacarse, las acciones van a subir, pero nosotros como inversores habremos actuado persiguiendo la ganancia, y no respetando la primera regla que es “jugar a no perder”.