

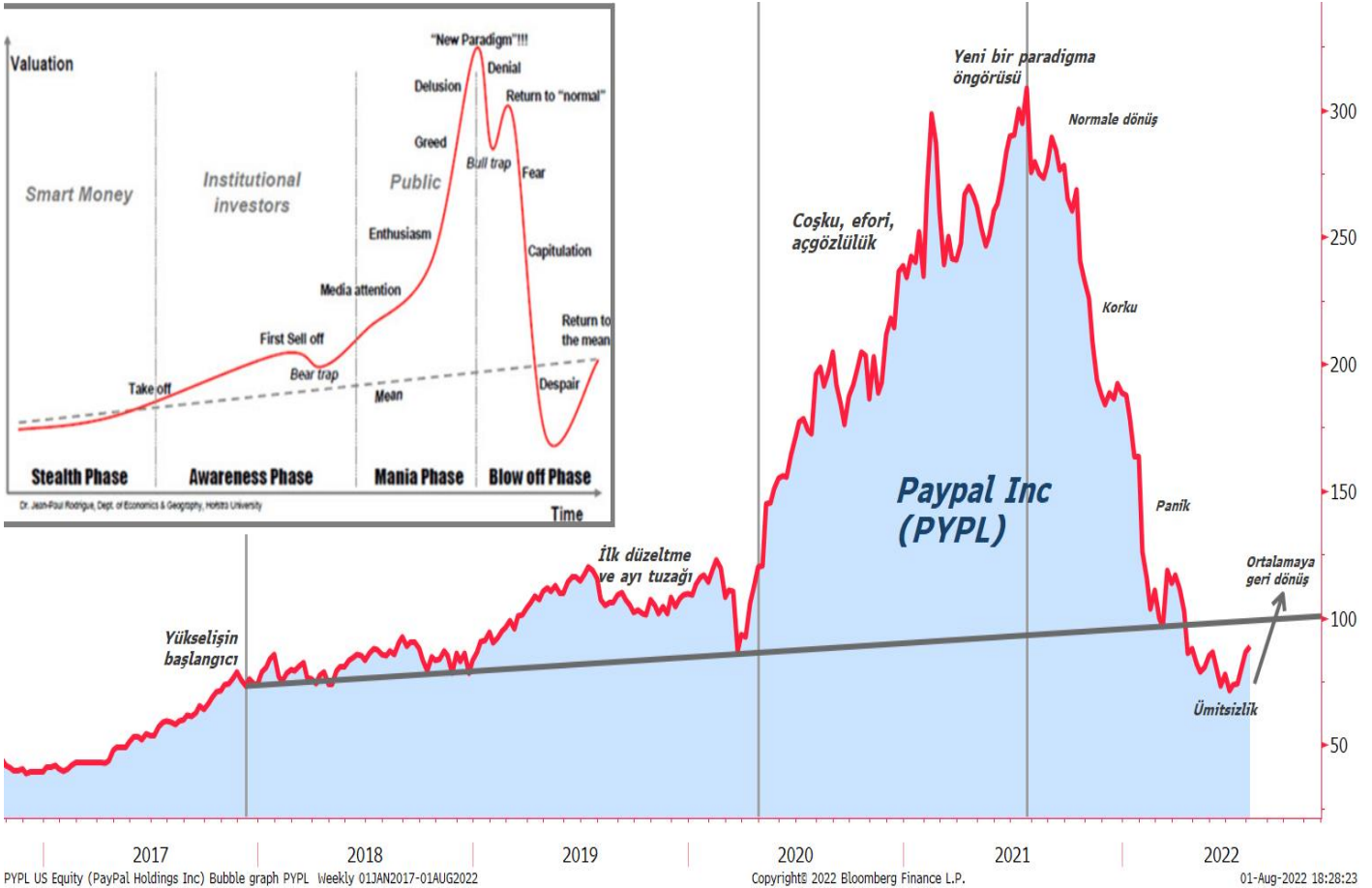
## Zayıf bilanço rakamları Paypal'de orta vadeli alım fırsatı yaratabilir:

### Paypal dijital ödeme sektöründeki dominant oyuncu...

İnternet üzerinden yapılan alışverişler için güvenli bir ödeme platformu olarak çıkan Paypal, sonrasında ödeme sistemleri değer zincirini daha verimli hale getirerek entegre bir oyuncu haline geldi. E-ticaretin her geçen gün büyüyerek perakende harcamalarından giderek daha büyük pay alması ile çok güçlü bir büyüme ivmesi yakalayan şirket, Visa ve Mastercard gibi devleri dijital ödeme sistemleri alanındaki servisleri ile zorladı ve pandemi döneminde online alışverişlerin hız kazanması ile büyüme hızını daha da ivmelendirdi.

### 2021 Paypal için işlerin terse döndüğü sene oldu...

2021 senesi ile beraber Paypal için uzun süre arkadan esen rüzgarlar tersine döndü ve hisse aşağıda sıralayacağımız gerek şirket özelinde, gerekse de sektör genelindeki bazı olumsuz dinamiklerle adeta mükemmel bir fırtınanın ortasında kaldı. **Bu olumsuz etkilerle hisse zirveden yaklaşık %77 düşerken**, son 3 senede **hissedeki hareketler, varlık fiyatlarında balonları gösteren şablona birebir uyuyor** ve burada pesimizmin diplerine ve bir dönüşe yakın olabiliriz.



## Hisseyi son dönemde baskılayan faktörler...

### **Sektör genelindeki sıkıntılar:**

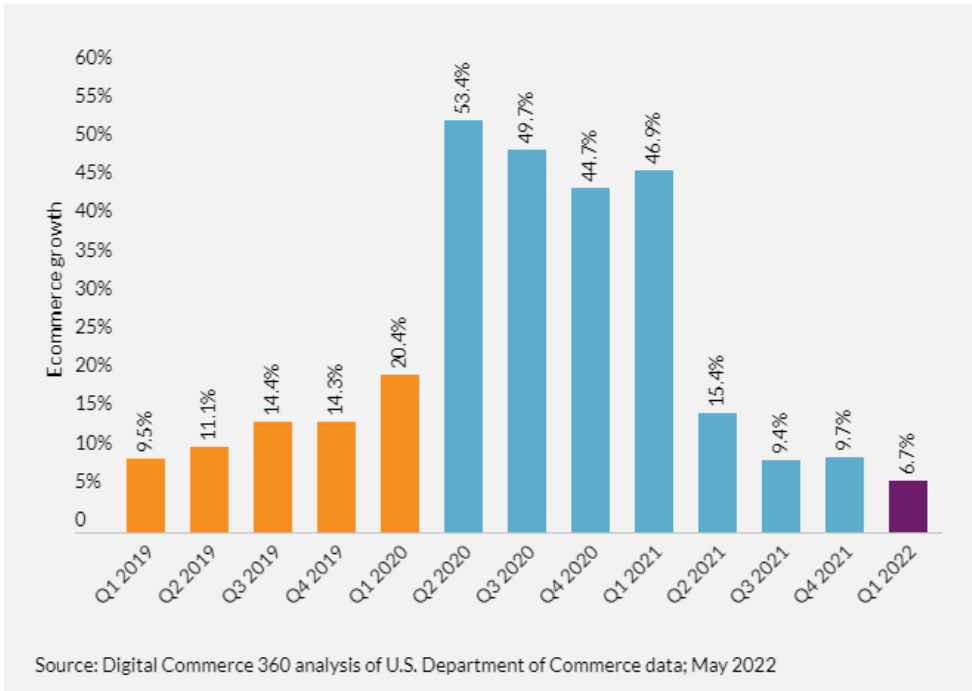
- ✓ Pandeminin etkisinin azalması ile tüketicilerin evde internet üzerinden alışveriş yapmak yerine dışarı çıkarak harcamalarını gerçekleştirmeyi tercih etmeleri ile dijital ödeme aktivitesinin düşmesi,
- ✓ Faizlerdeki artışın pahalı değerlendirme çarpanları ile işlem gören teknoloji şirketlerinin hisse senetlerine olumsuz yansımaları,
- ✓ FED'in finansal koşulları sıkılaştırmasının bir resesyonu tetikleyebileceği ve bunun da tüketim harcamalarını aşağıya çekeceği görüşleri,
- ✓ Dolardaki güçlenmenin ABD dışında gelir elde eden şirketlere olumsuz etkisi.

### **Şirket özelindeki sorunlar:**

- ✓ Paypal'ın yoğun bir şekilde eğildiği kriptopara sektöründeki çalkantılar,
- ✓ Şirketin strateji değişikliği ile müşteri başına elde ettiği geliri maksimize etmek için sadece promosyonlarla işlem yapan karsız müşterileri azaltma yoluna gitmesi,
- ✓ Bir zamanlar parçası olduğu Ebay ile biten ortaklık anlaşmasının gelirlerde yarattığı olumsuz etki.

## Özellikle e-ticaretteki yavaşlama hisseyi baskılayan en önemli faktör...

Yukarıdaki hisse grafiğini, aşağıdaki e-ticaret sektörünün büyüme grafiği ile kıyasladığımızda çok benzer bir resim ortaya çıkıyor. Bu da her ne kadar Paypal'ı etkileyen şirket spesifik farklı negatif faktörler olsa da, temel olarak hissenin zayıf performansında internet satışlarının yavaşlamasının büyük etkisi olduğunu görüyoruz.



Halen e-ticaret, toplam perakende harcamalarının yaklaşık %21'ini oluştururken, son çeyrekte %6,7 ile büyümenin son 13 senenin en düşük seviyelerine indiğini takip ediyoruz. Salesforce'un birinci çeyrek alışveriş endeksinde göre ise ilk çeyrekte %5, fiyatlarda %11'lik bir artış var ve enflasyonun etkisi ile aslında hacimler geriye gitmiş durumda. Dolayısıyla mamül ve navlun fiyatlarındaki sert yükselişlerin tüketicilerde harcama eğilimlerini olumsuz etkilemeye başladığı yavaş yavaş göze çarparken, bu etkinin ne kadar süreceğini göreceğiz. Paypal için özellikle e-ticaret harcamalarının sağlıklı devam etmesi oldukça önemli ve burada tekrar pandemi öncesi büyüme hızlarına dönülmesi hisse için önemli bir dinamik.

### **Ancak bu olumsuz dinamikler hissede büyük oranda fiyatlanmış durumda...**

**e-ticaretteki daralama...** İlk olarak, internet alışverişleri seküler büyüyen bir alan olduğu için, her ne kadar pandemi sonrasında tüketicilerin ev dışında zaman geçirmek istemeleri ile bir süre online aktivite yavaş kalsa da, önümüzdeki kış ile beraber biz tekrar e-ticaret aktivitesinin artacağını ve normal büyüme trendine geri döneceğini düşünüyoruz. Bu da başta Amazon gibi e-ticaret şirketlerinin yanı sıra, dijital ödeme sistemleri şirketlerine de olumlu yansımaktır. Paypal 35 milyonu ticari olmak üzere 429 milyon aktif hesaba sahip, global bazda geniş ayak izi olan dev bir platform ve internet harcamalarının artışından ciddi fayda göreceklerdir.

**Güçlü dolar etkisi...** Paypal aktif kullanıcılarının %45'inin ABD dışında olması, dolar kurundaki oynaklığın gelirlere önemli yansımaya neden olurken, dolardaki esas sert yükselişin geride kalmış olması, kur etkilerinin önümüzdeki çeyreklerde daha sınırlı yansımaya yol açacaktır.

**Operasyonel strateji değişikliği...** Şirketteki aktif hesapların %30'u toplam aktivitenin %80'ini gerçekleştirirken, Paypal'ın son dönemde bu müşterilere daha çok eğilerek, daha fazla müşteri başına gelir elde etme planları bize göre oldukça mantıklı. Bu çerçevede promosyon odaklı müşteri kazanımını azaltmak kısa vadede bir miktar büyümeyi yavaşlatsa da, karlılık anlamında makul bir strateji.

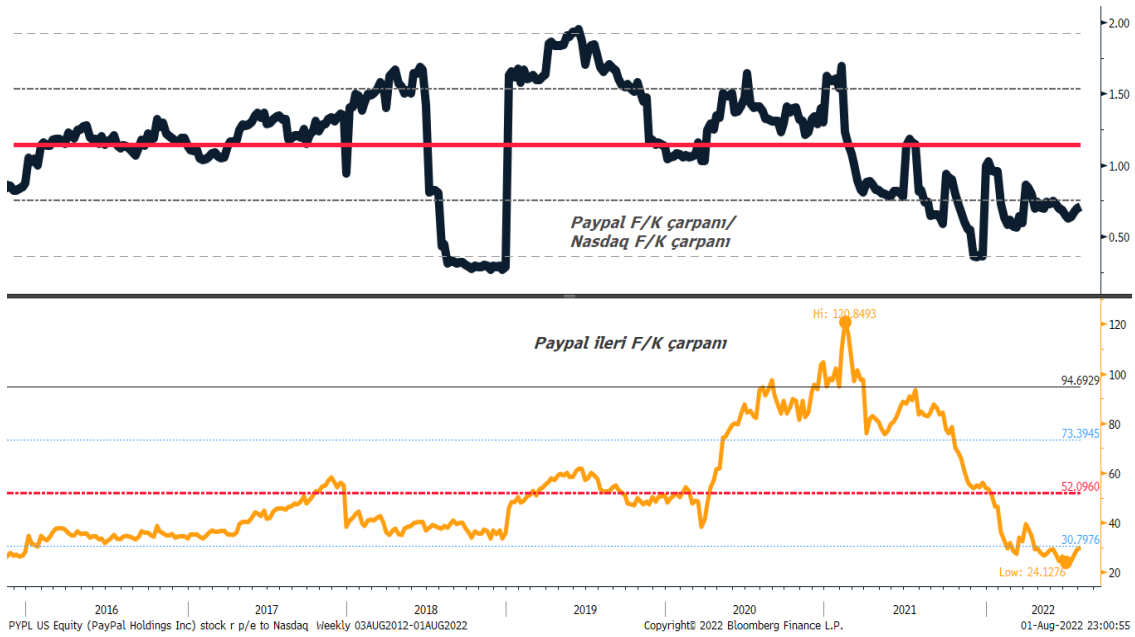
**EBay etkisi...** Paypal'deki son dönemdeki baskının önemli bir sebebi de, şirketin eski sahibi olan eBay'in kendi ödeme sistemlerini kullanmak üzere Paypal ile işbirliğini bitirmek üzere harekete geçmesi idi. Hatta Paypal \$300 üzerinde seyrederken Temmuz 2021'de açıkladığı bilançosunda eBay'in platformdan beklenenden de hızlı uzaklaşmasının gelirleri olumsuz etkilemesi ilk satış dalgasını tetikleyen etmendi. Bu hamle kısa vadede büyümeye zarar verse de, bunun etkisinin büyük ölçüde fiyatlandığını ve önümüzdeki çeyreklerde bu etkinin giderek azalacağını göreceğiz. Nitekim Paypal yönetimi de bunun kaçınılmaz bir hamle olduğuna de eninde sonunda gerçekleşmesini beklediklerine değinmişlerdi, dolayısıyla bu noktada eBay'i geride bırakarak ex-eBay rakamları ile Paypal'i değerlendirmekte fayda var. Paypal de tahminlerini bu çerçevede veriyor ve 2022 senesi için %11-13 bandındaki büyüme tahmini eBay hariç tutulduğunda %15-17 bandında gerçekleşmiş olacak.

**Resesyon beklentisi...** Resesyon ihtimalinin son dönemde güçlenmesi ile tüketim harcamalarının zayıflayacağı ve bunun ödemelere direk olarak yansıtacağı görüşleri de ödeme sistemleri şirketlerinde baskı oluşturdu. Paypal son yaptığı revizyonla beklentileri zaten aşağıya çekmiş durumda. Yukarıdaki sıkıntıların etkisi ile şirket ikinci kere 2022 sonu toplam ödeme hacmi ve gelir büyümesi beklentilerini aşağı çekti ve resetledi. Gelirlerin %11-%13 bandında, toplam ödeme hacminin %13-%15 büyümesi beklenirken, ilk büyüme beklentisi %18'lerde idi. Bugün gelecek bilanço rakamlarından da beklentiler oldukça düşük ve kötü gelecek rakamlar kısa vadede bir dip

görüntüsünü güçlendirebilir.

### **Finansal koşullardaki sıkılaştırma değerlendirme çarpanlarını cazip seviyelere çekti...**

FED'in 2022 senesinde kontrolden çıkan enflasyonla savaşmak için sözlü yönlendirme, faiz artışları ve bilanço küçültme politika setini bir arada kullanarak yarattığı finansal koşullardaki sıkılaştırma ve tahvil faizlerindeki sert yükseliş, hisse senetlerinin çarpanlarında da sert daralmalara neden oldu. S&P500 endeksinin ileri Fiyat/Kazanç çarpanı zirveden yaklaşık %40 civarında gerileyerek tarihsel ortamlarına doğru yakınsarken, özellikle büyüme odaklı teknoloji şirketlerinin kar çarpanlarında çok daha sert gerilemeler gördük. Aşağıda gördüğümüz gibi **Paypal'in de Fiyat/Kazanç çarpanı 120 seviyesinden 20 seviyesine kadar geri çekilmiş** ve şirket halka açıldığından bu yana değerlendirme anlamında gördüğü en ucuz seviyelere geri çekilmişti.



Ancak önümüzdeki dönemde FED'in sıkılaştırma adımlarına ara vermesi (ve daha sonra muhtemel olarak da son vermesi) ile beraber bazı büyüme odaklı hisselerin aşırı seviyelere gerileyen değerlendirme çarpanlarının da tekrar normalleşmeye başladığını görebiliriz. Önümüzdeki dört çeyrekte şirketin kar çarpanının tekrar 27 seviyelerine yakınsaması ve hisse başına \$4,7 kar beklentisi ile hissenin \$127 seviyelerine doğru yükseldiğini görebiliriz.

### **Venmo ve Braintree başta olmak üzere; BNPL, kriptoparalar gibi cazip büyüme alanları var...**

Tüketicilerin dışarıda restoran harcamalarını yaparken hesapları daha kolay bölüşebilmeleri için kurulan ve 2012 senesinde Paypal bünyesine girmesi ile hızla büyüyerek dominant P2P kişiler arası ödeme sistemi platformu haline geldi. 83 milyon üzerinde kullanıcısı olan Venmo, 2021 senesinde \$230 milyar üzerinde ödeme hacmi yarattı ve %44 büyüdü. ABD'de iki milyon üzerinde iş yeri Venmo'yu kabul ederken, önümüzdeki dönemde özellikle Amazon'da yaratılacak büyüme platform için önemli olacak. Pandemi dönemindeki hızlı büyüme sonrasında bir miktar son dönemde yavaşlama yaşansa da, Venmo önümüzdeki dönemde de Paypal'in en önemli büyüme dinamosu.



Paypal son dönemde popüler hale gelen “BNPL-Şimdi al sonra öde” sistemini de platformuna dahil eden Paypal, 22 milyon kullanıcısının bu servisi kullandığını belirtmişti. Her ne kadar bu tarz taksitlendirme programları fintech şirketleri arasında hızla büyüse de, ekonomide durgunluk ihtimalinin artması ile bu tarz programlara yatırımcıların ilgisi azalmış ve kredi kalitesinin bozulduğu dönemlerde yaşanabilecek kayıplardan dolayı BNPL hisseleri sert satış baskısı altında kalmıştı.

Kriptopara ekosisteminin hızla büyümesi ile beraber, bu varlıkların alım satımı ve kullanımına aracılık etmeye başlayan Paypal, son dönemde faizlerdeki artış ve likiditedeki geri çekilmenin kriptoparalarda sert düşüslere neden olmasından olumsuz etkilendi. Her ne kadar uzun vadede bu alanın enteresan bir büyüme alanı haline gelme olasılığı bulursa da, kısa vadede Paypal’ın kriptopara operasyonları hisse üzerinde baskı yaratabilecek bir iş kolu.

Braintree platformu, Paypal’ın Venmo ile beraber 2013 senesinde satın aldığı ve e-ticaret konusunda iş yerlerine internet sitelerinden veya mobil uygulamalardan ödeme tahsil etme konusunda yardımcı olan ve Paypal’ın benzer servisine göre daha katma değerli servisler sunan bir platform. Son dönemde seyahat aktivitesi ve tatil harcamalarının artmasından Braintree olumlu faydalanırken, uzun vadede Paypal’ın büyüme hikayesine ciddi katkı yapmaya devam edebilir.

### **Aktivist yatırımcı Elliott...**

Aktivist yatırımcılar arasında agresif adımları ile oldukça iyi bilinen Elliott Management’ın son dönemde şirkette pay aldığı haberleri ön plana gelirken, Elliott’ın aktivist kampanyalarında şirketleri önemli yapısal değişikliklere gitmeye zorladığını çok defa gördük. Hedef aldığı şirketlerde yönetim kurullarına girerek, tepe yöneticileri değiştiren, şirketleri operasyonlarını yeniden yapılandırmaya ve zaman zaman varlık satışlarına iten Elliott daha önce Paypal’ın ilk sahibi eBay’de de pozisyon almış ve

- Business Credit Card
- 3/2 Cobrand Credit Card
- Savings
- Paidsy
- Shopping Hub
- Happy Returns
- Global Pay Later
- Crypto
- Venmo Business Profiles
- Venmo Credit Card
- Venmo DD & Check Capture
- Digital Wallet
- QR Code
- Honey
- Bill Pay
- Consumer Debit Card
- Check Capture
- Zettle
- Venmo Checkout
- Venmo Debit Card
- Hyperwallet
- Business Loans & Loan Builder
- Xoom
- Presentment Currencies
- Multicurrency Withdrawals
- Working Capital
- Venmo P2P
- Braintree
- Prepaid Card
- Cash-In
- Direct Deposit
- Donate / Fundraise
- Subscriptions and Recurring Pmts
- PayPal Credit
- Card Processing Risk Mgmt
- PayPal Payouts
- PayPal Mobile
- Shipping
- Consumer Credit Card
- Merchant Debit Card
- Disputes and Resolutions
- Invoicing
- Checkout
- PayPal Balance
- Add from Bank
- Withdraw to Bank
- PayPal P2P

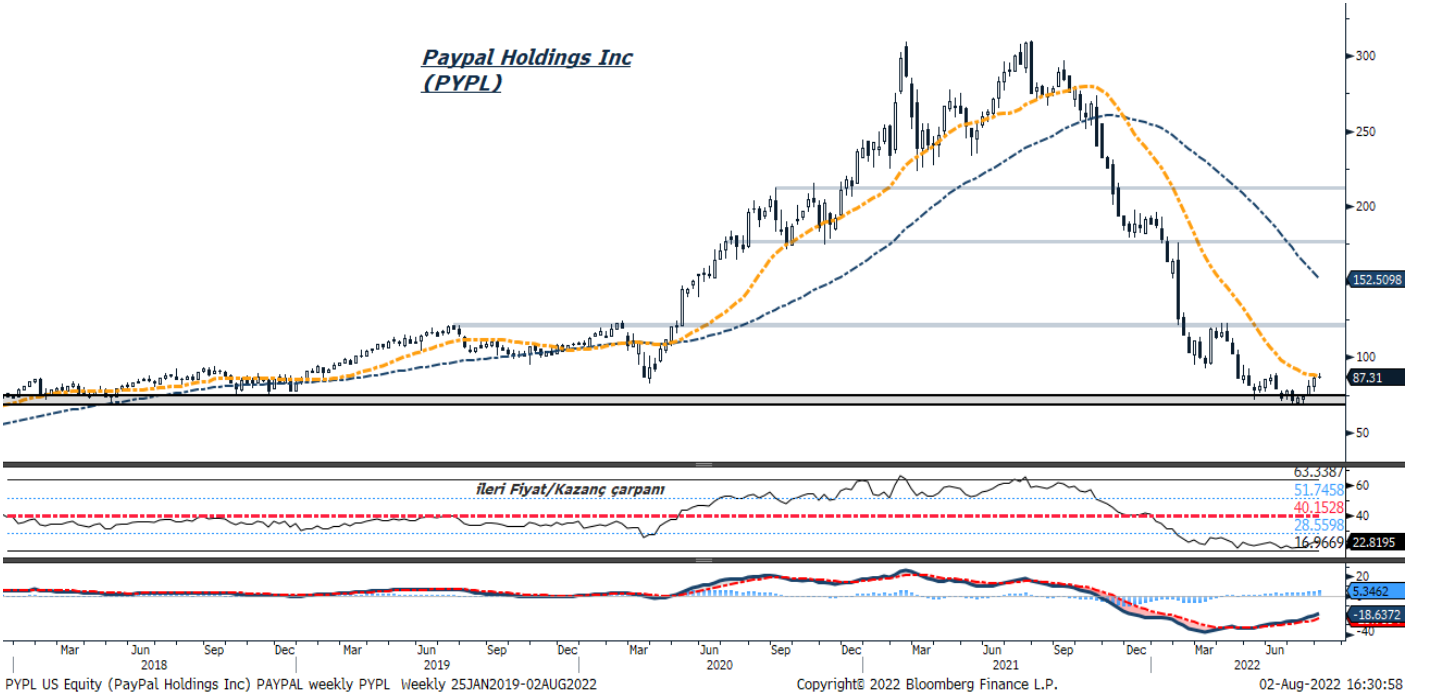
şirketi bazı bölümlerini satışa gitmesi yönünde ikna etmişti.

Elliott'un Paypal'daki etkisi ne olur kestirmek şu an için güç, ancak sadece son dönemde hız kazanan maliyet kesintileri konusunda ekstra bir itici güç sağlamakla kalmayacağını ve daha kapsamlı bir aksiyona geçebileceğini düşünüyoruz. Paypal internet ödemelerinde bir check-out opsiyonundan, fintech tarafında tüketicilerin alışveriş harcamalarını, yatırımlarını, para transferlerini, borçlanmalarını, ödemelerini kısaca dijital dünyada bütün finansal ihtiyaçlarını tek bir uygulamayla halledecekleri entegre platform olma yolunda. Burada atılacak doğru bazı stratejik adımlar, şirketin dijital ödemeler alanında dominat güç olmaya devam etmesine yardımcı olacaktır.

### **Paypal'den beklentimiz...**

Biz Paypal'de en büyük sıkıntıların büyük ölçüde fiyatlanmış olduğunu ve yukarıda saydığımız sıkıntıların hafiflemesi ve büyümedeki yavaşlamanın terse döndüğü sinyallerinin gelmesi ile beraber hisselerin de toparlanma eğilimine gireceğini düşünüyoruz. Burada e-ticaret sektöründe yaşanacak bir toparlanma, resesyon kaygılarının fazlasıyla fiyatlanmış olması, büyüme profiline göre makul çarpanlar, Elliott'un şirket üzerinde olası olumlu tesiri, parasal sıkılaştırma hızındaki yavaşlama ile teknoloji hisselerine doğru yaşanabilecek rotasyon ve seküler büyüyen kar edebilen şirketlere doğru artacak ilgi, bize Paypal'de yukarı yönlü bir potansiyelin ortaya çıktığını düşündürüyor. Şirketin senelik yarattığı \$5 milyar üzerindeki güçlü serbest nakit akımı ile desteklediği hisse geri alımları(geçtiğimiz çeyrekte \$1,5 milyarlık alım gerçekleşti) da hisseye destek olacak bir diğer dinamik.

Elliott aktif bir şekilde şirketle görüşmelere başladı ise (ki bugün buna yönelik işaretleri bekliyoruz) Paypal'ın stratejisindeki bazı dağınıklıkları hızla toparlayabilir. Şirketin ana iş kolu olan checkout tarafına ve Braintree, Venmo gibi hızlı büyüyen uygulamaları beslemeye odaklanması, kriptopara gibi kısa vadede daha sınırlı getiri potansiyeli olabilecek alanlardaki yatırımları sınırlaması ve maliyet kesintilerini hızlandırması, Paypal'de geri dönüşü çok daha hızlı bir hale getirebilir.



Bugün gelecek olan bilançodan bekletimiz pek parlak değil ve olası zayıf rakamlar sonrasında hissede alım fırsatları yaratabilir. Şirketin ikinci çeyrek için kendi projeksiyonu %9 büyüme, \$6,8 milyar gelir ve hisse başına \$0,86 kar açıklama yönündeydi. Analist beklentileri de buna büyük ölçüde paralel. Daha önce iki kere aşağı revize edilen sene sonu büyüme beklentilerinin bir kere daha revize edilebileceği endişeleri yatırımcıları pesimist bir algıya iterken, biz bu kadar negatif faktör içerisinde şirketin dijital ödeme sistemleri konusunda dominant konumunun ve geniş ayak izinin fazlaca unutulduğunu, buna karşılık çok sayıda olumsuz faktörün fiyatlandığını ve \$87 civarında seyreden hissenin uzun vadeli yatırımcılar için cazip bir değer haline geldiğini düşünüyoruz.

#### UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımını içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.