



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Magister en Finanzas**

## **VALUACIÓN DE MERCADO LIBRE**

**Autor: Juan Iglesias Molli**

**DNI: 37.75.4937**

**Director de Trabajo Final de Graduación: Fabian Bello**

**Buenos Aires, octubre 2022**

## Índice

### Tabla de contenido

Índice	2
1. Glosario	5
2. Resumen Ejecutivo	8
3. Descripción del negocio	11
3.1 Historia del negocio	11
3.2 Unidades de negocio y productos	13
3.2.1 Mercado Libre Marketplace	13
3.2.2 Mercado Pago	16
3.2.3 Mercado envíos	18
3.2.4. Mercado shops	19
3.2.5 Mercado crédito	21
3.2.6 Mercado libre publicidad	22
3.3 Ventas históricas	23
3.3.1 Ventas de Commerce	26
3.3.2 Ventas de Fintech	28
4. Composición accionaria	31
5. Rendimiento histórico Mercado Libre vs Nasdaq y comparables	35
6. Análisis de la Industria	40
6.1 Comercio electrónico	40
6.1.1 Características principales del Comercio electrónico	40
6.1.2 Panorama Global	42
6.1.3 Principales Compañías	42
6.1.4 Comercio electrónico en América Latina	43
6.2 Fintech	44

6.2.1 Características principales de las Fintech	45
6.2.2 Panorama Global	47
6.2.3 Principales compañías	47
6.2.4 Fintech en América Latina	48
7. Posicionamiento Competitivo	51
8. Análisis Financiero	57
8.1 Métricas de rentabilidad	57
8.1.1 ROE	58
8.1.2 ROA	61
8.1.3 Margen Neto	62
8.1.4 Margen Bruto	64
8.1.5 EBITDA	66
8.1.6 Margen EBIT	68
8.2 Ratios de liquidez	68
8.2.1 Ratio de liquidez o razón circulante	69
8.2.2 Ratio de liquidez ácido o Quick Ratio	70
8.3 Ratios de endeudamiento	71
8.3.1 Deuda financiera sobre EBITDA	72
8.3.2 EBIT sobre intereses	73
8.3.3 Deuda financiera sobre patrimonio neto	74
8.4 Métricas operativas	75
8.5 Métricas propias de la industria	81
8.6 Conclusión análisis financiero	84
9. Valuación	86
9.1 Tasa de descuento	86
9.2 Valuación por flujos de caja descontados	91
9.2.1 Universo Fintech	93
9.2.2. Universo Commerce	96

9.3 Valuación por múltiplos	102
10. Conclusión	107
11. Bibliografía	110
12. Anexos	113



Universidad de  
**San Andrés**

## 1. Glosario

- API: acrónimo del inglés “Application Programming Interfaces” (Interfaz de programación de aplicaciones). Es un conjunto de subrutinas, funciones y procedimientos que ofrece cierta biblioteca para ser utilizada por otro software como una capa de abstracción.
- B2B: acrónimo del inglés “business to business” (negocio a negocio). Hace referencia a las transacciones entre empresas
- B2C: acrónimo del inglés “business to consumer” (negocio a cliente). Hace referencia a las transacciones entre empresas y clientes
- C2B: acrónimo del inglés “customer to business” (cliente a negocio). Hace referencia a las transacciones entre clientes y empresas
- C2C: acrónimo del inglés “customer to customer” (cliente a cliente). Hace referencia a las transacciones entre clientes
- CAGR: acrónimo del inglés “compound annual growth rate.” Es la tasa de crecimiento anual compuesto. Muestra la ganancia anualizada de una inversión sobre un período dado moderando el efecto de la volatilidad de los retornos periódicos
- CAPM: acrónimo del inglés “capital asset pricing model”. Es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo
- Commerce: del inglés “comercio”. Hace referencia a todo el sector de la compañía que no está referido al sector Fintech. Engloba todas las unidades de negocio relacionadas al comercio en línea
- DCF: acrónimo del inglés “discounted cash flow.” Es el flujo de fondos descontados. Es la metodología de valuación principal sobre la que se basa este trabajo
- EBIT: acrónimo del inglés “earnings before interest and taxes.” Es un indicador que mide el beneficio operativo de una empresa antes de intereses e impuestos

- EBITDA: acrónimo del inglés “earnings before interests, taxes, depreciation, and amortization.” Es un indicador financiero del beneficio bruto de explotación calculado antes de la deducibilidad de los gastos financieros (intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones)
- Ecommerce: del inglés comercio electrónico. Es la práctica de comprar y vender productos a través de internet
- EV: acrónimo del inglés “enterprise value”. Es el valor de la firma
- Fintech: contracción de las palabras inglesas finance y technology las cuales engloban a los servicios de las empresas del sector financiero que utilizan las nuevas tecnologías para crear productos financieros innovadores. Es una de las dos grandes secciones en las que se divide la compañía. Agrupa todas las unidades de negocio dentro de esta categoría
- GMV: acrónimo del inglés “gross merchandise volume”. Es el volumen bruto de ventas transaccionadas
- IPO: acrónimo del inglés “initial public offer” (oferta pública inicial). Es el proceso donde una empresa comienza a cotizar en bolsa
- Marketplace: del inglés “mercado en línea”. Es una plataforma donde diferentes tiendas pueden anunciar sus productos ofreciéndole de esa forma un abanico de opciones al cliente
- MELI: acrónimo de la compañía Mercado Libre en la bolsa de valores donde cotiza
- MM: acrónimo de Millones
- MPOS: acrónimo del inglés “mobile point of service”. Son dispositivos para procesar pagos similares a los posnet
- Point: es un lector de tarjetas que facilita los cobros
- ROA: acrónimo del inglés “return on assets.” Es un indicador que indica la rentabilidad sobre los activos. Calcula la rentabilidad total de los activos de la empresa
- ROE: acrónimo del inglés “return on equity”. Es un indicador que mide la rentabilidad de la compañía sobre sus fondos propios, es decir, mide la relación entre el beneficio neto de la empresa y su cifra de fondos propios

- SEO: acrónimo del inglés “Search Engine Optimization” (Optimización para motores de búsqueda). Se trata del conjunto de estrategias y técnicas de optimización que se hacen en una página web para que aparezca orgánicamente en buscadores de internet
- SI: acrónimo del inglés “successful item”. Son las unidades exitosamente vendidas
- Take rate: es el porcentaje del volumen bruto de ventas transaccionadas que la compañía transforma en ingresos propios
- TPV: acrónimo del inglés “total payment volume”. Es el monto total de pagos transaccionados a través de Mercado Pago
- USD: acrónimo del inglés “United States Dollars”. Es la moneda oficial de los Estados Unidos de América



## 2. Resumen Ejecutivo

El objetivo del siguiente trabajo de investigación es realizar un estudio de la empresa Mercado Libre, haciendo énfasis en el análisis económico-financiero, para poder valorar la acción de la compañía mediante dos metodologías diferentes.

Todos los datos del ensayo son considerados con fecha de corte 31 de diciembre de 2021. El objetivo final de este trabajo final de graduación es comparar el resultado de las metodologías de valuación con el precio de la acción para ese momento.

Mercado Libre es una compañía con más de 20 años de trayectoria, creada por Marcos Galperín y otros cuatro fundadores en un garaje en el barrio porteño de Saavedra. Comenzó como una compañía que ofrecía una plataforma en internet para realizar compras a través de subastas, y hoy ya cuenta con seis unidades de negocio, abarcando todo un ecosistema donde es líder en la región.

Al cierre del año 2021, la organización contaba con 30.000 empleados propios en toda la región, de los cuales el 85% de ellos se encuentra situado en Brasil, Argentina y Méjico. Actualmente se encuentra operando activamente en 18 países, con el objetivo de expandirse aún más a través de todo Latinoamérica e incrementar su nómina propia.

El volumen transaccionado por el sector relacionado al comercio electrónico (de ahora en adelante, Commerce) fue de USD 28.400 millones, mientras que el volumen transaccionado en el universo relacionado a los pagos digitales (de ahora en adelante, Fintech) fue de USD 77.400 MM. Las ventas fueron de USD 7.100 millones de las cuales el 65% son provenientes del universo Commerce.

Por último, el precio de la acción al 31/12/2021 era de USD 1.348, cifra que servirá de comparación con los resultados de las metodologías de valuación.

Dentro del análisis de la empresa, se repasará la historia del negocio, sus orígenes, cuales fueron los motivos de semejante expansión y del éxito que tiene, que servicios y productos ofrece y cuáles son sus unidades de negocio principales.

Además, se hará hincapié la industria en la que se desenvuelve, la competitividad que existe en la misma, cuáles son los principales competidores, las principales similitudes y diferencias entre sí, y como es el entorno y contexto en el que se desenvuelve cada uno.

Para concluir, se desarrollará todo el análisis económico-financiero de la compañía, junto con dos métodos de valuación: la valuación por flujo de fondo descontados, donde se proyectó el crecimiento de las ventas y los nuevos usuarios, separando entre el negocio de Commerce y el negocio de Fintech, el take rate y los costos de venta en tres escenarios distintos: uno optimista, uno base y otro pesimista. El resultado expuso que para el escenario base y para el escenario pesimista, la acción se encontraba sobrevaluada en un **8%** y en un **42%** respectivamente, mientras que en el escenario optimista la acción se encontraba subvaluada en un **14%**:

**Tabla 1: Resultados valuación por flujos de caja descontados**

Valuación DCF	Escenario Optimista	Escenario Base	Escenario Pesimista
Valor de capital (MM)	77.169	62.671	39.608
Cantidad de acciones (MM)	50,39	50,39	50,39
<b>Valor de la acción (USD)</b>	<b>1.532</b>	<b>1.244</b>	<b>786</b>
Valor de la acción MELI al 31/12	1.348	1.348	1.348
<b>Var. % vs. precio real</b>	<b>14%</b>	<b>-8%</b>	<b>-42%</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Por otro lado, se utilizó el método de valuación por múltiplos, en donde a partir de algunos de los ratios vistos en el taller del trabajo final de graduación, se compararon siete empresas que se consideran similares a Mercado Libre, y se seleccionó el ratio “Valor de empresa/Ventas” (mejor conocido como EV/S o Enterprise value/Sales) ya que es una métrica cuantificable de cómo valorar una empresa en función de sus ventas teniendo en cuenta tanto el capital como la deuda de la compañía y es

considerada más confiable que “Precio de acción/Ventas” (P/S) ya que no está impactada por la estructura de capital de cada firma.

La compañía que posee métricas más similares a Mercado Libre es la norteamericana Etsy, pero al poseer un margen operativo más alto, se seleccionó un rango con tres valores de múltiplo: límite inferior, base y límite superior. Los resultados obtenidos por valuación por múltiplos fueron que la acción se encontraba sobre valuada para el límite inferior y el base (-26% y -5% respectivamente) y se encontraba un **16%** subvaluada para el límite superior:

*Tabla 2: Resultados valuación por múltiplos*

Valuación por múltiplos	Límite inferior	Central	Límite superior
Ratio EV/S	7,00	9,00	11,00
Cantidad de acciones (MM)	50,39	50,39	50,39
<b>Valor de la acción (USD)</b>	<b>1.001</b>	<b>1.281</b>	<b>1.562</b>
Valor de la acción MELI al 31/12	1.348	1.348	1.348
<b>Diferencia (%)</b>	<b>-26%</b>	<b>-5%</b>	<b>16%</b>

Fuente: Elaboración propia

Universidad de  
San Andrés

## 3. Descripción del negocio

### 3.1 Historia del negocio

Mercado Libre es una empresa argentina dedicada principalmente al comercio electrónico, y opera en 18 países de América: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela; donde millones de usuarios pueden comprar y vender productos y servicios por internet. Sólo cobra comisión por las ventas en 10 de esos 18 países.

Fue fundada en 1999, por Marcos Galperin y sus socios, quienes rápidamente consiguieron financiación de las siguientes grandes compañías: JP Morgan Partners, Flatiron Fund, Hicks, Muse, Tate & Furst, Goldman Sachs, Fondo CRI Banco Santander Central Hispano y GE Equity.

En el año 2001, ebay quien era un potencial competidor en ese momento, se convirtió en uno de los principales accionistas de la organización, convirtiéndose de este modo en socios exclusivos dentro de América latina. Tras el acuerdo, Mercado Libre tomó las operaciones de iBazar en Brasil, una empresa que ofrecía un servicio gratuito de anuncios clasificados.

En el año 2005, Mercado Libre adquirió operaciones de DeRemate.com, principal competidor de la región, en Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú, Puerto Rico, Uruguay y Venezuela.

En el año 2007, Mercado Libre realizó su oferta pública inicial de acciones en el NASDAQ, la segunda bolsa de valores más grande de Estados Unidos.

En 2008, Mercado Libre adquirió el 100% de CMG Classified Media Group y sus subsidiarias, quienes operaban como una plataforma de avisos clasificados en línea dedicada principalmente a la venta de automóviles y de inmuebles en América latina y parte de estados unidos. A su vez, ese mismo año adquirió operaciones de DeRemate.com.

En el año 2011, Mercado Libre alcanza los 52 millones de usuarios registrados, y presenta un balance con ventas anuales del año anterior por un total de 216 millones de dólares. Este mismo año, realizó una transición tecnológica que permitió ampliar las soluciones y servicios de la plataforma, consolidándola dentro del mercado y ampliando su participación de mercado dentro del mismo.

Dos años después, Mercado Libre creó un fondo llamado Mercado Libre Commerce Fund, que se dedicaba a invertir en empresas de tecnología que creaban softwares utilizando las nuevas tecnologías que Mercado Libre había desarrollado recientemente. Para agosto de 2016, el fondo ya llevaba invertidos 1,5 millones de dólares en 15 empresas de la región.

En 2014, Mercado Libre adquirió Portal Inmobiliario, un sitio web chileno de anuncios clasificados. Al año siguiente hizo lo propio con Metroscúbicos.com, el portal inmobiliario del Grupo Expansión en Méjico.

En el año 2016, reubicó su sede en Brasil, país con mayor participación dentro de la región, hacia la ciudad de San Pablo. Al mismo tiempo, expandió su nuevo centro de software en Argentina a la ciudad de Córdoba y abrió su primera oficina en Colombia en la ciudad de Bogotá.

En el año 2019, en busca de expandir su negocio, Mercado Libre abre sus propios centros logísticos de distribución, operados propiamente por la compañía, buscando ganar penetración en las ventas gracias a la buena experiencia en los envíos de los productos. Un año más tarde, anunciaban nuevos centros logísticos en Chile y Colombia operados por un tercero.

En el año 2020, Mercado Libre pudo hacer frente a la pandemia del COVID-19, y adaptarse a las dificultades que había en toda la región. Es por esto por lo que tuvo un crecimiento exponencial en las ventas, ganando penetración en el mercado. De este modo es que pudo ampliar su red logística, abriendo nuevos centros de distribución en Brasil y Méjico, y lanzando su propia flota de aviones, unidad de negocio dentro de mercado envíos conocida como Mercado Libre Air.

## 3.2 Unidades de negocio y productos

El ecosistema de Mercado Libre está compuesto por distintas soluciones que brindan desde una plataforma de venta online hasta sistemas de cobros y pagos y herramientas de logística, financiación y publicidad. En este momento Mercado Libre cuenta con 6 unidades de negocio.

### 3.2.1 Mercado Libre Marketplace

Un marketplace es un sitio web donde se agrupan distintos productos y servicios publicados por terceros. Es el principal tipo de comercio electrónico en el mundo. Las transacciones son operadas por Mercado Libre, y cumplidas por los usuarios participantes de la misma.

Al mismo se puede acceder desde la web o desde aplicaciones móviles. Este último, tomó un papel sumamente importante en el último tiempo, consolidándose y llevándose la mayor participación de las compras y ventas del sitio. La variedad de productos, servicios, categorías, ofertas, vendedores y formas de negocio es infinita.

El marketplace de Mercado Libre es una plataforma de comercio electrónico totalmente automatizada, dividida por tópicos y amigable para el usuario. Esta plataforma le permite a comerciantes e individuos la posibilidad de publicar, comprar y vender productos y mercadería de forma digital.

Esta plataforma cuenta con un amplio surtido de productos, entre los que se destacan categorías como consumo electrónico, belleza y cuidado, productos de hogar, juguetes, libros y bienes de consumo envasados.

Posee distintas categorías de vendedores y compradores, entre ellas se encuentran:

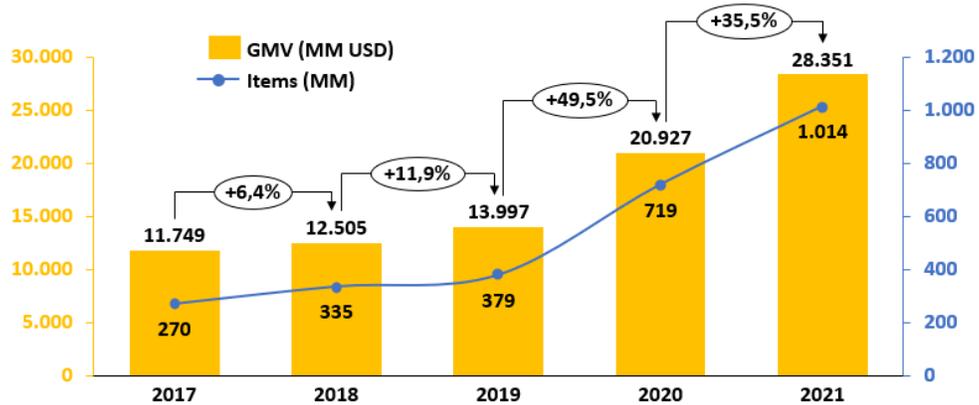
- Tiendas oficiales: grandes marcas y comercios. Brinda una gran imagen de marca y brinda confianza al comprador.

- Cartera asesorada: son vendedores con una gran facturación, gran proyección de ventas y con una logística estratégica. Tienen un asesor comercial exclusivamente para ellos
- Asesoramiento masivo: vendedores con alta facturación, buenas métricas operativas. No tienen asesor comercial puntual, pero tienen asesoramiento masivo.
- Cola larga: vendedores menos frecuentes o nuevos. Cualquier usuario que quiera vender dentro de Mercado Libre.
- Clasificados: la comisión es fija, no está asociada al precio de venta. Es el único en que difiere con el resto del marketplace. Es una fuente importante de tráfico que favorece al negocio comercio electrónico y Fintech.
- Inmuebles: viviendas. Solo se cobra un precio fijo por tener la publicación disponible
- Servicios: donde se puede pagar directamente a través de la plataforma

El marketplace de Mercado Libre es una herramienta más que primordial del negocio. Posee aproximadamente 3.000 categorías de productos, y cerca de 140 millones de usuarios únicos activos (usuarios nuevos o existentes que hayan tenido alguna participación en la plataforma, ya sea compra, venta, inversión o interacción). La cantidad de usuarios creció exponencialmente en los años 2020 y 2021, principalmente apalancado por la pandemia originada por el COVID-19.

El volumen bruto transaccionado por el marketplace (mejor conocido como GMV) superaron los 28.000 millones de dólares; 7.000 millones por encima del año anterior, lo que representa un crecimiento del 35% año contra año. En el siguiente gráfico se puede ver la evolución de este volumen en los últimos 5 años:

**Gráfico 1: Volumen de mercancías bruto anual y cantidad de ítems (en millones) período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

Este volumen tuvo un equivalente a 1.000 millones de ítems vendidos, 280 millones ítems por encima que el año 2020, de los cuales el 95% fueron entregados a través del servicio logístico de Mercado Libre.

El marketplace existe en los 18 países donde se encuentra vigente Mercado Libre, aunque el 93% de las ventas se agrupan entre Brasil, México y Argentina. Para el año 2022, la proyección de ventas es similar a la de 2021, con la diferencia que México absorbe un punto porcentual de penetración de la participación de Argentina.

Las comisiones que se obtienen a través del marketplace son una de las principales fuentes de ingresos de la compañía, junto con las tarifas que se cobran en mercado envíos, las comisiones de clasificados, los honorarios de publicidad, las ventas de los productos de propios; sumado a comisiones de los demás negocios auxiliares.

### 3.2.2 Mercado Pago

Mercado pago es la sección de Mercado Libre que brinda servicios financieros. Es una herramienta diseñada por Mercado Libre para cobrar y pagar por internet. Esta solución está integrada con la plataforma del marketplace y a su vez también puede ser utilizada en un local físico o tienda online, para cobrar de manera eficiente y segura de forma electrónica.

La herramienta permite cobrar por diferentes canales: link de pago, código QR, lector de tarjetas para cobrar de manera presencial, verificación de mercado pago para cobrar de manera online. A través de mercado pago, los usuarios pueden pagar con tarjetas de crédito, con transferencia bancaria e incluso con dinero en efectivo.

No solo es una solución para el vendedor facilitando sus cobros, sino también facilita a los clientes acceso a promociones y servicios financieros sin comisiones ni gastos extras y sin riesgos. La cuenta de mercado pago funciona como una billetera virtual que te permite también resolver pagos, evitando trámites y ahorrando tiempo.

Se puede elegir entre dos tipos de cuentas:

- Cuenta personal (individuos): cuenta por defecto. Funciona como una billetera online sin costo. Se puede utilizar para comprar por Mercado Libre marketplace, pagar en una tienda, transferir dinero, invertir dinero propio, pagar servicios, recargar celulares o tarjetas de transporte.
- Cuenta vendedor (comercios): tiene herramientas y beneficios exclusivos. Dentro de ella se puede invertir el dinero y generar rendimientos tanto de forma persona como para el negocio, retirar dinero por transferencia a una cuenta bancaria o en efectivo a distintos sitios, cobrar con diferentes herramientas de cobro (código QR, Mercado Point, transferencias), elegir cuando disponer del dinero de tus ventas, obtener créditos, configurar reportes, gestionar las ventas con informes, cobrar en cuotas con y sin interés.

Mercado pago es una plataforma sumamente segura tanto para usuarios como para vendedores. Posee un sistema de control y protección de alta tecnología junto con un sistema antifraude y protección de contracargos en caso de que un cliente se arrepienta de su compra.

Mercado pago comenzó en 2003 para mejorar la experiencia entre compradores y vendedores, como una solución de pagos online, simple, segura y eficiente, para robustecer la plataforma de comercio electrónico. En 2004 se expandió fuera de Mercado Libre en otros sitios web. Más adelante, cuando surgieron los teléfonos inteligentes, se pudo expandir gracias a la metodología de los códigos QR. Hoy, es la red de pagos y cobros online más importante de la región.

Cerca del 50% de las personas en América latina se encuentra fuera del sistema financiero tradicional. Mercado pago tiene como objetivo integrar esas personas democratizando el comercio, el dinero y los pagos en Latinoamérica.

### *Comisiones*

Mercado pago cobra un porcentaje por cada pago que se realiza a través de la plataforma. La ventaja que tiene para el vendedor es que a pesar de que el pago se realice en cuotas, este recibe todo el dinero en un mismo pago en su cuenta.

Las comisiones varían según el producto que se utilice para cobrar, la opción de cobro que se le ofrezca al cliente y a través de qué plataforma se realice la transacción.

Mercado pago está sumamente integrada con el marketplace, ya que todas las ventas que se transaccionan por la plataforma son a través de mercado pago. En este caso el vendedor lo cobra de forma automática, solo tiene que abonar la comisión de venta cobrada por el marketplace.

### *Principales productos*

- **Point:** es un lector de tarjetas que facilita los cobros. Uno de los grandes beneficios es el vendedor solamente paga una comisión cada vez que lo usa. Este dispositivo permitió la masificación del uso de tarjetas de débito y crédito. Existen tres tipos de dispositivos point: point mini (para usar con el celular), point plus (para imprimir comprobantes) y point Smart (con velocidad y conectividad 4G).
- **Billetera virtual:** donde los usuarios pueden intercambiar dinero mediante transferencias o envíos de dinero, cargar teléfonos o tarjetas prepagas, realizar donaciones o pagar servicios.
- **Tarjetas de débito y crédito:** actualmente existen solo en algunos países. La emisión y el mantenimiento de la cuenta es gratuito.
- **Fondo común de inversión:** al disponer el dinero en la cuenta de mercado pago, automáticamente se invierte en un fondo común de inversión que otorga rendimientos diarios. El beneficio que tiene es que el dinero está disponible en cualquier momento, incluyendo días no hábiles.

### *3.2.3 Mercado envíos*

Es el servicio de logística y transporte de Mercado Libre. Es la solución de Mercado Libre que permite optimizar las entregas.

Se divide en cuatro grandes tipos de operaciones:

1. **Mercado Envíos Flex:** el producto vendido es entregado por el vendedor, mediante vehículos propios o mensajerías. Es un servicio que brinda entregas en el día.
2. **Mercado Envíos Drop shipping:** el vendedor se encarga de acercar el producto vendido a una sucursal de correo para que este luego se encargue de la distribución al comprador

3. Mercado Envíos Full: es un servicio de Mercado Libre que te ayuda en la gestión de tu negocio de manera integral. El producto es entregado por el vendedor en un centro de almacenamiento y distribución de Mercado Libre, que luego es almacenado hasta el día de su venta. Una vez que se concreta la venta, el producto es procesado y distribuido por Mercado Libre. Para fines de 2021 Mercado Envíos contaba con 19 centros de almacenamiento en toda la región.
4. Mercado Envíos Cross Docking: para los vendedores que tienen un volumen de ventas adecuado y que califiquen para esta categoría, Mercado Libre se encarga de coleccionar los productos vendidos una vez acordada la entrega con el vendedor.

En 2020, Mercado Libre introdujo dentro de Mercado Envíos la categoría de Mercado Libre Air en Brasil y Méjico. Con una flota de aviones propia, el objetivo es acortar los tiempos de entrega cubriendo rutas que antes no era posible cubrir.

En 2021, la penetración de Mercado Envíos fue del 99%, 9 puntos porcentuales más alta que en 2020. A diciembre 2021, Mercado Envíos se encuentra disponible en: Argentina, Brasil, Méjico, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

#### *3.2.4. Mercado shops*

Es la plataforma de Mercado Libre que permite a los vendedores crear su propia tienda de comercio electrónico integrada al Ecosistema de Mercado Libre. Sirve para construir sitios web para vendedores más pequeños, y sobre todo integrada con Mercado Libre, Mercado Pago y Mercado Crédito.

Esta unidad de negocio permite al vendedor crear su propia tienda y ofrecer sus propios productos a través de una página web construida con un software que es propiedad de Mercado Libre. A su vez, existe la posibilidad de diseñar la estructura y esquema de la Tienda, personalizando y eligiendo nombre y dirección web, distintos tipos de colores, logos propios del vendedor, incluso subir un porfolio de imágenes propias del mismo.

La Tienda se identificará con el subdominio perteneciente a Mercado Libre: [www.mercadoshops.com.ar](http://www.mercadoshops.com.ar). Hay ciertas categorías que no tienen disponibilidad de acceder a la creación de una tienda a través de mercado shops (ejemplo: adultos).

Como todas las demás unidades de negocio, la tienda también está integrada dentro del ecosistema Mercado Libre. Esto quiere decir que el vendedor:

- Puede crear publicaciones y gestionar ventas a través de su cuenta de Mercado Libre
- Puede publicar los mismos productos que tiene publicados en el marketplace de Mercado Libre
- Las ventas que efectúe a través de la tienda tendrán repercusión inmediata en su reputación en el marketplace
- Puede integrar la tienda con las soluciones que brinda Mercado Envíos
- Puede integrar la tienda con las soluciones que brinda Mercado Pago
- Tiene la misma protección y seguridad que al vender por el Marketplace de Mercado Libre

### *Comisiones*

La Tienda no tiene costo de creación ni mantenimiento. Tampoco existe un límite de publicaciones. El vendedor únicamente deberá abonar a Mercado Pago un costo transaccional por cada venta. Esto dependerá de la categoría que desee el vendedor contratar para su Tienda. El costo transaccional de cada venta dependerá de la región.

Por otra parte, Mercado Shops otorga un beneficio a los usuarios que se registren por primera vez. En principio, le otorga un monto inicial por única vez en la primera contratación de publicidad. A su vez, le ofrece descuentos en el valor final de la contratación de espacios publicitarios en el marketplace de Mercado Libre.

### 3.2.5 Mercado crédito

Mercado Crédito es la solución de Mercado Libre que ofrece préstamos para financiar tu operación. Brinda ayudas financieras. El acceso al crédito que ofrece es diferenciador y está revolucionando el mercado, logrando la inclusión financiera de muchas empresas y emprendedores que no tenían hasta ahora acceso al crédito.

El mecanismo es sencillo, flexible y personalizado. El préstamo se solicita online, con la posibilidad de elegir el monto y la cantidad de cuotas de pago, que serán debitadas de futuras ventas. Es decir que el crédito se adapta a la necesidades y posibilidades del negocio del vendedor.

Las empresas que recibieron ayuda financiera de Mercado Crédito aumentaron sus ventas un 34% en apenas un trimestre en comparación de las que no recibieron financiamiento. Además, el crecimiento se repitió en el segundo período, donde llegó a un 26%.

Mercado crédito cuenta con 3 tipos de préstamos: préstamos a vendedores, adelantos y préstamos al consumo.

#### *Préstamos a vendedores*

Se utiliza para que los vendedores puedan ampliar su capital de trabajo. Hay 3 tipos de producto: préstamos a cuota fija, dinero “express” y préstamo como porcentaje de ventas. Son préstamos para capital de trabajo. Mas del 50% de facturación del sitio tiene una oferta de crédito. Mercado crédito lleva prestados más de USD 3.000 millones. Se encuentra disponible en Argentina, Brasil y Méjico.

- Préstamos a cuota fija: préstamo tradicional. Se le deposita al usuario entre 3 y 4 meses de ventas. El usuario toma el préstamo y lo devuelve en cuotas fijas, pagando intereses.
- Dinero “express”: préstamo a una semana. El usuario lo devuelve en una sola cuota.

- Préstamo como porcentaje de ventas: el préstamo se va repagando con un porcentaje de las ventas. Si las ventas caen, la cuota que se paga es menor.

### *Adelantos*

Adelanto de flujo de dinero de corto plazo. El vendedor paga una comisión para que se le deposite la plata con anticipación a lo que suele hacerse. Mas del 12% de la facturación del site tiene adelantos. Mas del 50% de las ventas son adelantadas. Presente en Argentina, Brasil, Méjico y Colombia. El dinero no se deposita en el día 0 por costos financieros y por riesgo de fraude.

### *Préstamos a compradores*

Préstamos para que los usuarios puedan financiar sus compras, o préstamos personales que se depositan dentro de la cuenta de Mercado Pago del usuario. Tienen presencia en todos los flujos de pago. Se alcanzaron más de 4,6 millones de compras financiadas. Se encuentra presente en Argentina, Brasil y Méjico.

### *3.2.6 Mercado libre publicidad*

También conocido como Mercado Ads, es la solución de publicidad que permite a vendedores y marcas aprovechar el alto volumen de visitas que tiene Mercado Libre para potenciar la visibilidad de sus productos y aumentar sus ventas. Es la unidad de negocio que se encarga de atraer anunciantes externos para promocionar su marca en la plataforma. Ayuda a vendedores a lograr mayor exposición.

El usuario puede lanzar sus campañas, y Mercado Libre se encarga de crear anuncios con las publicaciones y elige cuándo mostrarlos para obtener los mejores resultados. Los anuncios serán vistos

por compradores que hagan búsquedas relacionadas a esos productos. Esto permite expandir los límites del negocio del vendedor.

Como en otras unidades de negocio, existe la posibilidad de contar con información detallada de ventas, visitas, ingresos e inversión acumulados. Esto permite al usuario seguir de cerca los resultados. A su vez, el vendedor puede cambiar el presupuesto y pausar o activar la campaña cuando lo desee.

Una vez comenzada la campaña de publicidad, Mercado Libre crea automáticamente anuncios a partir de publicaciones activas del vendedor en el marketplace. Luego, el vendedor puede elegir que campañas desea no mostrar o pausar, en el momento que desee.

Mercado Ads cuenta con 2 productos principales: display y Product Ads.

- Display: posiciona la marca en la página. Está orientado a anunciantes externos. Las marcas pagan por un anuncio en el sitio que puede ser un costo fijo o un costo por clic y de esta manera aprovechan la exposición que les da el tráfico en el sitio.
- Product Ads: convierte tus productos en publicidad en un solo paso. Posibilidad que se le da al vendedor para que su producto tenga mayor exposición.

### 3.3 Ventas históricas

La mayor parte de las ventas históricamente provino de las comisiones que cobraba la empresa a través de sus ventas. A medida que fue pasando el tiempo, la empresa se fue desarrollando y generando nuevos productos y servicios con márgenes más altos aún que las ventas por el marketplace, pero con menor volumen por el momento.

En grandes rasgos, las ventas de Mercado Libre pueden dividirse en dos segmentos. Por un lado están aquellas provenientes del sector Commerce, que se compone de flujos de ingresos que se generan principalmente a partir de: comisiones fijas o variables según el precio de venta, comisiones de

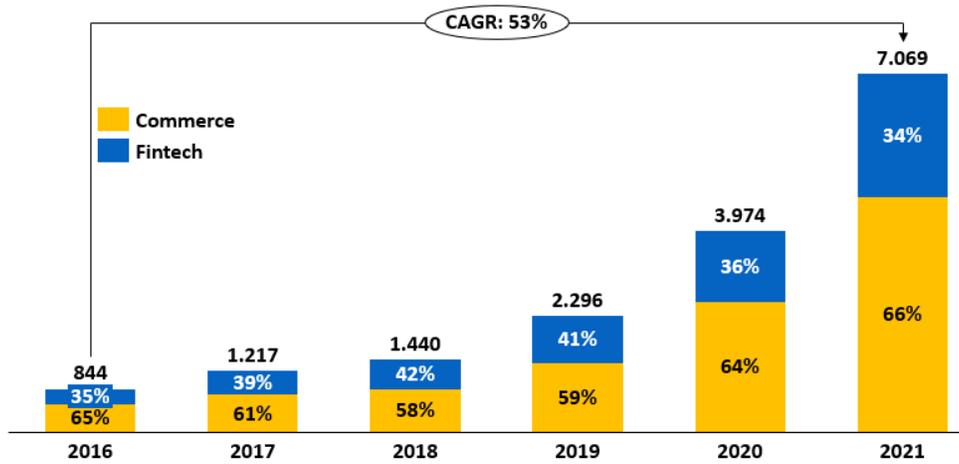
transporte (cuando Mercado Libre actúa como agente), comisiones de anuncios clasificados, comisiones por ventas de anuncios, ventas propias y honorarios de otros negocios auxiliares. En esta sección se puede agrupar las unidades de negocio de marketplace, Mercado Envíos, Mercado Shops y Mercado Libre Publicidad.

Por otro, se encuentran las asociadas a los servicios de Fintech. Dentro de este se encuentran los flujos de ingresos que se generan principalmente a partir del negocio de Mercado Pago, así como de las tarifas recaudadas por cualquiera de los negocios de servicios financieros auxiliares.

Con respecto a Mercado Pago, se generan tarifas atribuibles a: comisiones que se cobran a los vendedores que representan un porcentaje del volumen de pago procesado en relación con transacciones fuera del mercado; comisiones de tarifas adicionales que se cobran cuando el comprador elige pagar en cuotas a través de la plataforma Mercado Pago para transacciones que ocurren dentro o fuera del mercado propio de la compañía; comisiones de tarifas adicionales que se cobran cuando los vendedores eligen retirar efectivo; comisiones por transacciones realizadas con tarjetas de crédito y débito de Mercado Pago; adelantos de efectivo y comisiones de créditos comerciales y de consumo otorgados bajo la solución de Mercado Crédito; tarifas de intercambio de las transacciones en tarjetas emitidas; ingresos por la venta de dispositivos mPOS. Dentro de esta sección, se puede agrupar las unidades de negocio de Mercado Pago y Mercado Crédito.

En el siguiente gráfico se puede ver la evolución de las ventas de la compañía de los últimos 5 años y sus crecimientos anuales compuestos (CAGR).

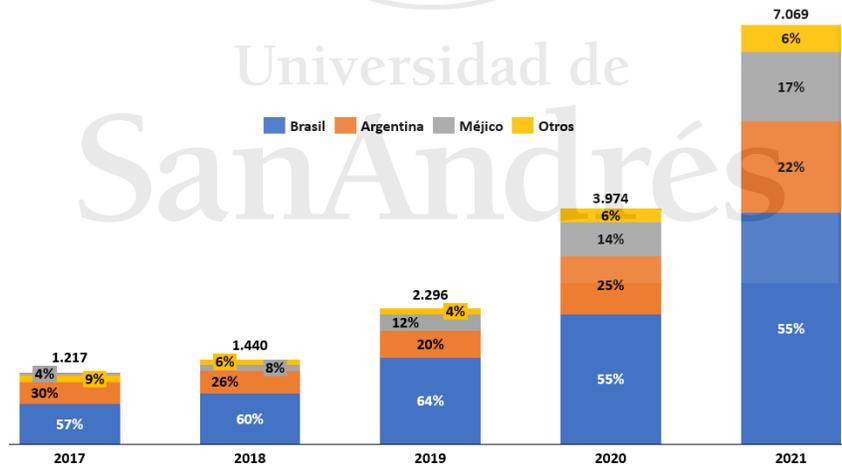
**Gráfico 2: Evolución de las ventas (en millones de USD) y CAGR de Mercado Libre período 2016-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2016-2021)

Como se puede ver, la sección de Commerce tiene un papel más importante que el servicio de Fintech. La compañía empezó a poner foco en Fintech a partir de 2022, expandiendo el porfolio de Mercado Crédito y generando iniciativas para crecer en total de pagos transaccionados.

**Gráfico 3: Ventas divididas por país (en millones de USD) de Mercado Libre período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

Al ver la distribución por país, se puede ver que la participación más grande se encuentra en Brasil con el 55% del negocio. Méjico viene sacándole participación a Argentina en los últimos años y ha ido tomando un papel importante dentro de la compañía, con inversiones fuertes en vistas de los próximos años.

### *3.3.1 Ventas de Commerce*

En cuanto a las ventas de Commerce, el principal factor es el cargo que aplica Mercado Libre por vender un producto. Los cargos por venta dependen de cada país. Cada vez que se publica un producto, se puede elegir si se ofrece en Mercado Libre, Mercado Shops o en ambos canales.

También hay publicaciones gratuitas, estas son solo para quienes venden productos usados que pueden publicar gratuitamente hasta alcanzar las 20 ventas en un año o para quienes venden productos nuevos que pueden publicar gratuitamente hasta alcanzar las 5 ventas en un año.

Para que los productos tengan mayor exposición en los listados de búsqueda, se puede elegir los tipos de publicación Clásica o Premium y solo pagar cuando la venta ya esté concretada. Además, en las publicaciones Premium, se puede ofrecer cuotas sin interés automáticamente. Las comisiones que cobra Mercado Libre dependen de la categoría y del país también. Van desde porcentajes muy bajos hasta algunas que llegan al 30%, según el tipo de publicación que se elija.

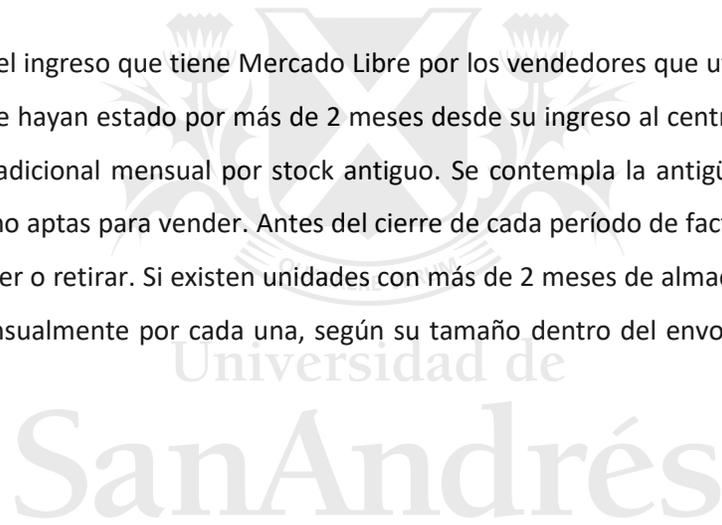
Por otro lado, existen los cargos que cobra Mercado Libre por utilizar Mercado Shops. Activar y mantener la tienda no tiene costo, la publicación es gratuita y solo se paga un cargo cuando la venta ya esté concretada.

El beneficio que tiene es que no se abona el costo fijo adicional que aplica para ventas de Mercado Libre, en ninguno de los productos de Mercado Shops. El tipo de publicación elegida para ofrecer el producto es el mismo en Mercado Shops que en Mercado Libre.

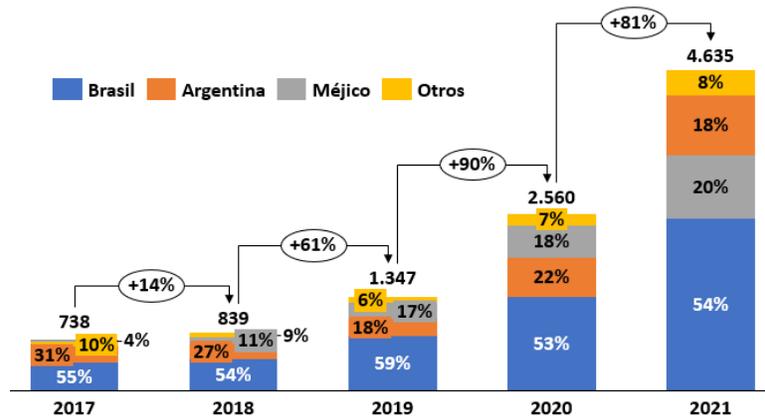
También están las ventas relacionados a utilizar el servicio de logística Mercado Envíos. Hay dos fuentes principales, el costo por ofrecer envíos gratis a través de Mercado Envíos y el costo de utilizar Mercado Envíos Full.

En primer lugar, el envío gratis es uno de los beneficios que los compradores más valoran. Por eso, tiene un impacto directo en el crecimiento de las ventas de los vendedores que utilizan esta metodología. Cuando se accede a vender con envío gratis, se descuenta el costo del envío de la cuenta del vendedor de Mercado Pago. En casos excepcionales, existen envíos con descuento en lugar de envíos gratis: cuando el costo del envío no alcance para cubrir el total el comprador pagará la diferencia. Esto ocurrirá en casos excepcionales en los que el peso del producto y la distancia a recorrer, sean excesivos. El costo estará sujeto al tipo de vendedor, la categoría que posea, el tipo de producto, el peso, y si el producto se vende por Full o no.

Por otro lado, existe el ingreso que tiene Mercado Libre por los vendedores que utilizan Mercado Envíos Full. Las unidades que hayan estado por más de 2 meses desde su ingreso al centro de almacenamiento generarán un cargo adicional mensual por stock antiguo. Se contempla la antigüedad de las unidades aptas para vender y no aptas para vender. Antes del cierre de cada período de facturación, se revisa qué stock quedó sin vender o retirar. Si existen unidades con más de 2 meses de almacenamiento, se calcula el cargo a pagar mensualmente por cada una, según su tamaño dentro del envoltorio y el tiempo que lleve almacenada.



**Gráfico 4: Evolución anual de ventas de Commerce por país (en millones de USD) período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

En el gráfico anterior se puede ver que la distribución por país es similar a la de la compañía total. Una diferencia que llama la atención es que en este caso Méjico tiene un mayor porcentaje de las ventas que Argentina en 2021, lo que demuestra cómo fue creciendo el comercio electrónico en Méjico en el último año. A su vez, también habla de la evolución de la penetración que fue ganando Mercado Envíos en este país, y como los distintos centros de almacenamiento y distribución fueron tomando un papel importante para el negocio.

Universidad de

San Andrés

### 3.3.2 Ventas de Fintech

En el caso del segmento Fintech, el jugador más importante es Mercado Pago. Con un volumen de pagos transaccionados (TPV) de 77.000 millones de dólares en 2021, cuenta con distintas fuentes de ingreso. Por un lado, están las comisiones por transacciones fuera del marketplace, como, por ejemplo, pagos por medios de QR, pagos en los que el vendedor utiliza como procesador uno de los dispositivos point de la firma o pagos web dónde el vendedor utiliza Mercado Pago. La comisión varía según la fecha en la que el vendedor necesita el dinero, y según el país.

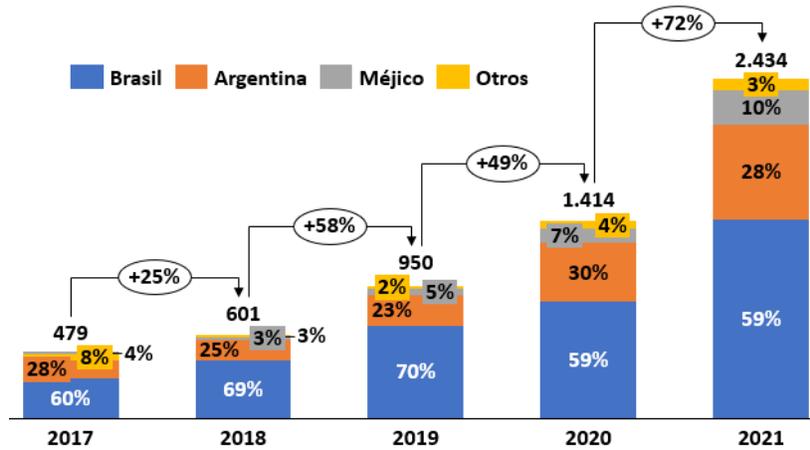
Por otro lado, existen comisiones por pagos en cuotas. En este caso, la compañía permite el pago en cuotas con interés cuando las compras se realizan con tarjetas de crédito, y en algunos casos el pago sin interés por medio de acuerdos con banco o mediante programas del gobierno (ejemplo: Ahora 12).

También existen las comisiones por retiros en efectivo por parte de los vendedores. Mercado Libre cobra una comisión a los vendedores que quieran retirar su dinero anticipadamente. El costo varía según el país y la necesidad que se requiera.

Fintech también cuenta con los ingresos provenientes de la venta de dispositivos mPOS. El mPOS es un punto de venta móvil. Consiste en un dispositivo móvil, smartphone o tablet que funciona como caja registradora para transaccionar pagos de forma tradicional pero inalámbricamente. La empresa vende estos dispositivos para procesar transacciones a través de Mercado Pago. Los precios varían según país (el point mini cuesta \$300 en Argentina y R\$80 en Brasil) y según la tecnología y sofisticación del dispositivo.

Por último, cuenta con ingresos provenientes de la unidad de negocio de Mercado Crédito asociados a los intereses por créditos a consumidores y vendedores. Mercado Libre otorga créditos a los usuarios para la compra de productos o para financiar el capital de trabajo en el caso de los vendedores. En este negocio, a través de modelos de calificación crediticia propios, basados en la actividad de los usuarios, la compañía otorga créditos a los que se puede acceder fácilmente a través del celular y en cuestión de minutos. Esto permite el acceso al crédito a miles de personas no bancarizadas en la región.

**Gráfico 5: Evolución anual de las ventas de Fintech (en millones de USD) período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

En el gráfico anterior se puede ver cómo están distribuidas las ventas de la sección Fintech por país. Brasil es quien se lleva la porción más grande, con casi un 60% de las ventas. En este caso, Argentina se encuentra considerablemente por encima de Méjico, lo que le permite en el global tener ventas más altas. Esto denota que Méjico aún no explotó los servicios asociados al Fintech, y a su vez tiene competidores más fuertes que Argentina y Brasil en su país.

## 4. Composición accionaria

La composición accionaria es la forma en que el capital de una sociedad está representado. A través de las transferencias de acciones de sociedades comerciales, cuotas de cooperativas y mutuales, y las participaciones en fideicomisos, se puede conocer dicha composición.

Allí se refleja cómo se divide el capital de una empresa, el valor de cada acción o cuota social, y el porcentaje que representa ante el cien por ciento del capital. Esta composición se determina al momento de constituir la empresa, según el capital que los socios declaran en la empresa.

Las cuotas sociales o acciones deben tener un valor, una cifra que las represente a todas por igual y la suma de todas las cuotas sociales, debe ser igual al monto del capital social que se declara. Las cuotas sociales son transferibles, pero deben ser transferidas enteras. En ninguna circunstancia se podría transferir media cuota social.

Las acciones se manejan de diferente manera, sin embargo, al igual que las cuotas sociales deben tener todas el mismo valor. La cantidad de cuotas sociales o acciones con las que se constituye una empresa se determina en los estatutos sociales de la empresa. Quién decide la cantidad de cuotas sociales por las que se representará el capital y su valor, son los fundadores de la empresa.

Es posible también que luego de la constitución de la empresa, se lleve a cabo un aumento del capital social. En ese caso se puede incrementar el valor de las cuotas sociales, o emitir nuevas cuotas sociales con el mismo valor de las ya existentes.

Se emitirán cuantas cuotas sociales sean necesarias para representar el monto por el cual se aumenta el capital social. En conclusión, la composición accionaria es la información referente a cómo está constituida la empresa según la participación de sus socios o accionistas.

*Accionistas principales*

Las acciones de Mercado Libre se dividen entre más de 1.400 instituciones. Aproximadamente el 83% de las acciones pertenecen a dichas instituciones. Por otro lado, un 8% de las acciones son propiedad de todos los miembros de la gerencia.

De los 51 millones de acciones en circulación, más del 40% son propiedad de 10 instituciones. Con aproximadamente USD 6MM de inversión, la empresa de gestión de inversiones británica Baillie Gifford and Company lidera la tabla de principales accionistas:

**Tabla 3: Instituciones con mayor cantidad de acciones**

Tenedor	Acciones	% del total	Valor
Baillie Gifford and Company	5.035.323	10,0%	5.989.416.002
Capital Research Global Investors	4.185.439	8,3%	4.978.495.981
Morgan Stanley	2.997.557	6,0%	3.565.534.100
Jennison Associates LLC	2.459.395	4,9%	2.925.401.164
JP Morgan Chase & Company	1.658.446	3,3%	1.972.688.348
Sands Capital Management, LLC	1.307.891	2,6%	1.555.710.186
Blackrock Inc.	1.056.024	2,1%	1.256.119.427
Capital International Investors	935.805	1,9%	1.113.121.331
Capital World Investors	794.701	1,6%	945.280.945
Ubs Asset Management Americas Inc	677.017	1,3%	805.298.181

*Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo finance*

Por otro lado, hay un 18% de las acciones en circulación que pertenecen a fondos de inversión. Con una inversión cercana a los USD 3MM, el fondo que mayor cantidad de acciones posee es Europacific Growth Fund. La lista la completan los siguientes jugadores:

**Tabla 4: Fondos de inversión con mayor cantidad de acciones**

<b>Accionista</b>	<b>Acciones</b>	<b>% del total</b>	<b>Valor</b>
Europacific Growth Fund	2.123.236	4,21%	2.862.971.422
Vanguard International Growth Fund	2.078.636	4,13%	2.341.895.249
Growth Fund of America Inc	1.339.561	2,66%	1.591.947.688
Invesco ETF Tr-Invesco QQQ Tr, Series 1 ETF	729.952	1,45%	868.263.304
Amcap Fund	631.057	1,25%	710.980.369
New World Fund, Inc.	603.027	1,20%	682.662.745
New Economy Fund (The)	344.779	0,68%	388.445.260
Artisan Developing World Fund	333.778	0,66%	450.066.255
New Perspective Fund Inc	313.262	0,62%	422.402.480
JP Morgan Emerging Markets Equity Fund	299.417	0,59%	338.958.009

*Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo finance*

Por otro lado, existe una lista de personas con información privilegiada que poseen un ligero porcentaje de las acciones de la empresa. La lista es encabezada por el emprendedor e inversionista venezolano Meyer “Micky” Malka, líder del fondo de capital de riesgo Ribbit Capital. La lista la completan:

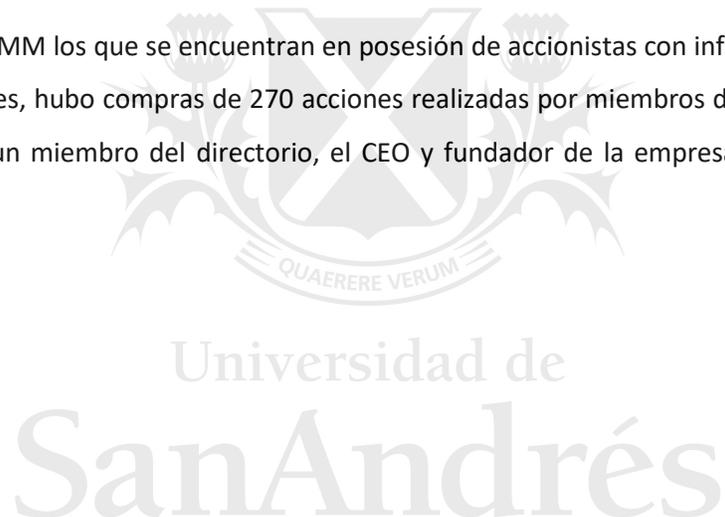
Universidad de  
San Andrés

**Tabla 5: Individuos con mayor cantidad de acciones**

<b>Individuo</b>	<b>Acciones en propiedad a partir de una fecha de transacción</b>
MALKA MEYER	57.071
AGUZIN ALEJANDRO NICOLAS	4.403
VAZQUEZ MARIO EDUARDO	2.757
DE LA SERNA JUAN MARTIN	500
SALLOUTI ROBERTO BALLS	403
SEGAL SUSAN L	403
CALEMZUK EMILIANO	320
MELAMUD MARCELO	55

*Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo finance*

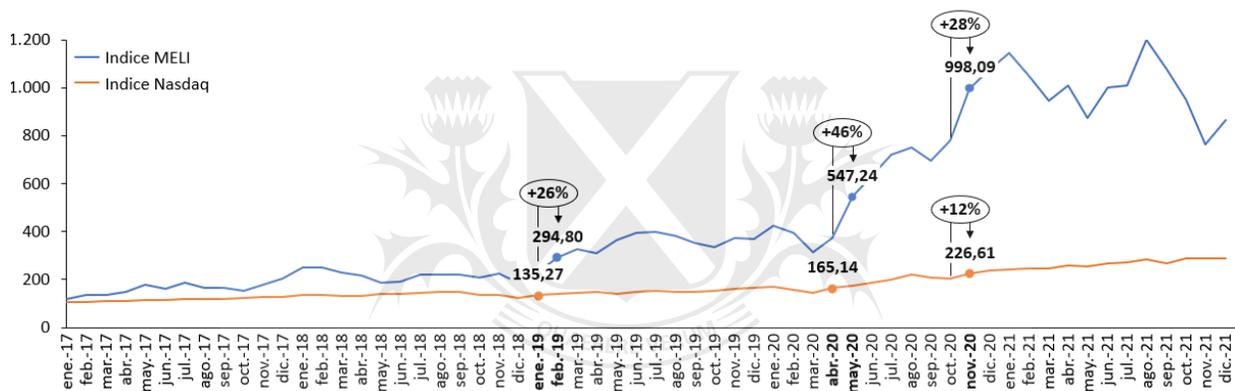
En total, son USD 4,1MM los que se encuentran en posesión de accionistas con información privilegiada. En los últimos 6 meses, hubo compras de 270 acciones realizadas por miembros de la empresa y ventas de 75 acciones por un miembro del directorio, el CEO y fundador de la empresa Rampante, Emiliano Calemzuk.



## 5. Rendimiento histórico Mercado Libre vs Nasdaq y comparables

Tomando los datos mensuales de los últimos 5 años, se puede ver que las variaciones de Mercado Libre son más grandes en términos absolutos que las del Índice Nasdaq. Tomando como referencia base 100, los índices fueron reconstruidos mensualmente a partir de enero 2017 a diciembre 2021 tomando las variaciones porcentuales que existieron mes a mes. En principio, esto indicaría que Mercado Libre es una empresa con un beta alto (beta entre Mercado Libre y Nasdaq: 1,41), ya que sus movimientos son más bruscos que los del mercado:

**Gráfico 6: Evolución mensual del precio de la acción de Mercado Libre y del índice Nasdaq período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance

Las tres variaciones más grandes se dan al alza en ambos casos. Como se puede ver en el gráfico, en los últimos 5 años, ambos indicadores tuvieron sus picos en el mismo mes, o en su defecto, un mes antes o después. Esto quiere decir que tienen cierta correlación (coeficiente de correlación: 0,53).

Respecto a las subas, se puede identificar 3 momentos claves: en primer lugar, se encuentra el período del primer trimestre de 2019. El mercado venía golpeado, siendo el cuarto trimestre de 2018 el peor de los últimos 10 años, con una caída de 17,5%. En el cuarto trimestre de 2018 los valores y sectores más castigados fueron los relacionados con el ciclo económico y los catalogados como de crecimiento,

muchos de ellos pertenecientes al sector tecnológico. Las negociaciones en materia comercial entre China y Estados Unidos firmando una tregua comercial, sumado al mensaje por parte la Reserva Federal subiendo tasas por cuarta vez en el año, fueron los detonantes de las ganancias. El índice Nasdaq tuvo un crecimiento del 10% en enero, mientras que Mercado Libre creció 24% en enero y 26% en febrero respecto al mes anterior.

En segundo lugar, se encuentra el segundo trimestre del 2020. La pandemia desatada por el COVID-19 provocó una fuerte caída en todos los mercados debido a las recesiones económicas que existieron en todo el mundo. Como se puede ver en el gráfico, ambos indicadores tienen grandes caídas en marzo del 2020, provocada en gran parte por la pandemia, y también impulsadas por la guerra de precios del petróleo entre Rusia y Arabia Saudita. El lunes 9 de marzo (conocido como “lunes negro”) ocurrió una caída de la bolsa de valores en el mercado global. Los mercados bursátiles mundiales sufrieron la mayor caída desde 2008, durante la Gran Recesión. Luego, gracias en parte a las políticas monetarias y fiscales tomadas por los gobiernos de cada país, y en parte a la recuperación de confianza de la gente en el mercado de capitales, la recuperación comenzó a verse en un rápido crecimiento para la industria tecnológica.

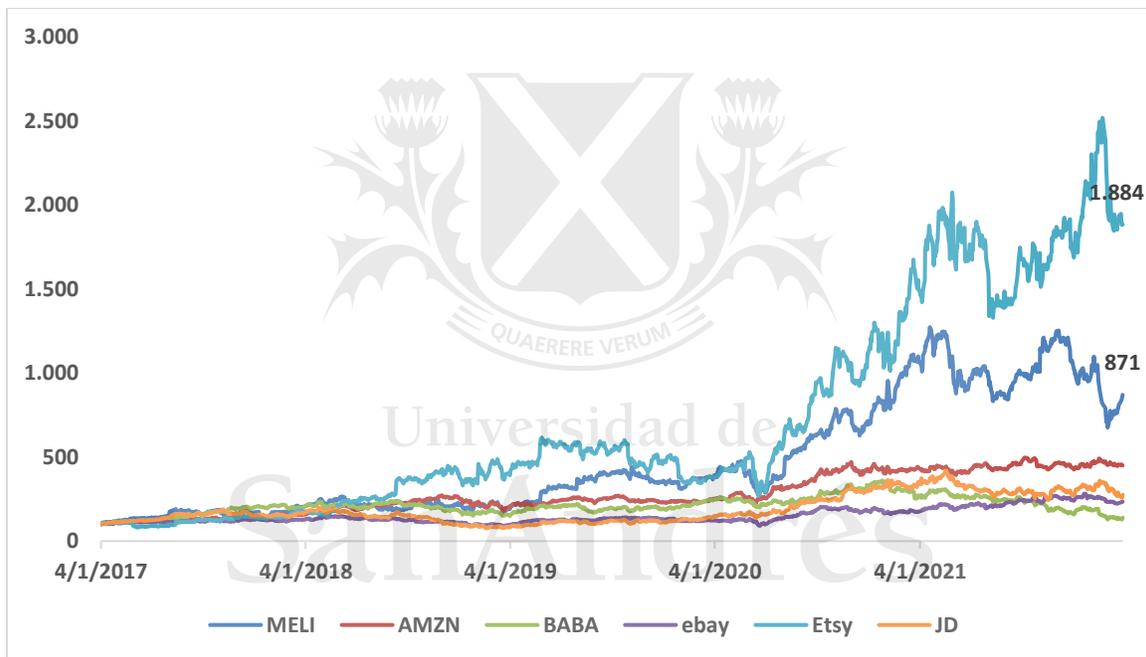
Mercado Libre por su parte, fue una de las pocas empresas que le pudo hacer frente a la pandemia desde su principio, y siguió entregando paquetes en el tiempo prometido, consumiendo participación de mercado de todos los negocios físicos que se vieron obligados a cerrar sus locales, tanto provisoria como definitivamente. Es por esto por lo que el segundo trimestre de 2020 tuvo un gran crecimiento tanto para Mercado Libre como para el Nasdaq. Ambos índices tuvieron un fuerte crecimiento en abril (19% Mercado Libre y 15% el Nasdaq), pero mayor aún fue el crecimiento de Mercado Libre el mes siguiente, creciendo un 46% contra el mes anterior.

Por último, se encuentra el cuarto trimestre de 2020. Luego de una recuperación de la pandemia, las inversiones tomaron un rumbo distinto. Los sectores tecnológicos se vieron afectados por el desvío de los fondos hacia industrias más tradicionales como las aerolíneas o los bancos. En el cuarto trimestre, Nasdaq y Mercado Libre tuvieron un crecimiento por el regreso de los inversores a las acciones

tecnológicas a medida que avanzaban los progresos de una vacuna para el COVID-19 contra un aumento de los casos y el probable momento de un repunte económico. A su vez, la reserva federal lanzó fuertes estímulos monetarios y fiscales para amortiguar el golpe del coronavirus. Ambos índices crecieron en noviembre considerablemente (28% Mercado Libre y 12% el Nasdaq).

Por otro lado, también se realizó un análisis del comportamiento de las empresas cuyas características se desarrollarán más adelante. Se utilizaron 5 empresas con más de 5 años de historia cotizando en bolsa. Las mismas son: Amazon, Alibaba, ebay, Etsy y JD.com. Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

**Gráfico 7: Evolución del precio de la acción de empresas comparables período 2017-2021**

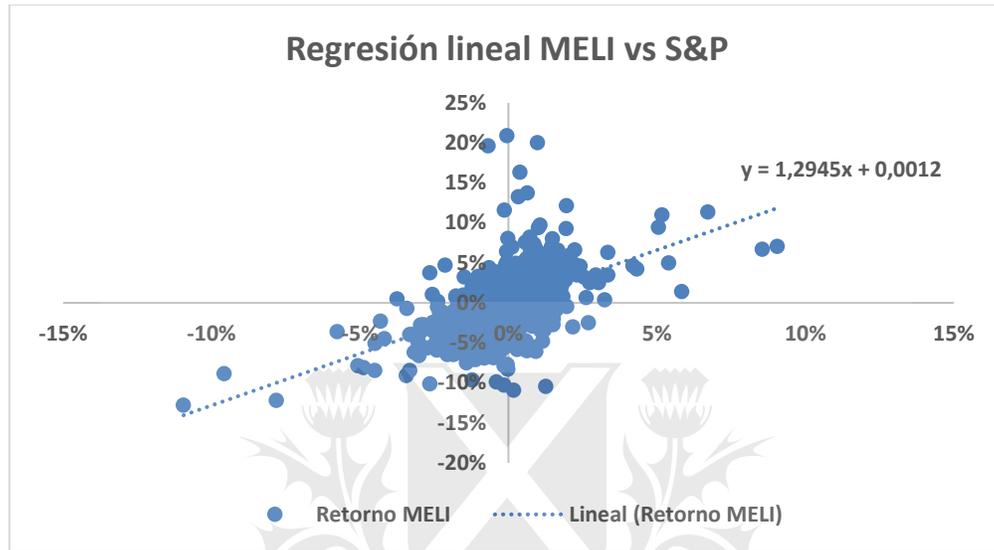


*Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo finance*

La compañía que más creció en los últimos 5 años fue la norteamericana Etsy. Desde su salida a la bolsa en 2015 y luego de dos años donde le costó asentarse en el mercado, pudo conseguir cierta madurez y comenzar a crecer llegando a cotizar sus acciones 19 veces lo que cotizaban hace 5 años.

Para el cálculo del beta de la compañía, se comparó el rendimiento de los últimos 5 años de Mercado Libre con el del índice S&P, y se generó una regresión lineal para ver cuál es la pendiente entre la correlación de esos dos valores. El resultado del beta fue de **1,29**.

**Gráfico 8: Correlación entre la variación del precio de la acción de Mercado Libre y el índice S&P**



Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de Yahoo Finance

Para validar el cálculo, se tomaron las empresas que cotizan en la misma bolsa que Mercado Libre (Amazon, ebay y Etsy) y a través de sus betas respecto al S&P, se calculó el beta desapalancado de cada una de ellas. Luego de eso, los betas fueron apalancados según la estructura de Mercado Libre para comparar los betas de empresas similares de la industria, bajo la misma estructura que tiene nuestra empresa. El cálculo utilizado fue el visto en el taller del trabajo final:

$$BL = Bu * [1 + (1 - t) * \left(\frac{D}{E}\right)]$$

Donde cada variable responde a un acrónimo con las siguientes definiciones:

- BL: beta apalancado de cada compañía. Pendiente de la curva de rendimiento histórico de cada compañía contra la pendiente del mercado (Nasdaq)

- T: tasa de impuesto a las ganancias de cada compañía
- D/E: relación entre deuda financiera y capitalización bursátil de cada empresa (año 2021).
- Bu: promedio betas desapalancados

**Tabla 6: Cálculo de beta desapalancado**

Variables	EBAY	AMZN	ETSY
BL	1,23	1,29	1,75
t	25,50%	25,50%	25,50%
D/E	22%	7%	9%
<b>BU</b>	<b>1,05</b>	<b>1,23</b>	<b>1,64</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del Informe Financiero Anual 10K de Mercado Libre (2021)

El promedio de los betas desapalancados en función de la estructura de Mercado Libre es: **1,31**. Luego, se apalanca este número según la estructura de Mercado Libre y como resultado se obtuvo un beta de **1,35**, similar al que se obtuvo correlacionando el retorno de Mercado Libre con el Nasdaq.

**Tabla 7: Cálculo de beta apalancado con estructura Mercado Libre**

Variables	Cálculo
Bu promedio	1,31
t Mercado Libre	28,2%
D/E Mercado Libre	5,2%
<b>BL (estructura MELI)</b>	<b>1,35</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del Informe Financiero Anual 10K de Mercado Libre (2021)

## 6. Análisis de la Industria

Por el lado de la industria, se dividió el análisis en los dos conceptos principales que hacen referencia a la compañía. Por un lado, el comercio electrónico, por donde ocurren las transacciones del marketplace. Por el otro, el negocio de Fintech, por donde ocurren las transacciones de Mercado Pago.

### 6.1 Comercio electrónico

El comercio electrónico es el modelo de negocios basado en las transacciones de productos y servicios en los medios electrónicos, ya sea en las redes sociales o en los sitios web. También se puede definir como una actividad económica que permite comercializar diferentes productos y servicios a través de medios digitales como páginas web, aplicaciones móviles y redes sociales.

Nace en 1981, pero su primera venta fue registrada en 1994. En un comienzo, las personas eran reacias a las compras por internet, pero las mismas fueron tomando fuerza y empezaron a crecer a pasos agigantados.

El principal motor del crecimiento de esta industria fue el uso de internet. El alza de esta industria provocó también una mayor participación de transferencias de forma electrónica, el marketing digital, transacciones en línea, intercambio de datos, sistemas de administración de inventario y softwares de automatizados para la recolección de datos.

#### 6.1.1 Características principales del Comercio electrónico

El comercio electrónico posee ciertas características que son únicas de su tecnología. Se pueden definir de manera singular como:

- Ubicuidad: el internet se encuentra disponible en todos lados, principalmente gracias a los teléfonos móviles.

- Alcance global: la tecnología permite atravesar fronteras y que el negocio sea entre usuarios de distintas partes del mundo
- Estándares universales: hay ciertos patrones que se repiten en cualquier tienda, marketplace, o red social del mundo
- Interactividad: permite la interacción entre usuarios
- Densidad de información: permite reducir los costos de información
- Personalización: permite entregar mensajes personalizados
- Tecnología social: permite el uso de algoritmos que detectan los gustos del consumidor para promocionar contenido similar al de interés

#### *Ventajas del comercio electrónico*

El comercio electrónico posee innumerables ventajas por encima del comercio tradicional. Estas aplican para vendedores y compradores. Algunas de ellas son:

- Interacción fácil y rápida entre usuarios (comprador y vendedor) junto con una rápida distribución del producto
- Eficiencia en costo de transacción eliminando facturas físicas
- Acceso amplio a la información de precios, ofertas, mercados
- Mejora las relaciones entre empresas y compradores
- Optimización de búsqueda de productos y comparaciones entre ellos
- Permite negociaciones entre compradores y vendedores
- Genera comodidad al poder comprar desde tu hogar

### *6.1.2 Panorama Global*

Uno de los años con mayor crecimiento fue el 2017, donde 2 mil millones de personas realizaron una transacción de comercio electrónico móvil, significando un crecimiento de 23% contra el año anterior, según la Comisión Nacional de los Mercados y la competencia.

Otro año bisagra fue el 2020. Principalmente impulsado por el COVID-19, la participación de comercio electrónico tomo un papel protagónico debido a los confinamientos que tuvieron que atravesar la mayoría de los países. Es por esto, que a partir de ese año se considera más efectiva una estrategia SEO que una campaña de marketing convencional pagada. Asimismo, más del 50% de los compradores buscan un producto en internet, independientemente si lo van a comprar o no, ya sea para comparar precios o tomar como referencia.

Otro agente importante de la expansión del comercio electrónico fueron las redes sociales. Un ejemplo es Facebook, donde las personas pueden conectarse directamente con otros miembros de la red social para establecer las actividades comerciales de cliente a cliente. Facebook cuenta con varias secciones en donde un usuario puede publicitar sus productos o servicios.

Por otro lado, existe también Instagram, que gracias a su herramienta Instagram Shopping, permite a las marcas publicar fotos de sus productos con el precio y el link directo hacia su tienda en línea. Ambas al ser redes sociales gratuitas y de fácil acceso, se convirtieron en grandes propulsores del comercio en línea.

### *6.1.3 Principales Compañías*

Las pruebas indican que el negocio del comercio electrónico es uno de los negocios más rentables del siglo XXI acompañado del fuerte crecimiento de la tecnología. Son innumerables la cantidad de empresas y marcas que se avocaron a este tipo de negocio, impulsados por la revolución digital. Como en todos los ámbitos, hay empresas que prevalecen por encima de otras.

En primer lugar, se encuentra la compañía norteamericana Amazon. Fundada por Jeff Bezos en 1994, 28 años después, se consolida como la empresa más importante del mundo. Con más de 10 unidades de negocio, Amazon envía productos a más de 100 países, predominando su servicio logístico en Estados Unidos. En 2020 tuvo su crecimiento más grande, gracias al detonante de la pandemia, donde fue un proveedor esencial de artículos y productos de primera necesidad ante la emergencia sanitaria.

En segundo lugar, se encuentra Alibaba. Es un consorcio privado chino que posee 18 subsidiarias con sede en Hangzhou, China. Dedicado al comercio electrónico en internet, incluyendo portales de ventas B2B, de venta al por menor, y de venta entre consumidores; también ofrece servicios de pago en línea, un motor de búsqueda de comparación de precios y servicios de almacenamiento de datos en la nube. Fundada en 1999 por Jack Ma, ya se consolida como una de las empresas más importantes del mundo, más allá del comercio electrónico. Alibaba cuenta con la mayor base de clientes del mundo, y el comercio electrónico es su negocio principal, a diferencia de Amazon.

Por otro lado, se encuentran empresas como Etsy y Ebay. Etsy es una empresa estadounidense dedicada al comercio electrónico, que gestiona un mercado en línea donde pueden comprarse y venderse artículos de artesanía, vintage y decorativos. Ebay, probablemente sea la empresa de comercio electrónico más famosa en el mundo occidental junto a Amazon. Es un sitio destinado a la subasta y comercio electrónico de productos a través de internet. Es uno de los pioneros en este tipo de transacciones, habiendo sido fundado el 3 de septiembre de 1995.

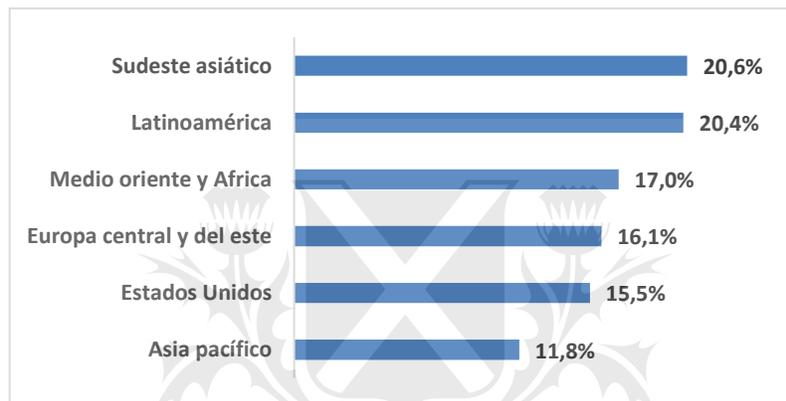
#### *6.1.4 Comercio electrónico en América Latina*

América Latina es el hogar de aproximadamente 300 millones de compradores digitales, una cifra que se prevé que crezca más del 20% de cara a 2025. Aunque la adopción del comercio electrónico en esta parte del mundo aún es menor que en otras regiones emergentes, se espera que las ventas minoristas en línea en América Latina alcancen los 85.000 millones de dólares en 2021 y aproximadamente los 160.000 millones en 2025. A nivel regional, Brasil y México compiten por ser el centro de atención,

representando el 31% y el 28% del mercado de comercio electrónico de América Latina, respectivamente. Sin embargo, otras economías como Argentina, Perú y Colombia han comenzado a destacar debido a su rápido crecimiento.

Para el año 2022 se espera que el crecimiento en América latina crezca más de 20% contra el año 2021, siendo la segunda región con mayor crecimiento, por detrás del sudeste asiático, según la proyección hecha por Emarketer:

**Gráfico 9: Proyección del crecimiento de ventas del comercio electrónico por región para 2022**



Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de Emarketer

Otro dato interesante, resulta ver que se espera que el 60% del tráfico de estas ventas provengan del comercio desde teléfonos celulares. Los países con mayor crecimiento de la región fueron Argentina, Brasil y México.

## 6.2 Fintech

La tecnología financiera, mejor conocida como Fintech, es una industria que aplica nuevas tecnologías a actividades financieras y de inversión. Se manifiestan como unidades de negocio, aplicaciones o procesos de las compañías, incluidas en internet.

Ofrecen distintos tipos de ayuda, orientadas al sector tecnológico, relacionados con facilitar y eficientizar las transacciones de dinero. Se pueden dividir en cuatro segmentos:

1. Herramientas de operación y medios de pago
2. Conocimiento del cliente y grandes bases de datos
3. Seguridad e identificación de personas
4. Dinero electrónico

Generalmente se relacionan con empresas nacientes, que quieren competir con la burocracia y la falta de agilidad de las compañías tradicionales.

### *6.2.1 Características principales de las Fintech*

Ofrecen servicios similares a los existentes en los bancos, pero de forma fácil, rápida y segura. Pueden clasificarse en:

- Cuentas y pagos: criptomonedas, gestión de finanzas personales
- Inversión: avisos de robo, ahorro, transacciones sociales
- Financiación: crédito, adquisición de créditos provenientes de ventas de bienes muebles y mecanismo colaborativo de financiación de proyectos
- Servicios y herramientas: plataformas de comparación, identificación, monedero de criptodivisas, inteligencia artificial
- Seguros tecnológicos: conocidos como insurtechs
- Servicios inmobiliarios: conocidos como proptechs

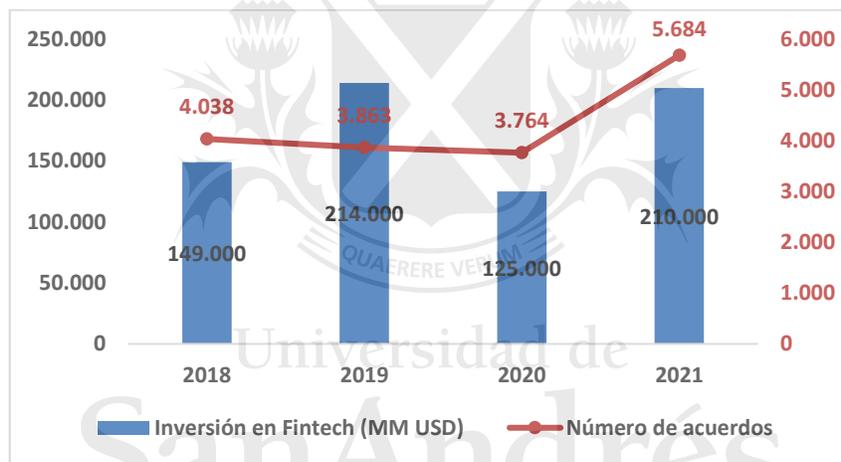
Las Fintech han sido de gran ayuda en industrias como el mercado de capitales, los seguros, las negociaciones bursátiles y en gestión de riesgos.

Para tener habilitados su uso, requieren de la aprobación de un ente gubernamental o banco central regulatorio (ejemplo: en Europa se utiliza la European Payment Services Directive). La interconexión de estos servicios es mediante interfaz de programación de aplicaciones.

La inversión en Fintech viene creciendo a un ritmo sumamente acelerado. La automatización y estandarización de procesos en tecnología de inteligencia artificial ayuda a procesar información financiera de forma más eficiente que el proceso manual. Los principales países que están invirtiendo en Fintech son Reino Unido, lituano, Suecia, Holanda, entre otros.

En el siguiente grafico se puede ver la evolución de los últimos 4 años de las inversiones en Fintech, junto con la cantidad de acuerdos realizados:

**Gráfico 10: Evolución de la inversión en Fintech (en millones de USD) en América Latina período 2018-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de Emarketer

Se puede apreciar como la inversión en 2019 fue más que significativa, pero con una menor cantidad de acuerdos realizados que comparados contra el año anterior, mientras que en el último año, la inversión fue similar al 2019, creciendo +68% contra 2020, con una cantidad de transacciones realizados nunca vistas, 51% por encima del año anterior, y 40% por encima de 2018, año donde la cantidad de tratos hechos mediante este modelo de negocio había sido considerable.

### *6.2.2 Panorama Global*

Las inversiones en empresas Fintech vienen en alza desde 2008. Si se compara este año contra 2015, la inversión creció un 2.200%. Un año de fuerte crecimiento fue el 2014, donde las mismas se triplicaron con respecto al año anterior. Estados Unidos y Europa son las regiones con mayor crecimiento y aglomeración de inversiones.

Desde abril de 1992 hasta abril de 2020, se invirtieron más de 102.000 millones de dólares de capital de riesgo en las tecnologías financieras de todo el mundo en 8.448 rondas de financiación. La mayoría de las inversiones de capital de riesgo en Fintech comenzaron en 2014 y 2015.

La financiación global de las empresas del sector Fintech en operaciones de fusiones y adquisiciones, empresas privadas e inversiones de capital de riesgo, registraron un nuevo aumento en el segundo semestre de 2021. Las reservas de efectivo, la diversificación creciente en sectores y subsectores y la gran actividad alrededor del mundo contribuyeron con este récord a comienzos de 2021, con una financiación que aumentó de USD 87.100 MM en el segundo semestre de 2020 a USD 98.000 MM en el primer semestre de 2021.

Las valuaciones de las empresas de Fintech se mantuvieron al alza durante el primer semestre de 2021, ya que los inversores nunca dejaron de considerar a las Fintech como atractivas y con buen rendimiento. Esto impulsó el estallido de empresas unicornios, con 163 empresas creadas en la primera mitad del año.

### *6.2.3 Principales compañías*

Las Fintech han sido el motor de disrupción de la industria financiera. Han cambiado el comportamiento de los clientes, quienes ahora buscan y exigen una experiencia financiera centrada en sus necesidades. Cada año las Fintech rompen su propio récord de financiación y más personas acceden a sus servicios.

A escala global, un promedio de 33% de personas con acceso a servicios financieros utilizan Fintech. En Brasil, la cifra supera 40% y en México 36%, siendo estos dos mercados, parte de los 10 países con mayor penetración. El primer lugar lo ocupa China con más de 69%.

Desde otra perspectiva, si se toma en cuenta las empresas emergentes que se han formado bajo el enfoque de tecnologías financieras, existen cuatro áreas que han ganado notoriedad. La banca y los mercados de capital son una de las áreas que mayor interés ha captado, esto se debe a la amplia demanda del mercado, que busca una transformación en la propuesta de productos y servicios financieros.

A nivel global, las principales empresas Fintech se encuentran en China. Compañías como Ant Financial, dedicada a la gestión de pagos; ZhongAn, dedicada a seguros; o Qudian, dedicada a préstamos, se encuentran entre las más grandes y valiosas. Por detrás de estas, se encuentran Oscar (seguros) y Avant (préstamos), ambas de origen norteamericano.

#### *6.2.4 Fintech en América Latina*

Las Fintech en LATAM tuvieron un crecimiento más ralentizado al comienzo, pero 2021 fue un año donde el sector llamó la atención a un grupo grande de inversores, con varias rondas de inversión, con la creación de nuevos unicornios, nuevos fondos de inversión creados y una industria más consolidada. El crecimiento año contra año se estima que fue por encima de 200%, con una inversión superior a los 15.000 millones de dólares. Alrededor del 75% de las inversiones se destinaron a empresas de tecnología financiera, tecnología de punta y comercio electrónico, según el Financial Times. La mayor parte de esto fue impulsada por mega rondas, que generaron casi el 70% de la financiación en 2021. Las principales transacciones fueron:

1. La recaudación de fondos más grande de América Latina de 2021 fue de USD 1.150 millones, que se destinaron al banco digital brasileño Nubank. Cuando Nubank comenzó a cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York en diciembre de 2021, su valoración superó los USD 40.000 MM

2. El siguiente fue el proveedor de tecnología de pago con sede en Brasil eBanx, con USD 430 MM, provenientes de Advent International.
3. Por otro lado, la Fintech Ualá recaudó la ronda de inversión privada más grande en Argentina, con USD 350 MM.

El número de rondas en América Latina también es más alto que nunca, y la mayor parte de la financiación se destina a nuevas empresas en etapas posteriores a medida que crece el ecosistema Fintech.

Hay una enorme demanda latente de servicios Fintech en América Latina. La población actual de América Latina y el Caribe es de aproximadamente 663 millones de personas en 33 países. Sus dos países más grandes, Brasil y Méjico, tienen una población de 210 millones y 130 millones, respectivamente. Sin embargo, dentro de este gran mercado direccionable, solo el 56% de los consumidores en América Latina tienen cuentas bancarias tradicionales, según datos del Banco Mundial.

Los bancos latinoamericanos atienden a los ricos a través de estrictas reglas de suscripción que limitan el acceso a una gran proporción de la población: la cantidad de cuentas bancarias ofrecidas por los bancos tradicionales creció entre un 3% y un 5% por año hasta 2019.

En algunas regiones, más del 50% de la población sigue sin estar bancarizada. Por lo tanto, existe una enorme demanda reprimida entre los consumidores históricamente excluidos del sistema financiero por parte de los titulares.

### *Principales Fintech en América Latina*

El 2021 fue un año marcado por el crecimiento de la tecnología. Luego de atravesar un periodo de adaptación en 2020, influenciado por la pandemia, el mundo entero tuvo que reorganizarse y comenzar a adoptar la virtualidad como un estilo de vida. Esto afectó positivamente a las Fintech, que tuvieron

crecimientos exponenciales, marcados por inversiones puntuales por arriba de los 400 millones de dólares. Las principales fueron:

**Nubank:** es un neo banco digital brasilero, con sede en la ciudad de San Pablo, y con operaciones en Colombia y Méjico. Es la institución financiera mejor valuada de América latina. Su capitalización bursátil es de 52.000 millones de dólares. Luego de concretar su IPO, Nubank recibió inversiones por 2.600 millones de dólares. Además, recaudo 1.150 millones durante el resto del año, proveniente de grandes fondos como GIC, Whale Rock e Invesco.

**Kavak:** es una compañía mexicana, con sede en Ciudad de Méjico, que funciona como un marketplace de autos usados. Tiene una valuación de 8.700 millones de dólares, y durante 2021 recaudo 700 millones de dólares, provenientes del fondo General Catalyst de Estados Unidos. Es el segundo unicornio mejor valorado de América latina. Tiene operaciones también en Argentina y Brasil.

**EBANX:** es una empresa brasilera que ofrece soluciones de pago que conectan a los consumidores latinoamericanos con empresas globales. En 2021 cerró una ronda de inversión por USD 430 MM, de parte del fondo Advent International, que gracias a esa inversión se convirtió en socio minoritario de la compañía.

## 7. Posicionamiento Competitivo

Mercado Libre es líder en comercio electrónico en Latinoamérica, pero hay una cantidad de empresas alrededor del mundo que tienen un posicionamiento fuerte y estrategias de crecimiento y expansión importantes.

El posicionamiento competitivo es el lugar que una marca ocupa, o que aspira a ocupar, en la mente del consumidor. Otorga a la empresa una imagen propia en la mente del consumidor, que le hará diferenciarse del resto de su competencia.

A la hora de llevar a cabo una estrategia de posicionamiento competitivo, hay que tener en consideración los siguientes factores:

- La diferenciación es un factor importante dentro del posicionamiento. Posicionarse junto a la mayoría no suele ofrecer ninguna ventaja
- El mejor posicionamiento es aquel que no es imitable, si los competidores pueden imitarlo en el corto plazo, se pierde la oportunidad de diferenciarse
- El posicionamiento de la marca tiene que proporcionar beneficios que sean relevantes para el consumidor
- La posición que se desea alcanzar debe ser rentable

Por el lado del marketplace, Mercado Libre es líder en la región. Si se contempla los países en donde mayor penetración y cantidad de ventas posee, Brasil, México y Argentina, entre los 3 poseen el 94% de las ventas de la compañía.

Actualmente, Brasil cuenta con una población de más de 212 millones de habitantes, de los cuales, alrededor del 73% cuenta con acceso a internet. Además, a principios de 2021, Brasil fue el país latinoamericano con el mayor número de usuarios en línea y se calcula que en 2026, aproximadamente ocho de cada diez brasileños habrían usado la web por lo menos una vez al mes.

Brasil es el decimoquinto mercado más grande para el comercio electrónico mundial, con ventas de 26.000 millones de dólares en 2021, ubicándose por delante de Méjico y detrás de Italia. Por otro lado, el 45% de la población brasileña adquirió al menos un producto desde una tienda online durante todo el 2021 y se espera que la cantidad de usuarios en el mercado de comercio electrónico de Brasil ascienda a 138 millones de usuarios para 2025.

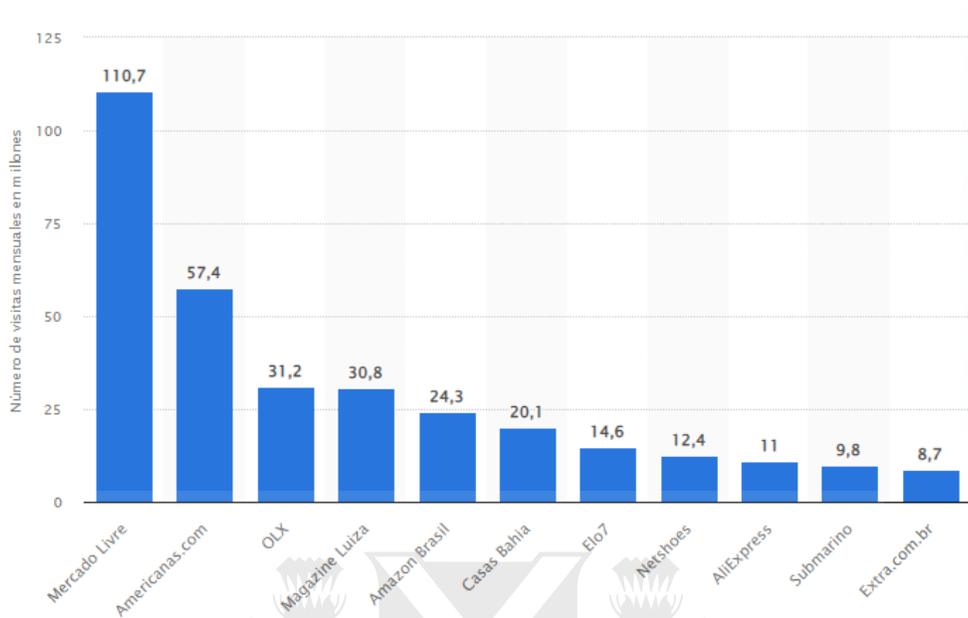
Las principales razones por la que los brasileños compran en línea son:

- El 73% de los clientes no quiere salir de casa
- El 52% prefiere las promociones especiales como envío gratis, descuento, muestras y programa de fidelización
- El 47% valora el tiempo ahorrado
- El 38% toma en consideración los plazos de entrega de los pedidos

### *Brasil*

Brasil es sin duda el mercado más importante para Mercado Libre, y no es de asombrarse que sea el sitio web de comercio electrónico más popular en el país sudamericano, con más de 250 millones de visitas mensuales. El comercio electrónico en Brasil es una referencia para toda Latinoamérica. Este país, con una de las economías más sólidas del continente, ha dirigido sus pasos hacia las tendencias digitales y las compras en línea para ofrecer una mejor experiencia al consumidor. Pese a que Mercado Libre domina la lista de los sitios web de comercio electrónico en Brasil, también existen otras plataformas exitosas como Americanas.com, OLX, Amazon Brasil y Magazine Luiza.

**Ilustración 1: Páginas más visitadas de comercio electrónico en Brasil**



Fuente: Statista

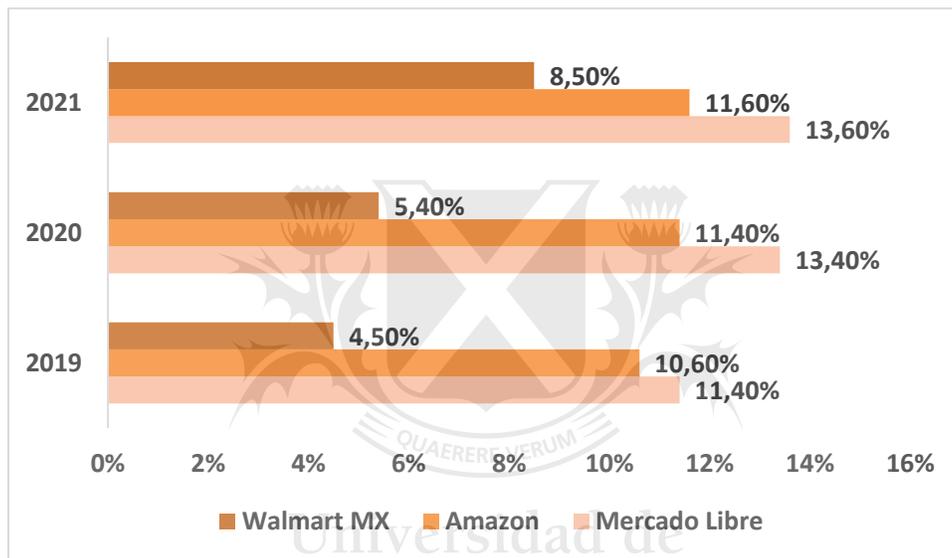
La industria de comercio electrónico en América Latina ha demostrado un crecimiento constante en los últimos años. En enero de 2022, la página web de Mercado Libre tuvo aproximadamente 111 millones de visitas en Brasil.

En cuanto a las cifras de ingresos por ventas registradas en 2021, la plataforma de comercio electrónico más importante de Brasil es Mercado Libre (conocida en portugués como Mercado Livre) con USD 3.900 MM de ingresos netos. En segundo lugar, se encuentra Magazine Luiza. Este sitio web obtuvo ingresos de 3.200 millones de dólares el año pasado. Le sigue en segundo lugar casasbahia.com.br con 2.200 millones de dólares y en el cuarto puesto americanas.com.br con 1.900 millones de dólares. El podio lo completa Amazon, y entre las 5 tienen más del 50% del mercado de comercio electrónico brasilero.

*Méjico*

Por el lado de Méjico, Mercado Libre es la empresa N°1 en cuanto a participación de mercado. Méjico se ha posicionado en los últimos años como uno de los mercados más importantes de comercio electrónico en América Latina. Durante 2021, obtuvo una participación del 13,6% de las ventas totales minoristas registradas online en Méjico. Amazon fue la segunda empresa líder en el comercio electrónico mexicano ese año, con una cuota de mercado del 11,6%. En tercer lugar, se ubicó Walmart Méjico, con 8,5%.

**Gráfico 11: Participación de mercado del comercio electrónico en Méjico período 2019-2021**



*Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de Statista*

También es el N°1 en cuanto a preferencias del cliente. En el último año al menos 57% de los consumidores consultados han realizado una compra a través de Mercado Libre, por encima de Amazon, Walmart y Cotsco.

La asociación de ventas online (AMVO) estima que el 82% de las personas en Méjico espera al evento conocido como “Buen Fin” para realizar alguna compra. El Buen Fin es un evento comercial de periodicidad anual que consiste en cuatro días de promoción y rebajas de productos y servicios durante la tercera semana del mes de noviembre en Méjico.

### *Argentina*

Argentina es un país que se encuentra en pleno crecimiento en el comercio electrónico. Tras el estallido de 2020 con la cuarentena, el sector afianzó el crecimiento en 2021, con ventas por 1.500 millones de dólares. El año pasado, se concretaron un 20% más de órdenes de compra y se vendieron un 52% más de productos.

El comercio electrónico consolidó su avance en la Argentina en 2021, pese a la caída del 7% del consumo general registrada. Después de un 2020 en el que explotaron las ventas online por la cuarentena, el comercio electrónico continuó expandiéndose y, por primera vez, generó ingresos por más de 1.500 millones de dólares.

Para seis de cada diez empresas, el canal online ya representa más del 10% de su facturación, razón que las llevó a invertir en infraestructura e incorporar personal para el desarrollo del negocio digital. El 50% de las compañías realizó ventas desde un marketplace y el 70% declaró tener un nivel de actividad mayor gracias a la incorporación de una plataforma en línea.

El financiamiento cumple un rol central: el 57% de las marcas ofrece, mayoritariamente, pagos en seis cuotas. En ese sentido, ocho de cada diez transacciones se efectúan con tarjetas de crédito, buscando la mejor forma de economizar el capital.

En el segundo año de la pandemia, se mantuvo la proporción de usuarios que compraron de forma cotidiana. Sin embargo, y en línea con la flexibilización de las restricciones, hay un 6% de consumidores ocasionales, es decir, que compran con menor frecuencia.

Un punto clave de estrategia para mantener un grupo de clientes, es la de una web específica para cada país. Uno de esos comercios electrónicos que utiliza diferentes páginas webs para cada país es Mercado Libre, un marketplace donde los negocios pueden ofertar sus productos, y que es la gran referencia del comercio electrónico latinoamericano. Por eso es por lo que Mercado Libre también es líder en Argentina.

A su vez, llegó a la Argentina Shopee, una plataforma móvil singapurense perteneciente al grupo Sea, dedicada al comercio electrónico. Fue lanzada en 2015 y creció en todo el sudeste asiático hasta consolidarse como una participante líder de la industria. Posteriormente comenzó a expandirse internacionalmente y lanzó operaciones en América Latina como Brasil, Chile, Colombia y a fines de 2020 anunciaron que empezaría a operar en Argentina en enero 2021.

Si bien el crecimiento tarda en verse reflejado en las ventas y en la participación de mercado, Mercado Libre lo ve como un competidor, y sus estrategias de cara a 2022 están enfocadas en seguir creciendo y no perder mercado contra Shopee.

En Shopee pueden vender personas físicas y jurídicas, ubicadas en cualquier parte de la región, siempre y cuando presenten los datos de alta esenciales. Otro punto atractivo es que brinda la posibilidad de cargar de forma masiva todos los productos que se tengan en otros sitios de comercio electrónico de forma práctica y sencilla para que el vendedor no pierda tiempo en el proceso y pueda comenzar a vender cuanto antes.

Shopee no solo planea captar clientes de Mercado Libre, sino que también está buscando profesionales para unirse a sus equipos, y Mercado Libre es una de las principales compañías apuntadas, desde el área comercial hasta la parte de sistemas.

Esta tienda online ha estado ganando repercusión en los últimos meses a nivel internacional debido a su clara intención de competir contra AliExpress. La clave para expandirse y ganar terreno en zonas aún no conquistadas fue realizar promociones exclusivas, ofreciendo 0% de comisiones y envíos gratis para quienes compren y vendan productos a través de la plataforma. Esta estrategia incurre en costos altos, pero espera captar una participación de mercado importante y quitárselo a Mercado Libre.

## 8. Análisis Financiero

En el siguiente apartado, se profundizará sobre la información contable de la empresa, intentando interpretar sus métricas operativas y económicas. Esto permitirá entender su situación actual, y poder pronosticar su crecimiento a futuro.

Se hará un análisis acerca de ratios financieros y otros indicadores que permitan analizar la información, para obtener un diagnóstico de la compañía y poder interpretar como evolucionará a futuro. Para esto se utilizaron los estados financieros más recientes (Informe Financiero Anual 10K 2021) y la información descripta hasta el momento de contexto económico y panorama general competitivo en el que se desenvuelve la organización.

Dentro de las siguientes métricas se hará hincapié en 3 conceptos fundamentales:

- Rentabilidad: orientado a cuentas relacionadas con ingresos, costos y resultados. Es útil para determinar el valor de la empresa, su composición, calidad, evolución y proyección
- Liquidez: determina la capacidad que tiene la empresa para hacer frente de sus necesidades de recursos y cumplir con sus deudas de corto plazo. Las variables principales son endeudamiento, activo circulante, periodo de maduración y rotación
- Solvencia: orientada a deudas de largo plazo, y también a las inversiones abocadas al crecimiento en el futuro. En este caso es importante mirar el endeudamiento a largo plazo, patrimonio y fuentes de financiación

### 8.1 Métricas de rentabilidad

Los ratios de rentabilidad corresponden a un conjunto de indicadores financieros y económicos que buscan determinar si la empresa es o no rentable. Los ratios de rentabilidad son indicadores financieros que comparan distintas partidas del balance o de la cuenta de resultados de una empresa. Buscan

responder a la pregunta de si la empresa es capaz de generar suficientes recursos para pagar sus costos y remunerar a sus propietarios.

También ayudan a determinar si la empresa está siendo manejada de manera eficiente. Es decir, que la utilización de sus activos, insumos y el esfuerzo de sus trabajadores logre compensar la inversión realizada y los costos enfrentados.

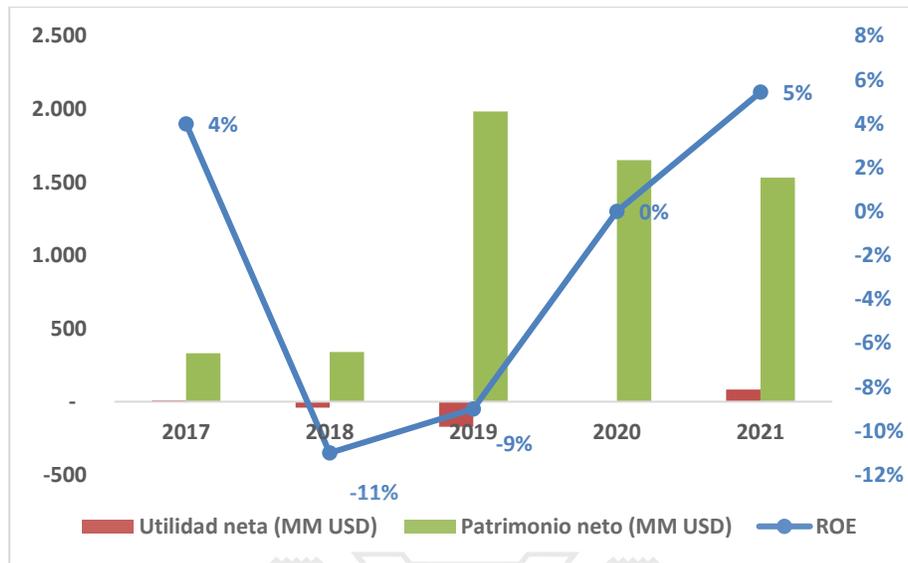
Son de mucha utilidad para obtener una visión general. Es decir, con tan solo un vistazo a uno de estos ratios se puede obtener información valiosa sobre la situación financiera de la empresa.

### *8.1.1 ROE*

ROE (acrónimo del inglés Return on equity), es el ratio que mide el beneficio del accionista sobre el valor en libros de los recursos propios (el capital y las reservas). Este ratio se esperaría que fuera mayor que la rentabilidad que obtendría el accionista si destina sus recursos a una inversión sin riesgo (por ejemplo, bonos del gobierno). Se mide como el beneficio neto sobre el patrimonio neto de la compañía:



**Gráfico 12: Evolución del ROE de Mercado Libre período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

Utilizando la fórmula extendida del análisis Dupont se puede descomponer el ROE en 3 conceptos importantes:

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Recursos propios}}$$

Al primero lo se lo conoce como margen neto de utilidad, al segundo rotación de activos totales y al tercero apalancamiento financiero.

El margen neto de utilidad refleja la rentabilidad final de las ventas, esto es, descontando amortizaciones, intereses e impuestos. Mientras más alto, mayor es el beneficio por venta, lo que usualmente se espera en empresas con bajos costos marginales.

La rotación de activos es un ratio de actividad que mide el nivel de eficiencia con la que una empresa utiliza sus activos para generar ingresos. Indica cuántos dólares en ventas o ingresos genera una empresa por cada dólar que tiene invertido en activos. Cuanto mayor sea el valor del ratio, más eficiente

será una empresa a la hora de generar ingresos o ventas a partir de sus activos. Este ratio proporciona información sobre si los activos de una compañía están subutilizados, utilizados en su máxima capacidad o inutilizados.

El apalancamiento financiero consiste en utilizar algún mecanismo para aumentar la cantidad de dinero que se puede destinar a una inversión. Es la relación entre capital propio y el realmente utilizado en una operación financiera.

**Tabla 8: Descomposición del ROE según Dupont período 2017-2021**

Conceptos	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas (MM)	1.217	1.440	2.296	3.974	7.069
Utilidad neta (MM)	14	-37	-172	-1	83
<b>Margen de Utilidad Neto</b>	<b>1%</b>	<b>-3%</b>	<b>-7%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>
Ventas (MM)	1.217	1.440	2.296	3.974	7.069
Activos (MM)	1.673	2.239	4.781	6.526	10.101
<b>Rotación de Activos</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
Activos (MM)	1.673	2.239	4.781	6.526	10.101
Patrimonio neto (MM)	325	336	1.983	1.651	1.531
<b>Apalancamiento financiero</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>6,6</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

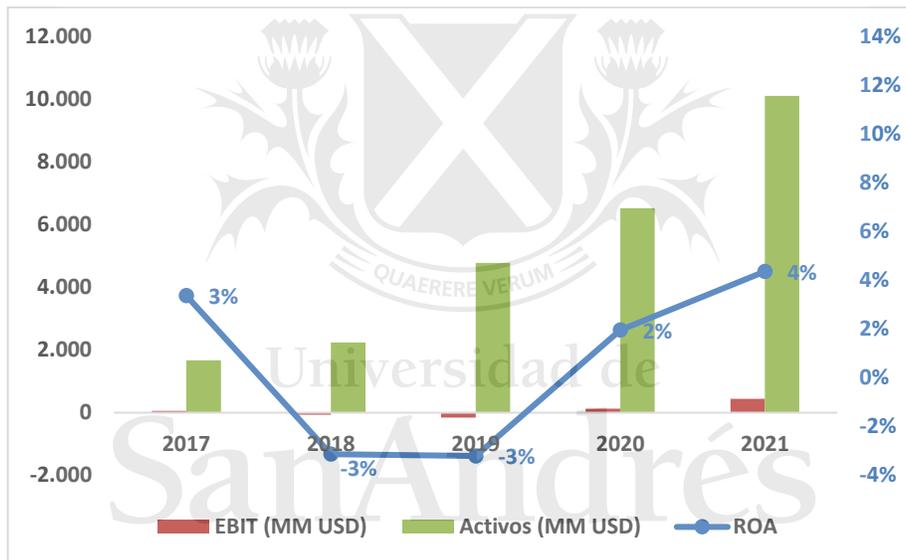
Al descomponer el ROE, se puede ver que el factor que más explica la variación de este los últimos 5 años es el margen de utilidad neto, considerablemente por encima del apalancamiento financiero. Esto quiere decir que la compañía atravesó 2 años con ROE negativo (dando pérdidas) debido a que estaba enfocada en invertir (con todos los gastos operativos que eso conlleva) para poder crecer los años siguientes. A su vez, recibió aportes de capital en 2021, a una tasa considerablemente más baja que la que ofrece el mercado, apalancándose para tener una estructura de capital más endeudada y con esos fondos poder seguir creciendo. En 2020 quedó cerca de estar en resultado nulo, y en 2021 volvió a tener ganancias, llegando a un ROE de 5%.

8.1.2 ROA

El ROA (acrónimo del inglés Return on Assets) o rentabilidad económica es un indicador que mide la rentabilidad del total de activos de la empresa. Es un ratio financiero que mide la capacidad de generar ganancias. Esto, tomando en cuenta dos factores: los recursos propiedad de la empresa y el beneficio antes de impuestos e intereses (EBIT) obtenido en el último ejercicio.

Se calcula como el cociente entre el EBIT y el activo total. Expresa la rentabilidad económica de la empresa, independientemente de la forma en que se financie el activo (con recursos propios o recursos ajenos). El ROA puede interpretarse como la utilidad que recibe la empresa por cada dólar invertido en sus distintos bienes y de los cuales se espera que generen ganancias a futuro.

**Gráfico 13: Evolución del ROA de Mercado Libre período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

Otra forma de calcular el ROA es como el margen neto por la rotación de activos:

**Tabla 9: Descomposición del ROA período 2017-2021**

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021
Margen antes de Impuestos	5%	-5%	-7%	3%	6%
Rotación de Activos	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7
<b>ROA</b>	<b>3%</b>	<b>-3%</b>	<b>-3%</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

Como en el caso del ROE, se puede ver que la volatilidad del ROA se da principalmente por el margen. El ROA permite saber si la empresa está usando eficientemente sus activos. Si el indicador ha venido subiendo en el tiempo, es una buena señal. Además, en los años 2018 y 2019 hubo una caída debido a las inversiones con vistas a futuro. El indicador viene creciendo los últimos dos años, principalmente gracias al crecimiento del margen, pero también debido a una mayor rotación de los activos.

Una opción para el aumento del ROA es reducir costos, para aumentar la utilidad neta. Otra, es elevar la rotación de los activos como viene haciendo Mercado Libre para agilizar las transacciones de manera que quede menos stock inmovilizado de mercadería sin vender.

### 8.1.3 Margen Neto

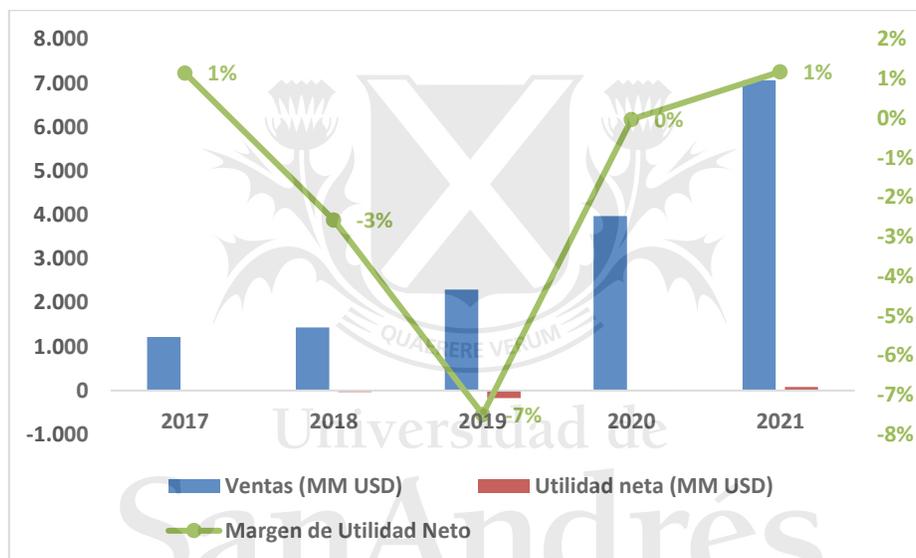
Es un ratio financiero que permite medir la rentabilidad de una empresa. Para obtenerlo se divide el beneficio neto entre las ventas (sin IVA). El cálculo requiere conocer los ingresos de la compañía y el saldo final del estado de resultados. Se debe descontar todos los egresos que permiten colocar el producto en el mercado, incluyendo impuestos:

$$\text{Margen neto} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}}$$

Refleja la capacidad de la compañía para convertir en beneficio, los ingresos que recibe. Permite saber si se está realizando un buen control de gestión en cuanto a los gastos.

A diferencia del margen bruto, no toma en cuenta solo el costo de producción, sino otros desembolsos en comercialización, promoción, distribución, gastos financieros, tributos, entre otros. Por esto es por lo que suele ser un indicador más certero sobre el beneficio obtenido de la empresa, ya que, si el proceso de producción es sumamente eficiente, pero el apalancamiento es alto y los gastos financieros reducen las utilidades netas, el margen neto reflejaría un mejor ratio de la realidad, mientras que el margen bruto probablemente sea considerablemente más alto.

**Gráfico 14: Evolución del Margen Neto de Mercado Libre período 2017-2021**



*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

Como fue expuesto anteriormente, la empresa estuvo tan enfocada en crecer que tuvo 2 años con margen neto negativo (es decir, dando pérdidas). Esto se debe a que las inversiones destinadas al crecimiento acarrearán gastos operativos. A su vez, la compañía reconoció que el enfoque principal estaba puesto en el crecimiento, la expansión y el usuario, por lo que el control de gestión y control de gastos pasó a un segundo plano. Los resultados están a la vista, ya que el crecimiento en las ventas es de más

de un 700% en 5 años, con un CAGR de 53%, donde claramente la empresa tuvo dificultades en controlar semejante crecimiento y poder gestionar bien sus gastos durante el mismo.

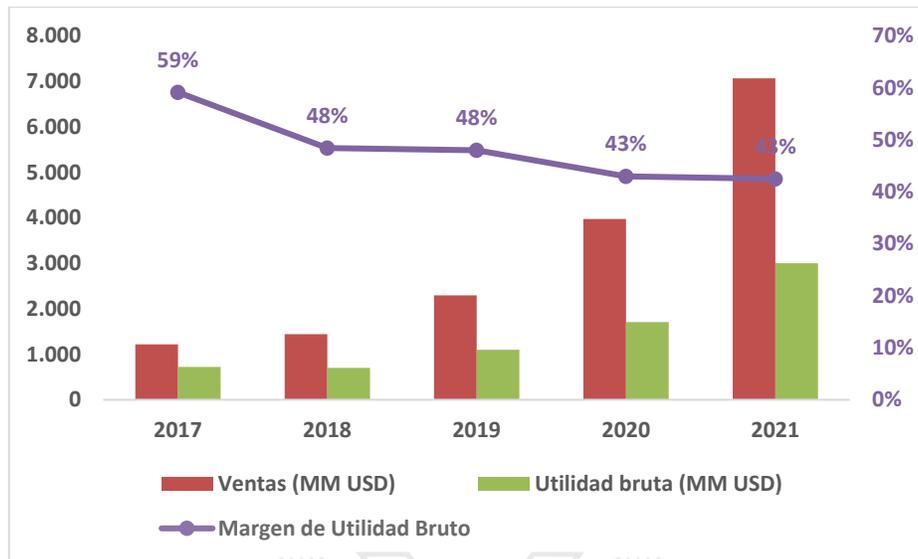
Esto es normal en todas las compañías que destinaron esfuerzos en crecer. El caso de Mercado Libre se vio beneficiado por la pandemia, ya que 2 años después volvió a tener margen 0%, y en 2021 y 2022 pareciera verse tendencia al alza.

#### *8.1.4 Margen Bruto*

El margen bruto es el beneficio bruto (sin impuestos) que obtiene la compañía por un producto o servicio sobre el precio o ingreso por venta. Es decir, es la diferencia marginal entre el costo de producción y su precio de venta. También se lo conoce como margen de beneficio. Se calcula como un porcentaje sobre las ventas.

El margen bruto es entonces el beneficio directo de la actividad de la empresa y, por tanto, no descuenta ni los gastos de personal, ni generales, ni los impuestos. Sirve para darnos cuenta si un negocio es rentable, ya que si el margen bruto es negativo el resto de los costos serán imposible de cubrir.

**Gráfico 15: Evolución del Margen Bruto de Mercado Libre período 2017-2021**



*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

El margen bruto ayuda a ver tendencias a lo largo de un periodo e, incluso, sirve como un método de comparación para con otros negocios similares. Esto, con el fin de evaluar si la compañía se mueve en un beneficio acorde con el resto de la industria.

Como se puede ver en el gráfico anterior, la diferencia entre margen bruto y margen neto se fue acortando los últimos años. En línea con lo mencionado anteriormente, esta es una de las razones por las cuales el margen neto es más preciso y da información más certera. La compañía tuvo una etapa de transición en la cual incurrió en gastos y obligaciones sujetas al crecimiento que se había propuesto tener, y es por esto por lo que incurrió en pérdida neta en 2 años. En este momento el foco está puesto en seguir creciendo, pero enfocada primero en costos, por lo que los márgenes se irán acercando cada vez más.

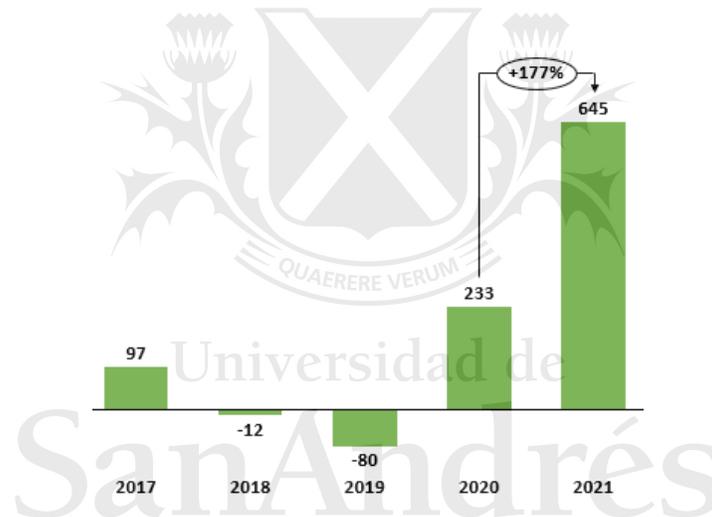
Mercado Libre ya anunció que para 2022 su principal crecimiento estará destinado a las soluciones logísticas y al sector de IT. Esto se debe a que quiere mejorar y eficientizar los servicios relacionados con Mercado Envíos, y con los gastos operativos y de desarrollo de productos. Las inversiones más grande

vienen siendo realizadas en el segmento de envíos, por lo que el desafío principal está puesto en mejorar los costos de la unidad de Mercado Envíos.

### 8.1.5 EBITDA

El EBITDA es una métrica non-GAAP (método alternativo que tienen las empresas de presentar sus ganancias ya que pueden considerar que las cuentas oficiales no representan el estado real de la empresa) que los inversores utilizan para comparar compañías de similar tamaño, industria o sector. Como su nombre en inglés lo indica (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) son los ingresos antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones.

**Gráfico 16: Evolución del EBITDA (en millones de USD) de Mercado Libre período 2017-2021**



*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

En el gráfico anterior se puede ver cómo fue evolucionando el EBITDA en los últimos años. En 2021 tuvo un crecimiento de +177% vs. 2020, que había vuelto a tener un resultado positivo después de 2 años de estar en negativo. La explicación a esto se da ya que crecieron las ventas de la compañía en un 78%, y sus costos crecieron un 72%, generando un mejor margen. Por otro lado, las depreciaciones y

amortizaciones correspondientes a inversiones de años anteriores donde la compañía estuvo enfocada en crecer también subieron un 94%, no permitiendo visualizar del todo la mejora en márgenes.

A su vez, se puede ver que en 2018 y 2019 la compañía tuvo resultados negativos. Esto se debe a que en 2018 la compañía tuvo un gran crecimiento en costos de bienes vendidos, gastos generales y administrativos, y otros gastos operativos (en total, un crecimiento del 30%), contra una mejora de las ventas de solo 18%. En 2019 la suba de gastos se volvió a acrecentar (esta vez en un 62%) pero con una mejora en las ventas del 60%, iniciando la recuperación y capitalizando la mejora en gestión. En el siguiente cuadro de elaboración propia se puede visualizar las principales líneas (en miles de dólares) para entender cuáles fueron las principales variaciones en el EBITDA:

**Tabla 10: Evolución del EBITDA período 2017-2021**

<b>Cuadro de resultados (en miles)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Ventas</b>	<b>1.216.542</b>	<b>1.439.653</b>	<b>2.296.314</b>	<b>3.973.465</b>	<b>7.069.409</b>
Costo de ventas	496.942	742.645	1.194.191	2.264.255	4.064.357
<b>Margen bruto</b>	<b>719.600</b>	<b>697.008</b>	<b>1.102.123</b>	<b>1.709.210</b>	<b>3.005.052</b>
Gastos de investigación y desarrollo	127.160	146.273	223.807	352.474	590.328
Gastos generales y administrativos	447.569	620.217	1.031.477	1.229.044	1.974.021
Otros gastos	-88.598				
<b>Suma de gastos operativos</b>	<b>1.160.269</b>	<b>1.509.135</b>	<b>2.449.475</b>	<b>3.845.773</b>	<b>6.628.706</b>
<b>Margen operativo (EBIT)</b>	<b>56.273</b>	<b>-69.482</b>	<b>-153.161</b>	<b>127.692</b>	<b>440.703</b>
Depreciaciones y amortizaciones	40.921	57.200	73.320	104.992	203.942
<b>EBITDA</b>	<b>97.194</b>	<b>-12.282</b>	<b>-79.841</b>	<b>232.684</b>	<b>644.645</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

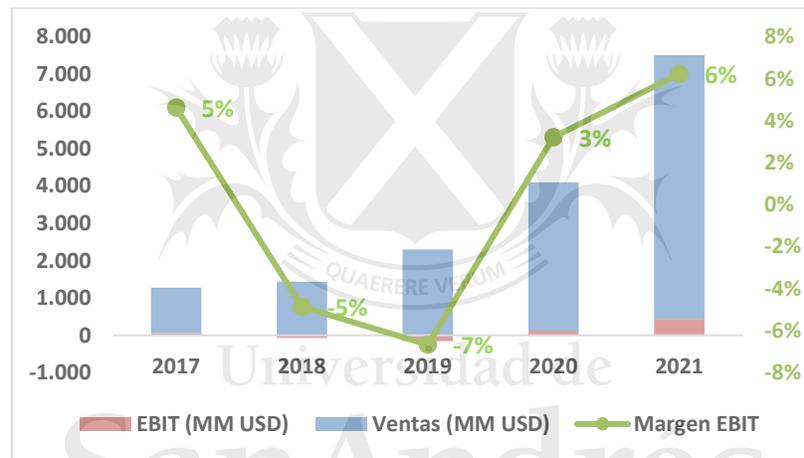
### 8.1.6 Margen EBIT

Es un ratio que mide la rentabilidad de una empresa en función a las ganancias antes de intereses e impuestos. El margen EBIT se calcula como:

$$\text{Margen EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ventas}}$$

También se lo conoce como margen operativo o margen de explotación. Es útil ya que refleja el beneficio que genera una compañía por si sola, ignorando el hecho de cómo se financia y los egresos impositivos. Se utiliza también para comparar empresas que no operan en el mismo país, ya que aísla el efecto de tasas impositivas.

**Gráfico 17: Evolución del Margen EBIT de Mercado Libre período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

Como se puede ver en el gráfico anterior, el margen EBIT viene creciendo los últimos años, demostrando que la compañía es cada vez más rentable, eficientizando sus costos, y mejorando sus ventas.

## 8.2 Ratios de liquidez

Los ratios de liquidez miden la habilidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras en el corto plazo. Es importante utilizarlos conjuntamente para realizar un buen análisis, ya que alguno

puede estar desviado debido a la forma en que está estructurada la empresa, es decir, si es una empresa que tiene un gran inventario o no.

Los datos provienen del balance de la empresa. En este caso se pondrá foco en el activo y el pasivo corriente. Existen dos ratios fundamentales para medir la liquidez de una compañía: el ratio de liquidez y el ratio de liquidez ácido. Sus fórmulas de cálculo son las siguientes:

$$\text{Ratio de liquidez o razón circulante} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

$$\text{Test ácido} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo corriente}}$$

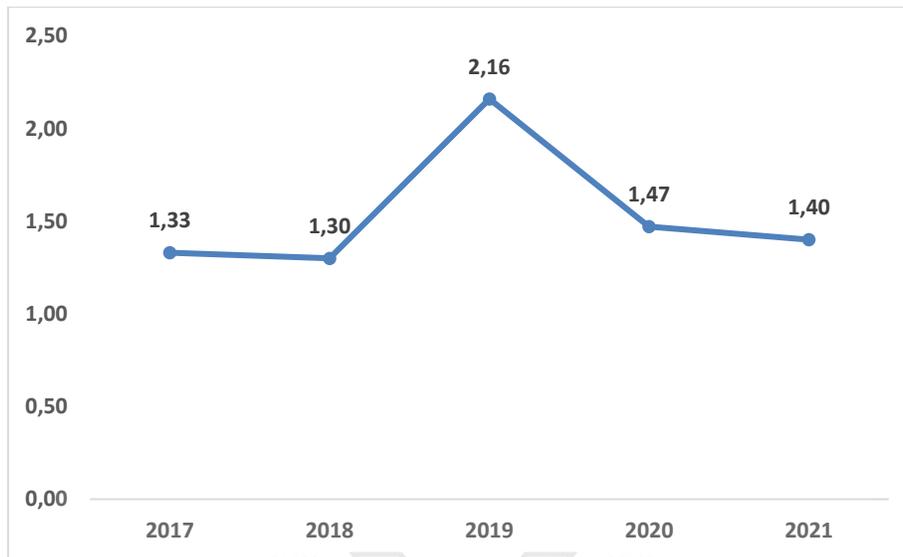
Cuando se calculan ratios de liquidez es fundamental tener en cuenta las comparaciones con empresas similares pertenecientes a la misma industria, en lo posible que sean del mismo sector y tamaño, ya que hay sectores que tienen ratios más elevados que otros justamente por la industria en la que se encuentran. Los ratios de liquidez son sumamente útiles y utilizados por analistas de valuación de empresas, tienen ciertas restricciones:

- A la hora de comparar entre empresas, es complicado encontrar un estándar en la contabilidad
- Se dificulta conseguir empresas del mismo sector y tamaño
- La liquidez coincide con los datos del balance, que miden la situación en un momento determinado

San Andrés

### *8.2.1 Ratio de liquidez o razón circulante*

Es un indicador de la capacidad que un negocio tiene para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. El ratio de liquidez puede convertirse en una herramienta sumamente útil para gestionar la tesorería de una compañía ya que aporta datos en términos absolutos.

**Gráfico 18: Evolución del ratio de liquidez de Mercado Libre período 2017-2021**

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

El ratio en los últimos 5 años se encuentra siempre por encima de 1, lo que indica una buena señal en cuanto a la salud financiera. Sin embargo, si el dato es ampliamente superior a 1 puede significar que existe un exceso de recursos activos que no están siendo explotados y, por tanto, no se está obteniendo toda la rentabilidad que se podría conseguir de ellos.

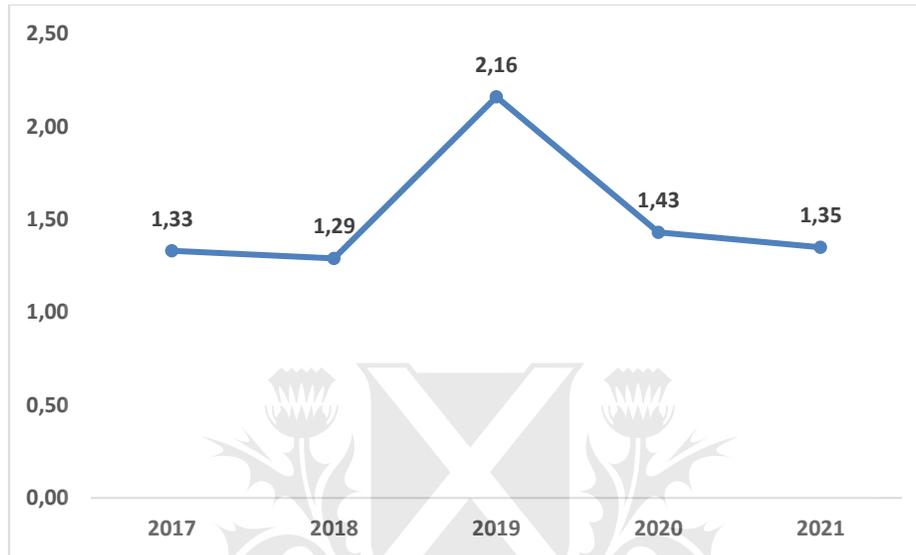
En el caso de Mercado Libre, el índice se encuentra en valores cercanos a 1, por lo menos en los últimos 2 años. La disminución año contra año se debe principalmente a un mayor crecimiento del pasivo corriente, puntualmente en las siguientes 3 cuentas: fondos a pagar a los clientes; cuentas por pagar y préstamos por pagar.

### 8.2.2 Ratio de liquidez ácido o Quick Ratio

Es un ratio contable que indica cómo es la liquidez de una empresa a corto plazo. Indica si una empresa puede asumir el pago de sus deudas a corto plazo. Es un buen ratio para conocer la capacidad de pago a

corto plazo, indicando la solidez de la liquidez o solvencia utilizando el activo corriente (deducidas las existencias por su poca capacidad para convertirse en dinero a corto plazo) dividido por el pasivo circulante.

**Gráfico 19: Ratio de liquidez ácido de Mercado Libre período 2017-2021**



*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

El ratio sigue siendo superior a 1 en los últimos 5 años, lo que indica que la empresa tiene buena capacidad de hacer frente a pagos a corto plazo. Por otro lado, se puede ver que la caída es similar al ratio de liquidez, con la pequeña diferencia que la caída es levemente superior. Esto se debe a que las existencias crecieron en 2021 vs. 2020, debido a las inversiones y a un crecimiento de la vertical de productos propios.

### 8.3 Ratios de endeudamiento

Los ratios de endeudamiento miden la habilidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras en el mediano o largo plazo. En este caso hay que tener cuidado al comparar ratios entre

distintas empresas ya que los ratios pueden estar sesgado por la forma de capitalización de las empresas, es decir, si se financia más con deuda a corto o a largo plazo.

Medir la solvencia desde una sola perspectiva puede resultar perjudicial. Es por esto, que hay que tener en cuenta varios factores a la hora de calcular y utilizar los ratios que tengan que ver con ella. A la hora de calcular los ratios de solvencia, es importante realizar comparaciones con empresas del mismo sector y del mismo tamaño, ya que algunos sectores pueden tener tendencia a tener unos ratios más elevados que otros. Los principales ratios que se utilizaron son:

### *8.3.1 Deuda financiera sobre EBITDA*

Es un ratio de cobertura de deuda que indica la capacidad de devolución de financiación que tiene una compañía en los próximos años. Da una relación del tiempo que le llevaría a una empresa pagar su deuda financiera. Cuanto mayor sea, mayor será el tiempo que tardaría la empresa en pagar la deuda.

En los últimos años esta métrica tomo bastante relevancia debido al COVID-19. La mayoría de las empresas experimentaron una fuerte caída de facturación y una consecuente caída en la rentabilidad, por lo que decidieron apalancarse y aumentaron su endeudamiento con financiación externa.

**Gráfico 20: Evolución ratio Deuda financiera/EBITDA de Mercado Libre período 2017-2021**

Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

Así fue el caso de Mercado Libre, que en 2020 incrementó su deuda financiera en un 108%, pero mejorando considerablemente su EBITDA, volviendo a números positivos. Luego en 2021 con márgenes mejores que los de 2020, y con una deuda financiera menor en términos porcentuales, el ratio vuelve a reducirse a números más sanos cerrando en 5,5.

### 8.3.2 EBIT sobre intereses

Es un ratio que sirve para medir cual es la capacidad de la compañía de pagar los intereses que debe según los ingresos que genera. Se utiliza para conocer la capacidad que tiene una empresa de cumplir con los pagos de intereses con flujos provenientes de la actividad principal.

En este caso el indicador viene creciendo, gracias a un crecimiento del EBIT en los últimos 2 años. Nuevamente esto se debe a una mejor estructura de costos y a los fuertes crecimientos de las ventas, principalmente en Brasil y Argentina. En este caso el ratio mejora a pesar de tener un crecimiento del 114% en intereses, generados por la toma de deuda de los últimos años, gracias a un crecimiento de 245% en EBIT.

**Gráfico 21: Evolución ratio EBIT/Intereses de Mercado Libre período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)

### 8.3.3 Deuda financiera sobre patrimonio neto

Este indicador mide la relación entre la deuda financiera y el capital aportado por los accionistas. Es un índice de deuda utilizado para medir el apalancamiento financiero de una compañía. También muestra hasta qué punto el capital de los accionistas puede cumplir las obligaciones de una empresa con los acreedores en caso de liquidación.

Un valor elevado indica que una empresa no puede generar suficiente efectivo para satisfacer sus obligaciones de deuda. Sin embargo, las bajas proporciones también pueden indicar que una empresa no está aprovechando las mayores ganancias que puede traer el apalancamiento financiero.

**Gráfico 22: Evolución ratio Deuda financiera/Patrimonio neto de Mercado Libre período 2017-2021**



*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2017-2021)*

Desde 2019 (donde hubo una fuerte emisión de acciones) en adelante, la estructura de la compañía procede a ser más apalancada, principalmente respaldada por aportes de capital extranjeros y bonos corporativos, vinculados con las inversiones sustentables.

### 8.4 Métricas operativas

Dentro de los ratios operativos o de circulación, se analizarán ratios relacionados con el balance y la cuenta de resultados. Son indicadores que miden el número de rotaciones por período de una determinada magnitud de la empresa. Sirve para analizar la eficiencia con la que la empresa maneja y gestiona sus activos y ventas.

Cuanto mayor es el número de rotaciones, más eficiente es la gestión de la empresa ya que disminuye el número de materias primas, productos terminados, saldos pendientes de cobro. El resultado de estos indicadores, puede ser un parámetro que anticipe una tendencia alcista o de recesión económica.

### *Cuentas por Cobrar*

Es una medida contable que se utiliza para medir la eficiencia de una empresa en el cobro de sus cuentas por cobrar. Es un indicador que te permite controlar la liquidez de una empresa. Es un término utilizado en finanzas, bancos, títulos y valores financieros.

Las empresas que venden a crédito no pueden disponer inmediatamente de los ingresos por ventas, sino hasta tanto los clientes paguen la cuenta, y el tiempo que demore el cliente para pagar, es un indicador relevante para gestionar tanto el capital de trabajo como la política de clientes o cartera.

Consiste en la proporción entre el total de ventas anuales a crédito y el promedio de cuentas pendientes de cobro. Demuestra la velocidad con la que una empresa cobra sus cuentas. Es decir, la capacidad que tiene de transformarlas en dinero en efectivo.

La cartera es una de las variables más importantes que tiene una empresa para administrar su capital de trabajo. Según la eficiencia con que se administre la cartera, el capital de trabajo y la liquidez de la empresa mejoran o empeoran.

Las empresas que mantienen cuentas por cobrar están otorgando préstamos sin intereses a sus clientes, ya que las cuentas por cobrar son dinero adeudado sin intereses. Si una empresa genera una venta a un cliente, podría extender plazos de 30 o 60 días, lo que significa que el cliente tiene de 30 a 60 días para pagar el producto.

La rotación de cuentas por pagar debe ser más acelerada que la rotación de cuentas por cobrar, o al menos igual. No se puede considerar que mientras a los clientes se les da créditos a 30 días, los proveedores sólo den crédito a 15 días; de suceder así, se estaría en una desventaja financiera puesto que mientras la empresa financia a sus clientes, debe pagar de contado o a muy corto plazo a sus proveedores.

Con este índice se puede valorar si una empresa tiene suficientes ingresos o efectivo para cumplir con sus obligaciones de pago a corto plazo y se puede saber qué acciones hay que tomar ante un crédito.

Una alta tasa de rotación de las cuentas por cobrar puede indicar que la recaudación de deuda de una empresa es eficiente y que la empresa tiene una mayoría de clientes de calidad que pagan sus deudas rápidamente.

También puede sugerir que una empresa no otorga días de crédito a sus clientes y exige el pago inmediato. La política de crédito conservadora puede ser beneficiosa, ya que podría ayudar a la empresa a evitar extender crédito a clientes que tal vez no puedan pagar a tiempo.

Un índice de rotación de cuentas por cobrar bajo puede deberse a que una empresa tiene un proceso de cobro deficiente, políticas de crédito incorrectas o clientes que no son financieramente viables o solventes. El cálculo de días de cuentas a cobrar es el siguiente:

$$\text{Días de cuentas a cobrar} = \frac{\text{Cuentas a cobrar}}{\text{Ventas}} * 365$$

**Tabla 11: Evolución anual Días de cuentas a cobrar período 2018-2021**

	2018	2019	2020	2021
Cuentas a cobrar	491	598	1.298	3.137
Ventas	1.440	2.296	3.973	7.069
<b>Días de cuentas a cobrar</b>	<b>125</b>	<b>95</b>	<b>119</b>	<b>162</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2018-2021)*

La compañía tuvo un aumento de 43 días de cuentas a cobrar comparado contra el año anterior.

#### *Días de inventario*

Es el tiempo en que los artículos de una empresa permanecen almacenados. Con esta información es posible planificar mejor las reposiciones, identificar productos con un excesivo costo de almacenaje o comparar la rentabilidad del negocio con otros similares.

Es un indicador logístico y contable que indica la cantidad de días necesarios para renovar completamente el stock de un almacén, comparando el valor económico del stock almacenado y el vendido.

Los días de inventario ejercen un impacto directo en la liquidez de la empresa, puesto que una correcta administración de la mercancía proporciona una mayor rentabilidad. Este cálculo, que sirve para analizar los costos de almacenamiento, pone de manifiesto que cuanto menos tiempo pase un artículo en el almacén, menor será su costo. Por el contrario, un ratio elevado de días de inventario indica, habitualmente, que la firma no está gestionando bien su inventario o que atraviesa problemas para vender. El cálculo de días inventario es el siguiente:

$$\text{Días de inventario} = \frac{\text{Inventario}}{\text{Costos}} * 365$$

**Tabla 12: Evolución anual días de inventario período 2018-2021**

	2018	2019	2020	2021
Inventarios	5	9	118	253
Costos	743	1.194	2.264	4.064
<b>Días de inventario</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>19</b>	<b>23</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2018-2021)*

La compañía aumentó en 4 días sus inventarios comparando contra el año 2020.

### *Cuentas por pagar*

El índice de rotación de cuentas por pagar es un indicador necesario para comprobar cómo está la liquidez de una empresa. Las cuentas por pagar son deudas que se pagan en el corto plazo. El número de veces que una empresa paga las deudas con sus proveedores durante un período determinado se cuenta con el índice de rotación de cuentas por pagar.

Con este indicador se puede valorar si una empresa tiene suficientes ingresos o efectivo para cumplir con sus obligaciones de pago a corto plazo. Con este indicador se puede saber qué acciones hay que tomar ante un crédito.

Con el índice de rotación de cuentas por pagar se puede valorar si una empresa cumple dentro del plazo fijado el pago de sus facturas pendientes. Esto permite adelantarse a posibles problemas de liquidez y planificar las soluciones de crédito más efectivas según el estado actual de facturación. Además, es una buena métrica para comprobar que la empresa paga a buen ritmo a sus proveedores y que tiene suficientes ingresos para cumplir con el pago de sus deudas a corto plazo.

Por otro lado, indica si la empresa puede cumplir con los pagos a tiempo y a través de eso decidir si usar o no todos los términos de crédito de sus proveedores tratando de disminuir posibles pérdidas a largo plazo.

En resumen, ayuda a controlar la liquidez de la compañía para mejorar el ritmo de pagos a proveedores y planificar inversiones que proporcionarán ganancias dentro de un tiempo determinado. El cálculo de días de cuentas a pagar es el siguiente:

$$\text{Días de cuentas a pagar} = \frac{\text{Cuentas a pagar}}{\text{Costos}} * 365$$

**Tabla 13: Evolución anual días de cuentas a pagar período 2018-2021**

	2018	2019	2020	2021
Cuentas a pagar	243	331	728	1.324
Costos	743	1.194	2.264	4.064
<b>Días de cuentas a pagar</b>	<b>120</b>	<b>101</b>	<b>117</b>	<b>119</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2018-2021)*

La compañía aumentó en 2 sus días de cuentas a pagar comparando contra el año anterior.

*Ciclo de conversión de caja*

El ciclo de conversión de caja (o ciclo de conversión de efectivo) es un indicador que informa cuántos días tarda una compañía en transformar sus compras de inventario en efectivo. Es fundamental para asegurarse de estar al día con el flujo de caja de una compañía.

Este indicador tiene suma importancia ya que muestra el flujo de caja de una empresa y la capacidad de mantener activos de alta liquidez. Además, es una medida que los prestamistas y otros proveedores de servicios financieros usarán para evaluar el posible nivel de riesgo. El mismo se calcula como:

$$CCE = \text{Días de cuentas a cobrar} + \text{Días de inventario} - \text{Días de cuentas a pagar}$$

El resultado de la fórmula son los días de capital circulante para convertir el inventario adquirido en efectivo.

El CCE da una indicación de la posición en términos de liquidez. Además, puede dirigir su atención hacia lo que está ayudando o impidiendo el flujo de caja de la compañía. Dependiendo de los resultados, se pueden conocer áreas de atención inmediata que se puedan mejorar.

Cuanto más largo sea el CCE, mayor será el capital circulante necesario para la gestión de operaciones, lo cual puede constituir un desafío para muchas empresas. Por lo general, las compañías buscan reducir su CCE. En el caso de Mercado Libre, contó con 66 días de CCE en 2021 y 21 días en 2020:

**Tabla 14: Evolución Ciclo de conversión de efectivo período 2018-2021**

	2018	2019	2020	2021
<b>Días de cuentas a cobrar</b>	<b>125</b>	<b>95</b>	<b>119</b>	<b>162</b>
<b>Días de inventario</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>19</b>	<b>23</b>
<b>Días de cuentas a pagar</b>	<b>120</b>	<b>101</b>	<b>117</b>	<b>119</b>
<b>CCE</b>	<b>7</b>	<b>-4</b>	<b>21</b>	<b>66</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2018-2021)

## 8.5 Métricas propias de la industria

Para empezar a comprender el estado de la compañía, se revisarán ciertas métricas operativas, que son informadas todos los años dentro de la sección financiera, luego de los balances del año fiscal cerrado:

*Tabla 15: Métricas propias de la industria período 2019-2021*

Conceptos (en millones)	2019	2020	2021
Usuarios únicos activos	74	133	140
Volumen bruto de mercancías	13.997	20.927	28.351
Numero de ítems satisfactoriamente vendidos	379	719	1.014
Numero de ítems satisfactoriamente enviados	307	649	962
Volumen total de pagos	28.390	49.757	77.371
Volumen total de pagos en el marketplace	13.052	19.951	27.432
Transacciones de pagos totales	838	1.915	3.255
Gastos de capital	141	254	630
Depreciaciones y amortizaciones	73	105	204

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2019-2021)*

*Usuarios únicos activos:* se conoce como tal, a un usuario nuevo o existente que realizó al menos una de las siguientes acciones durante el período informado:

1. realizó una compra, reserva o hizo una pregunta en el sitio
2. mantuvo una lista activa en el marketplace o Clasificados marketplace
3. mantuvo una cuenta activa en Mercado Shops
4. realizó un pago, transferencia, cobro y/o adelanto a través de Mercado Pago
5. mantuvo una línea de crédito pendiente a través de Mercado Crédito
6. mantuvo un saldo de más de USD 5 invertidos en un cuenta de gestión de activos del Mercado Fondo.

La gerencia utiliza esta métrica para evaluar el tamaño de la comunidad de usuarios que interactúan con el ecosistema Mercado Libre y de los cuales existe la oportunidad de generar un mayor compromiso. Con los cambios en el negocio, proporciona una mejor indicación de la base de usuarios activos en lugar de una métrica de registro que no refleja ningún tipo de interacción. Este número tuvo un crecimiento del 5% en 2021, pero el año anterior se había visto incrementado en casi 80%, producto del gran crecimiento que tuvo el comercio electrónico en la pandemia.

*Volumen bruto de mercancías:* mejor conocido como GMV (Gross Merchandise Volume). Es la medida de la suma total en dólares de todas las transacciones realizadas a través del marketplace, excluyendo las transacciones de Clasificados. El crecimiento de las ventas en 2021 fue realmente sorprendente, con un 35% por encima de 2020, que había sido el año récord de ventas por la pandemia, y cuyo número parecía difícil de alcanzar. En 2020 las ventas habían crecido un 50% año contra año, a pesar de haber tenido un primer trimestre complicado debido a que la economía se ralentizó por culpa del COVID-19.

*Numero de ítems satisfactoriamente vendidos:* mejor conocido como SI (Successful Items). Es la medida del número de artículos que se vendieron/compraron a través de Mercado Libre marketplace, excluyendo artículos Clasificados. Este indicador tuvo un crecimiento similar al de las ventas, con un 41% de crecimiento vs. 2021. En 2020, la cantidad de ítems vendidos había crecido un 90% contra 2019, lo que demuestra que el ticket promedio en 2020 había sido más bajo (el producto más vendido en toda la región fue el barbijo descartable).

*Numero de ítems satisfactoriamente enviados:* es la medida de la cantidad de artículos que se enviaron a través del servicio de Mercado Envíos. El crecimiento es mayor al de ítems vendidos, lo que demuestra una mayor penetración y ganancia de mercado por parte de la solución que ofrece la compañía. El año de mayor crecimiento de este indicador había sido 2020, donde el foco de la compañía estuvo puesto en el servicio al cliente, y la unidad de negocio de Mercado Envíos fue muy importante para ello.

*Volumen total de pagos:* mejor conocido como TPV (Total payment volume). Es la medida de la suma total en dólares de todas las transacciones pagadas a través de Mercado Pago, incluidas las

transacciones dentro y fuera del marketplace. En 2021 este monto llegó a USD 77.400 MM, un 55% más que en 2020.

*Volumen total de pagos en el marketplace:* es la medida de la suma total en dólares de todas las transacciones del marketplace pagadas a través de Mercado Pago, sin incluir las tarifas de envío y financiación. Este indicador sirve para tomar dimensión de la importancia del marketplace, ya que posee un 35% de los pagos transaccionados en mercado pago, con una suma de USD 27.400 MM, un 37% por encima de 2020.

*Transacciones de pagos totales:* es la medida del número de todas las transacciones pagadas a través de Mercado Pago. Este indicador ayuda a ver cuántas transacciones efectuó mercado pago en el año. En total, fueron 3.200 millones de transacciones, un 70% por encima del año anterior. La transacción promedio fue por USD 23,8; un 9% por debajo del año anterior, lo que representa que mercado pago está siendo cada vez más inclusivo en los pequeños y medianos comercios, siendo utilizado para cualquier tipo de transacción, por menor monto que tenga.

*Gastos de capital:* o CAPEX (Capital Expenditure), son todas las inversiones en activos que pueden ser amortizadas. El monto de los últimos dos años da una magnitud del panorama futuro que tiene la compañía en seguir creciendo. En 2020 la empresa invirtió USD 250 MM (un 80% más que en 2019) y el año pasado invirtió 630 millones (+150% vs. 2020). De los indicadores operativos, es el único que creció porcentualmente por encima de la relación 2020 vs 2019.

*Depreciaciones y amortizaciones:* o D&A (Depreciation and Amortization), son las amortizaciones acumuladas en el período en cuestión. De la mano con el indicador mencionado anteriormente, los activos comienzan a amortizar una vez que son comprados, o que su obra en curso pasa a un status de finalizada. El crecimiento de estas es similar al de CAPEX, +94% vs 2020, el doble que el crecimiento que habían tenido comparando 2020 vs 2019.

A su vez, se recolectaron algunas de estas métricas en las empresas comparables para ver algunas similitudes y diferencias:

**Tabla 16: Métricas de la industria con empresas comparables (2021)**

Resumen	MELI	AMZN	BABA	Sea Ltd	ebay	Etsy	JD
Cantidad de empleados	29.957	1.608.000	127.600	67.300	10.800	2.402	385.360
Usuarios únicos activos (MM)	140	300	979	654	159	96	570
Volumen bruto de mercancías (MM)	28.351	1.600.000	1.312.000	62.600	87.365	13.491	463.320
Ventas netas (MM)	7.069	469.822	134.567	9.955	10.420	2.329	149.326
Gastos de capital (MM)	630	61.053	8.409	807	494	28	3.470

*Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2021)*

En conclusión, se puede ver que en términos de empleados, usuarios activos y gastos de capital en 2021, la compañía que más se asemeja a Mercado Libre es la norteamericana Ebay. En términos de ventas brutas la empresa de comercio electrónico americana Etsy es la que tiene montos similares a Mercado Libre, a diferencia en ventas netas, que es la compañía de Singapur Sea Limited, debido a que tiene un porcentaje más bajo de ganancia neta por cada venta bruta transaccionada. Por último, en términos de depreciaciones y amortizaciones, la empresa china JD.com es la que posee montos más cercanos a los de Mercado Libre.

Universidad de

## 8.6 Conclusión análisis financiero

En resumen, se puede ver que Mercado Libre es una compañía que viene creciendo sostenidamente, con ratios cada vez más favorables a la salud financiera de la organización.

Por el lado de las métricas de rentabilidad, se puede ver que la misma viene creciendo, mejorando sus márgenes y aumentando la capacidad que la empresa tiene de generar ganancias y valor para sus accionistas, junto con una mejora en el uso eficiente de sus activos.

Por el lado de los ratios de liquidez y de endeudamiento, la empresa tiene una buena capacidad de hacer frente a sus obligaciones financieras a corto plazo, demostrando una buena solvencia. Luego de

atravesar la pandemia, mejorando sus márgenes y reduciendo porcentualmente el crecimiento de su deuda financiera, la compañía demuestra mejoras en el cierre de 2021.

Para concluir, se compararon los ratios y métricas utilizados en el análisis financiero con el resto de las compañías comparables de la industria:

**Tabla 17: Métricas financieras de empresas comparables (2021)**

Métricas año 2021	MELI	AMZN	BABA	Sea Ltd	ebay	Etsy	GLBE	JD
ROE	5%	24%	13%	-28%	139%	79%	-11%	-1%
ROA	4%	6%	6%	-8%	11%	12%	-8%	1%
Margen neto	1%	7%	17%	-21%	131%	21%	-31%	0%
Margen bruto	43%	42%	37%	39%	75%	72%	37%	14%
Margen EBIT	6%	5%	11%	-16%	28%	20%	-27%	0%
Ratio de liquidez	1,40	1,14	1,66	2,11	1,97	2,18	4,73	1,35
Ratio de liquidez ácido	1,36	0,91	1,66	2,09	1,97	2,18	4,73	1,01
Deuda financiera/Patrimonio neto	2,30	0,84	0,15	0,53	0,95	3,80	0,03	0,02
Deuda financiera/EBITDA	5,46	1,97	1,15	-3,30	2,71	4,36	1,13	0,42
EBIT/Intereses	1,93	13,75	21,89	-11,39	10,87	47,07	-7,29	3,42

Fuente: Elaboración propia en base a los informes financieros anuales 10K de Mercado Libre (2021)

En este caso se puede ver que Mercado Libre tiene ratios de rentabilidad más cercanos a empresas de mayor madurez como Amazon y Alibaba. En cuanto a ratios de liquidez y ratios de endeudamiento se asemeja también a compañías más nuevas como Etsy, Globe-e y JD.com.

## 9. Valuación

A la hora de valuar una empresa existen diferentes métodos que pueden estar basados en activos, ingresos o en el mercado. En este caso se utilizarán dos tipos: valuación por múltiplos (enfoque de mercado o valuaciones comparativas) y valuación por flujos de caja descontados (enfoque de ingresos).

Para saber que variables considerar, hay que entender que existen diferentes tipos de empresas e industrias donde opera una empresa. Las valuaciones son subjetivas cuyo grado y dirección dependen del momento del ciclo de negocios, los objetivos del analista, e hipótesis utilizadas. Para saber cómo valuar una empresa, hay que conocer qué tipo de empresa es, a que sector pertenece y su clase.

Otro punto importante para tener en cuenta es el proceso y el momento por el cual se va a valorizar la compañía, ya que pueden ocurrir cambios que hagan tener una visión errada al mirar solo un momento del tiempo, y no la línea temporal completa. Algunos ejemplos importantes que pueden modificar el análisis son: cuando una empresa sale a cotizar en bolsa, cuando anuncia la compra o la venta de otra compañía, cuando se declara en quiebra, cuando se fusiona con otra compañía.

### 9.1 Tasa de descuento

Para descontar los flujos de fondos futuros es necesario utilizar una tasa de descuento. Para determinar que tasa usar, se seleccionó la denominada tasa WACC (Weighted Average Cost of Capital). La misma se encarga de ponderar los costos de las fuentes de capital, es decir, si son propias o de terceros. Si la WACC resulta inferior a la rentabilidad del capital invertido, se habrá generado un valor agregado para los accionistas. La fórmula es la siguiente:

$$WACC = Kd * (1 - tx) * \frac{D}{D + E} + Ke * \frac{E}{D + E}$$

Donde:

- Ke: costo de los fondos propios
- E: valor de mercado del capital propio
- D: valor de mercado de la deuda financiera
- Kd: costo de la deuda financiera
- Tx: tasa impositiva

*Ke*

El costo de los fondos propios o del patrimonio neto, se obtendrá utilizando el método CAPM. Este modelo sirve para calcular el precio de un activo o un portafolio. Supone que la relación entre riesgo y rentabilidad es lineal. La fórmula que se utilizó para calcularlo es:

$$Ke = Rf + \beta * (Em - Rf) + RP$$

Donde:

- Rf: equivale a la tasa libre de riesgo. Es la tasa asociada a la rentabilidad de un bono emitido por un banco central. Se puede tomar como referencia la tasa de rentabilidad de un bono a 5 años o a 10 años emitidos por el tesoro público de los Estados Unidos. A mayor horizonte temporal, la tasa se verá menos afectada por decisiones de política monetaria y por efectos coyunturales, por lo que se utilizó la tasa correspondiente al "T-Bill 10Y" que se encontraba en **1,512%** al 31/12/2021
- B: beta de la acción. Determina el riesgo de mercado de un activo, en función del contexto y la volatilidad del mercado. Este riesgo no puede eliminarse ya que es inherente a la empresa. Para

el cálculo de la beta, se utilizó el cálculo del beta expresado en el capítulo 5, mediante la comparación entre Mercado Libre y el Nasdaq: **1,29**

- Em: rentabilidad esperada del mercado. Requiere de un modelo predictivo para obtener una estimación de la rentabilidad de las empresas que componen el mercado. Para este cálculo, se utilizó la media geométrica histórica del S&P 500. Para minimizar efectos cortoplacistas causados por circunstancias externas, se consideró el retorno de los últimos 50 años, cuyo valor es de **9,5%**.
- (Em-Rf): prima de riesgo de mercado. Es la diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado y la tasa libre de riesgo mencionada anteriormente. Representa el retorno extra que podría conseguir un inversor por encima de la tasa libre de riesgo, si invirtiera en el portafolio de mercado. Si a la rentabilidad esperada del mercado mencionada anteriormente le quitamos la tasa libre de riesgo, el valor que obtenido es de **7,99%**.
- RP: riesgo país. Dado que los cálculos mencionados anteriormente están pensados para integrarse con el mercado americano, y que Mercado Libre opera en países latinoamericanos, hay que añadir una tasa que represente el riesgo que esos países suponen. El riesgo país es la diferencia de tasas que existe entre un bono emitido por ese país en dólares, y la tasa de un bono emitido por Estados Unidos. Para calcular un riesgo país integrado, se utilizó un promedio ponderado de los riesgos país donde opera Mercado Libre, según la participación de cada país. Dado que el 95% del negocio se encuentra entre Brasil, Argentina y Méjico, se utilizó la distribución de ventas que representan para la compañía estos 3 países para poder ponderar el riesgo de cada uno sobre la compañía en total. El riesgo país lo determinaremos a través del índice EMBI+ al 31/12/2021. El resultado obtenido es de **6,33%** para toda la compañía:

**Tabla 18: Cálculo del riesgo país de Mercado Libre**

País	Participación	EMBI+ al 31/12
Brasil	59,1%	3,05
Argentina	23,2%	16,87
Méjico	17,7%	3,47
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>6,33%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de JP Morgan

Por lo tanto, el resultado del  $K_e$  con todas las variables mencionadas anteriormente es de **18,15%**.

$$K_e = 1,512\% + 1,29 * (9,5\% - 1,512\%) + 6,33\% = 18,15\%$$

#### *K<sub>d</sub>*

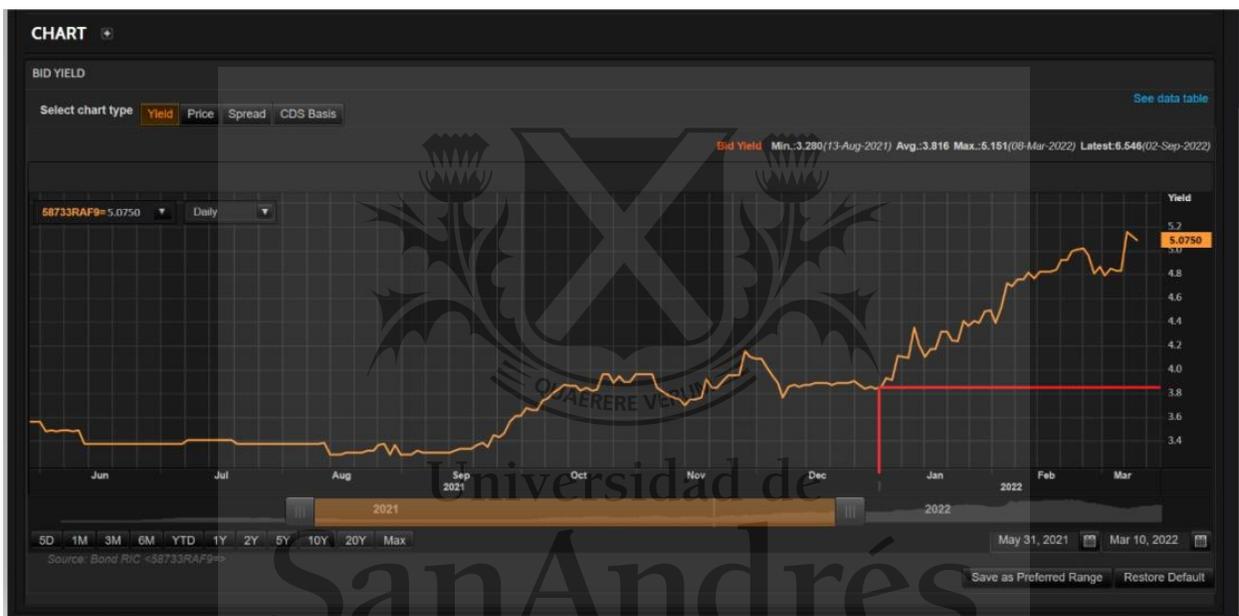
Para determinar el costo de deuda, es importante considerar que el costo del pasivo de una empresa viene determinado más por la estructura financiera de la misma, que por el mercado de capitales. Para este caso, se consideró que la financiación de los proyectos, van de la mano con la misma estructura que el resto del conjunto de la empresa. Como se mencionó en el capítulo de riesgos, en el año 2021, Mercado Libre realizó una emisión de bonos corporativos en el mercado internacional por 1.100 millones de dólares en dos tramos. Por un lado, bonos sustentables por USD 400MM con cupón **2,375%** y plazo de cinco años (vencimiento 2026), que serán utilizados para promover la inclusión financiera, reducir la huella ambiental e invertir en desarrollo social. Según el CFO de la compañía: "este primer bono sustentable es un hito que ayuda a contribuir cada vez más a las sociedades, a ser más eficientes en consumos energéticos, a ir hacia una movilidad cada vez más limpia y a innovar en estrategias para mitigar el impacto social y ambiental".

A su vez, notas garantizadas por USD 700MM a una tasa de 3,125% y plazo de 10 años (vencimiento 2031). Emitió a tasas más bajas de las estimadas, incluso, y la oferta fue 11 veces superior. El bono

Global con vencimiento en 2030 (diez años) de Argentina rinde 16,5% mientras que el título de Mercado Libre a 10 años rinde 3,12%. O sea, el país tendría que pagar cinco veces más caro en caso de querer endeudarse que Mercado Libre. Está claro que, para los inversores, la compañía de comercio electrónico es mucho más confiable que el Gobierno.

Para el valor de Kd, se consideró el tramo del bono a 10 años por ser el de mayor relevancia y el que posee una estructura más común acorde al mercado. Para este caso, se tomó la tasa de rendimiento del bono a diciembre 2021, que se encontraba en **3,9%**.

*Ilustración 2: Evolución del rendimiento del bono emitido por Mercado Libre en enero 2021*



*Fuente: Bloomberg*

### *Estructura de capital*

Sumados a los USD 1.100 MM emitidos en 2021, la compañía acumulaba una deuda financiera de USD 2.419MM, y cerró el año con un balance de USD 3.519MM. En cuanto al valor del capital propio, la acción al 31/12 tenía un valor de USD 1.348,4 por acción, y la cantidad de acciones en circulación era de

50,4MM. Esto equivale a un valor de mercado de USD 67.929MM. Con estos valores, la estructura de capital resultante es de **4,9%** deuda, **95,1%** capital propio.

### *Tasa impositiva*

En el caso de la tasa impositiva se realizó el mismo calculo que con el riesgo país. Se tomó las tasas impositivas de los países más importantes de la compañía (Brasil, Argentina y Méjico) y luego se ponderó según su peso dentro de las ventas totales de la empresa. Considerando un impuesto de 28,8% para Argentina, 17,9% para Méjico y de 31,6% para Brasil en 2021, la tasa impositiva ponderada de la compañía resulta **28,2%**.

*Tabla 19: Cálculo de la tasa impositiva de Mercado Libre*

País	Participación	Tasa impositiva
Brasil	59,1%	25%
Argentina	23,2%	35%
Méjico	17,7%	30%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>28,2%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en Datos Macro*

El resultado final de la tasa de descuento es el siguiente:

$$WACC = 18,15\% * 95,1\% + 3,9\% * 4,9\% * (1 - 28,2\%) = 17,39\%$$

## 9.2 Valuación por flujos de caja descontados

El método de valuación por flujos de caja descontados (o mejor conocido como DCF) es un método de valuación utilizado para estimar el valor de una inversión en función de sus flujos de caja futuros. El análisis intenta calcular el valor de una inversión hoy, en función de las proyecciones de dinero futuras.

Esto es aplicable a las decisiones de los inversores en empresas o activos, como adquirir una empresa o comprar una acción, y para los propietarios y gerentes de negocios que buscan tomar decisiones sobre presupuestos de capital o gastos operativos.

El valor presente de los flujos de efectivo futuros esperados se obtiene utilizando una tasa de descuento. Si el DCF está por encima del costo actual de la inversión, la oportunidad podría generar rendimientos positivos. Las empresas suelen utilizar el WACC como tasa de descuento, porque tiene en cuenta la tasa de rendimiento esperada por los accionistas. El DCF tiene limitaciones, principalmente porque se basa en estimaciones de flujos de efectivo futuros, que podrían resultar inexactos.

El valor de un activo es igual al valor presente de los futuros flujos de caja generados por el activo. El método DCF está basado en la hipótesis de que todo activo tiene un valor intrínseco que puede ser estimado basado en generación de caja futura, crecimiento, y riesgo. Para la utilización del modelo se necesita estimar la vida del activo, la generación de caja durante la vida del activo, la tasa de descuento para calcular el valor presente de los flujos de caja y el valor terminal.

Una de las principales ventajas de este método es que si se realiza correctamente es el modelo más apropiado para obtener una valuación en términos absolutos. A su vez, ayuda a entender las características adicionales de la compañía y de su industria.

Como contrapartida, requiere de mayor cantidad de estimaciones sobre una mayor cantidad de variables que otros modelos de valuación, algunas de las cuales resultan difíciles de estimar. A su vez, posee ciertas variables sumamente susceptibles, lo que implica que pequeños cambios en estas (tasa de descuento, crecimiento, etc.) provocan grandes variaciones en la valuación del activo.

El objetivo principal del método es estimar la rentabilidad que recibiría un inversor de una inversión puntual. Tiene como premisa el concepto del valor del dinero en el tiempo, que explica que el dinero hoy vale más que el dinero en el futuro dados ciertos parámetros (costo de oportunidad, riesgo, inflación). Un análisis DCF se puede realizar para cualquier inversión que tenga como expectativa recibir más dinero en el futuro.

En este trabajo se realizarán tres escenarios: uno optimista (considerando que las variables se mueven a favor de la empresa, según como viene evolucionando, como rinde por encima de la industria y según lo que los directivos mismos piensan que sucederá), un escenario base (promediando el crecimiento que viene teniendo la empresa, y estimando variables según los promedios de evolución que vienen sucediendo) y un escenario optimista (donde la penetración cae, la participación de mercado decrece y la competencia aumenta, junto con la caída de la industria en general).

A su vez serán divididos los ingresos en dos grandes sectores como a lo largo de todo el informe: Fintech y Commerce. En ambos casos, se estudió el comportamiento de la industria en Latinoamérica, su evolución, la evolución de Mercado Libre, el take rate de la compañía en ambas secciones del negocio, y cuáles son las expectativas a futuro.

### *9.2.1 Universo Fintech*

América latina tiene cerca de un 70% de su población sin acceso a los servicios bancarios tradicionales, lo que lleva a que el 80% de las transacciones se realicen en efectivo. Es por esto por lo que se prevé un crecimiento aún mayor al que viene teniendo la industria en los próximos años. Es posible que Latinoamérica sea el próximo destino de las más importantes Fintechs del mundo. Un dato importante es que la industria creció 112% en el periodo 2018-2021 y se ha convertido en el sector que más inversión ha traído, según un informe del Banco Interamericano de Desarrollo y de la consultora Finnovista. Las fuentes de financiamiento más frecuentes son: inversionistas (25%), entorno personal (19%), y capital de riesgo (17%). La mayoría de los montos de inversión (39%) son menores a USD 100.000, el 24% entre 100.000 y 500.000 y el 10% recibieron más de USD 5MM.

A su vez, la industria viene creciendo a un ritmo del 26% anual en promedio los últimos 3 años (25% en 2019, 20% en 2020 y 34% en 2021). Según el banco interamericano de desarrollo, se espera que la industria tenga un tamaño 10 veces más grande al de 2021, para el 2031.

Desde el lado de Fintech, Mercado Libre viene creciendo a un ritmo acelerado importante. Mientras que la industria creció un 34% en el año 2020, Mercado Libre lo hizo en un 72%, principalmente apalancado en el crecimiento de Brasil (+71% año contra año) y México (+139% año contra año). En promedio, en los últimos 5 años, Mercado Libre creció a una tasa promedio de 57%, mientras que la industria lo hizo a una del 33%. Es por esto por lo que, para los tres escenarios, se considerará que las ventas de Fintech de la compañía crecerán a un ritmo más elevado que el de la industria, apalancados en un crecimiento acelerado de los pagos de cuentas digitales, pagos desde la billetera digital, transacciones persona a persona, pagos online de servicios comerciales, mayores ventas de dispositivos MPos y QR; sumado a una mayor cantidad de usuarios activos traccionado por mayor penetración de dispositivos QR y cuentas digitales.

Por otro lado, se espera un crecimiento del take rate de la compañía, impulsado por mejores fees financieros, mejores ingresos de crédito; sumado a la incorporación de nuevos negocios incorporados a Mercado Pago gracias a la fácil adaptabilidad de los dispositivos MPos, posnet y QR.

En los siguientes cuadros de resumen se puede ver el crecimiento de los volúmenes transaccionados y del take rate por país. En el anexo se encuentran los flujos de fondos descontados completos de 2021 a 2031 para poder apreciar mejor el crecimiento anual:

Universidad de  
San Andrés

## Escenario optimista

Tabla 20: Proyección de ventas y take rate del sector Fintech (escenario optimista)

Revenues Fintech Optimista (MM USD)	2021	2022	2026	2031
Brasil	1.428	2.736	21.718	76.508
Argentina	675	1.227	8.198	26.102
Méjico	248	652	15.074	103.901
Otros	82	143	819	2.390
<b>TOTAL</b>	<b>2.434</b>	<b>4.758</b>	<b>45.809</b>	<b>208.900</b>
<b>Take Rate</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>6,0%</b>	<b>7,8%</b>

Fuente: Elaboración propia

## Escenario base

Tabla 21: Proyección de ventas y take rate del sector Fintech (escenario base)

Ventas Fintech Base (MM USD)	2021	2022	2026	2031
Brasil	1.428	2.681	19.906	67.000
Argentina	675	1.205	7.569	23.117
Méjico	248	634	13.291	85.463
Otros	82	140	761	2.138
<b>TOTAL</b>	<b>2.434</b>	<b>4.660</b>	<b>41.528</b>	<b>177.718</b>
<b>Take Rate</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>6,0%</b>	<b>7,7%</b>

Fuente: Elaboración propia

## Escenario pesimista

Tabla 22: Proyección de ventas y take rate del sector Fintech (escenario pesimista)

Revenues Fintech Pesimista (MM USD)	2021	2022	2026	2031
Brasil	1.428	2.627	18.220	58.570
Argentina	675	1.182	6.981	20.443
Méjico	248	616	11.685	70.018
Otros	82	138	707	1.911
<b>TOTAL</b>	<b>2.434</b>	<b>4.563</b>	<b>37.593</b>	<b>150.943</b>
<b>Take Rate</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>6,0%</b>	<b>7,7%</b>

Fuente: Elaboración propia

### 9.2.2. *Universo Commerce*

Por el lado del comercio electrónico, en los últimos 5 años las ventas transaccionadas por Mercado Libre crecieron un 250%, acompañado también, de un crecimiento del take rate, lo que otorga un crecimiento promedio del 72% anual de los ingresos de comercio electrónico, considerablemente por encima del crecimiento de la industria, que viene creciendo a un 31% anual en Latinoamérica.

Según el sitio especializado Emarketer, el desarrollo del comercio electrónico en América Latina se destaca como la segunda región con mayor potencial de crecimiento. Brasil, Argentina y Méjico están entre los 10 países donde más crecerá el comercio electrónico en los próximos años. Según el informe, aún con una caída de alrededor del 15% en comparación con el crecimiento del comercio electrónico registrado en 2021 a nivel mundial, América Latina se mantiene muy por delante de las demás regiones y, de hecho, muy cerca del primer puesto, el Sudeste Asiático.

En los tres escenarios a continuación, se apunta a un crecimiento de la compañía, acompañado de un crecimiento de la penetración de las ventas online, una mayor solidez del marketplace, la expansión del canal de avisos, un aumento de usuarios únicos junto con una mayor cantidad de artículos por comprador, y una mayor adaptación de la región a los servicios de internet. Además, en los tres escenarios, se prevé un crecimiento del take rate, según la tendencia creciente del mismo, subiendo las comisiones por venta, mayor penetración de mercado envíos y apuntando a una eficiencia en los procesos y los costos operativos.

De 2016 a 2019, la penetración de las ventas hechas por celular pasó de un 20,9% a un 40,2%. Para 2022 se espera que más del 50% de las ventas se hagan por esta vía, impulsando fuertemente el crecimiento del comercio.

En los siguientes cuadros de resumen se puede ver el crecimiento de los volúmenes transaccionados y del take rate por país. En el anexo se encuentran los flujos de fondos descontados completos de 2021 a 2031 para poder apreciar mejor el crecimiento anual:

## Escenario optimista

Tabla 23: Proyección de ventas y take rate del sector Commerce (escenario optimista)

Revenues Commerce Optimista (MM USD)	2021	2022	2026	2031
Brasil	2.481	4.919	25.463	72.677
Argentina	856	1.696	8.781	25.061
Méjico	925	1.833	9.488	27.080
Otros	374	742	3.839	10.958
<b>TOTAL</b>	<b>4.635</b>	<b>9.190</b>	<b>47.571</b>	<b>135.776</b>
<b>Take Rate</b>	<b>16,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>25,6%</b>	<b>31,3%</b>

Fuente: Elaboración propia

## Escenario base

Tabla 24: Proyección de ventas y take rate del sector Commerce (escenario base)

Revenues Commerce Base (MM USD)	2021	2022	2026	2031
Brasil	2.481	4.811	23.542	64.620
Argentina	856	1.659	8.118	22.283
Méjico	925	1.793	8.772	24.078
Otros	374	725	3.550	9.743
<b>TOTAL</b>	<b>4.635</b>	<b>8.989</b>	<b>43.981</b>	<b>120.724</b>
<b>Take Rate</b>	<b>16,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>25,5%</b>	<b>31,1%</b>

Fuente: Elaboración propia

## Escenario pesimista

Tabla 25: Proyección de ventas y take rate del sector Commerce (escenario pesimista)

Revenues Commerce Pesimista (MM USD)	2021	2022	2026	2031
Brasil	2.481	4.704	21.740	57.371
Argentina	856	1.622	7.497	19.783
Méjico	925	1.753	8.100	21.377
Otros	374	709	3.278	8.650
<b>TOTAL</b>	<b>4.635</b>	<b>8.788</b>	<b>40.614</b>	<b>107.181</b>
<b>Take Rate</b>	<b>16,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>25,3%</b>	<b>30,9%</b>

Fuente: Elaboración propia

**Costos de ventas y gastos operativos**

Tal como se fue comentando a lo largo del trabajo, la compañía estuvo enfocada en crecer durante los últimos años, y luego de atravesar el crecimiento exponencial apalancado en la pandemia, el foco volvió a estar puesto en reducir los costos. Es por esto por lo que a partir de 2022 se espera una reducción del costo de ventas, mejorando así el margen bruto. En el mejor de los escenarios se espera una reducción paulatina porcentual del costo de venta llegando a 49% de las ventas totales, mientras que en el peor de los escenarios que las ventas no traccionen, se espera que el costo de venta sea del 51%.

Esta reducción es esperable gracias a la madurez de las operaciones logísticas en todos los países, estandarizando procesos, mejorando productividades y siendo cada vez más rentables; junto con una mejora en la penetración de la red, mayor penetración de mercado pago y una mayor incorporación de advertising.

En cuanto a los gastos operativos, vienen demostrando una reducción gracias a las eficiencias de los procesos y la gran gestión de todas las unidades de negocio bajando de 53% en 2018 y 2019 a 41% en 2020 y 39% en 2021, mejorando así el EBIT de la compañía. La reducción se da principalmente en las siguientes líneas:

- Desarrollo de producto: durante varios años la organización destinó fondos en personal de informática, licencias, desarrollo de tecnologías, mantenimiento de servidores y demás, llegando a representar un 12% del total de las ventas de un año. Gracias a la eficiencia de los procesos y la mejora en la gestión, pudieron reducir este porcentaje llevándolo a 9% en 2020 y a 8% en 2021 y el pronóstico es que siga reduciendo su porcentaje en función de las ventas.
- Gastos generales y administrativos: dentro de este concepto, la empresa tuvo inversiones importantes en marketing, y las fue reduciendo a lo largo de los años gracias a la gran reputación que consiguió. A su vez, en esta línea se puede encontrar los salarios y compensaciones de staff, donde se destinaron grandes inversiones a lo largo de los años contemplando un fuerte crecimiento en el largo plazo, y donde hoy se consolidaron las

estructuras acompañadas de un crecimiento de las ventas. Gracias a todo esto es que estos gastos pasaron de un 45% en 2019, a un 28% en 2021, y se cree que siga cayendo este porcentaje.

### ***Inversiones de capital***

Debido a la fuerte expansión a la que apuntaba Mercado Libre años atrás, fue necesario desembolsar una importante cantidad de dinero en gastos de capital. La mayor parte de estos gastos está relacionada con infraestructura tecnológica, aplicaciones de software, espacio de oficinas, negocios y adquisiciones para financiar el negocio crediticio, para desarrollar la capacidad logística y para realizar pagos de intereses sobre los préstamos por pagar y otros pasivos financieros.

Las inversiones de 2021 ascendieron a USD 630MM, un 148% mayores a las de 2020, principalmente compuestas por pagos por propiedad y desarrollo de nuevos centros logísticos; junto con otros activos intangibles. Durante 2021, las inversiones en tecnología de la información en Brasil, Argentina y Méjico alcanzaron un total de USD 218,5MM y en las instalaciones y oficinas de envío de Argentina, Brasil y Méjico alcanzaron un total de USD 327,4MM.

Si bien el foco de reducción de costos aplica también para las inversiones, y el aumento porcentual para 2022 parece ser considerablemente menor que en 2021, la compañía continúa incursionando en licencias de hardware y software necesarias para mejorar y actualizar la tecnología de la plataforma y el software informático desarrollado internamente. A su vez, sigue fomentando las inversiones relacionadas con la tecnología de la información para mantener la posición en el mercado de comercio electrónico de América Latina.

La compañía cree que la caja y equivalentes de caja existentes; y el efectivo generado por las operaciones serán suficientes para financiar las actividades operativas, gastos de propiedad y equipo y para pagar las obligaciones en el futuro.

Todas las inversiones en activos conllevan una depreciación y amortización futura. El crecimiento de las inversiones implica que las depreciaciones acumuladas sean cada vez más altas. Es por esto por lo que se considera que el porcentaje en función de las ventas se mantiene constantes según el crecimiento previsto de las ventas: **6,3%**.

### ***Capital de trabajo***

Es un concepto contable que hace referencia a los recursos (generalmente económicos) con los que una empresa hace frente a compromisos de pago en el corto plazo y están relacionados con su actividad económica. Está enfocado en los recursos que una empresa utiliza para operar normalmente, es decir, usados en la actividad diaria. Estos recursos son el dinero en efectivo, la cartera de productos financieros y otras inversiones realizadas por la empresa.

El capital de trabajo suele identificarse con el concepto de activo corriente dentro del balance general. A su vez, es frecuente que el concepto de capital de trabajo sea identificado con el de liquidez de una organización.

Según se dictó en el taller del trabajo final de graduación, el capital de trabajo es la diferencia entre activos corrientes (excluida la caja) y pasivos corrientes (excluida la deuda de corto plazo). Incrementos o disminuciones en el capital de trabajo reducen o aumentan directamente la generación de caja operativa durante ese periodo. Variaciones en el capital de trabajo tienden a ser volátiles, por lo tanto, es conveniente estimarlas como un porcentaje de las ventas. Por lo tanto, en los 3 escenarios se utilizó el promedio de los últimos 5 años (excluyendo 2020 y 2021 por ser años de pandemia donde todas las empresas tuvieron capital de trabajo alto) en función de las ventas: **8,6%**.

**Tabla 26: Variación anual del capital de trabajo período 2015-2021**

Conceptos	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cuentas a cobrar	144	194	292	360	598	1.298	3.137
Cuentas a pagar	138	162	212	228	331	728	988
Inventarios	2	3	4	5	9	118	253
<b>Capital de trabajo</b>	<b>9</b>	<b>35</b>	<b>84</b>	<b>137</b>	<b>275</b>	<b>688</b>	<b>2.402</b>
<b>Ventas</b>	<b>652</b>	<b>844</b>	<b>1.217</b>	<b>1.440</b>	<b>2.296</b>	<b>3.974</b>	<b>7.069</b>
<b>Cap. De trabajo/ventas</b>	<b>1%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>34%</b>

Fuente: Elaboración propia

### Valor terminal

El flujo de fondos se proyecta hasta 2031, donde la empresa alcanza un estado estacionario de crecimiento. Para determinar el crecimiento perpetuo esperado, fue seleccionado el modelo de crecimiento de Gordon.

El crecimiento perpetuo es la combinación entre la inflación y el crecimiento proyectado en Latinoamérica. La inflación proyectada es de **2,7%** y el crecimiento esperado de Latinoamérica es de **2,25%** lo que implica un crecimiento a perpetuidad de **4,94%**.

### Conclusión

Como resultado de la valuación por flujo de fondos descontados, se obtuvieron tres resultados distintos del flujo de caja neto de la compañía para cada año. Luego, se descontaron estos flujos a la tasa de descuento. A la suma de estos flujos descontados se le suma el valor de caja y sus equivalentes, y se le resta el valor de la deuda financiera, para obtener el resultado del valor de capital de la compañía.

Al 31/12/2021 el precio de la acción era de USD 1.348, y la empresa contaba con 50,4MM de acciones. Contemplando que no se emitirán acciones en el futuro, el valor de la acción estimado para los tres escenarios se calcula como el valor de capital, dividido la cantidad de acciones.

En el siguiente cuadro resumen se puede ver los resultados de los tres escenarios:

**Tabla 27: Resultados Valuación por flujos de caja descontados**

Valuación DCF	Escenario Optimista	Escenario Base	Escenario Pesimista
Valor de capital (MM)	77.169	62.671	39.608
Cantidad de acciones (MM)	50,39	50,39	50,39
<b>Valor de la acción (USD)</b>	<b>1.532</b>	<b>1.244</b>	<b>786</b>
Valor de la acción MELI al 31/12	1.348	1.348	1.348
<b>Var. % vs. precio real</b>	<b>14%</b>	<b>-8%</b>	<b>-42%</b>

Fuente: Elaboración propia

Como resultado de un escenario base, la metodología de valuación arroja un resultado de sobre precio en **8%** para la acción al día 31 de diciembre de 2021. Posicionándonos en un escenario optimista donde las ventas crecen aún más a futuro, la acción se encontraba subvaluada en un **14%**. Por el contrario, en un escenario pesimista donde las ventas crecen menos de lo que se supuso en el análisis, la acción se encontraba sobre valuada en **42%**.

### 9.3 Valuación por múltiplos

La valuación por múltiplos es una metodología donde el valor de un activo es comparado con el valor que el mercado asigna a activos similares. Como fue dictado en el taller, para realizar este tipo de valuaciones relativas, es necesario identificar compañías que cotizan en bolsa, realizan actividades de negocios similares, y poseen características similares en términos de retorno/riesgo. Los métodos de valoración por múltiplos son métodos de valoración de empresas que utilizan la información de la cuenta de resultados para valorar una empresa.

Una dificultad que presenta el modelo es que necesita de inferir de los precios de valores estandarizados del mercado. El proceso de estandarización es la creación de múltiplos. Las creaciones de múltiplos suelen ser cuestionables debido a que pueden tener una gran dispersión. Se trata

principalmente de estimar el valor de la sociedad a partir de los múltiplos obtenidos de sociedades comparables. Estos ratios se obtienen a partir del valor de las sociedades comparables con sus principales magnitudes financieras. Algunos ejemplos pueden ser: cifra de negocio, EBITDA, EBIT, beneficio neto, PER, BPA, EPS, P/E, P/BV, P/V, dividendos, EV, Ventas, o alguno que relacione 2 o más de estas. Estos ratios se encuentran implícitos en dichas sociedades comparables y se aplican a las principales magnitudes financieras de la sociedad cuyo valor se quiere estimar.

Por último, hay que comparar los múltiplos del activo con el comparable para juzgar la valuación del activo. Para que este método sea aplicable se necesita que exista un número representativo de compañías comparables con la sociedad que se quiere valorar. Los ratios de las compañías comparables se podrán aplicar a las magnitudes financieras de la empresa a valorar siempre que su negocio no presente circunstancias atípicas.

Si bien puede tener distorsiones altas, la mayoría de las valuaciones en mercados de capitales utilizan este enfoque (85% de los reportes de investigación están basados en múltiplos y más del 50% de las adquisiciones están basadas en múltiplos). Adicionalmente, se utiliza también en situaciones para conocer el valor terminal de la compañía en la valuación por flujo de caja descontados (es decir, pueden ser complementarios).

La valuación por múltiplos refleja la percepción del mercado en un momento determinado. No requiere tanta información como el método DCF, y son más fáciles de identificar. Existe una gran cantidad de activos comparables y los precios se encuentran reflejados en el mercado. Además, son confiables ya que poseen información de transacciones entre compradores y vendedores.

Como contrapartida, las acciones de compañías que parecen subvaluadas en términos relativos pueden estar sobrevaluadas en términos absolutos y eso dificulta el análisis en base a la comparación entre las 2 sociedades. Por otro lado, el hecho de que requiera menor información implica que se está asumiendo una determinación sobre variables fundamentales que puede ser equivocada. Además, a pesar de que la

información es de fácil obtención la distinta utilización de las normas contables requiere realizar ajustes de las variables.

La aplicación de múltiplos en mercados emergentes es más difícil ya que falta de un adecuado número de empresas comparables para realizar valuaciones relativas. A su vez, existen pocas compañías compitiendo en la misma industria.

En este caso, se seleccionó el múltiplo EV/S (valor de la empresa sobre ventas) ya que es una métrica cuantificable de cómo valorar una empresa en función de sus ventas teniendo en cuenta tanto el capital como la deuda de la compañía.

Un múltiplo EV/S más bajo indica que una empresa es una inversión más atractiva, ya que puede estar relativamente infravalorada. Por otro último, el ratio se considera más preciso que P/E ya que tiene en cuenta la carga de deuda de una empresa.

### **Conclusión**

Según fue mencionado en capítulos anteriores, las empresas seleccionadas por su similitud con Mercado Libre son Amazon, Alibaba Group, Sea Limited, ebay, Etsy, Globe-e Online, y Jd.com. Al no haber un competidor con Mercado Libre dentro de la región, fueron seleccionadas empresas del mismo rubro, pero que operan y lideran en otras partes del mundo. La diferencia entre mercados explica el porqué de algunas diferencias entre compañías (mayores tasas de endeudamiento, menor apalancamiento, mayores tasas impositivas) y por ende conllevan una mínima diferencia en los múltiplos.

En el siguiente cuadro resumen se puede apreciar una cantidad importante de múltiplos de las 7 compañías que fueron seleccionadas en el análisis como comparables:

**Tabla 28: Comparación múltiplos entre empresas comparables**

Múltiplos	EV/S	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	CAGR 5 años	Margen EBIT	Margen EBITDA
MELI	9,48	807,43	44,35	9,61	103,92	55%	6%	9%
AMZN	3,64	51,46	12,23	3,60	28,92	27%	5%	13%
BABA	2,13	33,09	1,95	2,46	12,70	36%	11%	17%
Sea Ltd	11,76	-58,26	16,81	12,53	-97,21	121%	16%	-12%
ebay	4,18	3,24	4,26	3,99	12,72	1%	28%	33%
Etsy	11,57	65,30	40,64	10,97	49,57	52%	20%	23%
GLBE	35,71	-85,61	13,27	37,63	461,79	0%	-27%	8%
JD	0,54	-190,74	2,83	0,73	49,50	28%	0%	1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de los informes financieros anuales 10K (2021)

Como se puede ver, la compañía norteamericana Etsy es la que más se aproxima a Mercado Libre en 6 de los 8 múltiplos seleccionados. Como observación, y de cara a la valuación por múltiplos, se puede notar que el margen EBIT y el margen EBITDA se aproxima más a empresas más desarrolladas y maduras como Amazon o Globe. Por otro lado, al tener 2 años de pandemia, donde las ventas del comercio electrónico se vieron fuertemente afectadas para bien, y todas las compañías en cuestión tuvieron un crecimiento exponencial de sus ventas, se considerarán 3 valores al igual que en la metodología DCF para evaluar la acción de Mercado Libre: límite inferior, central y límite superior.

San Andrés

**Tabla 29: Precio de la acción calculado según valuación por múltiplos**

EV/S	Límite inferior	Central	Límite superior
Ratio	7,00	9,00	11,00
Ventas (MM USD)	7.069	7.069	7.069
<b>EV (MM USD)</b>	<b>49.486</b>	<b>63.625</b>	<b>77.763</b>
Deuda (MM USD)	3.519	3.519	3.519
Caja MM (USD)	4.457	4.457	4.457
<b>Capital (MM USD)</b>	<b>50.425</b>	<b>64.563</b>	<b>78.702</b>
Cant. acciones (MM)	50,39	50,39	50,39
<b>Valor de la acción</b>	<b>1.001</b>	<b>1.281</b>	<b>1.562</b>
Valor de la acción MELI al 31/12	1.348	1.348	1.348
<b>Diferencia</b>	<b>-26%</b>	<b>-5%</b>	<b>16%</b>

Fuente: Elaboración propia

El resultado final de la valuación arroja como conclusión en el límite inferior y en el límite central que la acción se encontraba sobre valuada al 31/12/2021. En el límite superior, el resultado obtenido es que la acción se encontraba subvaluada en un 16%.

Universidad de  
**San Andrés**

## 10. Conclusión

En resumen, Mercado Libre es una compañía con más de 20 años de historia, surgida en un garaje en un barrio de la ciudad autónoma de Buenos Aires, que a lo largo de los años se ha convertido en una empresa multinacional, con crecimientos exponenciales año tras año, llegando a tener más de 30.000 empleados propios, y más de 139 millones de usuarios únicos activos; operando en 18 países, y con 6 unidades de negocio diferentes, que la llevaron a ser uno de los mejores lugares para trabajar de la región y del mundo.

La compañía atravesó varias etapas desde su salida a la bolsa en 2007 que la permitieron llegar a ser la empresa que es hoy en día. La expansión de Mercado Pago, gracias a los avances tecnológicos que permitieron desarrollar las billeteras virtuales, los pagos con QR, las transacciones digitales; el crecimiento exponencial de la red logística de Mercado Envíos con envíos en menos de 24 horas, aumentando la penetración dentro de la red año tras año, con centros de distribución propios, aumentando la participación de mercado y creciendo cada vez más que la industria; la aparición de Mercado crédito permitiendo a cualquier tipo de usuario a financiarse para poder comprar o expandir sus negocios, y tantas otras más.

A su vez, la organización se encuentra en una industria altamente dinámica y competitiva, lo que la obliga a estar en constante desarrollo. Sus principales competidores no pertenecen a la región, ya que no hay otra compañía de características similares en Latinoamérica, que abarque tantos espectros. Amazon, Alibaba, Ebay, entre otros, son compañías similares a Mercado Libre, y operan en ciertos países de Latinoamérica, pero no con la semejante penetración que tiene Mercado Libre. A su vez, tienen ciertas características coyunturales (inflación, estabilidad económica, tasas de interés, etc.) que las hacen tener distinciones y no ser 100% comparables.

Tal y como se comprobó, la pandemia dejó 2 años de crecimiento y volatilidades significativas, con un efecto que es sumamente difícil de aislar de los análisis. Los múltiplos y las proyecciones de fondos a

futuro pueden estar afectadas por la historia y lo que dejó el crecimiento exponencial de las ventas en los últimos dos años.

Tras los análisis, los resultados obtenidos para la metodología DCF fueron: para el escenario base y para el escenario pesimista, la acción se encontraba sobrevaluada en un **8%** y en un **42%** respectivamente, mientras que en el escenario optimista la acción se encontraba subvaluada en un **14%**:

**Tabla 30: Resultados valuación por múltiplos**

Valuación DCF	Escenario Optimista	Escenario Base	Escenario Pesimista
Valor de capital (MM)	77.169	62.671	39.608
Cantidad de acciones (MM)	50,39	50,39	50,39
<b>Valor de la acción (USD)</b>	<b>1.532</b>	<b>1.244</b>	<b>786</b>
Valor de la acción MELI al 31/12	1.348	1.348	1.348
<b>Var. % vs. precio real</b>	<b>14%</b>	<b>-8%</b>	<b>-42%</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Por otro lado, de la valuación por múltiplos, se seleccionó un rango con tres valores del múltiplo EV/S (límite inferior, base y límite superior). Los resultados obtenidos por valuación por múltiplos fueron que la acción se encontraba sobrevaluada para el límite inferior y el base (-26% y -5% respectivamente) y se encontraba un **16%** subvaluada para el límite superior:

**Tabla 31: Resultados valuación por múltiplos**

Valuación por múltiplos	Límite inferior	Central	Límite superior
Ratio EV/S	7,00	9,00	11,00
Cantidad de acciones (MM)	50,39	50,39	50,39
<b>Valor de la acción</b>	<b>1.001</b>	<b>1.281</b>	<b>1.562</b>
Valor de la acción MELI al 31/12	1.348	1.348	1.348
<b>Diferencia (%)</b>	<b>-26%</b>	<b>-5%</b>	<b>16%</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Gracias a todo lo anterior, se puede interpretar que el año 2022 será un año bisagra para la compañía, donde quedará expuesto si luego del efecto pandemia la acción sigue subiendo o se estabiliza en precios cercanos a los del trabajo de investigación. Por otro lado, habrá que analizar si las proyecciones de crecimiento estipuladas se cumplen y continua la expansión de las ventas, con el aumento correspondiente de participación de mercado.



## 11. Bibliografía

### Académico

- Brealey, Myers, Allen (2015), *Principles of Corporate Finance 12nd Edition*, Mc Graw Hill Education.
- Bruner, Conroy, Estrada, Kritzman (2002), *Introduction to 'Valuation in Emerging Markets'*, El Sevier.
- Bruns, W. (2004), *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*, Harvard Business School.
- Fuenzalida, Mongrut (2010), *Estimation of Discount Rates in Latin America: Empirical Evidence and Challenges*, Journal of Economics, Finance and Administrative Science
- Goedhart, Koller, Williams (2002), *The real cost of equity*, McKinsey and Company.

### Artículos e informes

- *Argentina E-Commerce Market Data* (9 de agosto de 2022), Americas Market Intelligence, recuperado el 19 de agosto de 2022, en: <https://americasmi.com/insights/argentina-ecommerce-market-data>
- *Comercio electrónico: conoce todo sobre este modelo de negocios y cuáles son sus ventajas* (1 de junio 2019), Rock Content, recuperado el 20 de junio de 2022, en: <https://rockcontent.com/es/blog/comercio-electronico/>
- *E-commerce in argentina - statistics & facts* (18 de Julio 2022, Statista, recuperado el 25 de julio de 2022, en: <https://www.statista.com/topics/6710/comercio-electronico-in-argentina/#dossierKeyfigures>
- *E-commerce, análisis de datos e innovación: las claves para la recuperación del sector de la alta gama* (18 de febrero 2021), El economista, recuperado el 20 de marzo de 2022, en:

<https://www.eleconomista.es/status/noticias/11057399/02/21/Ecommerce-analisis-de-datos-e-innovacion-las-claves-para-la-recuperacion-del-sector-de-la-alta-gama.html>

- *Estas son las inversiones fintech más grandes en LATAM en 2021, un año que rompió récords* (13 de diciembre de 2021), Iupana, recuperado el 12 de abril de 2022, en: <https://iupana.com/2021/12/13/inversiones-fintech-mas-grandes-america-latina-2021/>
- *Evolución del comercio electrónico: fases y futuro*, Beetrack, recuperado el 20 de julio de 2022, en: <https://www.beetrack.com/es/blog/evolucion-del-comercio-electronico>
- *Hoy existen más de 2300 fintech en América Latina* (27 de septiembre 2021), El economista, recuperado el 11 de marzo de 2022, en: <https://www.eleconomista.com.mx/sectorfinanciero/Hoy-existen-mas-de-2300-fintech-en-AL-80-en-cinco-paises-20210927-0009.html>
- *Latin America Retail Ecommerce Update: 7 Key Players Driving the Region's Ecommerce Growth* (2022, Enero), Insider Intelligence, recuperado 14 de Junio de 2022, en: <https://www.insiderintelligence.com/content/latin-america-retail-ecommerce-update>
- *Mercado Libre Commerce vs Fintech*, Emarketer, recuperado el 25 de mayo de 2022, en: <https://chart-na2.emarketer.com/249020/mercado-librecomercio-electronico-vs-fintech-ingreso-share-latin-america-by-country-2020-of-total>
- *Mercado Libre Fintech Revenues Share in LATAM*, Emarketer, recuperado el 25 de mayo de 2022, en: <https://chart-na2.emarketer.com/248961/mercado-libre-fintech-ingreso-share-latin-america-by-country-2018-2020-millions-of-total>
- *Un análisis de la industria del comercio electrónico de moda en 2022*, Data Feed Watch, recuperado el 19 de agosto de 2022, en: <https://www.datafeedwatch.es/blog/analisis-de-la-industria-del-comercio-electronico-de-moda>

#### *Sitios web generales*

- Bloomberg: <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/argentina/>

- Emarketer: <https://www.emarketer.com/>
- Fondo monetario internacional: <https://www.imf.org/en/Home>
- Investing: <https://es.investing.com/>
- Mercado Libre: <https://www.mercadolibre.com.ar/>
- Profesor Aswath Damodaran: <https://www.stern.nyu.edu/>
- Reserva Federal de Estados Unidos: <https://www.stlouisfed.org/>
- Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/>



## 12. Anexos

Tabla 32: Proyección flujo de fondos descontado escenario optimista

FCFF	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas	7.069	14.015	24.540	40.359	63.237	95.299	137.526	189.695	248.551	307.155	355.573
Costo de ventas	-4.064	-7.008	-12.246	-20.099	-31.429	-47.269	-68.076	-93.709	-122.535	-151.120	-174.586
<b>Ganancia bruta</b>	<b>3.005</b>	<b>7.008</b>	<b>12.295</b>	<b>20.260</b>	<b>31.808</b>	<b>48.031</b>	<b>69.451</b>	<b>95.986</b>	<b>126.015</b>	<b>156.035</b>	<b>180.986</b>
% margen bruto	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Desarrollo de producto	-590	-1.100	-1.804	-2.765	-4.016	-5.575	-7.358	-9.201	-10.813	-11.827	-13.691
Selling General & Administrative expenses	-1.974	-3.844	-6.607	-10.664	-16.393	-24.228	-34.276	-46.330	-59.462	-71.946	-83.287
Otros	-200	-327	-449	-537	-525	-791	-1.142	-1.575	-2.063	-2.550	-2.952
<b>Ganancia operativa</b>	<b>241</b>	<b>1.737</b>	<b>3.435</b>	<b>6.294</b>	<b>10.874</b>	<b>17.436</b>	<b>26.675</b>	<b>38.880</b>	<b>53.677</b>	<b>69.712</b>	<b>81.056</b>
% margen operativo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuestos	-68	-490	-969	-1.775	-3.067	-4.917	-7.522	-10.964	-15.137	-19.659	-22.858
Depreciaciones y amortizaciones	203	403	706	1.162	1.820	2.743	3.959	5.460	7.154	8.841	10.235
CAPEX	-630	-880	-1.540	-2.533	-3.969	-5.981	-8.632	-11.906	-15.600	-19.278	-22.317
Inversión de capital de trabajo	-608	-597	-1.513	-1.958	-3.481	-4.715	-7.112	-9.202	-12.174	-14.242	-16.338
<b>FCF</b>	<b>-862</b>	<b>174</b>	<b>119</b>	<b>1.190</b>	<b>2.178</b>	<b>4.566</b>	<b>7.367</b>	<b>12.269</b>	<b>17.921</b>	<b>25.375</b>	<b>29.779</b>
<b>Valor terminal</b>											<b>246.841</b>
<b>FCF + Valor Terminal</b>	<b>-862</b>	<b>174</b>	<b>119</b>	<b>1.190</b>	<b>2.178</b>	<b>4.566</b>	<b>7.367</b>	<b>12.269</b>	<b>17.921</b>	<b>25.375</b>	<b>276.620</b>

Fuente: Elaboración propia

Tabla 33: Proyección flujo de fondos descontado escenario base

FCFF	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas	7.069	13.714	23.574	38.119	58.778	87.223	124.044	168.802	218.573	267.562	307.760
Costo de ventas	-4.064	-6.857	-11.787	-19.059	-29.389	-43.611	-62.022	-84.401	-109.286	-133.781	-153.880
<b>Ganancia bruta</b>	<b>3.005</b>	<b>6.857</b>	<b>11.787</b>	<b>19.059</b>	<b>29.389</b>	<b>43.611</b>	<b>62.022</b>	<b>84.401</b>	<b>109.286</b>	<b>133.781</b>	<b>153.880</b>
% margen bruto	43%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Desarrollo de producto	-590	-1.077	-1.733	-2.611	-3.733	-5.103	-6.637	-8.188	-9.509	-10.302	-11.850
Selling General & Administrative expenses	-1.974	-3.761	-6.347	-10.072	-15.237	-22.175	-30.916	-41.227	-52.290	-62.672	-72.088
Otros	-200	-320	-431	-507	-488	-724	-1.030	-1.401	-1.814	-2.221	-2.555
<b>Ganancia operativa</b>	<b>241</b>	<b>1.700</b>	<b>3.276</b>	<b>5.869</b>	<b>9.931</b>	<b>15.609</b>	<b>23.439</b>	<b>33.585</b>	<b>45.673</b>	<b>58.585</b>	<b>67.387</b>
% margen operativo	3%	12%	14%	15%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	22%
Impuestos	-68	-479	-924	-1.655	-2.801	-4.402	-6.610	-9.471	-12.880	-16.521	-19.003
Depreciaciones y amortizaciones	203,49	395	679	1.097	1.692	2.511	3.571	4.859	6.292	7.702	8.859
CAPEX	-630,1	-861	-1.480	-2.392	-3.689	-5.474	-7.785	-10.595	-13.718	-16.793	-19.316
Inversión de capital de trabajo	-607,97	-571,44	-1.456	-1.822,27	-3.232,65	-4.268,52	-6.399,26	-8.117,67	-10.679,58	-12.330,76	-14.136,56
<b>FCF</b>	<b>-862</b>	<b>183</b>	<b>95</b>	<b>1.096</b>	<b>1.901</b>	<b>3.975</b>	<b>6.215</b>	<b>10.261</b>	<b>14.687</b>	<b>20.642</b>	<b>23.790</b>
<b>Valor terminal</b>											<b>197.199</b>
<b>FCF + Valor Terminal</b>	<b>-862</b>	<b>183</b>	<b>95</b>	<b>1.096</b>	<b>1.901</b>	<b>3.975</b>	<b>6.215</b>	<b>10.261</b>	<b>14.687</b>	<b>20.642</b>	<b>220.989</b>

Fuente: Elaboración propia

Tabla 34: Proyección flujo de fondos descontado escenario pesimista

FCFF	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas	7.069	13.413	22.630	35.968	54.572	79.732	111.739	150.017	191.972	232.794	266.061
Costo de ventas	-4.064	-6.707	-11.337	-18.056	-27.449	-40.185	-56.428	-75.909	-97.330	-118.259	-135.425
<b>Ganancia bruta</b>	<b>3.005</b>	<b>6.707</b>	<b>11.292</b>	<b>17.912</b>	<b>27.122</b>	<b>39.547</b>	<b>55.311</b>	<b>74.109</b>	<b>94.642</b>	<b>114.535</b>	<b>130.636</b>
% margen bruto	43%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	49%	49%	49%	49%
Desarrollo de producto	-590	-1.053	-1.663	-2.464	-3.466	-4.665	-5.979	-7.277	-8.352	-8.964	-10.245
Selling General & Administrative expenses	-1.974	-3.678	-6.093	-9.504	-14.147	-20.271	-27.849	-36.639	-45.926	-54.528	-62.321
Otros	-200	-313	-414	-478	-453	-662	-928	-1.245	-1.594	-1.933	-2.209
<b>Ganancia operativa</b>	<b>241</b>	<b>1.663</b>	<b>3.122</b>	<b>5.466</b>	<b>9.057</b>	<b>13.950</b>	<b>20.556</b>	<b>28.947</b>	<b>38.771</b>	<b>49.110</b>	<b>55.862</b>
% margen operativo	3%	12%	14%	15%	17%	18%	18%	19%	20%	21%	21%
Impuestos	-68	-469	-880	-1.541	-2.554	-3.934	-5.797	-8.163	-10.933	-13.849	-15.753
Depreciaciones y amortizaciones	203,49	386	651	1.035	1.571	2.295	3.216	4.318	5.526	6.701	7.659
CAPEX	-630,1	-1.027	-1.732	-2.753	-4.177	-6.103	-8.553	-11.482	-14.694	-17.818	-20.364
Inversión de capital de trabajo	-607,97	-546	-1.401	-1.693	-3.000	-3.856	-5.753	-7.148	-9.361	-10.659	-12.222
<b>FCF</b>	<b>-862</b>	<b>8</b>	<b>-240</b>	<b>514</b>	<b>896</b>	<b>2.352</b>	<b>3.670</b>	<b>6.472</b>	<b>9.308</b>	<b>13.485</b>	<b>15.181</b>
<b>Valor terminal</b>											<b>125.837</b>
<b>FCF + Valor Terminal</b>	<b>-862</b>	<b>8</b>	<b>-240</b>	<b>514</b>	<b>896</b>	<b>2.352</b>	<b>3.670</b>	<b>6.472</b>	<b>9.308</b>	<b>13.485</b>	<b>141.018</b>

Fuente: Elaboración propia