



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación: Mercado Libre Inc.

Autor: Juan Diego Nicoletti Altimari

DNI: 38.613.976

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabian M. Bello



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación
Valuación: Mercado Libre Inc.



Autor: Juan Diego Nicoletti Altimari
DNI: 38.613.976

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabian M. Bello

Índice

1. Glosario.....	1
2. Resumen Ejecutivo	3
3. Descripción del Negocio	5
3.1 Historia.....	5
3.2 Unidades de Negocio	7
3.2.1 Marketplace	8
3.2.2 Mercado Pago	11
3.2.3 Mercado Envíos.....	15
3.2.4 Publicidad	18
3.2.5 Mercado Shops.....	18
3.2.6 Clasificados	19
4. Análisis de la industria	20
4.1 Ecommerce	20
4.1.1 Panorama global	20
4.1.2 Principales mercados	23
4.1.3 Principales empresas.....	24
4.1.4 El comercio electrónico en América Latina.....	25
4.2 Fintech.....	28
4.2.1 Panorama global	28
4.2.2 Principales empresas.....	30
4.2.3 El negocio en América Latina	31
5. Posicionamiento Competitivo	38
6. Análisis Financiero	46
6.1 Métricas operativas	46
6.2 Análisis de rentabilidad.....	51
6.3 Análisis crediticio	57
7. Valuación	60
7.1 Valuación por flujo de fondos descontados	60
7.2 Valuación por múltiplos	72
8. Bibliografía.....	76
9. Anexos	79

1. Glosario

ASP - Average selling price: precio promedio de venta, surge de dividir el monto total transaccionado en el sitio por los ítems vendidos.

CAGR - Compound annual growth rate: es la tasa de crecimiento anual compuesto. Muestra la ganancia anualizada lisa de una inversión sobre un período dado moderando el efecto de la volatilidad de los retornos periódicos.

DCF - Discounted cash flow: flujo de fondos descontados. Es la metodología de valuación principal sobre la que se basa este trabajo.

EBIT - Earnings before interest and taxes: resultado antes de intereses e impuestos.

EBITDA - Earnings before interest taxes depreciation and amortization: resultado antes de intereses, impuestos depreciaciones y amortizaciones.

Ecommerce: comercio electrónico. En todo momento cuando nos referimos al ecommerce estaremos hablando de las ventas de productos y servicios a través de internet, por medio de cualquier dispositivo excluyendo billetes aéreos, entradas a eventos, comida, bebida, juego online y otros vicios.

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.

GMV - Gross merchandise value: es el valor total de la mercadería vendida a través del Marketplace.

Marketplace: una plataforma de marketplace se refiere a un concepto más amplio de ventas online que el ecommerce. En esta plataforma, diferentes tiendas pueden anunciar sus productos, ofreciéndole de esa forma, un abanico de opciones al cliente mientras que el ecommerce se asocia a entrar en el sitio web de una tienda X y elegir un producto que es vendido y enviado por la propia tienda.

MELI: abreviatura de Mercado Libre y ticker bajo el cual cotiza en NASDAQ.

MM: millones.

MPOS - Mobile point of service: son dispositivos para procesar pagos, similares a los posnet.

Retail: venta minorista. Puede ser física o electrónica.

SI - Successful item: se refiere a cada producto que genera una venta efectiva.

Take rate: es el porcentaje del volumen transaccionado que la compañía transforma en ingresos propios.

TPV - Total payment volume: es el monto total de pagos procesados a través de Mercado Pago.

USD: dólares.



Universidad de
San Andrés

2. Resumen Ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es realizar un análisis financiero de la compañía Mercado Libre, INC. (MELI), empresa líder del ecommerce en Latinoamérica, con el fin de arribar a una valuación al 31 de diciembre de 2020. Actualmente la compañía cuenta con 6 unidades de negocios distintas y opera en 18 países de la región. Las ventas totales en el último año alcanzaron USD 3.973 MM, 94,4% de los cuales provienen de Brasil (55,2%), Argentina (24,7%) y México (14,5%). El CAGR de ventas de la compañía hasta el 2019 era en promedio de un 39%, mientras que durante el 2020, ayudado por la crisis del Covid-19 y la explosión de la venta online, el crecimiento fue de un 73%, el más alto desde 2006.

Actualmente posee 15.500 empleados, lo que representa más de un 50% de crecimiento contra los 9.700 que tenía en 2019 y la proyección es continuar aumentando su personal durante 2021, duplicando su nómina con la contratación de 16.000 empleados.

La capitalización de mercado al 31 de diciembre de 2020 era de USD 83.300 MM representando un crecimiento del 196% comparado con los USD 28.000 MM a la misma fecha del ejercicio anterior. Al 31 de diciembre de 2020 la acción de la empresa cotizaba a 1.675 dólares.

El objetivo de la compañía es democratizar el comercio y los pagos en América Latina. Para esto ha creado un ecosistema con soluciones para la compra y venta de productos online a través de su plataforma digital, un método de pago sencillo y accesible a todos eliminando las transacciones de dinero físico a través de Mercado Pago y una red de logística para permitir el acceso a los productos a toda la población por medio de Mercado Envíos.

Durante el año 2020 se realizaron pagos a través de Mercado Pago por un total de USD 49.700 MM y se vendieron productos en el marketplace por un valor de USD 20.900 MM. Los ingresos de la compañía provienen en un 64% de las operaciones relacionadas con el ecommerce y un 36% del negocio fintech.

En primer lugar se presenta el análisis de la empresa, la historia y sus unidades de negocios. En segundo lugar, el estado actual de la industria y sus competidores a nivel global y regional. Luego seguirá un análisis financiero de la misma para finalizar con su valuación.

Para la valuación se utilizaron dos metodologías, flujo de fondos descontados y valuación por múltiplos. Para la valuación de flujo de fondos descontados se proyectaron clientes, ventas, margen operativo, amortización y depreciación, inversión de capital y capital de trabajo. Los resultados de la valuación por DCF, arrojaron los siguientes precios por acción:

- En el escenario definido como base o probable: USD 836
- En el escenario definido como optimista o favorable: USD 1.403
- En el escenario definido como pesimista o desfavorable: USD 550

Para la valuación relativa, se comparó a Mercado Libre contra tres empresas de su misma industria. Utilizando la métrica EV/S, se estima que el precio de la acción por valuación por múltiplos se encuentra en el rango entre USD 325 y USD 889 por acción.



Universidad de
San Andrés

3. Descripción del Negocio

3.1 Historia

Mercado Libre fue fundada en el año 1999 por Marcos Galperín quién recientemente había finalizado un MBA en la universidad de Stanford. Inicialmente fue lanzada en Argentina, pero rápidamente expandió sus operaciones a Brasil, México, Chile y Uruguay. Originalmente pensada como un sitio de subastas en internet, en sus primeros años fue creciendo y mutando a una plataforma de encuentro entre compradores y vendedores. Aprovechando el furor por las denominadas “punto.com” la compañía consiguió financiamiento entre 1999 y 2000 de diversos bancos de inversión, entre ellos JP Morgan y Goldman Sachs. En 2001 firmó un acuerdo con el gigante norteamericano eBay, quien en ese entonces era el líder mundial del comercio electrónico. Por medio de este acuerdo, eBay se convirtió en accionista de la compañía firmando acuerdos de no competencia en la región que incluían la adquisición por parte de Mercado Libre de iBazar, la filial brasilera de la empresa estadounidense.

Con el correr de los años, como parte de su estrategia de crecimiento, la compañía fue realizando adquisiciones de varios de sus competidores y de empresas de desarrollo de software. Entre estas compras se encuentra DeRemate.com en el año 2008, quién hasta ese entonces era uno de los principales competidores en el mercado latinoamericano. Otras adquisiciones incluyen Classified Media Group, Tu Carro, Tu Inmueble o Neosur. La compra más reciente fue la de Lagash, una empresa de desarrollo de software argentina.

ILUSTRACIÓN 1: PRESENCIA EN LA REGIÓN

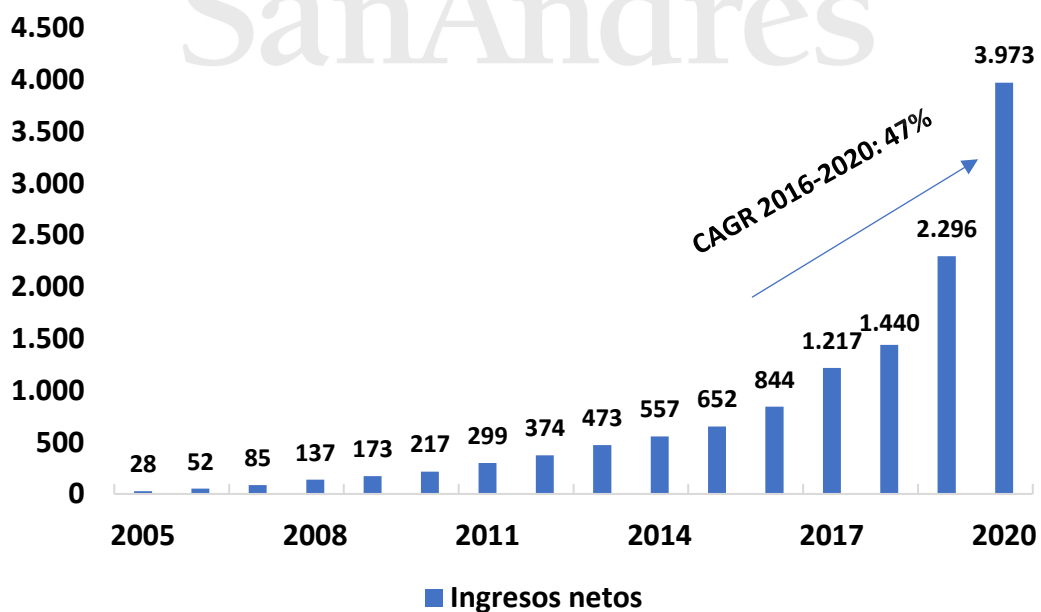


Fuente: Mercado Libre.

Como parte de su crecimiento en el año 2002 lanzó Mercado Pago, su propia plataforma para pagos online, con el objetivo de dar mayor seguridad a las transacciones realizadas en el sitio. Los primeros años de la empresa fueron marcadas por las reiteradas pérdidas y recién logró generar ganancias en el año 2005, luego de seis años consecutivos de resultados negativos. En el año 2007 realizó su oferta pública de acciones y salió a cotizar en NASDAQ marcando un hito como la primera empresa de origen argentino en hacerlo. El siguiente gran paso lo dio en 2013 cuando surge Mercado Envíos, la unidad de negocio por la cual Mercado Libre comienza a ocuparse de la logística de las ventas dejando de ser un simple intermediario. En el año 2016 eBay vendió la participación que había adquirido en 2001 y en el año 2017 la compañía fue incluida en el índice NASDAQ 100. Durante el año 2020 como parte de la expansión de su red de logística se lanzó Meli Air en Brasil y México comenzando a operar su propia flota de aviones.

Hoy en día la compañía opera en Brasil, Argentina, México, Chile, Colombia, Perú, Uruguay, Venezuela, Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay y El Salvador. La compañía ofrece a sus usuarios un ecosistema integrado de comercio electrónico y pagos digitales dividido en 6 negocios: Mercado Libre Marketplace; la plataforma de pagos de Mercado Pago; el servicio de logística de Mercado Envíos; la plataforma de publicidad de Mercado Ads; la plataforma de clasificados de Mercado Libre; y Mercado Shops, una solución para tiendas online. La compañía generó ingresos por USD 3.973 MM en 2020 teniendo un crecimiento del 73% contra el año anterior. El EBIT por su parte alcanzó los USD 128 MM, recuperando el terreno positivo tras dos años consecutivos de pérdidas.

GRÁFICO 1: INGRESOS NETOS (USD MM)



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-K.

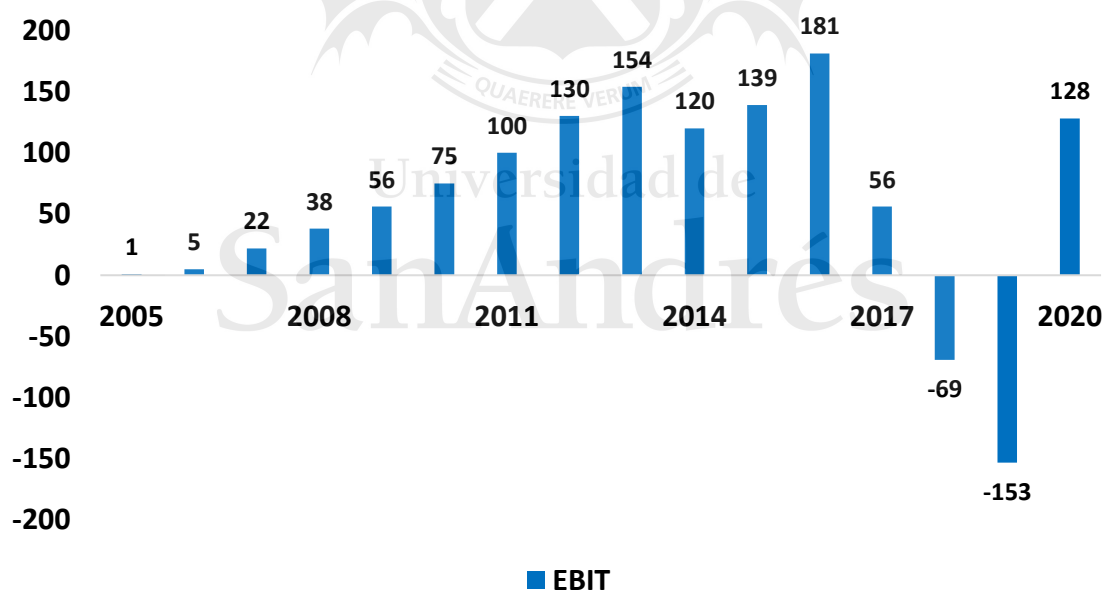
En 2020, producto de los cambios de hábitos de los consumidores forzados por la pandemia de Covid-19, la compañía experimentó un crecimiento significativo llegando a los 132 millones de usuarios activos. Este número es un 80% mayor al ejercicio previo, sumando 58 millones de usuarios nuevos.

Se entiende como usuario activo a aquellos usuarios que hayan realizado al menos una de las siguientes operaciones:

- una compra o una pregunta en alguna publicación del sitio
- hayan realizado alguna publicación de venta
- mantengan activamente un sitio de Mercado Shops
- hayan realizado algún pago o transferencia a través de Mercado Pago
- hayan tomado un crédito
- aquellos que mantengan más de 5 dólares invertidos en el fondo de Mercado Pago

Se realizaron más de 700 millones de ventas en el marketplace y los usuarios realizaron más de 1.900 millones de pagos por Mercado Pago.

GRÁFICO 2: EBIT (USD MM)



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-K.

3.2 Unidades de Negocio

Actualmente Mercado Libre posee seis unidades de negocio. Cinco de estas se encuentran integradas en el llamado “Ecosistema Meli” detallado en la ilustración 2 y la restante opera de forma satélite, que es la unidad de clasificados. No hay ningún otro

competidor en la región que tenga una oferta de productos similar, por lo cual lograr la sinergia entre los mismos es uno de los objetivos principales para poder retener clientes y aumentar la cuota de mercado. A continuación se describen las seis unidades de negocio, como se integran al ecosistema y las fuentes de ingresos que genera cada una.

ILUSTRACIÓN 2: ECOSISTEMA MELI



Fuente: Mercado Libre.

3.2.1 Marketplace



Marketplace es una plataforma de comercio en línea totalmente automatizada, organizada por categorías y fácil de usar, a la que se puede acceder a través de la web o aplicación móvil. La plataforma permite que tanto empresas como individuos publiquen sus productos y realicen compras y ventas en línea permitiendo a los vendedores

umentar su clientela exponencialmente y a los compradores el acceso a un amplio catálogo de productos. Actualmente el sitio cuenta con más de 2.000 categorías, número que se amplía continuamente. Durante el último año 60 millones de compradores distintos adquirieron 720 millones de productos por un total de USD 20.900 MM. Esto representa un crecimiento de un 50% del volumen total de ventas respecto al año anterior y un 160% en los últimos cinco años. Durante la pandemia se realizaron 19 compras por segundo.

La unidad de negocio de marketplace es la única presente en los 18 países en los que opera la compañía. Esto no significa que el negocio tenga la misma relevancia en todos, de hecho, en Venezuela, Ecuador, Costa Rica, República Dominicana, Panamá, Bolivia, Guatemala, Paraguay, Nicaragua, Honduras y El Salvador, apenas existe como un sitio de encuentro de compradores y vendedores, teniendo una mínima influencia en el proceso de venta y limitándose al cobro de comisiones. Todos estos países son manejados de forma remota y la compañía no posee empleados ni oficinas, excepto en Venezuela donde trabajan apenas 16 de los 15.000 empleados de la firma. Los países donde Mercado Libre sí compete activamente y enfoca su crecimiento son: Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Perú y Uruguay. En estos países, dentro de la unidad de negocio de Marketplace podemos identificar dos líneas de ingresos principales. Por un lado, las comisiones sobre ventas y por el otro, los ingresos por ventas de productos propios, es decir, aquellos en los que Mercado Libre actúa como un vendedor más.

GRÁFICO 3: CRECIMIENTO DE GMV (USD MM) Y SI (MM)



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-K

Con el objetivo de acrecentar el volumen transaccionado en el sitio, la empresa ha realizado numerosos acuerdos con marcas de renombre para que estas publiquen y vendan en el sitio a través de tiendas oficiales. Esto permite una mayor oferta de

productos y una mejor imagen de marca, generando mayor seguridad para los compradores al ver que empresas conocidas venden a través del sitio. En el último año se llegaron a acuerdos con empresas como Heineken, Kimberly-Clark, Nestlé, PepsiCo Heinz, Samsung y Black & Decker. Actualmente hay casi 1.000 tiendas oficiales y continuamente la compañía trabaja para acercar nuevas marcas y ampliar la oferta de productos. Además de estas tiendas oficiales se estima que más de 600.000 pequeñas y medianas empresas utilizan el sitio como principal canal de ventas, 80.000 de ellas se encuentran en Argentina. En total durante 2020 12 millones de vendedores distintos realizaron la venta de al menos un ítem a través de la página. A diferencia de años anteriores, en la actualidad el 99% de los productos vendidos son productos nuevos, quedando relegada a un segundo plano la compraventa de productos usados, no siendo un foco de interés para el negocio.

Comisiones: las comisiones por ventas fueron la primera fuente de ingresos que generó Mercado Libre tras su fundación en 1999. A lo largo de los años ha ido variando la forma y los montos cobrados, ajustándose de acuerdo con las necesidades de crecimiento, la competencia y el país. Entre los distintos modelos se incluyeron la posibilidad de publicar gratuitamente y pagar comisiones solo al momento de la venta. Otra posibilidad fue la de realizar un pago para que la publicación tuviera mayor exposición abonando luego una menor la comisión al momento de la venta. Dentro de estos modelos existían subcategorías y al cuanto más se pagaba más exposición se obtenía. Luego de varios cambios el modelo actual cuenta con tres tipos de publicaciones: gratuitas, clásicas y premium. Las gratuitas tienen un límite de publicaciones y de ventas, con una mínima exposición. Las publicaciones clásicas y premium son de duración ilimitada. Se diferencian en que las segundas tienen mayor exposición que las primeras, ofrecen cuotas sin interés y pagan una comisión mayor. Estas comisiones no son iguales en todos los sitios. Las clásicas son bastante similares y rondan entre un 10% y un 15%, mientras que las premium dependen de los costos de financiamiento de cada país, por lo que en México o Brasil rondan el 20% mientras que en Argentina ascienden hasta un 30% sobre el total de la venta.

Venta de productos propios: con el objetivo de aumentar la oferta de productos en el sitio la compañía, comenzó la comercialización de productos propios, compitiendo como un vendedor más de la plataforma. Algo que sonaba impensado hace unos años cuando la empresa se jactaba de ser un simple intermediario, hoy es uno de los negocios con mayor crecimiento llegando a los USD 200 MM en ventas en el último ejercicio. En este negocio la empresa cuenta tanto con marcas propias como con la reventa de productos de terceros. Apalancándose en la información propia la compañía puede publicar productos en verticales donde hay poca oferta o precios poco competitivos. En algunos casos esto puede no ser lo más rentable, pero permite la retención de clientes que antes se iban del sitio al no encontrar lo que buscaban.

En esta línea de compras tácticas se encuentra la categoría supermercados. La misma fue lanzada entre fines de 2019 y principios de 2020 y se vio altamente

beneficiada por el cierre de los comercios físicos al inicio de la pandemia. Si bien no es una vertical que produzca un margen amplio, ayuda a la retención de clientes y genera recurrencia. A pesar de no producir grandes beneficios de forma directa, indirectamente atrae compradores al sitio que pueden generar mayores ingresos con otras compras.

Otra gran ventaja de este negocio es la completa integración con la red de Mercado Envíos y la venta directa desde sus centros de distribución donde la promesa de entrega es de menos de 48 horas. Esto permite una mayor eficiencia en el circuito de compraventa las cuales se traducen en una mayor satisfacción de clientes. También permite una buena planificación de inventarios para asegurarse que no haya faltante de productos en fechas claves como el Black Friday o Navidad. Estas son épocas de alta demanda en las que es común que al depender de otros vendedores el stock se agote rápido y los compradores migren a otros sitios. De acuerdo con su CFO, Pedro Arnt, este es actualmente uno de los negocios donde mayor inversión se está realizando y se espera que en los próximos años, no solo continúe creciendo sino que además mejore sustancialmente sus márgenes. Es uno de los principales vehículos de la empresa para aumentar el take rate.

Por el lado de los costos del negocio en primer lugar podemos identificar todos aquellos atribuibles al mantenimiento de servidores, personal de atención al cliente, prevención de fraude y otras áreas de soporte, así como el del personal de IT encargado de desarrollar las distintas aplicaciones. Por el otro, encontramos el costo directo de los productos vendidos. En ambos casos es poco probable que aumenten como un porcentaje de los ingresos actuales producto de la escalabilidad de la operación. Es de esperar que con el paso del tiempo, la compañía logre mejores precios de compras con sus proveedores, lo que sumado a la mejora de los procesos hará mejoren los márgenes de estas verticales.

3.2.2 Mercado Pago



Inicialmente creado como una solución de pagos en línea, Mercado Pago fue diseñado para facilitar las transacciones entre compradores y vendedores en el Marketplace. Se evita así el inconveniente de elegir la forma de pago entre las partes y elimina las transacciones en efectivo, permitiendo a los usuarios enviar y recibir pagos de forma segura, fácil y rápida. En los últimos años ha trascendido la frontera virtual incursionando en el cobro y pago de servicios fuera de la plataforma. Entre los principales productos ofrecidos están:

- pagos presenciales en los comercios a través de la venta de Mobile Point of Service (MPOS), una especie de posnet más sencillo, y pagos QR con el celular;
- pagos entre personas, donaciones, carga de celulares o pago de servicios desde la billetera digital;
- tarjetas prepagas para utilizar en comercios o retirar fondos de la billetera virtual;
- créditos a compradores para poder realizar pagos en cuotas y a vendedores para financiar su stock;
- un fondo común de inversión por el cual los saldos de las cuentas de Mercado Pago se invierten automáticamente generando intereses a los usuarios.

Operando en una región de 646 millones de habitantes, Mercado Pago es uno de los principales actores del movimiento fintech hacia la inclusión financiera. A través de las distintas soluciones, Mercado Pago incluye año a año cada vez más personas al sistema financiero creciendo a tasas de triple dígito. En un 2020 marcado por la pandemia de Covid-19, la solución de pagos QR fue un gran diferencial que permite a la gente pagar sus compras directamente desde el celular y evitar así el contacto humano y manejo del efectivo. También permite el pago de servicios como agua, luz, gas o teléfono entre otros, simplificándole el proceso a los consumidores que pueden hacerlo con un simple escaneo de las facturas. Durante el año 2020 se procesaron más de 1.900 millones de pagos, promediando un total de 60 pagos por segundo.

De los servicios antes mencionados, la compañía genera ingresos a través de:

- comisiones que representan un porcentaje del volumen de pago procesado que se cobra a los vendedores en relación con las transacciones fuera de la plataforma de Marketplace;
- comisiones de tarifas adicionales que cobra cuando un comprador elige pagar en cuotas a través de Mercado Pago por transacciones que ocurren en o fuera del Marketplace;
- comisiones adicionales que cobra cuando los vendedores optan por retirar efectivo de las billeteras virtuales;
- intereses por créditos comerciales y de consumo otorgados bajo Mercado Crédito;
- ingresos por la venta de productos de puntos de venta móviles (MPOS).

Comisiones por transacciones fuera del Marketplace: en este caso podemos identificar, como su nombre lo indica, los ingresos por comisiones de todas aquellas transacciones realizadas fuera de la plataforma. Por ejemplo, pagos por medios 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. Del total de pagos del 2020, USD 29.800 MM provienen de pagos realizados fuera de la plataforma

representando un 60% de los pagos totales y un crecimiento del 150% respecto al año anterior. Este es uno de los negocios que más se vio beneficiado por la pandemia, ya que mucha gente optó por pagar con su celular en lugar de manejar efectivo por miedo a contagios.

Comisiones por pagos en cuotas: en este caso, la compañía permite el pago en cuotas con interés cuando las transacciones se realizan con tarjetas de crédito, y en algunos casos el pago sin interés por medio de acuerdos con entidades bancarias o promociones gubernamentales. A través de acuerdos con los distintos operadores de tarjetas de crédito, Mercado Libre obtiene un ingreso financiero producto de la financiación de estos pagos. Esta función está habilitada para cualquier tipo de pago que se realice por Mercado Pago. Durante el ejercicio 2020, el 27% de los pagos fueron realizados en cuotas.

Comisiones por retiros en efectivo por parte de los vendedores: con el objetivo de aumentar el volumen de transacciones y de dinero en el ecosistema, Mercado Libre cobra una comisión a los vendedores que quieran retirar su dinero anticipadamente. Esto varía según el país. En general hay un período de días que, luego de perfeccionada una venta, se cobra una comisión si se quiere retirar el dinero tanto a través de una cuenta bancaria, como si se retira en efectivo por medio de algún operador (por ejemplo, Rapipago en Argentina). Pasado ese período, los retiros son de forma gratuita. También existe la posibilidad de retirar dinero sin cargo con el recientemente lanzado producto de retiro con QR. En este caso los usuarios pueden retirar plata de la cuenta digital en algún comercio que tenga disponible esta funcionalidad, por ejemplo, las estaciones de servicio Axion o la cadena de comida rápida Mostaza en Argentina.

Ingresos por la venta de dispositivos MPOS: en este caso la compañía vende una serie de dispositivos móviles para procesar transacciones a través de Mercado Pago. La venta de estos productos es parte del flujo de ingresos, aunque estos se venden a un precio promocional generando una pérdida neta respecto de su costo. El objetivo no es generar ganancias por la venta de los dispositivos si no ampliar la cantidad de vendedores que operan directamente a través de la red de Mercado Pago. Esto permitirá a largo plazo generar mayores ingresos por comisiones y el aumento del volumen de pagos. Además se produce un ahorro de costos respecto de operaciones con terceros, ya que la empresa procesa directamente la operación sin intermediarios. El negocio lleva 3 años seguidos creciendo a más del 90%. Durante el 2020 se vendieron más de un millón de dispositivos por trimestre, alcanzando los 6 millones de nuevos vendedores activos.

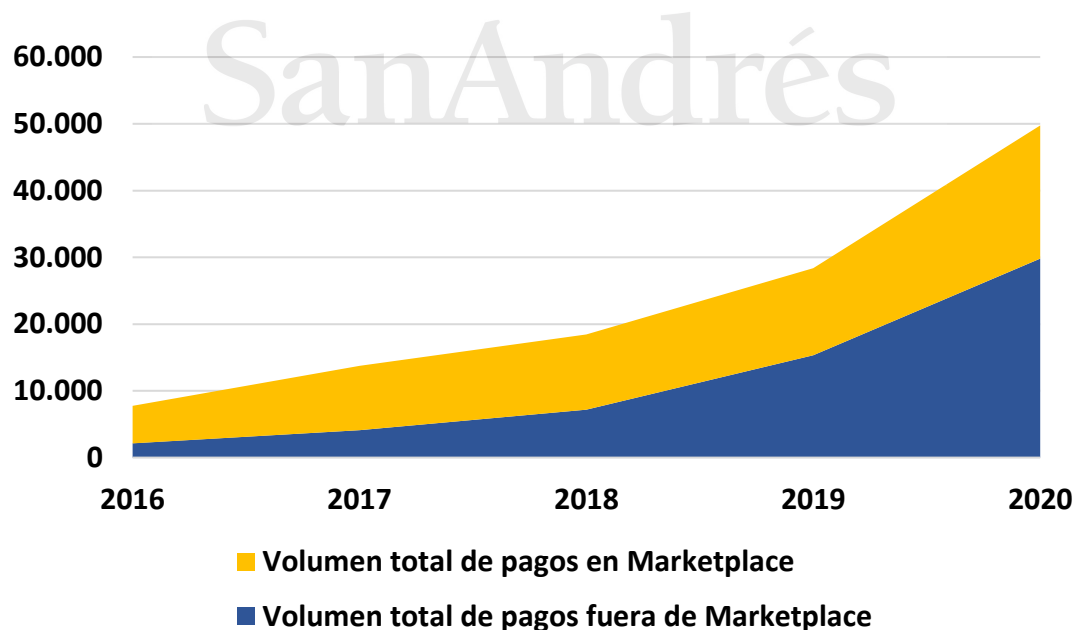
Intereses por créditos a consumidores y vendedores: en este caso la compañía otorga créditos a los usuarios para la compra de productos o para financiar el capital de trabajo en el caso de los vendedores. Si bien dentro del ecosistema Meli figura por separado, la compañía lo reconoce dentro de la unidad de negocios de Mercado Pago y dentro del flujo de ingresos fintech. 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 muy 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. Al cierre del último trimestre de 2020, el portafolio de créditos ascendía a los USD 480 MM, más del doble de los USD 209 MM al cierre del mismo período del año anterior. En el caso de los créditos otorgados a vendedores, el cobro de se realiza de forma automática reteniendo un porcentaje de las ventas. La gran aceleración en el otorgamiento de créditos durante el año se debe a la mejora constante de los modelos de calificación crediticia y las herramientas de cobro, permitiendo reducir la incobrabilidad.

Actualmente el fondeo de estos créditos se realiza en un 70% con préstamos bancarios y un 30% con dinero propio, el objetivo de la compañía es llegar a un 50% reduciendo los costos de intereses. Por el lado de la cobrabilidad, parte de estos créditos son securitizados por medio de un fideicomiso y comercializados.

En cuanto a los costos del negocio de Mercado Pago, podemos mencionar los costos de procesamiento de entidades bancarias, comisiones de los operadores de tarjetas de crédito, incobrabilidades del negocio de créditos y al igual que en el negocio de Marketplace, los costos de personal de atención al cliente, prevención de fraude y mantenimiento de servidores. A medida que el ecosistema crezca y más gente adopte el uso de pago a través de la billetera digital, los dispositivos MPOS propios y próximamente las tarjetas de crédito propias, los costos del negocio disminuirán como porcentaje sobre ventas generando mejores márgenes.

GRÁFICO 4: VOLUMEN TOTAL DE PAGOS DENTRO Y FUERA DEL SITIO (USD MM)



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-K.

Por el lado de los números del negocio podemos observar que se realizaron pagos por un total de USD 49.000 MM durante el 2020, esto representa un crecimiento de 75% respecto al 2019. Si tomamos los últimos 5 años, el crecimiento es del 542% promediando un crecimiento de 70% anual. Otra tendencia que podemos ver es la creciente proporción de los pagos fuera de Marketplace, que en 2016 representaban el 27% del total mientras que en 2020 ascendieron al 60% del volumen procesado.

En cuanto al volumen de transacciones, se realizaron un total de 1.914 millones de pagos durante el último año, lo que representa un 128% más que el año anterior, potenciado por el incremento general del negocio debido a la pandemia. Si comparamos con un período de 5 años el crecimiento es de 1.280% respecto al 2016. Actualmente representa el 36% de los ingresos de la compañía.

3.2.3 Mercado Envíos



Lanzado en 2013, el negocio de Mercado Envíos ha permitido a la compañía hacerse cargo de la logística de los productos, mejorando constantemente la eficiencia, la previsibilidad y los tiempos de entrega. La solución logística de Mercado Envíos permite a los vendedores de la plataforma utilizar empresas de transporte y otros proveedores de servicios logísticos y un sistema de almacenaje de mercaderías en los nuevos centros de distribución: los Fulfillment Center. Por medio de la logística de Mercado Envíos, la empresa se asegura tener mayor presencia en la experiencia del usuario, pudiendo garantizar plazos de entrega, reduciendo los costos y los tiempos por envío. Es actualmente uno de los negocios en los que más invierte la compañía, en la búsqueda de un diferencial frente a la competencia.

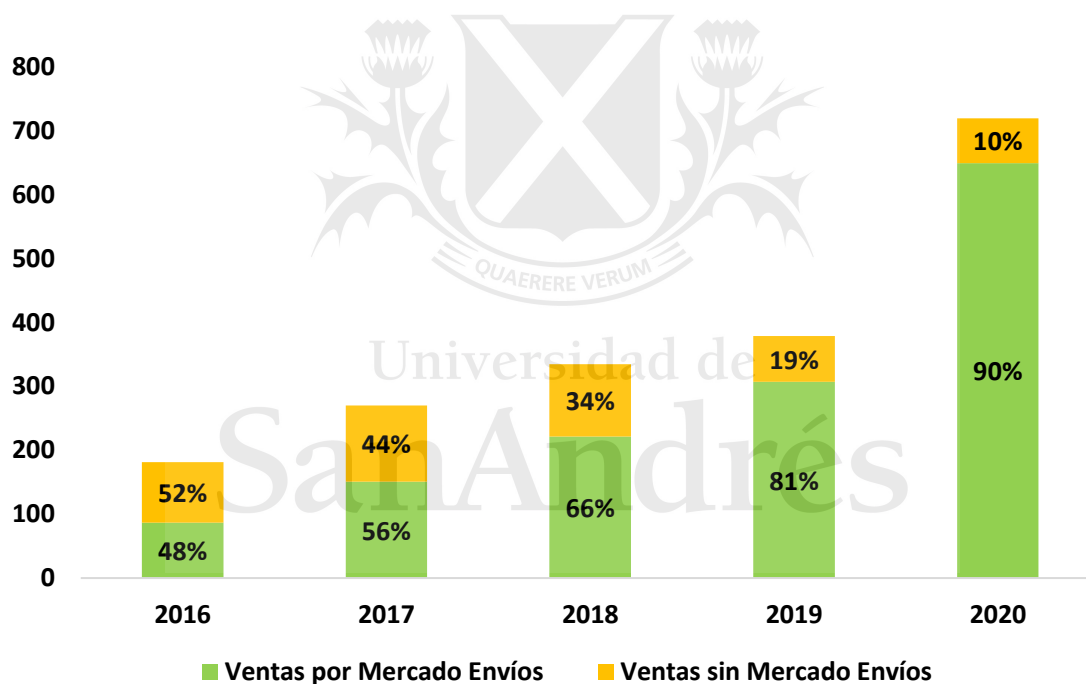
Entre los principales logros del 2020 se encuentra el lanzamiento de Meli Air, con la incorporación de una flota propia de 7 aviones que cubren 8 rutas en México y Brasil. La empresa espera continuar expandiendo este modelo durante 2021. Al cierre del 2020 Mercado Envíos estaba disponible en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Uruguay.

Actualmente en el sitio los vendedores están obligados a ofrecer envíos en todos sus productos pudiéndolo hacer de forma propia o a través de Mercado Envíos. Además, a partir de un cierto monto de venta que depende del país, el envío debe ser gratuito. En estos casos, los costos son pagados en un 50% por el vendedor y la otra mitad es cubierta por la empresa. También incluye un programa de lealtad y de compra protegida. En el primero, los usuarios obtienen puntos a través de sus compras los cuales

luego les permiten obtener descuentos por los envíos en futuras operaciones. El segundo garantiza a los compradores que si hay algún tipo de problema con sus compras se les devuelve la totalidad de su dinero, brindando mayor seguridad a la hora de comprar.

Durante el último ejercicio se alcanzó una penetración de la red de Mercado Envíos del 90%, esto es un 42% más que hace 5 años y un 88% más respecto al lanzamiento en el 2013 donde solo se logró un 2%. Si bien la compañía no publica las métricas, asegura que esto le ha permitido mejorar consistentemente el volumen de entregas en el mismo día o al día siguiente. Algunos ejecutivos de la compañía han asegurado en diversas entrevistas que más del 80% de los envíos son entregados dentro de las primeras 48 horas. Seguir creciendo en este punto es una de las claves más importantes para ganarle a la competencia, particularmente en sitios como Brasil o México.

GRÁFICO 5: PENETRACIÓN DE MERCADO ENVÍOS SOBRE EL TOTAL DE SI (MILLONES)



Elaboración propia en base a datos del formulario 10-K

Diversos estudios han probado que las principales variables que analiza un consumidor antes de realizar una compra son: qué tan costoso es el envío y cuánto tardará en llegarle. Sobre estas dos variables trabaja la unidad de negocio de Mercado Envíos. La compañía tiene una promesa de entrega de menos de 48hs. Con el objetivo de mejorar la red de distribución y cumplir estos plazos cuenta con los ya mencionados centros de distribución, centros de cross docking, service centers y la modalidad flex.

Flex: la modalidad flex garantiza las entregas en el mismo día de la venta. El mismo permite que diferentes transportistas, a través de una aplicación, coordinen con

los vendedores para realizar entregas cubriendo distancias cortas. Funciona de una manera similar a las aplicaciones de entrega de paquetes como Rappi o Glovo.

Service centers: son pequeños depósitos que opera la compañía ubicados en distintas ciudades a donde llegan los paquetes como última parada antes de llegar a los compradores. Aquí se reúnen paquetes que vienen de otras ciudades o de diversos puntos dentro de la misma ciudad y se reagrupan a fin de eficientizar las rutas y optimizar los tiempos de entrega.

Cross docking: funcionan de forma similar a los service center pero a mayor escala. Los cross docking se encuentran en ciudades más grandes, donde se concentra la gran mayoría de los vendedores. Aquí se reciben los productos luego de la compra y se redistribuyen a los service center de las distintas ciudades.

Fulfillment: son centros de almacenamiento y distribución propios de la empresa. Los vendedores pueden enviar los productos aquí, olvidándose del almacenaje y la distribución, quedando ambos completamente a cargo de Mercado Libre. Esto permite a los compradores armar paquetes con productos de diversos vendedores y pagar un solo envío u obtener envíos gratis que debería abonar si comprara por separado. La compañía alienta a sus vendedores a que envíen aquí sus productos de mayor rotación y luego se encarga de su distribución, desde donde se obtienen los mejores tiempos de entrega. Con el objetivo de maximizar las ganancias, los principales productos almacenados son de pequeño tamaño, alto precio y alta rotación. En caso de haber productos de baja rotación, pasados los 45 días se les cobra un costo de almacenaje.

La red de fulfillment alcanzó en 2020 una penetración del 30% sobre el total de los envíos, liderado por México con el 60%, mientras que Brasil y Argentina rondaron entre el 20% y el 25%. Actualmente posee 8 centros de distribución en Brasil, 7 en México y 1 en Argentina, Colombia y Chile. El crecimiento de esta unidad de negocio es fundamental para lograr una mejor escalabilidad en la distribución y mejoras en los tiempos de entrega y reducción de costo por envío. Como parte del plan de expansión se proyecta abrir un centro más en Colombia durante el 2021; en Brasil hay inversiones anunciadas por USD 1.800 MM; en México por su parte se han anunciado desembolsos por USD 1.100 MM y en Chile se planea invertir USD 100 MM hasta 2022 creando más de 5.000 empleos.

En cuanto a la monetización del negocio, genera ingresos por los costos que abonan los compradores cuando no hay envío gratis, los costos que pagan los vendedores por ofrecer envíos gratuitos y los costos de almacenamiento en fulfillment. Los costos son principalmente los servicios de los operadores logísticos y el personal que trabaja en los centros de distribución. El servicio de logística por envío es negativo hoy en día.

Con el aumento de la penetración de la red propia sobre el total de envíos y la apertura de nuevos centros, se lograrán economías de escala y la baja de costos. De todos modos, el fin principal de esta unidad de negocio es la de optimizar los tiempos de entrega de manera de retener a los clientes y lograr ganancias a través de las comisiones sobre las compras. Los ingresos de Mercado Envíos agrupan bajo la línea de ecommerce.

3.2.4 Publicidad



Recientemente renombrada como Mercado Ads, es la unidad de negocio que se encarga de atraer a anunciantes externos a que puedan publicitar su marca en la plataforma. También permite a los vendedores ganar mayor exposición de sus productos a través de la compra de publicidad. Hay dos productos principales, Display y Product Ads. Display está orientado a anunciantes externos, en este caso 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. Por otro lado Product Ads es un producto creado para los vendedores, dándoles la posibilidad de que sus productos figuren más arriba en los listados. Si bien esta vertical es relativamente chica, es altamente rentable ya que se apalanca de las millones de visitas existentes en el sitio y las monetiza. Los esfuerzos de la empresa a futuro estarán en aumentar la relación entre los ingresos por publicidad y las visitas y clics en el sitio. Los ingresos de este negocio agrupan en la línea de ecommerce.

3.2.5 Mercado Shops



Es una solución orientada a vendedores más bien pequeños para que puedan configurar, administrar y promocionar sus propias tiendas en línea. Estas tiendas están

alojadas por Mercado Libre y ofrecen integración con el resto del ecosistema. Los usuarios pueden seleccionar entre un modelo gratuito y un modelo basado en suscripción con funcionalidades mejoradas y servicios de valor agregado en su tienda. Actualmente este producto es el más pequeño de todos a nivel de ingresos generados y en palabras de su COO Daniel Rabinovich está ejecutado subóptimamente. En Estados Unidos, por ejemplo, un producto similar es ofrecido por la empresa Shopify la cual tiene el 40% de las transacciones de Amazon mientras que Mercado Shops solo registra 26.000 usuarios en la región y un competidor local como Tienda Nube tiene 70.000 usuarios solo en Argentina. Los ingresos de este negocio agrupan en la línea de ecommerce.

3.2.6 Clasificados



La unidad de clasificados se encuentra por fuera del ecosistema Meli y se divide en tres verticales. Por un lado, la vertical de motores, donde se puede vender cualquier cosa que tenga un motor, tales como autos, motos, lanchas o aviones. El modelo de negocios es diferente a Marketplace, ya que el usuario no abona una comisión por la venta si no un precio fijo por publicar en el sitio y una vez que el comprador se contacta con el vendedor la transacción continua entre ellos por fuera de la plataforma. También existe la posibilidad de reservar el producto pagando una seña a través del sitio y es posible que un futuro permita el pago completo a través de Mercado Pago.

La segunda vertical es la de inmuebles donde se habilita la publicación de inmuebles tanto para compraventa como para alquiler. De forma similar a la vertical de motores se cobra un monto fijo por la publicación, mientras que el resto de la transacción se realiza directamente entre los usuarios por fuera del sitio. Por último, encontramos la vertical de servicios que es básicamente todo aquello que no esté incluido en las verticales mencionadas anteriormente. En este caso si se permite el pago total a través de Mercado Pago dándole la seguridad al comprador de que el prestador del servicio va a cumplir con lo prometido. Los ingresos de este negocio agrupan en la línea de ecommerce.

A nivel geográfico, si bien tiene presencia en 18 países, la operación se encuentra principalmente en Brasil, Argentina y México. Históricamente Brasil fue la principal

fuente de ingresos rondando el 60%, Argentina se encuentra en segundo lugar promediando el 20%. Actualmente México se ubica tercero con un 15% y el resto proviene de los demás países.

4. Análisis de la industria

La industria del comercio electrónico en América Latina está en pleno crecimiento y tiene todavía mucho terreno por recorrer. Actualmente las transacciones realizadas por internet representan tan solo un 6,2% del total de las transacciones del comercio minorista en la región. Con un crecimiento interanual cercano al 36% la industria lleva más de una década creciendo a tasas de doble dígito. En cuanto a los consumidores, solo un 34% de las personas mayores de 15 años realizaron al menos una compra online, un número muy bajo si se lo compara con Asia, Europa o Estados Unidos donde este número varía entre un 60% a un 80% según la región. Estos números nos permiten una doble lectura. Por un lado, puede parecer un tope al crecimiento del negocio debido a la baja participación de la población en general. Por el otro estos números nos muestran que el negocio aún es muy joven y, si bien las diferencias económicas y estructurales de la región frente a los mercados mencionados son significativas, es posible esperar que con el correr de los años la base de consumidores aumente considerablemente.

Por el lado de los pagos electrónicos, el crecimiento potencial es similar. En una región de 646 millones de habitantes la bancarización no llega al 60%. De estos, muchos son “ATM only”, es decir que su única interacción con el sector financiero es cobrar el sueldo en un banco y luego retirar toda la plata en un cajero automático. En Argentina, por ejemplo, más del 70% de las transacciones comerciales son realizadas en efectivo. La solución de pagos online y billeteras virtuales permite un alcance potencial casi a la totalidad de la población, ya que la gran mayoría posee celulares que le permiten tener estas aplicaciones. Solo en Brasil hay más de 200 millones de dispositivos siendo el quinto mercado más grande del mundo en este rubro. Tal es el tamaño del mercado brasilero que la empresa WhatsApp lo eligió para realizar el lanzamiento de su propio sistema de pagos. La baja inclusión financiera en la región ha dado paso al enorme crecimiento de la industria fintech donde muchos consumidores que nunca pensaron que podrían tener a su alcance un paquete bancario hoy pueden realizar pagos, cobros, retiros con tarjeta y hasta inversiones desde su celular.

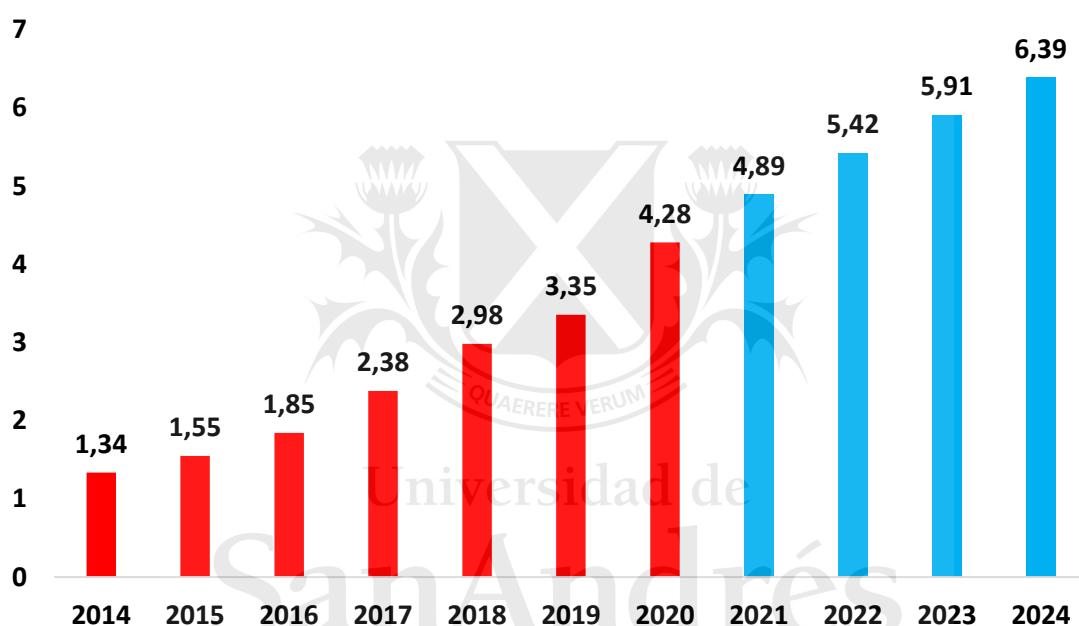
4.1 Ecommerce

4.1.1 Panorama global

La industria del comercio electrónico es una de las más pujantes y de mayor crecimiento en todo el planeta. El avance de la tecnología ha cambiado la forma de vivir

y el comercio no queda exceptuado. La velocidad, la comodidad y la eficiencia son algunas de las características que han llevado al crecimiento del comercio electrónico en los últimos años y lo seguirán haciendo. La industria está en constante crecimiento y poco a poco le quita más y más cuota de mercado al retail físico. Las ventas del ecommerce vienen creciendo constantemente año tras año a nivel global llegando en 2020 a la suma de 4,28 billones de dólares teniendo un aumento del 27,6% respecto al 2019. Mientras que para el comercio global el 2020 fue un mal año con una caída del 3% de las ventas totales, para la industria del comercio electrónico fue especialmente beneficioso debido a las cuarentenas instaladas por los distintos gobiernos alrededor del planeta.

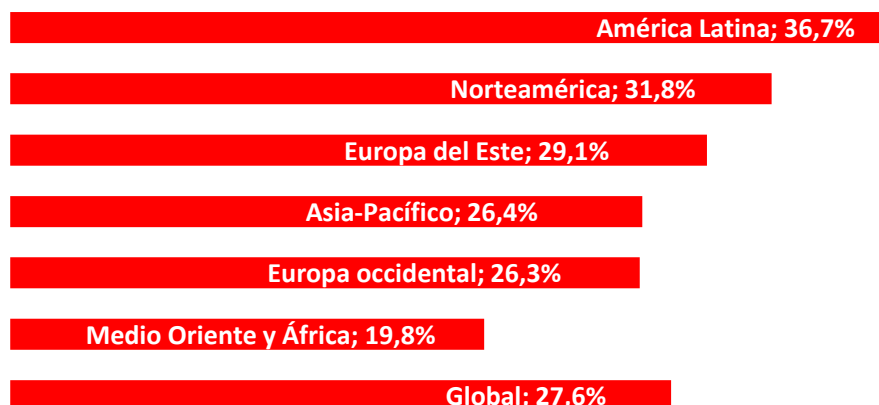
GRÁFICO 6: VENTAS DE ECOMMERCE GLOBALES (EN BILLONES DE DÓLARES)



Fuente: Statista.

El cierre del comercio físico y las restricciones de movilidad impulsaron fuertemente el crecimiento del comercio electrónico ya que millones de consumidores y vendedores a nivel global se vieron obligados a adoptar esta modalidad. Muchos vendedores optaron por el desarrollo de sus propias tiendas online, mientras que otros decidieron realizar sus ventas a través de marketplaces ya establecidos, siendo estos los grandes ganadores del año. La mayoría de los consumidores redujo su gasto en servicios ante la imposibilidad de ir a espectáculos o realizar actividades y volcó este ahorro en el consumo de bienes físicos. Los principales rubros de consumo fueron en equipamiento médico, comida, equipamiento para el hogar, accesorios de entrenamiento y computación. Esto permitió un crecimiento en la industria, particularmente en América Latina, que no se esperaba hasta dentro de cinco años. El ecommerce pasó de representar el 13,6% de las ventas mundiales a ser el 18%.

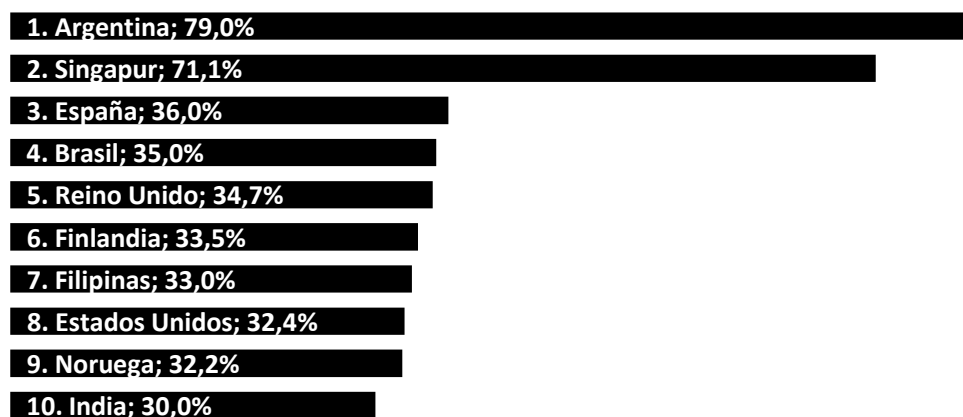
GRÁFICO 7: CRECIMIENTO DEL ECOMMERCE 2020 POR REGIÓN



Fuente: Emarketer.

En este contexto de crecimiento global, América Latina se destaca siendo la región que más creció frente al año anterior, presentando un aumento del 36,7%, un poco más de nueve puntos por encima de la media. En segundo lugar se encuentra América del Norte (Estados Unidos y Canadá) con un crecimiento del 31,8% y cierra el podio la región de Europa Central y del Este con un 29,1%. Para el año 2021 las proyecciones sitúan el crecimiento del consumo global en un 5,1% respecto del 2020 y un crecimiento del comercio electrónico 14%, ubicándolo en el 19,5% del total. Estos números implicarían una lógica desaceleración respecto al 2020, algo dentro de lo esperado ya que es poco probable que se repita un evento de magnitudes similares como lo fue el coronavirus. De todos modos el crecimiento esperado se mantiene en el doble dígito adicionando USD 611.000 MM a la industria con proyecciones que llegan hasta los 6,38 billones de dólares para el 2024.

GRÁFICO 8: LOS 10 PAÍSES QUE MÁS CRECIÓ EL ECOMMERCE EN 2020



Fuente: Emarketer.

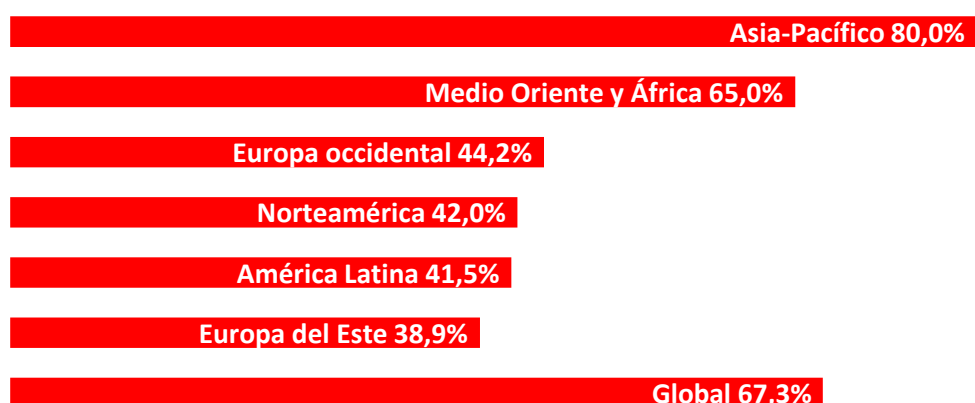
4.1.2 Principales mercados

Más allá del crecimiento experimentado por algunas regiones en el 2020 el principal mercado del comercio electrónico mundial se encuentra en la región de Asia y el Pacífico, liderado por China, país en el que se mueve el 53,7% del tráfico global. Latinoamérica por su parte representa apenas el 2,3% del total aunque, como se mencionó anteriormente es una de las de mayor crecimiento. Esto se refleja en los números de crecimiento 2020, dónde cinco de los 10 países que más crecieron provienen de alguna de estas dos regiones (Argentina, Brasil, Singapur, Filipinas e India). Norte América y Europa occidental ocupan el segundo y tercer lugar con un 20,7% y 12,7% del total global respectivamente.

La importancia de los dispositivos móviles: una tendencia que arrancó hace ya varios años y continúa creciendo de forma constante, es la preferencia de los consumidores a realizar las compras online a través de dispositivos móviles en vez de ordenadores fijos.

A nivel global el ranking lo encabeza la región de Asia-Pacífico donde ocho de cada 10 transacciones son realizadas a través de un smartphone o una tablet. La importante ponderación de esta región sobre el total de las ventas globales lleva a que el promedio mundial de ventas por dispositivos móviles sea del 67,3%, aun cuando ninguna de las demás regiones llega a este número. La que más se acerca es la región de Medio Oriente y África con un 65% y por detrás vienen Europa, Norteamérica y Latinoamérica con 44,2%, 42% y 41,5% respectivamente. Con estos números es esperable que crezca considerablemente la cantidad de ventas desde dispositivos móviles en estas regiones, lo que implica un gran desafío para las empresas del sector que deberán hacer importantes inversiones en el mantenimiento de las aplicaciones y mejorar la experiencia del usuario.

GRÁFICO 9: PORCENTAJE DE VENTAS A TRAVÉS DE DISPOSITIVOS MÓVILES 2020



Fuente: Emarketer.

4.1.3 Principales empresas

A nivel mundial, los principales jugadores se encuentran en el mercado norteamericano y el mercado del sudeste asiático. La competencia es feroz y si bien el crecimiento orgánico del negocio permite que todas las empresas crezcan anualmente a altas tasas, la pelea por la participación de mercado es cada vez más intensa. En esta línea las empresas han realizado cada vez mayores inversiones principalmente en el aumento de los volúmenes de stock, capacidad de almacenamiento y logística. También ha aumentado la expansión a otros negocios a fin de generar nuevas fuentes de ingresos y de retener a sus clientes con los diversos productos ofrecidos y sistemas de fidelidad. Entre estos negocios encontramos principalmente sistemas de pagos pero también los hay de servicios de streaming, almacenamiento web, servicios de publicidad o casas de juego online.

En este contexto global, la Norteamericana Amazon es la líder indiscutible. Fundada por Jeff Bezos en 1994, la empresa comenzó dedicándose a la venta de libros y rápidamente se expandió a todo tipo de productos. En el año 2020 tuvo ingresos por USD 386.000 MM y como parte de su expansión contrató a más de 500.000 personas, a razón de casi 1.400 por día. Actualmente tiene una plantilla de 1,3 millones de empleados y es uno de los mayores empleadores del mundo. La compañía, cuyos ingresos provienen en un 70% de su marketplace, también tiene ingresos por servicios de servidores web, suscripciones a programas de fidelidad y streaming. Actualmente tiene el 70% de sus ingresos proveniente de América del Norte, un 6% del Reino Unido, 8% de Alemania, 6% de Japón y 11% del resto del mundo, incluyendo a Latinoamérica. En la región tiene presencia desde el 2012, principalmente en Brasil y México aunque también acepta pedidos de casi cualquier parte del mundo.

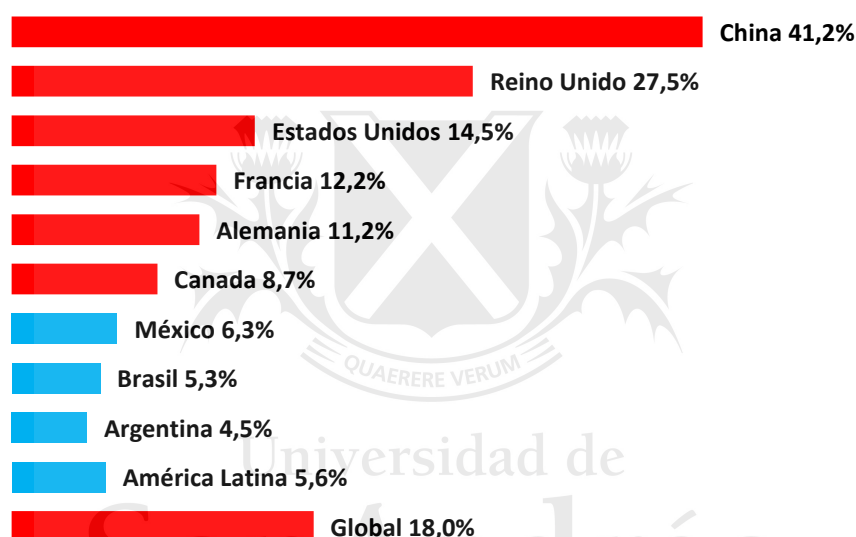
Yéndonos a China, el principal mercado global, la más famosa es Alibaba. Este gigante es un conglomerado de empresas chinas dedicado al comercio minorista y mayorista. Fundado por Jack Ma en 1999, la compañía obtuvo ingresos por USD 72.000 MM en el 2020. Además del marketplace, de dónde provienen el 66% de sus ingresos, también participa en los negocios de servidores web, entretenimiento digital, logística e innovación. Es la principal empresa a nivel mundial para el comercio mayorista con China, dónde miles de clientes internacionales realizan sus compras al por mayor desde todas partes del globo.

Otros grandes jugadores del mercado global incluyen a JD.com, Suning.com y Meituan-Dianping, todos sitios chinos y principales competidores de Alibaba. Fuera de este país encontramos a Rakuten en Japón, eBay y Wayfair en Estados Unidos, Zalando en Alemania y la surcoreana Coupang completa el top 10. En el mercado latinoamericano podemos mencionar a Mercado Libre y los minoristas B2W, Magalú y Falabella que llevan adelante una gran inversión para migrar al ecommerce.

4.1.4 El comercio electrónico en América Latina

Los principales desafíos de los jugadores en América Latina pasan por la infraestructura general de la región, la penetración, la baja velocidad de internet en muchos sectores y la estricta y variada regulación en los distintos países. Adicionalmente ocupa el segundo puesto entre las economías informales más grandes del mundo, luego de África subsahariana, representando un 34% del PBI según un estudio del FMI del 2019. Otro gran problema de la región es su gran extensión y la baja densidad de población, lo que implica mayores distancias para los traslados de las mercaderías aumentando los costos.

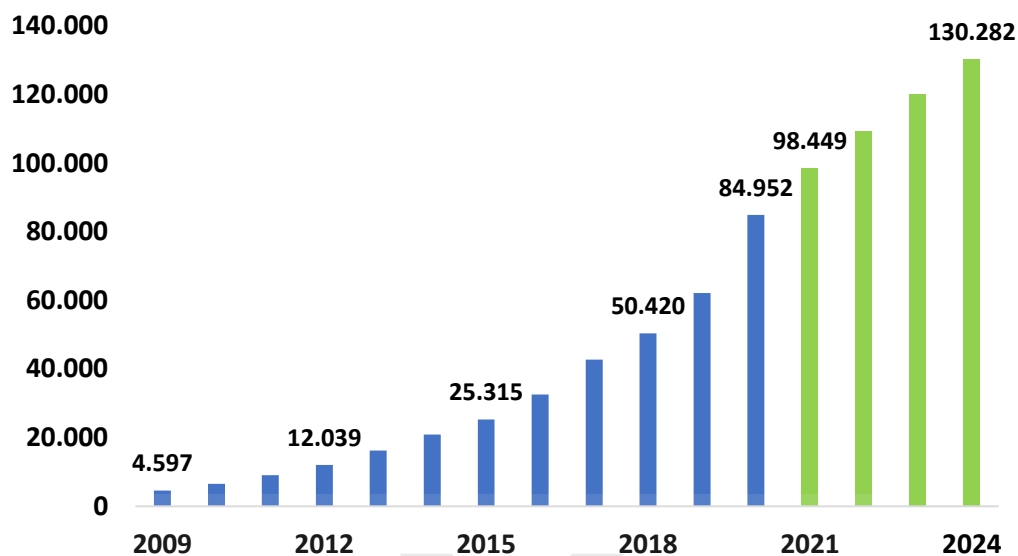
GRÁFICO 10: PENETRACIÓN DEL ECOMMERCE SOBRE EL TOTAL DE VENTAS 2020



Fuente: Emarketer.

A pesar de una caída en el comercio general del 3,4% el 2020 fue un gran año para el comercio electrónico a nivel regional con un crecimiento del 27%. Las perspectivas de crecimiento son altísimas ya que en el 2020 el ecommerce representó apenas el 6,2%, cifra muy por debajo del promedio global que se ubica en el 18%. Si bien es muy ambicioso pensar en los números de China o el Reino Unido, podemos observar en el gráfico 10 que países como Canadá, Alemania o Francia tienen un porcentaje de participación sobre el total cercano al 10%. Llegar a estos números para el comercio de latinoamericano representaría un crecimiento cercano al 90%. Dentro de la región, el podio lo lidera México con un 6,3%, seguido por Brasil con 5,3% y Argentina se ubica más atrás con 4,5%.

GRÁFICO 11: CRECIMIENTO REAL Y PROYECTADO DEL COMERCIO ELECTRÓNICO EN AMÉRICA LATINA (USD MM)

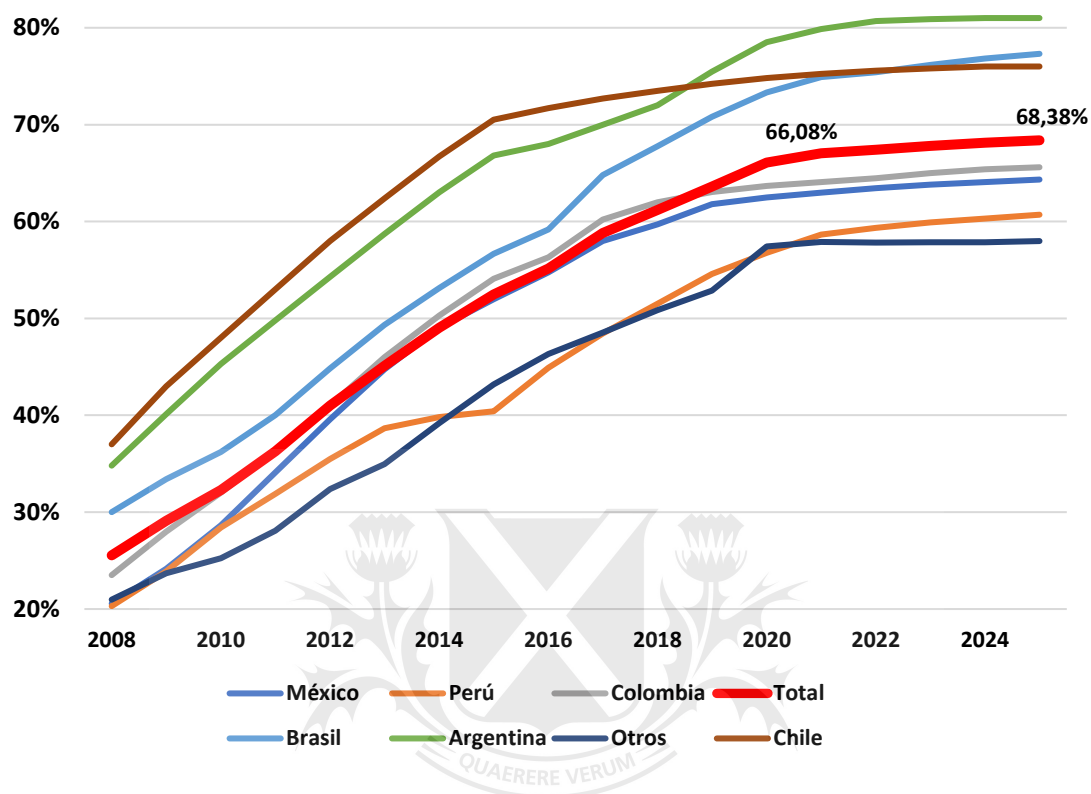


Fuente: Emarketer.

Como se mencionó anteriormente la penetración de internet en la región es baja en comparación con el resto del mundo. Este uno de los motivos que explica también la baja participación del comercio electrónico sobre el total y puede ser un impedimento para el crecimiento a largo plazo. Mientras que en países como Estados Unidos, Japón o algunas regiones de Europa el uso de internet se ubica por encima del 80% de la población, en América Latina este número llega al 66%. Desglosado por país, el ranking lo lidera Argentina con 78%, seguido por Chile con el 74% y cierra el podio Brasil con el 73%. Las proyecciones estiman un crecimiento para el 2025 llevando la penetración al 68,38%. El bajo crecimiento del uso de internet podría a ser una traba al crecimiento de la industria aunque en el caso de China que es el mayor mercado del mundo, la penetración se encuentra en un 54% de la población. Podemos inferir, por lo tanto, que a pesar de la coyuntura local, existen posibilidades de crecimiento. El enfoque debe estar en lograr que los usuarios actuales adopten el ecommerce y en lograr que aumenten su frecuencia de compras y dediquen un mayor porcentaje de sus ingresos a las compras online.

El 66% de penetración actual representa a 435 millones de usuarios de internet. De ese total 267 millones realizaron alguna compra online en el año 2020 y se proyecta que este número crezca hasta los 350 millones en 2024. Si bien es un mercado grande, la competencia se da principalmente en Brasil que no solo es el mercado más grande de la región si no que por cantidad de habitantes es también uno de los mercados más grandes del mundo. El segundo mercado más importante es el de México y el tercero es Argentina. El resto de los países tienen una participación individual muy pequeña sobre el total de la región, aunque en el acumulado representan el 32% del total.

GRÁFICO 12: PORCENTAJE DE USUARIOS DE INTERNET EN AMÉRICA LATINA SOBRE EL TOTAL DE LA POBLACIÓN



Fuente: Emarketer.

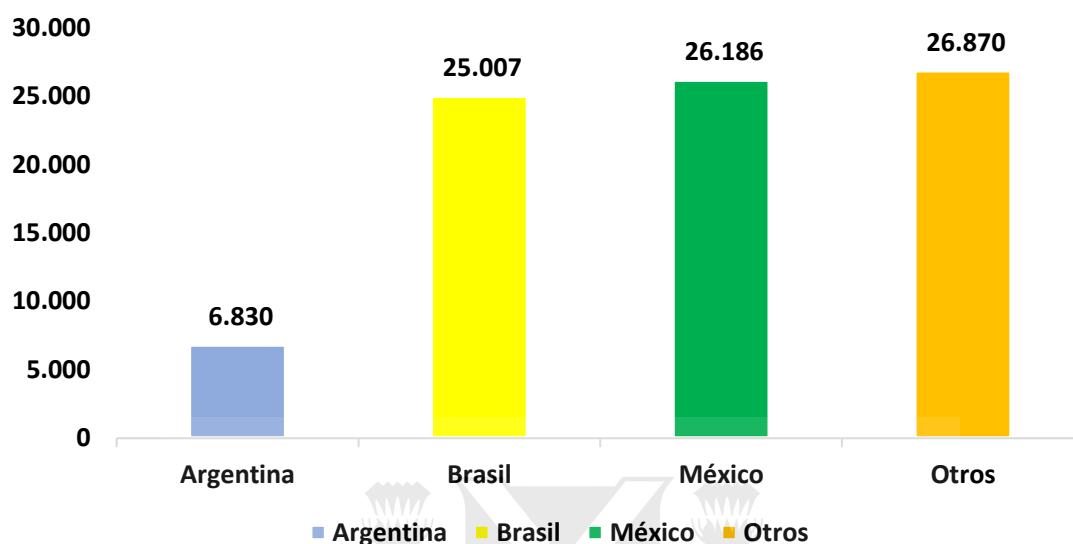
Universidad de

Durante el 2020 se presenció una gran aceleración y como se comentó, el crecimiento fue de un 27% llegando a los USD 84.000 MM. Las principales proyecciones estiman un crecimiento del 16% para 2021 llevando el total hasta los USD 98.500 MM y para 2024 se espera un mercado de USD 130.000 MM. Esto implicaría un crecimiento esperado del 53% para el período 2021-2024. En este sentido, el principal incremento se espera para Brasil que pasaría a ocupar el primer lugar en montos nominales de la región con un crecimiento del 60%.

A modo de conclusión, podemos observar que la industria del comercio electrónico tanto a nivel global como regional se encuentra en pleno crecimiento y no hay indicios de que esto vaya a cambiar. A medida que mejoren las tecnologías, la logística y los tiempos de entrega, esta tendencia crecerá aún más. El principal desafío de las empresas del sector radica en buscar la forma de atraer más clientes al ecosistema y aumentar los porcentajes de participación sobre el total del comercio en general haciendo crecer la penetración actual del 18%. A nivel competitivo los desafíos se enfocan en mejorar los tiempos de entrega y brindar la mejor gama de servicios posible para diferenciarse de los competidores. La industria del comercio mueve billones de dólares y con el paso de los años el comercio electrónico tendrá una ponderación mayor.

Aquellas empresas que logren destacarse serán las ganadoras y generarán altos ingresos beneficiando en el proceso a sus clientes y accionistas.

GRÁFICO 13: DISTRIBUCIÓN DEL ECOMMERCE EN AMERICA LATINA 2020 (USD MM)



Fuente: Emarketer.

4.2 Fintech

4.2.1 Panorama global

En primer lugar podemos definir fintech como un concepto que aglutina a aquellas empresas financieras que buscan aportar nuevas ideas y que reformulan, gracias a las nuevas tecnologías de la información, las aplicaciones móviles o el *big data*, la forma de entender y prestar los servicios financieros. En general las empresas del sector comparten los siguientes objetivos:

- encontrar la mejor forma de ofrecer los nuevos servicios financieros;
- añadir valor sobre los servicios financieros actuales;
- desintermediar productos financieros que pueden ofrecerse de persona a persona;
- optimizar los costos de los servicios actuales;
- permitir más acceso a servicios financieros a la población en general y generar una mayor transparencia en la oferta financiera;
- utilizar la tecnología para dar mejores soluciones a los servicios financieros.

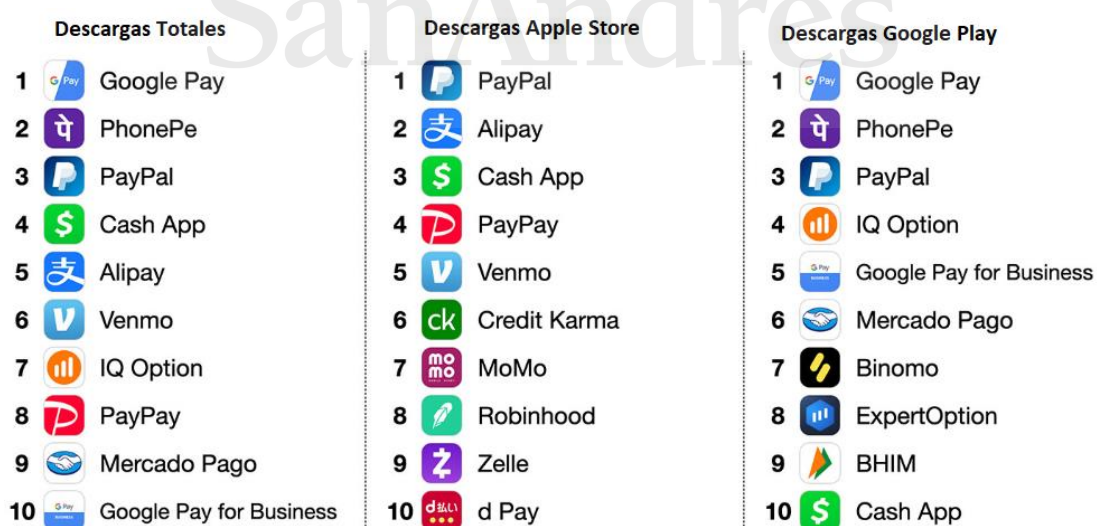
Observando los números podemos asegurar que es un sector que ha llegado para quedarse y que muchas entidades financieras ya han reaccionado para posicionarse como líderes en esta transformación del sector. De esta manera la competencia no solo

es entre las empresas digitales si no que todos los grandes bancos también están destinando una fuerte inversión en el ecosistema digital para no perder el sector de la banca minorista. Esto permite un mayor nivel de competencia y una mejor oferta para los consumidores.

A nivel mundial, en sólo tres años el mercado alternativo financiero creció un 48% de 2018 a 2020. Los principales servicios que ofrecen estas empresas son las soluciones de pagos online, las transferencias entre usuarios, los créditos a personas que están fuera del sistema financiero, soluciones financieras, servicios para empresas, inversiones y seguros. Apoyados en la información que se genera con cada transacción estas compañías también desarrollan sus propios sistemas de calificación crediticia, permitiéndoles acceso al crédito a personas que no pueden acceder por el sistema tradicional. Para aquellas personas que no estaban bancarizadas otra gran innovación es la posibilidad de invertir dinero a través de fondos de inversión pasivos.

La industria aún tiene mucho camino por recorrer. El año 2020 marcó un hito en el que más de mil millones de personas han realizado pagos a través de dispositivos móviles. Por su parte, sociedades como China o Suecia avanzan a modelos en los que intentan erradicar el dinero en efectivo aunque la gran mayoría de la población mundial sigue realizando sus pagos con papel moneda o tarjeta. En este contexto han surgido cientos de compañías nuevas en los últimos años ofreciendo toda esta variedad de servicios. El principal motor de crecimiento de estas compañías han sido las regulaciones gubernamentales amigables que incluyen desde controles más laxos que los que reciben los bancos tradicionales hasta incentivos fiscales.

ILUSTRACIÓN 3: DESCARGAS MUNDIALES DE APLICACIONES FINTECH – FEBRERO 2020



Fuente: Sensor Tower.

Además de los bancos tradicionales y digitales, muchas empresas ya establecidas y de otros rubros han desarrollado sus propias plataformas de pago para potenciar sus

negocios. No solo Mercado Libre lo ha hecho a través de Mercado Pago, también encontramos el caso de Amazon Pay o Ali Pay (Alibaba), en África Jumia desarrolló Jumia Pay y en Latinoamérica podemos encontrar el Banco Falabella o Magalú Payments (Magazine Luiza). También encontramos empresas como Apple con Apple Pay por dónde procesa la mayoría de las transacciones de sus ventas online y Apple Store. Samsung Pay cumple un rol similar para el gigante coreano y recientemente la empresa de servicios de mensajería WhatsApp lanzó su propio sistema de pagos, primero en Brasil y luego en India. A todos estos se le suma la competencia del pujante sector de criptomonedas y Defi o finanzas descentralizadas, haciendo que este mercado sea altamente competitivo, dónde el foco está en ofrecer la mayor variedad de productos, al menor costo posible y de la manera más sencilla para los usuarios.

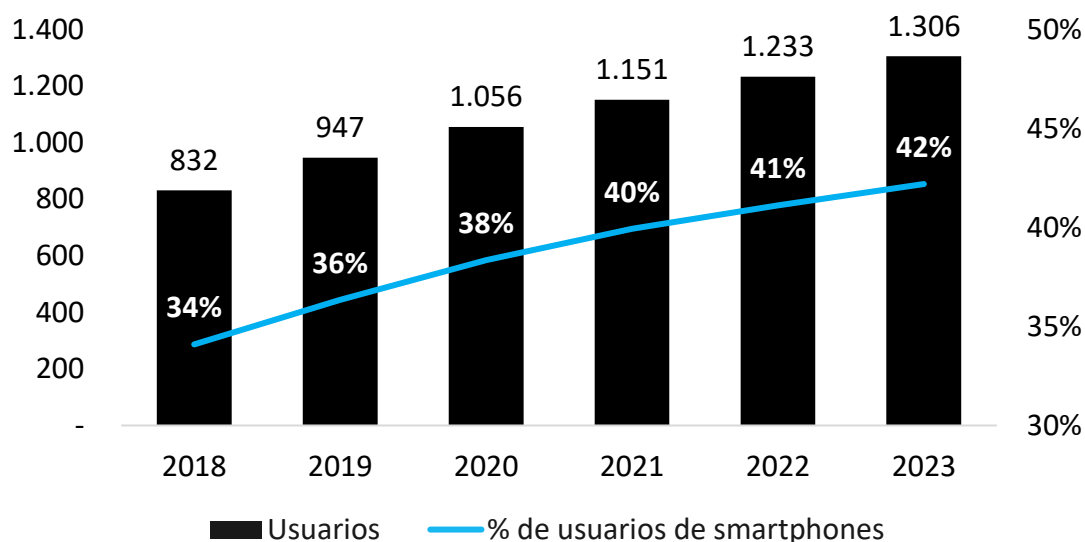
4.2.2 Principales empresas

Tal vez la empresa más conocida del sector es PayPal. Fundada en 1998 bajo el nombre de Confinity, adoptó su nombre actual en 2001 tras una fusión y salió a cotizar a la bolsa en el año 2002. En ese mismo año se convirtió en una filial de eBay de la cual finalmente se separó en 2015. La compañía opera principalmente como un procesador de pagos para vendedores en línea, sitios de subastas y otros usuarios comerciales en línea e incluso comercios físicos, por lo que cobra un porcentaje de comisión y tarifa. Permite tener cuentas propias, que pueden ser cuentas personales o de negocios, a las cuales se les puede cargar saldo directamente. Adicionalmente ofrece una variedad de servicios que incluyen tarjetas de débito, lectores de tarjetas de crédito para pequeños comerciantes y líneas de crédito. Con más de 26.500 empleados e ingresos que alcanzaron los USD 21.500 MM en 2020, la capitalización bursátil de la empresa alcanza USD 315.000 MM.

Entre otras empresas del sector encontramos a Adyen, fundada en 2006, que ofrece a las empresas una plataforma para aceptar pagos a través de cualquier canal de ventas en cualquier parte del mundo. Adyen, con sede en los Países Bajos, presta servicios a más de 4.500 empresas y procesa pagos móviles, en línea y en tiendas. Tiene una lista importante de clientes, incluidos Facebook, Uber, Netflix, Spotify, L’Oreal, Burberry, Symantec y Microsoft y entre 2015 y 2020, los ingresos aumentaron de USD 98,5 MM a USD 684 MM.

En el mercado asiático encontramos a Ant Financial. Con sede en China, surge de una escisión del Grupo Alibaba. Fundada en 2014 comenzó con Alipay, la plataforma de pagos del gigante asiático. Hoy Ant Financial administra Alipay, Ant Fortune, Ant Financial Cloud y otros servicios financieros. Juntos, Ant Financial y sus afiliadas ofrecen servicios de gestión patrimonial, informes crediticios, banca privada, pagos y computación en la nube. En el año 2020 tuvo una fallida salida a la bolsa que se vio interrumpida por asuntos burocráticos en China, pero las estimaciones sitúan el valor de la compañía alrededor de los USD 200.000 MM.

GRÁFICO 14: PERSONAS QUE REALIZAN PAGOS MÓVILES EN EL MUNDO (EN MILLONES (IZQ)) Y % DE LA POBLACIÓN QUE USA SMARTPHONES (DER)



Fuente: Emarketer.

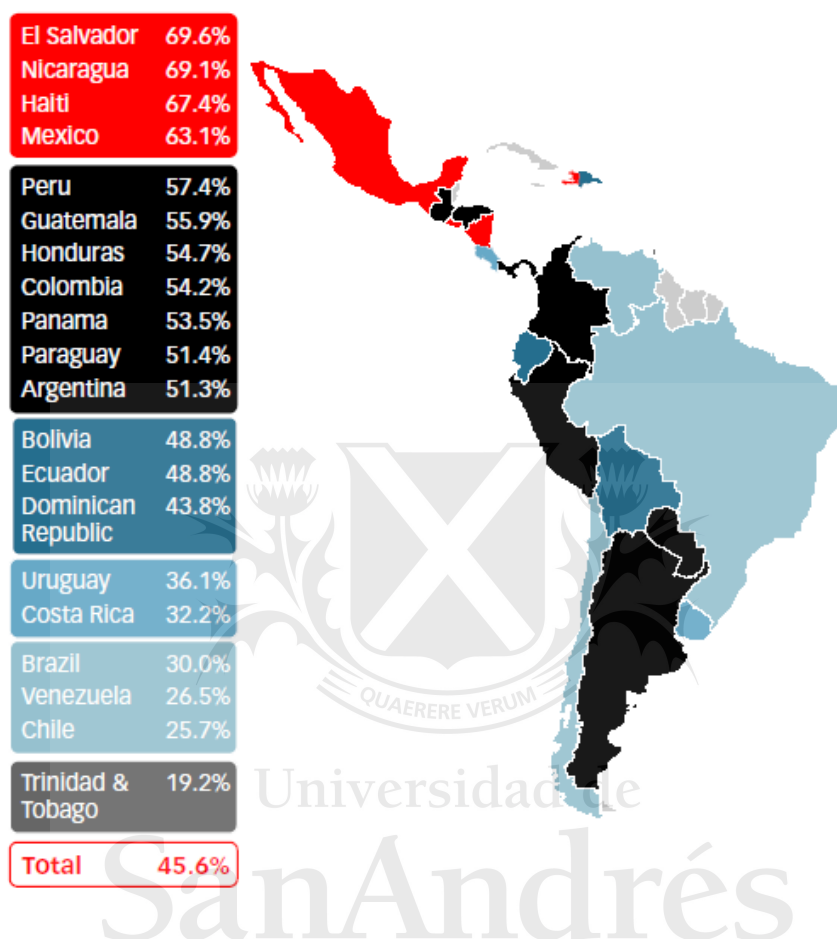
En el segmento de pagos móviles nos encontramos con Apple, Samsung y Google liderando la adopción a nivel global. Apple Pay, lanzado por primera vez en los EE. UU. en octubre de 2014, es un servicio de pago móvil y billetera digital que se puede utilizar para realizar pagos en la tienda y en línea. Ahora está disponible en 57 países de todo el mundo, aunque sus funciones varían de un mercado a otro. En China, por ejemplo, Apple Pay solo se puede usar en línea a través del navegador Safari de Apple con un iPhone compatible. Google lanzó en septiembre de 2015 Android Pay el servicio de pagos móviles de su tienda virtual en los EE. UU. Actualmente su nombre es Google Pay. En enero de 2018, Android Pay y Google Wallet se fusionaron en este único sistema de pagos. Hoy en día, Google Pay se puede utilizar para realizar pagos móviles en tiendas minoristas en 29 países. Por su parte Samsung Pay el servicio de pago móvil de Samsung se lanzó por primera vez en Corea del Sur en agosto de 2015. Además de permitir los pagos online, al igual que los servicios de Apple y Google, Samsung Pay permite realizar pagos presenciales mediante la tecnología de comunicación de campo cercano (NFC), haciendo contacto entre el celular y los dispositivos posnet.

4.2.3 El negocio en América Latina

A pesar del gran crecimiento de las fintech en el mundo, la región latinoamericana se mantuvo bastante rezagada hasta hace muy poco. Tras años de proliferación y miles de millones en inversiones, los EE. UU., Europa y partes de Asia se han vuelto grandes mercados fintech. Sin embargo, solo en los últimos cuatro años, LATAM comenzó a experimentar un auge de fintech a medida que las empresas más grandes acumulan millones de clientes y grandes inversiones. El auge masivo de la tecnología financiera se está afianzando en la región al tiempo que las empresas del

sector buscan aprovechar la penetración generalizada de teléfonos inteligentes e internet para atender a las poblaciones no bancarizadas y sub-bancarizadas de la región y a las pequeñas y medianas empresas.

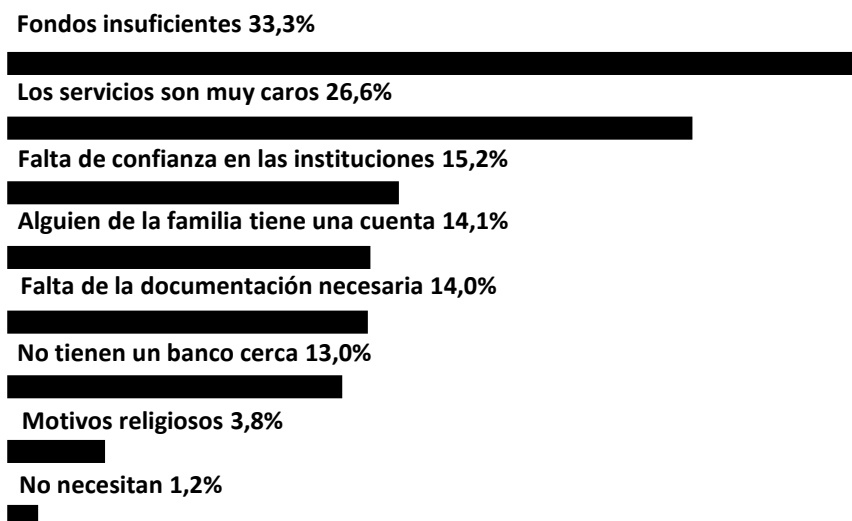
GRÁFICO 15: PORCENTAJE DE POBLACIÓN NO BANCARIZADA EN LA REGIÓN - 2020



Fuente: Emarketer.

En una región donde el 45% de la población no está bancarizada pero el 66% usa un teléfono móvil las posibilidades de crecimiento son altísimas. Por su parte, las autoridades en muchos de estos países han promulgado regulaciones favorables a las fintech, habiendo identificado los servicios financieros digitales y fintech como una forma de brindar un acceso financiero generalizado. Los inversores internacionales se han encontrado en la región con un espacio de inversión atractivo a medida que se vuelve más difícil de identificar y competir por estas nuevas empresas en mercados maduros como EE. UU. y Asia. La industria de la región se estima que alcanzará la cifra de los USD 150.000 MM para 2021.

GRÁFICO 16: ¿POR QUÉ LOS CONSUMIDORES NO TIENEN UNA CUENTA BANCARIA EN LATINOAMÉRICA? - 2020



Fuente: Emarketer.

Si bien en la región los principales mercados son Argentina, Brasil, México, Chile y Colombia enfocaremos el análisis en los primeros tres ya que son aquellos en los cuales provienen el 95% de los ingresos de Mercado Libre.

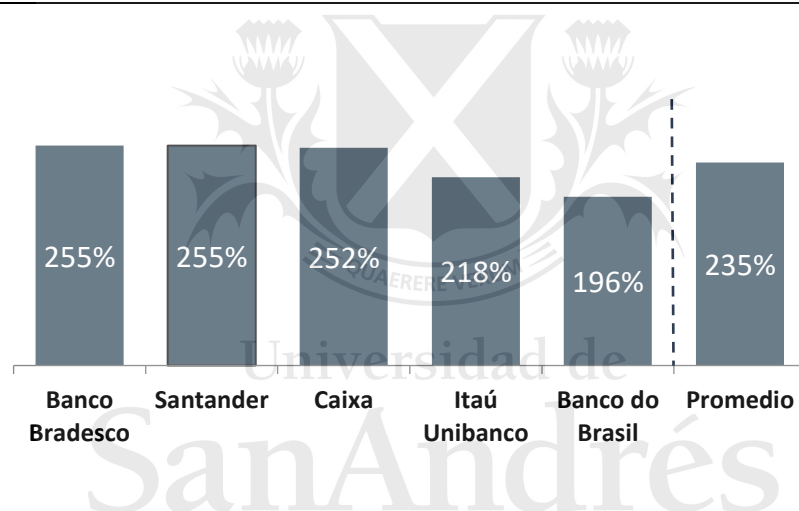
Brasil

La potencia económica de la región alberga a la quinta población más grande del mundo y lidera la revolución fintech de LATAM. Había 380 fintech operando en el país en mayo de 2019, según estudios de Finnovista. Alrededor de dos tercios (64%) de los consumidores brasileños están definidos como adoptantes de fintech por la consultora EY, una tasa que está al nivel del promedio mundial y más alta que la mayoría de los países del G7. Varios factores han creado un entorno fértil para la innovación en la industria de servicios financieros, impulsando esta revolución:

- **Una gran población desatendida:** alrededor de 45 millones de personas en el país no tienen acceso o no han usado una cuenta bancaria en los últimos meses, según los datos recopilados por el Instituto Locomotiva. Esto brinda a las fintech la oportunidad de brindar soluciones innovadoras que pueden llevar esta informalidad a una economía integrada.
- **Demografía:** la edad promedio en Brasil es de 32 años, lo que brinda a las fintech del país una base de consumidores grande, joven y conocedora de la tecnología que probablemente sea más receptiva a las soluciones financieras digitales.

- Penetración de teléfonos inteligentes e Internet: tres cuartas partes de los brasileños usan teléfonos inteligentes y se espera que alcance un 86% para 2025. Ambas cifras son de las más altas de la región.
- Altas tarifas cobradas por los operadores predominantes: los cuatro bancos más grandes de Brasil, Banco Bradesco, Itaú Unibanco, Caixa Econômica Federal y Banco do Brasil, controlan casi el 80% de los depósitos del país. Estos jugadores, además, cobran algunas de las tarifas y tasas de interés más altas del mundo lo que explica la baja bancarización.
- Apoyo regulatorio: la agenda regulatoria amigable con las fintech de Brasil tiene como objetivo estimular la competencia en los servicios financieros. Por ejemplo, introdujo nuevas reglas en 2018 que permiten a las fintech extender crédito directamente, en lugar de tener que usar bancos como intermediarios.

GRÁFICO 17: TASAS DE INTERÉS COBRADAS SOBRE TARJETAS DE CRÉDITO EN BRASIL



Fuente: Business Insider - 2019.

Dado que Brasil todavía tiene una gran población no bancarizada, existe una gran oportunidad para que los bancos tradicionales y las fintech capten millones de clientes. La penetración generalizada de los dispositivos móviles significa que más jugadores pueden ampliar su alcance contra lo que tradicionalmente era posible. Pero también hay una enorme población de clase media en Brasil a la que los bancos digitales pueden dirigirse, especialmente con productos de ahorro e inversión.

A pesar de su gran población no bancarizada, más de 100 millones de personas en el país están clasificadas como clase media. Dado que es probable que esta población sea más lucrativa que el segmento no bancarizado, la competencia por estos consumidores será feroz entre los bancos. Sin embargo, al combinar las transformaciones impulsadas por regulaciones favorables a las fintech con la tecnología, los jugadores pueden diferenciarse y competir para superar a sus pares. Por ejemplo, pueden reforzar sus conjuntos de productos más allá de los servicios bancarios básicos

para satisfacer las necesidades de estos consumidores de clase media, incluso ofreciendo servicios como gestión de patrimonio y comercio, ya sea a través de asociaciones o construyendo estos servicios internamente.

México

Como es el caso en gran parte de LATAM, México está experimentando un auge en la innovación financiera. En total, hay más de 400 fintech, el número más alto en LATAM, desafiando y remodelando la industria de servicios financieros del país, según datos de Finnovista. Esto se refleja en cómo la población del país interactúa con estas. El 72% de los consumidores se clasifican como adoptantes de fintech, 8 puntos porcentuales más que el promedio global, según EY. México se ha convertido en un caldo de cultivo fértil para la innovación fintech como resultado de factores similares a los vistos en Brasil:

- Una gran población desatendida: Con un estimado de 42 millones de consumidores no bancarizados, México tiene una de las poblaciones más grandes de personas excluidas financieramente entre los principales mercados emergentes. Además, solo alrededor de un tercio de las PyMEs en México tienen acceso a préstamos bancarios, a pesar de representar cerca de nueve de cada diez negocios en el país. Esto permite a las empresas competir por un gran mercado que hoy no está atendido y poner el foco en aumentar los clientes sin tener que competir por la cuota de mercado con otros.
- Demografía: la edad promedio entre los 129 millones de habitantes de México es 28, mientras que el 41% de la población tiene entre 25 y 54 años. Esta gran base de consumidores jóvenes y conocedores de la tecnología ha proporcionado a las fintech del país un mercado accesible de tamaño considerable que es más receptivo a las soluciones financieras digitales.
- Penetración de teléfonos inteligentes e Internet: más del 60% de los mexicanos usan teléfonos inteligentes y se espera que esa cifra aumente hasta el 76% para 2025. Esta penetración masiva de teléfonos inteligentes y acceso a Internet está permitiendo ofrecer las propuestas vía dispositivos móviles a la mayoría de la población mexicana.
- Una industria financiera no competitiva: dominada por unos pocos operadores tradicionales, los cinco principales bancos, cuatro de los cuales son de propiedad internacional, controlan alrededor del 70% del mercado de servicios financieros. Esta falta de competencia significa que hay menos incentivos para que los bancos líderes amplíen sus servicios, lo que resulta en una baja penetración del crédito: los préstamos de crédito nacionales representan el 35% del PBI, en comparación con el 136% en el Reino Unido y el 186% en Estados Unidos.

ILUSTRACIÓN 4: PRINCIPALES ACTORES DEL ECOSISTEMA FINTECH EN LATAM



Fuente: elaboración propia.

Argentina

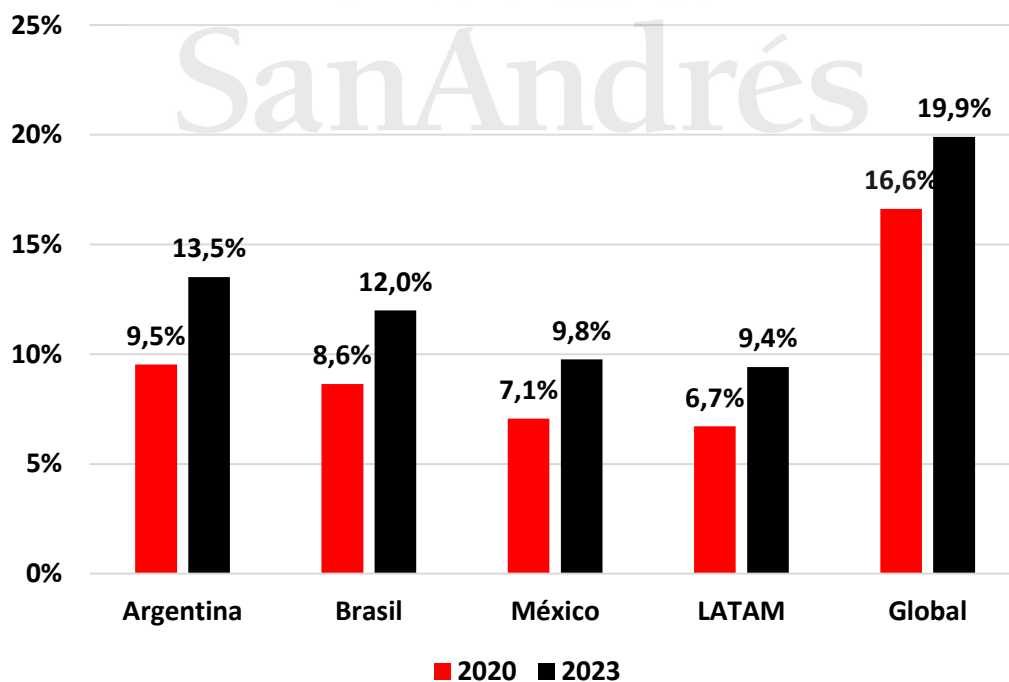
Si bien está considerablemente rezagado con respecto a los dos líderes regionales, Brasil y México, en prácticamente todas las métricas, Argentina es otro ejemplo en lo que respecta al creciente compromiso con las fintech en la región. A pesar de que el país tiene un número relativamente bajo de fintech, el 67% de los argentinos se definen como adoptadores de fintech, una cifra que es 3 puntos porcentuales más alta que el promedio global, de acuerdo con EY. Hay una serie de factores que impulsan el crecimiento de las fintech en Argentina:

- Una gran población desatendida: aunque las estimaciones varían, Argentina alberga una gran población no bancarizada, similar al resto de LATAM. Según datos del Banco Mundial, solo el 49% de la población mayor de 15 años tiene una cuenta bancaria. Como resultado, existe una gran oportunidad sin explotar para que las fintech se orienten al país.
- Las repetidas crisis económicas han generado desconfianza en los bancos: la historia económica de Argentina está plagada de crisis, habiendo incumplido nueve veces su deuda soberana. La serie de crisis económicas que ha sufrido el país durante las últimas dos décadas, incluyendo una fuerte devaluación de la moneda, confiscaciones de depósitos y alta inflación han creado una desconfianza significativa hacia los bancos. En conjunto, estos factores han llevado a los consumidores del país a buscar alternativas a los bancos tradicionales.

- Un alto nivel de educación financiera entre los consumidores argentinos: a pesar de la gran población no bancarizada en el país, muchos argentinos tienen un conocimiento profundo de los asuntos financieros, incluida la inflación y los tipos de cambio diarios. La serie de problemas económicos de Argentina implica que la comprensión de estos conceptos sea una cuestión de la existencia cotidiana.
- Penetración de teléfonos inteligentes e Internet: más de la mitad (55%) de los argentinos usan teléfonos inteligentes y se espera que esa cifra aumente hasta el 76% para 2025. Mientras tanto, se espera que la penetración de Internet alcance el 82% para 2021.

Los vaivenes económicos de Argentina han perjudicado a la población en general generando una oportunidad para que las fintechs ofrezcan productos que puedan compensar estos impactos en los consumidores. La desconfianza de los consumidores hacia los bancos en Argentina es significativa, ya que los depósitos bancarios como parte del PBI se ubican en 18.8%, significativamente más bajo que el 30% en México y menos de un tercio del 60% en Brasil, según datos de la OCDE. Además de la desconfianza, estas bajas cifras de depósitos probablemente sean el resultado de las altas tasas de inflación del país, que acaban con grandes porciones de los ahorros de los consumidores. Los jugadores que ofrecen productos de inversión a los consumidores para proteger sus ahorros obtienen una ventaja competitiva vital porque puede abrir la oferta de otros productos como tarjetas de crédito y préstamos.

GRÁFICO 18: PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN QUE REALIZA PAGOS CON EL CELULAR



Fuente: Emarketer.

En el sector de los pagos digitales la región se encuentra muy lejos del promedio global. Siendo Argentina el país con mayor porcentaje de la población que realiza estas operaciones con el 9,5% mientras que el promedio de la región se encuentra en el 6,7% frente al 16,6% global. Las proyecciones hacia 2023 llevan estos números al 9,4% para LATAM mientras que en el resto del mundo llegarían al 20%. En este segmento es muy importante el desarrollo de los pagos QR y las posibilidades de realizar pagos offline, debido a la mala conectividad a internet en ciertas áreas. Para achicar estas distancias la región debe superar una serie de obstáculos, por ejemplo el uso intensivo del efectivo. Ya sea por la baja bancarización o la gran proporción de la economía informal, en muchas partes de la región solo se aceptan pagos en efectivo. Incluso cuando sí se aceptan tarjetas o pagos con el celular, la gente acostumbra de todas maneras a pagar en efectivo.

Otras barreras a superar, de acuerdo a una encuesta de Vocalink, incluyen el miedo a perder el teléfono móvil y con eso los ahorros y la baja aceptación de pagos móviles por los comercios. También una parte de los encuestados manifestaron su preocupación de no poder usar el teléfono si se quedaban sin batería, otros se quejaron de los altos costos de comisiones de estos servicios, hay quienes no consideran segura esta modalidad y también están aquellos que no le ven ninguna ventaja. Si bien algunos de estos problemas no son exclusivos a la región, en los principales mercados del globo, varios de estos problemas ya fueron solucionados o no son una preocupación tan alta para los consumidores.

En función de lo expuesto podemos asegurar que la industria fintech y de pagos digitales está experimentando un altísimo crecimiento tanto en el mundo como en la región. Las perspectivas a futuro son muy optimistas y el crecimiento perdurará durante muchos años. En LATAM los principales desafíos están en el trabajo conjunto de los consumidores, los vendedores, las empresas del sector y los entes reguladores para ayudar al crecimiento de la industria y potenciar la economía. Esto significa reducir la dependencia de los consumidores al efectivo, educándolos sobre la seguridad de la proximidad de los pagos móviles y encontrar formas de integrarlos en el ecosistema financiero. Para los comerciantes, significa aprender las ventajas de abrazar esta tecnología, además de brindarles mayores incentivos para aceptar los pagos por códigos QR.

5. Posicionamiento Competitivo

En cuanto a la competencia, en el rubro “empresas de comercio electrónico en Latinoamérica”, Mercado Libre no tiene un competidor directo, ya que es la única empresa con alcance a toda la región. Si bien las barreras de entrada no son significativas y hoy por hoy cualquier pequeño comercio puede montar rápidamente su propia tienda online e incluso hay empresas que ofrecen directamente esta modalidad como Tienda

Nube o el caso de Mercado Shops, la escalabilidad en la región es muy compleja. Los múltiples sindicatos que intervienen, la gran extensión de los países sumado a su baja densidad poblacional, la mala infraestructura de estos o las numerosas políticas y regulaciones de los gobiernos y otros organismos, incluyendo algunos de los sistemas tributarios más complicados y de mayor carga impositiva en el mundo, son solo algunos de los obstáculos con los que se encuentran las empresas que quieran invertir en Latinoamérica.

En el rubro del ecommerce Mercado Libre es el líder indiscutido en los principales países en los que opera. Para competirle de igual a igual, entre la trayectoria y reputación de la compañía, las constantes inversiones que realiza y las complejidades ya mencionadas hacen falta miles de millones de dólares que no muchas empresas están dispuestas a invertir. La incertidumbre sobre la recuperabilidad de la inversión es determinante. Casos como los de Alamaula u OLX son solo algunos de los que intentaron competir en la región, invirtiendo mucho dinero y aun así no lo lograron. El propio Mercado Libre ha sufrido grandes pérdidas producto de la inestabilidad, como el caso de Venezuela cuando en 2017 desconsolidó la subsidiaria asumiendo un resultado negativo de USD 86 MM.

Lo mencionado en el anterior párrafo no exime a la compañía de tener una larga lista de competidores. Desde ya compite con el retail físico que como comentamos anteriormente pierde cada vez más terreno, pero sigue representando más del 90% de las decisiones de compra de los consumidores. En el segmento online la competencia suele ser más bien regional, llevando a la empresa a tener que batallar en muchos frentes al mismo tiempo. En esta categoría encontramos generalmente a empresas que históricamente se dedicaron a la venta minorista en locales físicos y en los últimos años se fueron adaptando a los cambios y abrieron sus propios marketplaces, como los casos de Magalú y B2W en Brasil o Falabella en Chile.

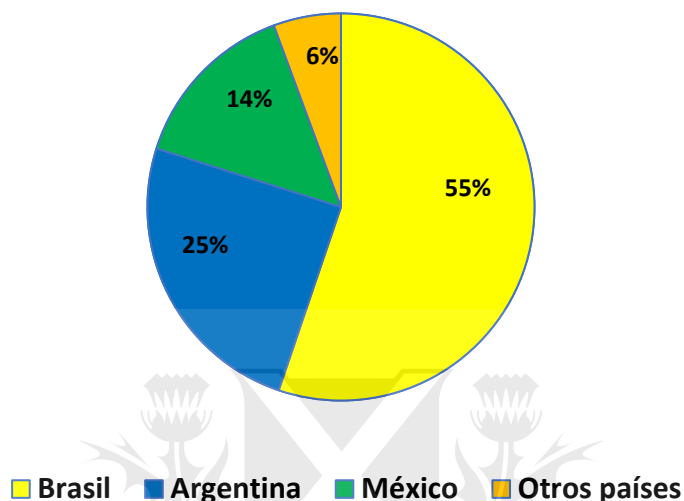
También están las empresas globales como Amazon o Alibaba, que hace pocos años entraron en la región y compiten directamente con sus propios modelos de marketplace. Estos son, tal vez, la mayor competencia para Mercado Libre que si bien hasta ahora continúa liderando, si alguno de los gigantes decide realizar una inversión fuerte sería muy difícil competir contra su abultada billetera y la buena reputación que poseen. Por tal motivo actualmente la compañía concentra sus esfuerzos en los mercados de México y Brasil que es donde mayor presencia tienen estas dos empresas. Por último, otra pequeña cuota de mercado se la llevan los pequeños comerciantes que realizan sus ventas a través de redes sociales como Facebook o Instagram.

Como ya hemos mencionado, Mercado Libre tiene presencia en 18 países de la región, pero solo 10 generan ingresos, en el resto simplemente brinda el servicio de la plataforma de forma gratuita sin siquiera cobrar comisiones. De esos 10 el 94% de los ingresos provienen de Argentina, Brasil y México. Si bien se han hecho importantes

inversiones en Chile y Colombia, hoy generan un aporte marginal respecto de los ingresos totales. Es por este motivo que el foco del análisis recaerá en los primero tres.

GRÁFICO 19: DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS POR SEGMENTO - 2020

INGRESOS 2020: USD 3.973 M



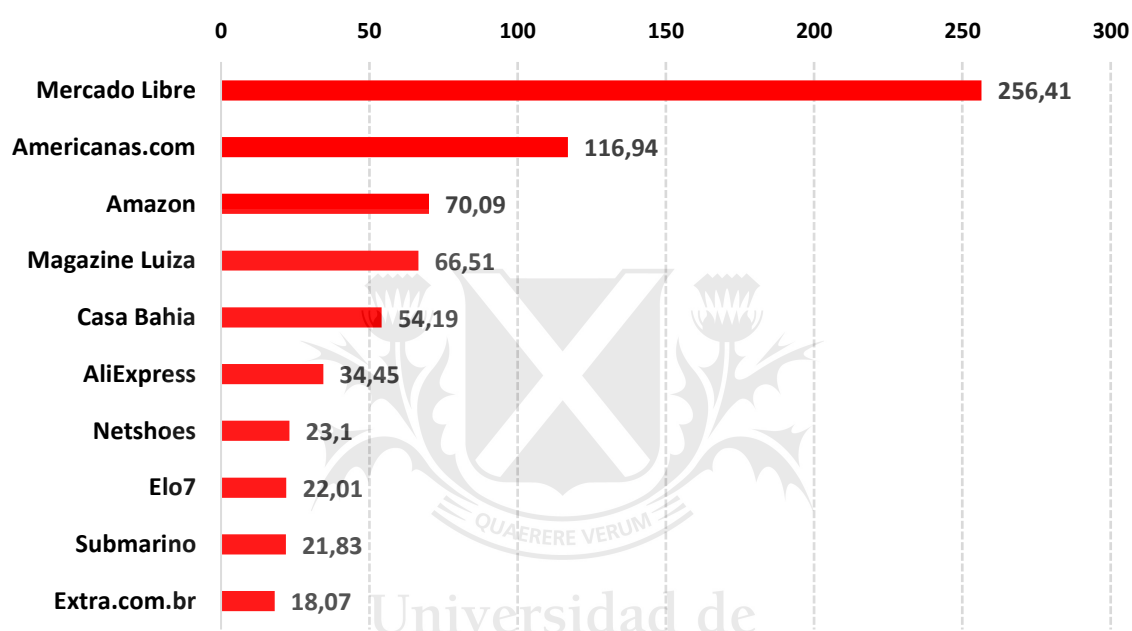
Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

Brasil, el mercado más grande de la región, también es el más competitivo. En este país además de Mercado Libre, encontramos a los gigantes locales como B2W y Magazine Luiza y competidores internacionales como Amazon y Alibaba. Los primeros dos son minoristas tradicionales brasileros que en los últimos años han hecho fuertes inversiones, migrando a la venta online. Estas empresas han establecido sus propios portales de venta y también crearon marketplaces para que se sumen más vendedores. En cuanto al nivel de visitas, Mercado Libre se ubica primero cómodamente. En julio de 2020, la página recibió más de 250 millones de visitas mientras que el segundo puesto fue para B2W (Americanas y Submarino) que recibió apenas la mitad. Amazon se ubica tercero para cerrar el podio. Durante las campañas estos números crecen considerablemente, llegando a los 41 millones de visitas diarias durante el Black Friday de noviembre 2020. En cuanto a la cuota de mercado las ventas de ecommerce del 2020 totalizaron USD 25.000 MM de las cuales 11 mil millones fueron a través de Mercado Libre, asentándose como el líder en el país con casi el 44% del GMV.

El principal desafío del país es cubrir las distancias. Es por esto que la principal inversión de Mercado Libre en Brasil es en logística, dónde ya abrió 7 centros de distribución e incorporó su propia flota de aviones. Con la intención de seguir mejorando la logística y con ello los tiempos de entrega, recientemente se anunció que se destinaran USD 1.800 MM durante el 2021 en aumentar la capacidad operativa. Lograr un buen abastecimiento de productos en todas las regiones y una entrega rápida y

eficiente requiere de mucho capital. Por el mismo camino va B2W que opera 18 centros y tiendas y planea seguir expandiéndose, recalando en su informe anual que espera realizar la mayor cantidad posible de entregas en menos de 48 horas. Por su parte Amazon está expandiendo su infraestructura en San Pablo y realizó una inversión de USD 235 MM el año pasado donde abrió tres nuevos centros. Mercado Libre durante 2020 creció sólidamente a un ritmo del 110% anual en moneda local con un crecimiento del GMV del 84%.

GRÁFICO 20: VISITANTES MENSUALES EN BRASIL, JULIO 2020 (EN MILLONES)



Fuente: Statista, Julio 2020.

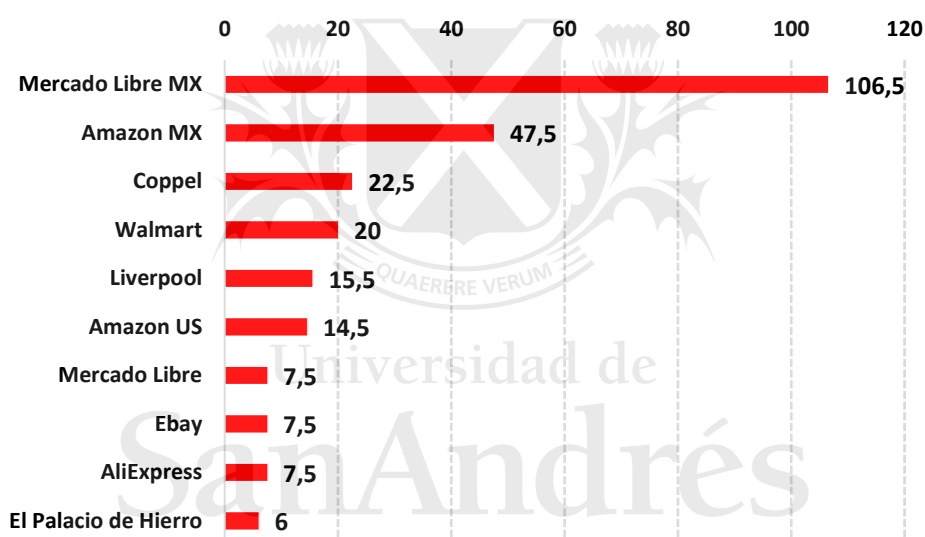
En el rubro fintech hay muchos más jugadores pero la gran mayoría se especializan en un solo modelo de negocios, mientras que Mercado Pago ofrece un abanico de productos mucho más completo. Como comentamos anteriormente la gran cantidad de población no bancarizada en el país permite a las compañías crecer sin necesidad de competir entre sí. De hecho, tanto en Brasil como en otras regiones suele haber cierta cooperación entre los jugadores del sector para promover la interoperabilidad e impulsar regulaciones que permitan mayor inclusión financiera. En Brasil es uno de los países donde más productos ofrece Mercado Pago siendo, por ejemplo, el primer país en el que se lanzaron tarjetas de crédito tras recibir autorización del Banco Central de Brasil. Los principales competidores del ecosistema fintech son Nubank, Banco Inter y Neon por el lado de los bancos digitales, y Contabilizei, Omie y ContaAzul enfocadas en el segmento PyME.

En **México** la competencia principal se da con Amazon. El gigante norteamericano no solamente está instalado en el país y tiene sus propios centros de distribución si no que, por su cercanía con Estados Unidos y las facilidades impositivas,

puede fácilmente vender desde un país al otro. Es por esto que el mercado mexicano es uno de los que más foco e inversión ha recibido por parte de Mercado Libre, pasando de representar un 6% de los ingresos totales de la compañía en 2016 al 14% actual. En este país Mercado Libre también es el ecommerce más visitado con más de 100 millones de visitas mensuales, seguido por Amazon y Coppel. Además, con un GMV de USD 4.000 MM posee una cuota de mercado del 15,5%, aumentando más de 4 puntos respecto al 2018 cuando tenía 11,1%.

El mercado mexicano es uno de los de mayor crecimiento en los últimos años a nivel general y dentro de Mercado Libre. En las ventas totales del año quedó en el tercer puesto detrás de argentina, pero en el último trimestre del 2020 se posicionó segundo en cantidad de ítems vendidos, solo superado por Brasil. En ese mismo trimestre alcanzó un GMV superior a los mil millones de dólares por primera vez en su historia.

GRÁFICO 21: VISITANTES MENSUALES EN MÉXICO, JULIO 2020 (EN MILLONES)



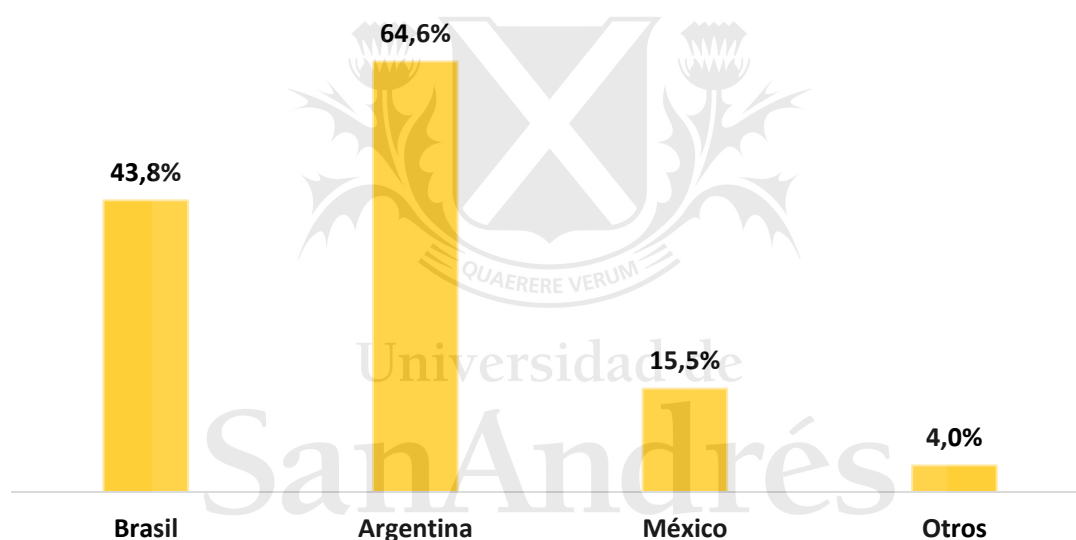
Fuente: Statista, Julio 2020.

En línea con lo mencionado en el párrafo anterior las inversiones de la empresa en el país son las segundas más altas. Como parte de la expansión de la red de distribución invirtió USD 435 MM en el 2020 y anunció inversiones por USD 1.100 MM para 2021. Con esto espera consolidar su red de fulfillment centers, que con una penetración del 60% es la más alta en la región. Como parte de esta agresiva expansión en busca de aumentar la participación de mercado, la empresa otorga subsidios a los envíos y cobra menores comisiones que en otros países. Esto le ha generado pérdidas en los últimos ejercicios donde no logró generar un margen operativo positivo. De todos modos, esta tendencia parece estar revirtiéndose, pasando de un resultado negativo del 50% en 2018 a apenas 2% en 2020. En su última presentación de resultados anual, la compañía informó que espera generar un margen positivo para el próximo ejercicio. Por su parte Amazon también apuesta fuerte en el mercado mexicano y en octubre pasado

anunció una inversión por USD 100 MM para expandir su capacidad actual de 5 centros de envío.

En el ecosistema fintech hay una situación muy similar a la de Brasil donde los distintos jugadores cooperan con el objetivo de agrandar la masa de clientes. Mercado Pago, por ejemplo, posee una alianza con PayPal para enviar dinero entre ambas billeteras virtuales y está trabajando en la posibilidad de enviar dinero de México a Estados Unidos. En el segmento de créditos a PyME, uno de los más impulsados por Mercado Pago, los principales competidores son Kueski, Kubo Financiero y Klar, mientras que en los créditos a consumidores encontramos a Credijusto, Konfio y Aspiria. Otros competidores en el país incluyen a Ualá, en el segmento de tarjetas prepagas y billeteras virtuales y en el segmento de pagos móviles encontramos a Samsung Pay, Google Pay y Apple Pay.

GRÁFICO 22: CUOTA DE MERCADO ECOMMERCE POR PAÍS - 2020



Fuente: Emarketer.

Por último, **Argentina** es actualmente el segundo mercado a nivel de ingresos totales y aquí Mercado Libre tiene una posición de dominio casi absoluto, donde el 64,6% de las ventas de e-commerce del 2020 pasaron por su plataforma. Si bien tiene competencia en cada sector particular, no tiene un competidor de características similares ya que no hay otro marketplace establecido. Empresas como Falabella o Walmart que en otros países representan competencia, tuvieron que irse del país por las constantes pérdidas. En el rubro electrónico están Fravega o Garbarino y en el de productos de consumo están los principales supermercados del país, pero ninguno tiene una fuerte presencia en el mundo digital.

Las restricciones actuales a la compra de divisas, la presión sindical y la alta carga impositiva que hay en el país, sumados al actual contexto macroeconómico, hacen difícil

creer que puedan instalarse nuevos competidores, con lo que Mercado Libre mantendrá y consolidará su dominio. Las altas regulaciones, particularmente impositivas, hacen que sumado a la baja competencia, la inversión de Mercado Libre en el país sea poca en comparación a los números de Brasil o México. Donde sí invierte en el país es en el capital humano. La compañía poseía al cierre de 2020 más de 7.000 empleados en el país, incluyendo toda la estructura corporativa. Los bajos costos salariales respecto al resto de la región y algunos beneficios fiscales como la Ley de Economía del Conocimiento, hacen suponer que la nómina en el país seguirá creciendo. En línea con esto, se anunció la creación de más de 2.800 puestos de trabajo nuevos para el año 2021.

En cuanto a los pagos digitales y billeteras virtuales, el negocio es relativamente joven. Tuvo un fuerte impulso durante la presidencia de Mauricio Macri, particularmente con la vicepresidencia de Lucas Llach en el Banco Central, un gran impulsor del ecosistema fintech. Durante este período se implementaron varias regulaciones desde el organismo en favor de los jugadores de la industria como la implementación de la CVU. La CVU o clave virtual uniforme, es el análogo a la CBU o clave bancaria uniforme y sirve para identificar las cuentas virtuales o bancarias y permiten las transferencias entre sí.

Los principales competidores son Ualá, Naranja X y Todo Pago. El primero tiene 2,7 millones de usuarios en el país y recientemente anunció la compra de Wilobank, un banco digital que potenciará su negocio y permitirá a sus usuarios contratar seguros de asistencia a mascotas, salud, seguro al celular y seguro de compras. En el sector de las billeteras digitales, durante el año pasado entraron a competir fuertemente los bancos tradicionales. Por un lado los bancos públicos con el lanzamiento de la aplicación Cuenta DNI y los bancos privados por su parte lanzaron Modo. Esto supone un gran problema para las fintech debido a la falta de interoperabilidad y el poder de lobby de estas instituciones.

El principal desafío en Argentina es llegar a una regulación amigable que permita la interoperabilidad y abra a un más el sistema financiero. Con el cambio de administración algunas reformas quedaron sin efecto y si bien no impedirán el crecimiento del sector, significan una traba en favor de los bancos tradicionales. Un ejemplo de esto son los límites a transferencias hacia billeteras virtuales desde los bancos tradicionales. Según la normativa vigente debería ser limitado mientras que los bancos imponen límites arbitrarios que no existen para transferir a una CBU, atacando así a la competencia. Pierpaolo Barbieri, fundador de Ualá, es uno de los principales críticos de estos cambios.

Además de las inversiones ya mencionadas, recientemente fue anunciado el plan de contratación para el año 2021 el cual contempla la incorporación de 16.000 empleados, duplicando su nómina actual. Es decir, durante el próximo año, Mercado Libre creará un nuevo Mercado Libre. El foco de la expansión está en el área de envíos

donde se sumarán 11.000 nuevos empleados, principalmente para trabajar en los fulfillment centers y para el sector de tecnología se sumarán 4.000 empleados. Los 1.000 restantes se dividen en las distintas áreas de negocio y soporte. A nivel geográfico 7.200 serán en Brasil, posicionándolo por primera vez como el país con más empleados y 4.700 serán en México. También se incorporarán unos 1.300 trabajadores distribuidos entre Colombia, Chile y Uruguay, potenciando el crecimiento de los mercados más pequeños. En resumen, Mercado Libre es actualmente el líder del sector en los principales mercados en los que opera y, si bien la competencia es alta, se están realizando inversiones muy importantes en toda la región con un plan de contratación que le permitirá, no solo seguir dominando el mercado, sino que también aumentar su cuota en todos los países.

ILUSTRACIÓN 5: PLAN DE CONTRATACIÓN 2021



Fuente: Mercado Libre.

A modo de conclusión, antes de pasar a la etapa de análisis financiero, podemos señalar que Mercado Libre está en una muy buena posición de cara al futuro. Por un lado, está en una industria que a nivel global lleva varios años de crecimiento a tasas altas y las expectativas son de que siga haciéndolo, ya que la tendencia es ir cada vez más hacia lo electrónico y menos a lo físico. En segundo lugar, dentro de esa industria, opera en la región de Latinoamérica que es la de mayor crecimiento esperado en los próximos años y goza de una posición de liderazgo. Finalmente, viene ganando cada vez mayor cuota de mercado y es la empresa que más invierte en la región, lo que le permitirá no solo aumentar su caudal de usuarios sino que también, a partir del ecosistema creado, generará una mayor monetización por cliente.

6. Análisis Financiero

6.1 Métricas operativas

Mercado Libre trabaja desde hace varios años con una serie de métricas en base a las cuales mide el crecimiento de su negocio. Estas métricas son informadas anualmente en sus presentaciones de resultados y en todas las llamadas trimestrales, donde toman un rol central. En años de margen operativo y resultado neto negativos, toman especial relevancia para poder entender el crecimiento del negocio. La siguiente tabla muestra la evolución de estos indicadores para los últimos 5 ejercicios.

TABLA 1: MÉTRICAS OPERATIVAS

En millones	2016	2017	2018	2019	2020
Compradores únicos	27,7	33,7	37,4	44,2	60
GMV (USD)	8.048	11.749	12.504	13.997	20.926
SI	181,2	270,1	334,7	378,9	719,3
Ítems enviados por Mercado Envíos	86,5	150	221,7	306,9	649,2
TPV (USD)	7.753	13.731	18.455	28.389	49.756
TPV en Marketplace (USD)	5.627	9.627	11.274	13.051	19.951
Pagos Totales	138,7	231,4	389,3	838,0	1.914,5

Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

- **Compradores únicos:** como su nombre lo indica son aquellos usuarios que hayan realizado al menos una compra en el ejercicio. Podemos notar que en el 2020 el número de usuarios creció considerablemente, lo cual se atribuye sin dudas al gran caudal de nuevos usuarios que se sumaron a la plataforma por las cuarentenas. El gran desafío de la compañía para el 2021 es lograr la retención de toda esta nueva base de clientes y obviamente atraer nuevos clientes. Este dato, junto al GMV nos va a servir para entender cuanto transacciona en

promedio cada cliente en el sitio. En 2016 el monto promedio por usuario era de USD 290, mientras que en el 2020 fue de USD 349.

TABLA 2: MONETIZACIÓN DEL NEGOCIO DE ECOMMERCE

	2016	2017	2018	2019	2020
GMV (USD MM)	8.048	11.749	12.504	13.997	20.926
Ingresos ecommerce (USD MM)	548	737	838	1.346	2.559
Take rate	6,8%	6,3%	6,7%	9,6%	12,2%

Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

- GMV:** está métrica es una de las más importantes, no solo nos permite ver el crecimiento del negocio de marketplace, sino también la cuota de mercado. En 2020, un año en que el negocio de ecommerce movió USD 84.900 MM en Latinoamérica, los USD 20.900 MM de GMV se traducen en una cuota de mercado del 24,6%. Como vimos en el punto anterior, el GMV también nos permite calcular otras métricas clave para entender el negocio y el crecimiento. Una de ellas es la monetización del volumen transaccionado o take rate. Para calcularlo, tomaremos los ingresos del negocio de ecommerce sobre el GMV. Observando la siguiente tabla, vemos que Mercado Libre ha logrado aumentar su monetización pasando de un 6,8% a un 12,2% en los últimos 5 años. Esto representa una mejora del 80% aunque todavía hay una gran oportunidad de mejora. La compañía espera llegar incluso a un 30%, principalmente por el crecimiento del negocio retail.

TABLA 3: ÍTEMS POR USUARIO Y ASP

	2016	2017	2018	2019	2020
Compradores únicos (millones)	27,7	33,7	37,4	44,2	60
GMV (USD MM)	8.048	11.749	12.504	13.997	20.926
SI (millones)	181	270,1	334,7	378,9	719,3
ASP (USD)	44,5	43,5	37,4	36,9	29,1
Ítems por usuario	6,5	8	8,9	8,6	12

Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

- SI:** similar al GMV, pero en este caso nos permite tener una noción del aumento de los volúmenes tranzados por la plataforma. Si bien la compañía no lo informa directamente, de la combinación de estas dos métricas podemos obtener el ASP. Haciendo la cuenta vemos que bajó de 44 dólares en 2016 a 29 en el último ejercicio. Una lectura de este indicador nos podría indicar que los usuarios usan la plataforma con mayor recurrencia y para compras cotidianas, lo que baja el precio promedio, mientras que hace algunos años las compras eran más esporádicas y para productos puntuales de mayor valor. Esto va en línea con los

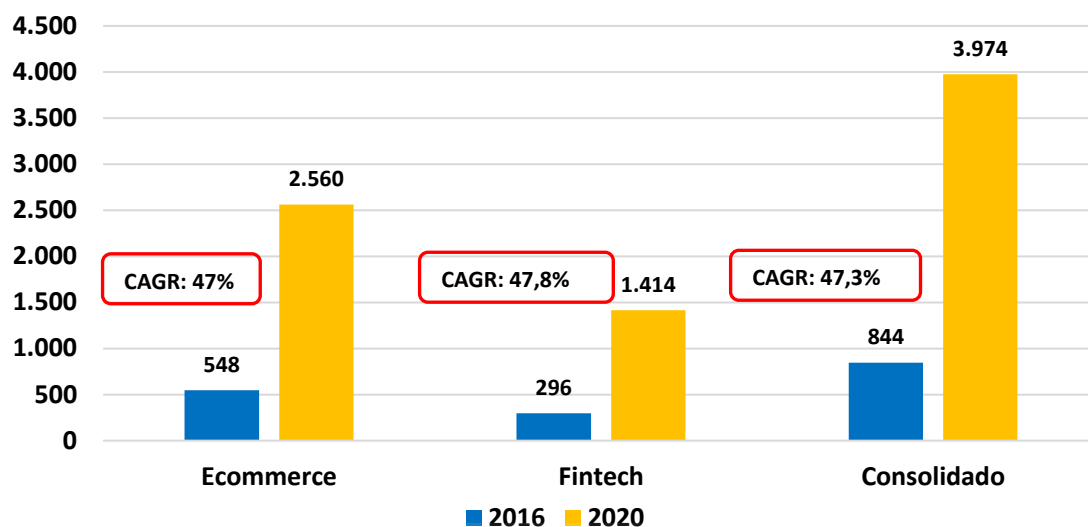
objetivos de la compañía de que Mercado Libre sea el lugar de compra de todos los productos que una persona consume. Otra métrica que se puede obtener con esto es la cantidad de ítems por comprador, la cual nos permite confirmar lo planteado anteriormente de que los usuarios en promedio compran más ítems al año pasando de 6,5 productos en 2016 a 12 en 2020.

- **Ítems enviados por Mercado Envíos:** este ítem nos permite ver la penetración de la red de Mercado Envíos sobre el total de productos vendidos. Como ya se ha mencionado, ha crecido de un 48% en 2016 a un 90% en 2020. Aquí se ven reflejados los esfuerzos en inversiones en la red de distribución. El aumento de este número significa una mayor fiabilidad en las compras para los usuarios, mejorando los tiempos de entrega y una mejor trazabilidad por sobre los productos entregados por terceros. Si bien nunca se llegará al 100%, las tasas de crecimiento actual hacen presumir que en 2021 o 2022 la penetración llegará al 98 o 99% de los envíos, lo que permitirá el seguimiento de prácticamente todas las ventas de la plataforma.
- **TPV y TPV en Marketplace:** estas métricas, son similares al GMV pero para el negocio fintech y nos permiten ver el crecimiento de este segmento. Como podemos observar el TPV total se ha multiplicado más de 6 veces y mientras que el 73% de las transacciones provenían del Marketplace en 2016, solo el 40% lo hicieron el último año. Esta métrica nos permite ver el crecimiento orgánico del negocio ya que los pagos por marketplace son obligatoriamente por Mercado Pago, mientras que el resto de las transacciones son producto del esfuerzo de la compañía en expandir la oferta de productos financieros.
- **Pagos totales:** es el total de las transacciones procesadas por la plataforma. Si dividimos esta métrica por los usuarios únicos, pasamos de 3,7 pagos por usuario en 2016 a 14,45 en 2020. Esto nos habla de una mayor fidelidad y recurrencia de los usuarios que cada vez usan más la plataforma.

Ventas por segmento

Mercado Libre reporta sus ventas netas abiertas en dos segmentos de negocios, ecommerce y fintech. Si bien hasta 2019 la apertura era levemente distinta ya que se separaba en Marketplace y no Marketplace, las cifras son similares. Para rearmar los números de los años anteriores se considerara la línea de Marketplace como ecommerce y no Marketplace como fintech. A simple vista podemos observar las altísimas tasas de crecimiento con un CAGR del 47% para los últimos 5 años, mientras que el histórico desde 2005 es de un 39%. Como referencia, el CAGR del ecommerce en LATAM para el mismo período es del 27%. Es decir que el crecimiento y la monetización del negocio de ecommerce de Mercado Libre ha sido consistentemente superior a las tasas de crecimiento de la industria. En cuanto al aporte de cada unidad negocio al total, el ecommerce ha representado entre un 60% y un 65% de los ingresos anuales mientras que la unidad de fintech ha oscilado entre 35% y 40%.

GRÁFICO 23: VENTAS Y CAGR POR SEGMENTO (USD MM)



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

TABLA 4: VENTAS POR SEGMENTO (USD MM)

	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR
Consolidado	844,4	1.216,7	1.439,6	2.296,3	3.973,5	47,3%
<i>Variación %</i>		44%	18%	60%	73%	
Commerce	548,1	737,5	838,6	1.346,4	2.559,8	47,0%
<i>Variación %</i>		35%	14%	61%	90%	
Fintech	296,3	479,2	601,0	949,9	1.413,7	47,8%
<i>Variación %</i>		62%	25%	58%	49%	

Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

Lo que podemos observar también, es la consistencia a través de las unidades de negocio, donde ambas crecen a una tasa del 47% manteniendo un crecimiento parejo. Si nos detenemos a ver las tasas de crecimiento año por año, podemos ver que en algunos años el segmento fintech creció más y en otro lo hizo el segmento de ecommerce. Entendemos que esto puede ir variando año a año debido a nuevos lanzamientos de productos o a la coyuntura general, siendo claramente la pandemia el mayor impulsor de las ventas de ecommerce el año pasado. Teniendo esto en cuenta y las inversiones anunciadas por la compañía, es probable que los próximos años veamos mayor crecimiento en el ecommerce que en fintech.

Ventas por país

Desglosando las ventas por país, observamos claramente el dominio de Brasil el cuál ha ido variando entre un 54% y 64%. Como ya se ha mencionado es el mercado más grande y el que más inversión recibe actualmente por lo que es de esperar que los

ingresos se mantengan en esta línea. El porcentaje puede llegar a crecer como parte del total debido si se concreta de forma eficiente el plan de la compañía. El segundo lugar también es muy claro y lo lleva Argentina, pero podemos ver cómo ha perdido cierto terreno disminuyendo desde un 31% en 2016 a un 20% en 2019. Si bien tuvo un recupero importante, alcanzando el 25% del total el último ejercicio, la poca inversión destinada al país, en comparación con las demás regiones, hará que pierda terreno contra México y pronto se ubique en el tercer lugar.

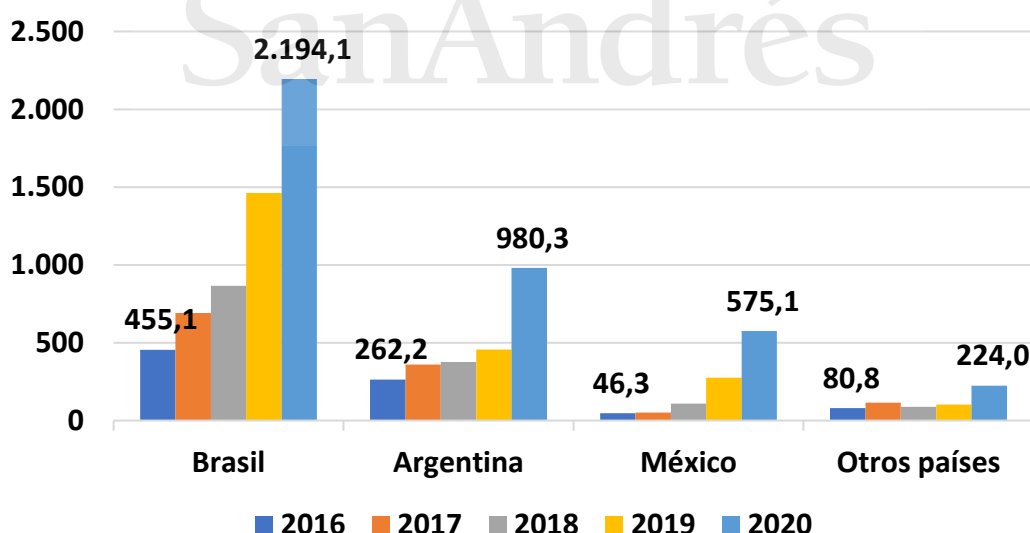
TABLA 5: VENTAS POR PAÍS (USD MM)

	2016		2017		2018		2019		2020	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Consolidado	844,4	100%	1.216,7	100%	1.439,6	100%	2.296,3	100%	3.973,5	100%
Brasil	455,1	54%	690,8	57%	866,1	60%	1.461,5	64%	2.194,1	55%
Argentina	262,2	31%	359,4	30%	376,6	26%	456,4	20%	980,3	25%
México	46,3	5%	51,3	4%	109,1	8%	275,1	12%	575,1	14%
Otros países	80,8	10%	115,2	9%	87,8	6%	103,3	4%	224,0	6%

Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

Creciendo desde un 5% en 2016 a un 14% en 2020, las ventas en territorio mexicano se consolidaron como el tercer país más importante. El alto nivel de inversión en el país para no perder competencia con Amazon está dando sus frutos y se espera que en los próximos años sea el segundo negocio en importancia.

GRÁFICO 24: VENTAS POR PAÍS (USD MM)



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

Por último, podemos ver que los demás países representaban alrededor de un 10% en 2016 y 2017 y luego cayeron hasta un 4% en 2019. Esto se debe principalmente

a que en el 2017 se dejaron de reportar las ventas de Venezuela debido a la crisis económica y social que atraviesa el país. Observamos un leve repunte al 6% durante el 2020, posiblemente por la salida de Fulfillment en Chile y Colombia. Si bien hay mucho terreno para crecer, en general hablamos de mercados más chicos. De todos modos, ya mencionamos que hay planificadas importantes inversiones las cuales pueden acrecentar la proporción de ingresos provenientes de estos países en el futuro.

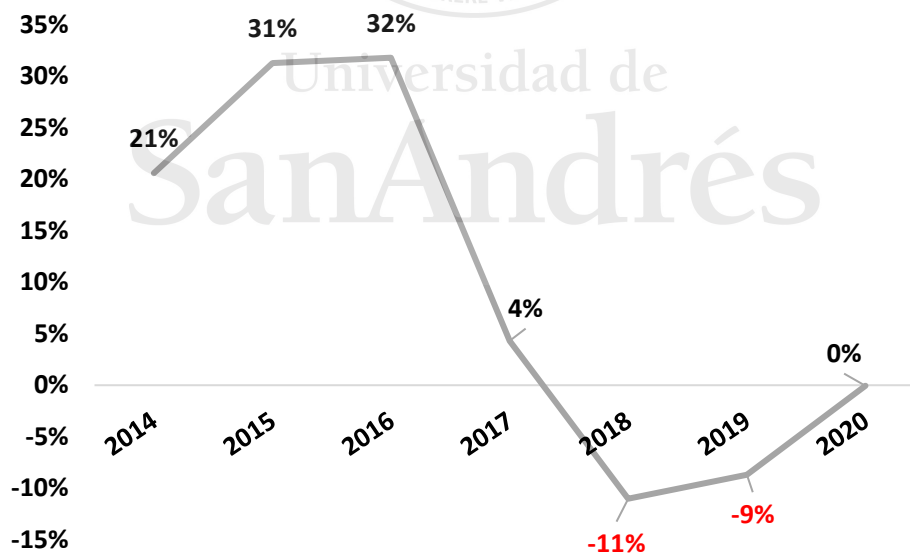
6.2 Análisis de rentabilidad

ROE

El ROE o rendimiento sobre capital propio es una medida de cuanto está generando la compañía con su patrimonio neto.

El ROE es un ratio de rentabilidad que se mide como el resultado neto del ejercicio sobre el patrimonio neto contable. En el caso de Mercado Libre, este se ha ido deteriorando en los últimos años como consecuencia de los resultados negativos de la compañía. Como podemos observar, hasta el año 2016 los resultados eran positivos y el ROE llegó hasta el 32%. Para el año 2017 era apenas del 4% mientras que los últimos 3 años fue negativo aunque 2020 terminó prácticamente neutro.

GRÁFICO 25: ROE



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

El análisis Dupont del ROE es la descomposición de este en las variables que lo conforman: margen neto, rotación de activos y apalancamiento financiero. Podemos observar que el ratio de rotación de activos se ha mantenido estable y en torno al 61% durante el período analizado. El apalancamiento financiero ha subido ligeramente y el último año se situó en 3,95 aunque se mantiene muy en línea con el promedio. En

conclusión, el factor principal que afecta el deterioro del ratio en los últimos años es pura y exclusivamente el resultado neto. La mejora de este será la variable principal para obtener un mayor ROE en los próximos años. Como ya mencionamos, el deterioro del ratio comienza en 2017 cuando la empresa entra en una fase de alta inversión, lo cual suele acarrear pérdidas. Por lo que podemos observar y en base a la información que la compañía brinda a sus inversores, esta etapa ha sido superada. A partir de 2021 veremos resultados positivos y se normalizaran este y otros indicadores.

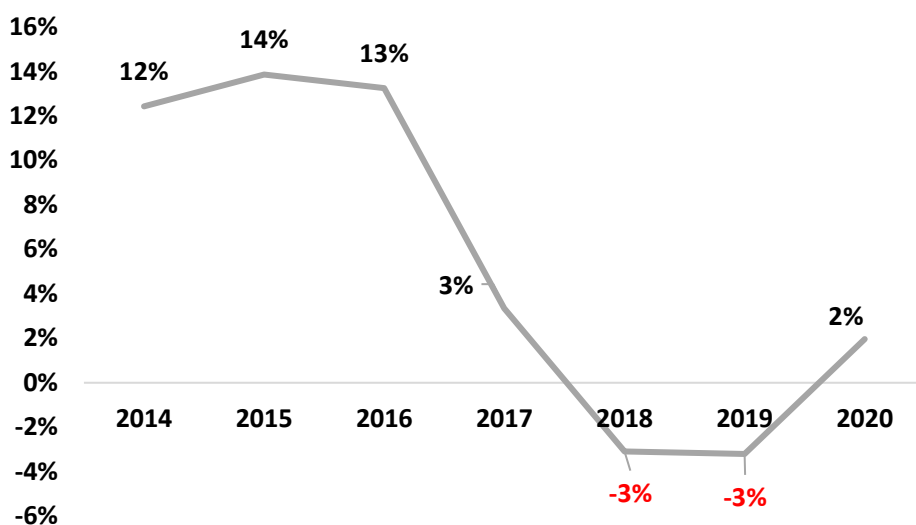
TABLA 6: ROE DUPONT

Año	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Ventas (USD MM)	557	652	844	1.217	1.440	2.296	3.974	
Utilidad neta (USD MM)	73	106	136	14	-37	-172	-1	
Margen de Utilidad Neto	13%	16%	16%	1%	-3%	-7%	0%	5%
Ventas (USD MM)	557	652	844	1.217	1.440	2.296	3.974	
Activos (USD MM)	966	1.003	1.367	1.673	2.239	4.781	6.526	
Rotación de Activos	58%	65%	62%	73%	64%	48%	61%	61%
Activos (USD MM)	966	1.003	1.367	1.673	2.239	4.781	6.526	
Patrimonio neto (USD MM)	355	339	428	325	336	1.983	1.651	
Apalancamiento Financiero	2,72	2,96	3,19	5,15	6,66	2,41	3,95	3,86
ROE DUPONT	21%	31%	32%	4%	-11%	-9%	0%	10%

Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k

ROA

GRÁFICO 26: ROA



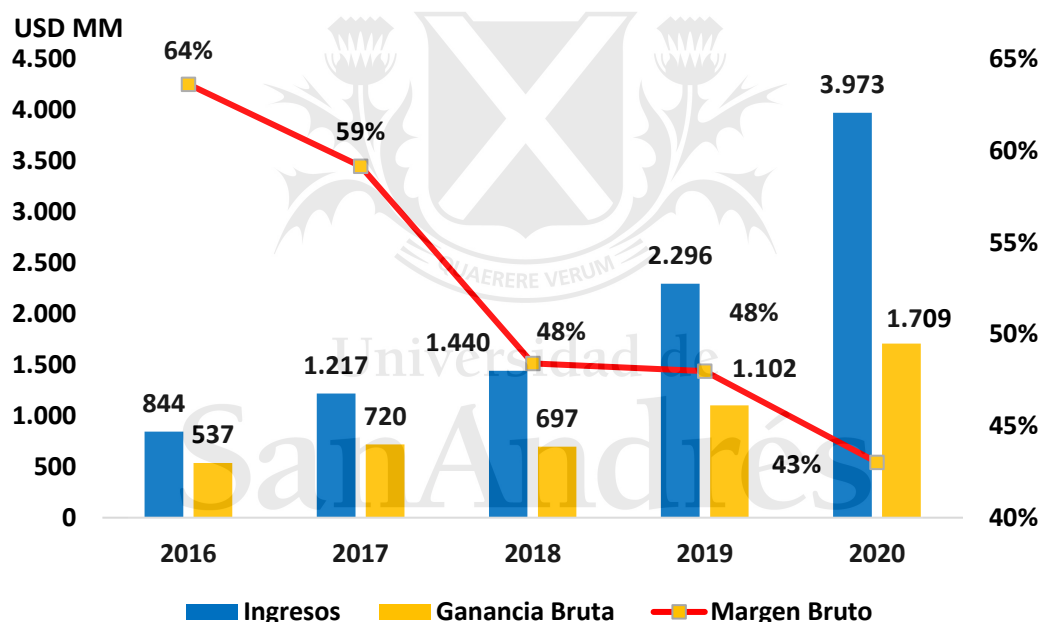
Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

El ROA o retorno sobre activos, se mide como las ganancias de la empresa antes de intereses e impuestos (EBIT) sobre los activos totales. El indicador es un ratio que nos permite ver que rentabilidad genera la empresa con sus activos. Si vemos el gráfico es muy similar al del ROE y la explicación de la caída es la misma. Producto de la alta inversión, a partir de 2017, se deterioró el margen y esto impactó en los indicadores. De forma similar al ROE, esperamos que el ratio comience a recomponerse en 2021.

Margen bruto

El margen bruto es un indicador que nos permite ver como maneja la compañía los costos directos de los servicios que presta. En el caso de Mercado Libre vemos como viene cayendo en los últimos años. Si nos retrotrajéramos a la época anterior al 2010, incluso veríamos que la empresa gozaba de márgenes del 80%. La explicación de esta caída se da por varios factores.

GRÁFICO 27: MARGEN BRUTO



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

En primer lugar, a medida que la empresa fue incursionando en nuevos negocios, los márgenes comenzaron a decrecer. El negocio del cobro de comisiones es altamente rentable y permite altos márgenes. La compañía aprovechó esto para lanzar nuevos productos de menor margen pero que potencian su negocio e impulsan el crecimiento. Entre 2016 y 2017 vemos una caída importante que se da por un cambio en el esquema de cobro comisiones, la venta de dispositivos posnet a pérdida y el crecimiento de Mercado Envíos y los envíos gratis. Como mencionamos anteriormente, desde 2017 se está dando una expansión muy agresiva en la cual la empresa tiene como principal objetivo aumentar sus ventas y su cuota de mercado. Producto del proceso de inversión

y expansión que atraviesa la compañía se deterioró el margen, perdiendo varios puntos que se espera recuperar a futuro.

Mercado Libre ha reconocido en reiteradas ocasiones algunas ineficiencias en los márgenes actuales producto de la velocidad con la que se ha dado el crecimiento. A medida que la tasa de crecimiento sea menor y se empiecen a estabilizar ciertas variables, se obtendrán mejoras en el margen. En el negocio retail, espera mejorar los márgenes a medida que logre mayor poder de negociación con proveedores y la optimización de proceso. En el negocio de MPOS, se vende a pérdida para lograr adopción de los productos y aumentar la red de Mercado Pago. A medida que aumente la penetración, se realizarán menos ventas de dispositivos y se reducirá la pérdida. En el negocio de envíos, la constante inversión en logística permitirá la optimización de procesos y la reducción del costo por envío.

Gastos operativos

Mercado Libre reporta sus gastos operativos en tres segmentos:

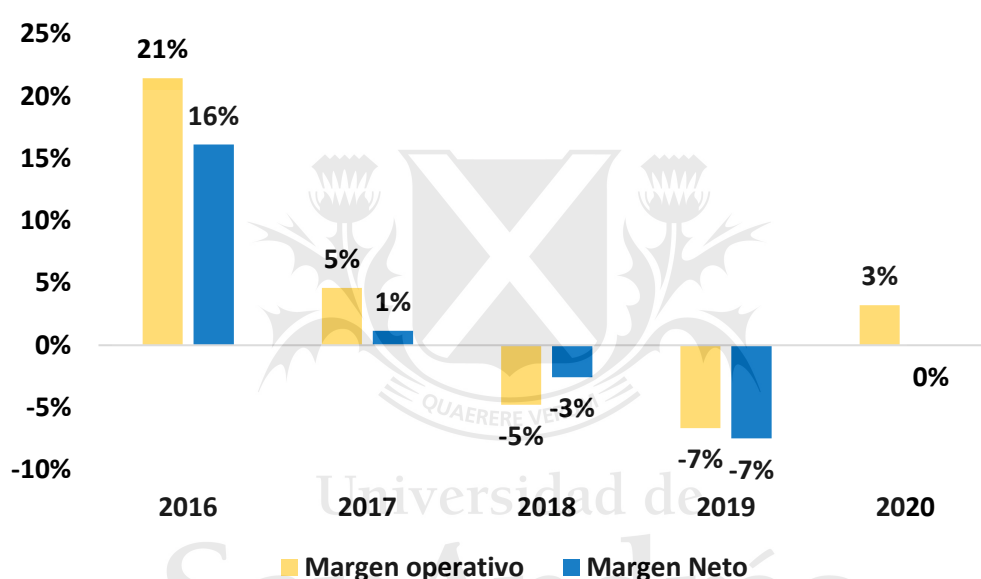
- **Desarrollo de producto:** principalmente compuesto por compensaciones al equipo de tecnología, amortizaciones y depreciaciones y costo de proveedores de servicios tecnológicos. Este rubro como porcentaje del total ha bajado de un 12% a 9% en los últimos 5 años.
- **Ventas y marketing:** incluye costos de campañas publicitarias digitales, principalmente, y en medios tradicionales en menor medida, el costo del programa de protección al comprador (que compensa a compradores por ciertas fallas en el servicio), incobrabilidades y cargos desconocidos de tarjetas de crédito por operaciones fraudulentas. El gasto promedio en este rubro ronda el 28% sobre ventas, aunque en el 2020 fue de 23% siendo el menor número en 4 años.
- **Generales y de administración:** los principales conceptos incluidos son las compensaciones del equipo directivo y áreas de staff, alquileres, gastos generales y depreciaciones y amortizaciones así como el gasto general en oficinas. Aquí la reducción de costos ha pasado de un 10% al 8% en los últimos 5 años. Los cambios de modalidad de trabajo ocurridos el último año en donde casi la totalidad de los empleados paso a trabajar de forma remota bajo la modalidad de teletrabajo, dan pie a una posible reducción de costos en esta línea, como porcentaje de ventas.

Cómo podemos observar, en líneas generales la compañía ha hecho un gran esfuerzo en la reducción de sus gastos operativos sobre el total de ventas en los últimos cinco años. Acá hay una doble combinación entre la eficiencia administrativa de la empresa y el crecimiento de ventas. El año pasado, el monto consolidado de los costos representaron un 40% sobre ventas, una reducción de 15 puntos frente al 2019 y 9 puntos por debajo del promedio de los últimos años.

EBIT y Resultado Neto

El margen bruto o EBIT de la compañía ha sufrido un duro golpe en los últimos años, cayendo de un 21% en 2016 hasta un 3% el último período, siendo negativo durante 2018 y 2019. En línea con la mayoría de los indicadores ya mencionados, se redujeron los márgenes de ganancia y EBIT producto de la inversión para aumentar la base de clientes y mejorar las métricas operativas del negocio en general. Durante las llamadas de presentación de resultados de los últimos años la compañía ha manifestado que su objetivo estaba en el crecimiento del negocio y no tanto en el EBIT. De todos modos, afirman que para el año 2021 se volverán a generar ganancias.

GRÁFICO 28: MARGEN OPERATIVO Y MARGEN NETO

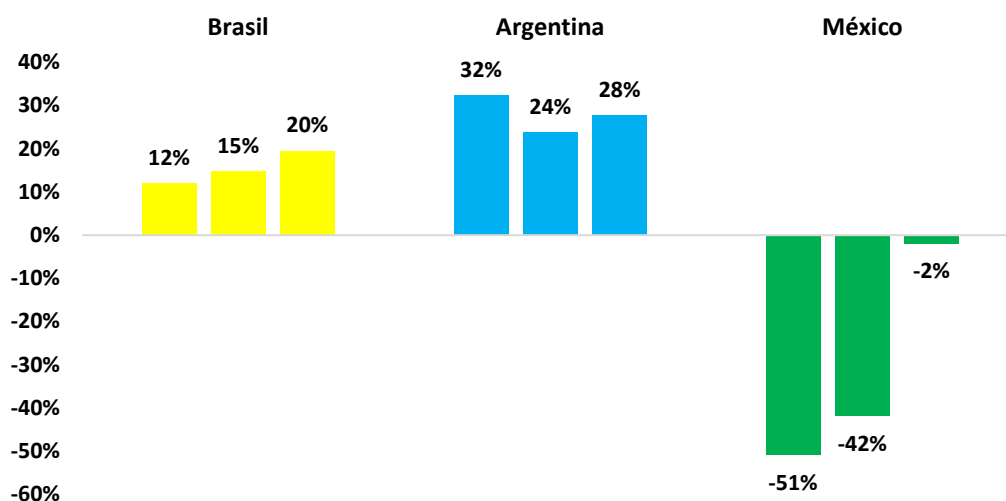


Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k

En cuanto al margen neto podemos ver que suele acompañar al EBIT y las diferencias se generan por situaciones puntuales de cada ejercicio. Por ejemplo, en el año 2020 la diferencia surge por pérdidas de intereses, principalmente en Brasil y Argentina. La combinación de pérdidas en algunos países con la baja tasa impositiva en otros hace que el impuesto a las ganancias tenga poco efecto en estos años de resultados volátiles. A medida que se normalice la operación la relación entre el margen bruto y el margen neto debería ser más estable.

Adicionalmente, la compañía reporta su información por segmento, lo que nos permite hacer un análisis más profundo para entender la caída en el EBIT y los resultados negativos de los últimos años. En este reporte se pueden ver los márgenes operativos por país. Estos márgenes surgen de las ventas, los costos directos y la distribución de algunos costos indirectos.

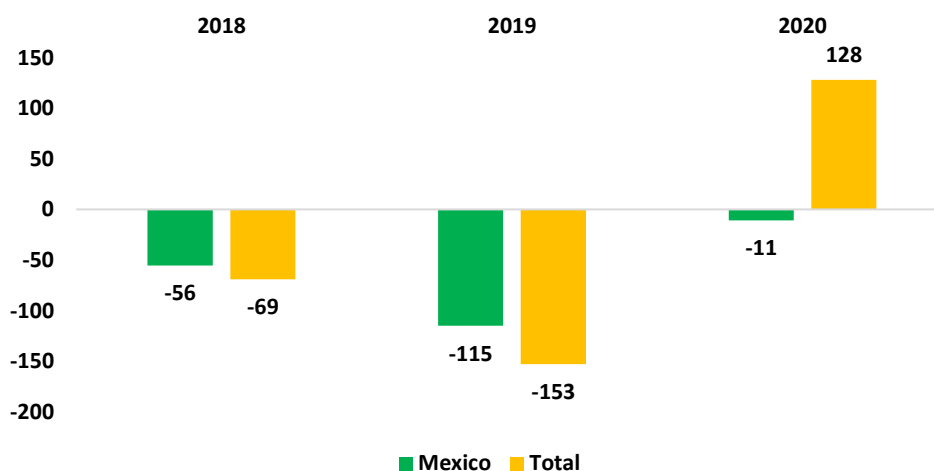
GRÁFICO 29: MÁRGEN OPERATIVO POR PAÍS



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

Como podemos ver, Argentina goza de márgenes entre el 20% y 30%, mientras que Brasil tiene márgenes entre 12% y 19%. Los números negativos provienen únicamente de México. Como ya se ha mencionado esto es producto de la estrategia agresiva de la compañía para aumentar su cuota de mercado en dicho país. Por las similitudes entre los mercados, es probable que cuando se recupere, el segmento mexicano tenga márgenes similares a los de Brasil. Finalmente observamos que la pérdida de México en 2018 y 2019 fue muy similar a la pérdida total. Ya en 2020 se mejoraron sustancialmente los números quedando muy cerca del punto de equilibrio. Para 2021 la división mexicana debería presentar resultados positivos.

GRÁFICO 30: PÉRDIDA OPERATIVA EN MÉXICO VS TOTAL (USD MM)



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

6.3 Análisis crediticio

Deuda, intereses y estructura de capital

TABLA 7: DEUDA SOBRE EBITDA

	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda Financiera (USD MM)	313	368	734	817	1.408
EBITDA (USD MM)	210	97	-12	7	381
Deuda/EBITDA	1,5	3,8	-	116,7	3,7

Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

El objetivo del indicador Deuda/EBITDA es analizar la capacidad de la empresa de repagar su deuda en relación con su capacidad de generar ingresos. Por el lado de la deuda la compañía se financia primariamente con capital propio. No obstante, al 31 de diciembre pasado poseía USD 1.408 MM de deuda, de los cuales USD 548 MM correspondían a deudas de corto plazo con entidades bancarias de los países y USD 860 MM a deuda de largo plazo. Esta última se divide en USD 600 MM de deuda por bonos convertibles y el resto en deudas de fideicomisos creados para financiar el negocio de créditos.

Cómo podemos observar la compañía tiene un ratio de deuda sobre EBITDA bastante elevado. En 2018 el EBITDA fue negativo por lo que este ratio arroja un resultado nulo. En 2019 pasó a terreno positivo pero con un ratio muy alto de 117 veces y el último ejercicio mejoró considerablemente aunque todavía está en los 3,70. En general los analistas consideran que un ratio mayor a 3 es alto e implica un riesgo de deuda. Como veremos más adelante, gran parte de esa deuda fue tomada recientemente y esta respalda por dinero líquido. Al encontrarse la empresa en una etapa de crecimiento, este indicador no es tan relevante.

TABLA 8: COBERTURA DE INTERESES

	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT (USD MM)	181	56	-70	-153	128
Intereses (USD MM)	-26	-27	-56	-66	-107
EBIT/Intereses	7,07	2,12	-	-	1,20

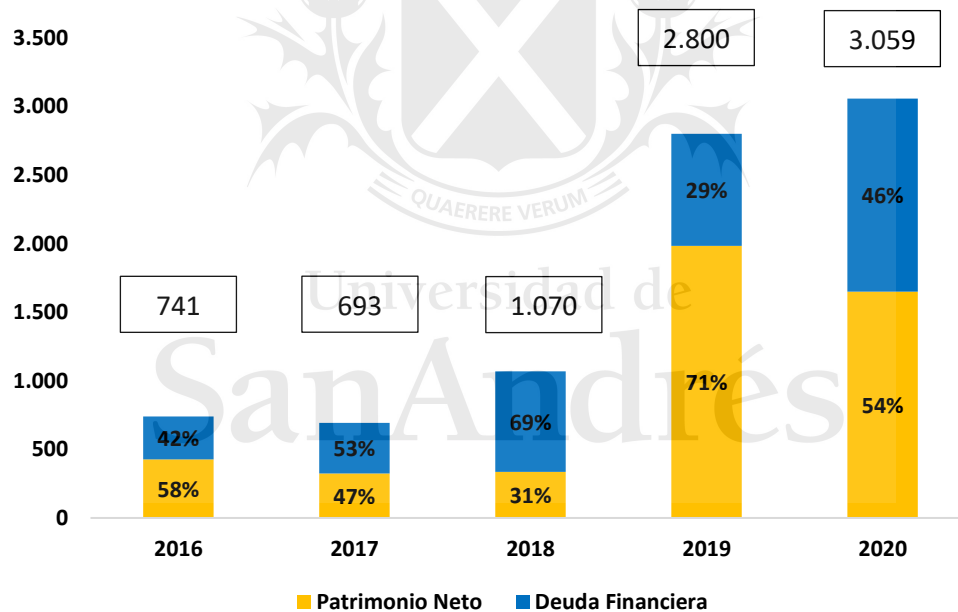
Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k

En cuanto a los bonos convertibles, lo mismos vencen en el año 2028 y mientras no sean ejercidos devengarán 2% de intereses anuales. La compañía valúa los bonos al cierre a un valor actual de USD 600 MM. Este monto será el que se considere para calcular la estructura de capital. Adicionalmente, la empresa incurre en otros gastos financieros por intereses de deudas de corto plazo y otras deudas menores. En el cuadro

anterior podemos observar las cobertura de intereses la cual se mide con el ratio EBIT/intereses. La intención del ratio es medir la capacidad de la compañía de pagar su deuda con los ingresos generados por el negocio. Como podemos ver el ratio cayó considerablemente en los últimos años, incluso dando nulo producto del EBIT negativo entre 2018 y 2019. En el último ejercicio el número fue de 1,20, algo bastante bajo. De todos modos, como analizaremos en breve, la compañía posee una importante liquidez y caja no operativa que podría usarse para cancelar deuda.

Adicionalmente, si bien no está en los números al cierre, se realizó una emisión de deuda en enero de 2021 por USD 1.100M, la cuál será considerada para el análisis de la estructura de capital al momento de la valuación por ser tan cercana al cierre. A valor de libros la empresa ha mantenido un nivel alto de endeudamiento. En los últimos 5 años, la deuda financiera ha sido en promedio del 48% mientras que el patrimonio neto fue el 52%. El gran aumento del patrimonio neto en 2019 se debe a una emisión de acciones por USD 1000 MM.

GRÁFICO 31: ESTRUCTURA DE CAPITAL CONTABLE (USD MM)

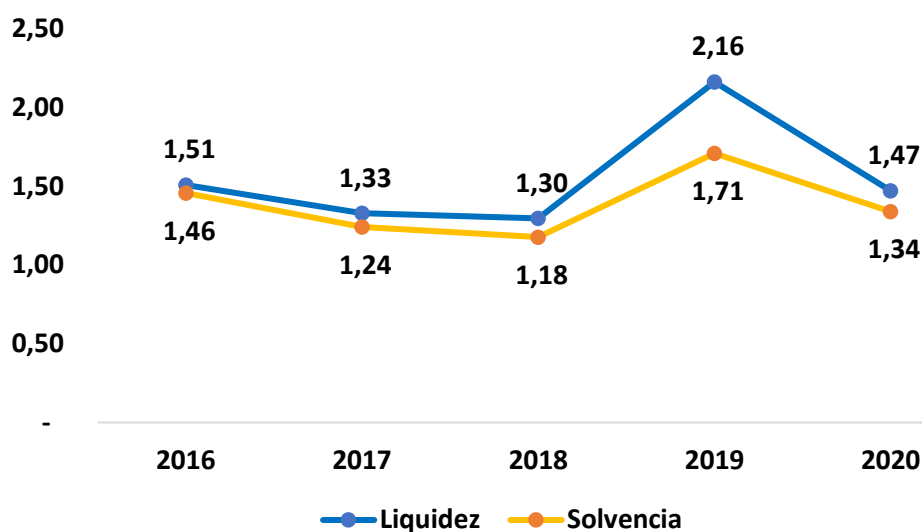


Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

Liquidez y solvencia

Mercado Libre históricamente se financió con la caja generada por sus operaciones. Sin embargo, a partir de 2014 comenzó con la emisión de bonos convertibles en colocaciones privadas. Adicionalmente en 2019 realizó la ya mencionada emisión de acciones por USD 1.000 MM, aportados por PayPal. Como consecuencia de esto la empresa goza de una importante liquidez en la actualidad. La misma se mantiene en su mayoría en bonos del tesoro de Estados Unidos y luego se utiliza para financiar las inversiones a medida que se necesitan.

GRÁFICO 32: LIQUIDEZ Y SOLVENCIA



Fuente: elaboración propia en base a datos del formulario 10-k.

El gráfico anterior muestra la liquidez de Mercado Libre, calculada como el activo corriente sobre el pasivo corriente, y la solvencia calculada como activos totales sobre pasivos totales. Debido al bajo monto de inventarios no se realiza la prueba ácida ya que arrojaría un resultado muy similar al ratio de liquidez. Podemos observar que ambos números son muy buenos y estamos hablando de una empresa muy sana desde el punto de vista financiero. Si bien en 2019 hubo un pico por lo mencionado, vemos que en promedio la compañía tiene 1,34 dólares de activos por cada dólar de deuda.

Entre sus activos corrientes hay USD 1.800 MM en caja líquida, esto principalmente se compensa con los fondos que los usuarios tienen en sus cuentas de Mercado Pago las cuales generan una deuda por USD 1.700 MM. Adicionalmente hay USD 650 MM en depósitos restringidos por regulaciones bancarias, principalmente en Brasil y Argentina y otros USD 1.200 MM en inversiones de corto plazo. Es decir, si por algún motivo todos los usuarios quisieran retirar su plata al mismo tiempo la compañía tiene respaldo para pagarle a todos y todavía le quedarían USD 1.800 MM más con los que podría pagar la totalidad de su deuda financiera. Como dijimos anteriormente, la compañía tiene una importante solidez financiera que le permitirá impulsar su crecimiento.

Resumen financiero y comparación con la industria

En la tabla siguiente podemos ver una comparación de ratios del último ejercicio con los principales comparables internacionales. Como se puede ver, estos ratios son muy dispares.

TABLA 9: RATIOS DE RENTABILIDAD DE EMPRESAS COMPARABLES

	Ratios de rentabilidad					
	ROA	ROE	Margen Bruto	Margen Operativo	Margen Neto	CAGR Ventas 2016-2020
Mercado Libre	2%	0%	43%	3%	0%	47,3%
Amazon	7%	23%	40%	6%	6%	29,8%
Alibaba	11%	16%	43%	16%	25%	47,7%
eBay	13%	71%	76%	26%	55%	2,5%
Promedio	8%	28%	50%	13%	21%	31,8%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo! Finance.

Por el lado del ROA vemos algo más estable, mientras que el ROE es más amplio. El ratio más alto se lo lleva eBay, principalmente por el alto grado de apalancamiento que tiene. Como ya mencionamos Mercado Libre presenta ratios muy bajos por los resultados negativos del último ejercicio. Aún así podemos ver que el promedio de la industria está cerca de los ratios que tenía la empresa hace unos años, por lo que si mejora sus márgenes, podría apuntar a recuperar esos números. El margen bruto en cambio está bastante alineado en toda la industria, mientras que los márgenes operativo y neto vuelven a ser muy desparejos y la empresa se encuentra por debajo del promedio en ambas métricas.

TABLA 10: RATIOS CREDITICIOS DE EMPRESAS COMPARABLES

	Ratios Crediticios		
	Deuda/EBITDA	Liquidez	Solvencia
Mercado Libre	3,70	1,47	1,34
Amazon	2,11	1,45	1,05
Alibaba	0,97	1,92	1,91
eBay	2,50	1,23	1,80
Promedio	2,32	1,52	1,52

Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo! Finance.

7. Valuación

7.1 Valuación por flujo de fondos descontados

Tal como lo presentamos en la introducción, la finalidad de este trabajo es valorar el capital accionario de Mercado Libre. A dicho efecto, el método que desarrollaremos es el de Flujo de Fondos Descontado.

La valuación por flujos de fondos descontados se realiza en base a proyecciones que derivan del análisis realizado a lo largo del presente documento. Las bases son información financiera pública y las declaraciones brindadas en las presentaciones con inversores y estudios e informes de agencias privadas, como así también el análisis realizado de la industria y la competencia y las expectativas a futuro a fin de arribar al valor de la empresa de la forma más precisa posible.

El método de flujo de fondos descontado (DCF por sus siglas en inglés) puede ser utilizado para valuar un proyecto de inversión o la totalidad de una empresa. Los métodos de DCF determinan el valor presente de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el costo del capital.

La fecha a la cual se realizó la valuación fue al 31 de diciembre de 2020. En línea con la moneda de reporte y planificación de la compañía, todos los flujos fueron proyectados en dólares norteamericanos. A fin de poder brindar una información más amplia, se proyectan tres escenarios posibles en los que se podría encontrar la empresa en el futuro.

Un escenario será el base o más probable, otro será un escenario pesimista y tercer escenario será optimista. Para el armado de los escenarios se estimará el flujo de fondos libre que generará la empresa. Luego se descontará a la tasa del Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por sus siglas en inglés, "*Weighted Average Cost of Capital*"). El flujo de fondos libre es el flujo de efectivo después de impuestos disponible para todos los inversores: tenedores de deuda y accionistas.

Para realizar el método de Flujo De Fondos Descontado debemos poner atención a dos grandes elementos:

- la determinación del costo de capital propio apropiado;
- la proyección del Flujo de Fondos de la firma.

Tasa de descuento

Para descontar los flujos de fondos de Mercado Libre, como ya mencionamos, utilizaremos el WACC. Este método consiste en realizar una ponderación entre el costo del capital propio, el cuál es el retorno demandado por los accionistas y el costo de la deuda que es el interés que la empresa paga por sus colocaciones en el mercado. A continuación, analizaremos ambas variables, determinaremos la estructura de capital de la compañía y finalmente llegaremos a la tasa de descuento.

Antes de seguir, presentamos la formula del WACC y sus variables, las cuales serán cubiertas una por una.

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

Donde:

- **Ke:** Costo del capital propio.
- **E:** Valor de mercado del capital propio.
- **D:** Valor de mercado de la deuda.
- **Kd:** Costo de la deuda.
- **T:** Tasa del impuesto a las ganancias.

Costo de capital propio: para calcular el costo de capital propio utilizaremos el modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM). La fórmula del modelo CAPM es la siguiente:

$$Ke = Rf + \beta * ERP + CRP$$

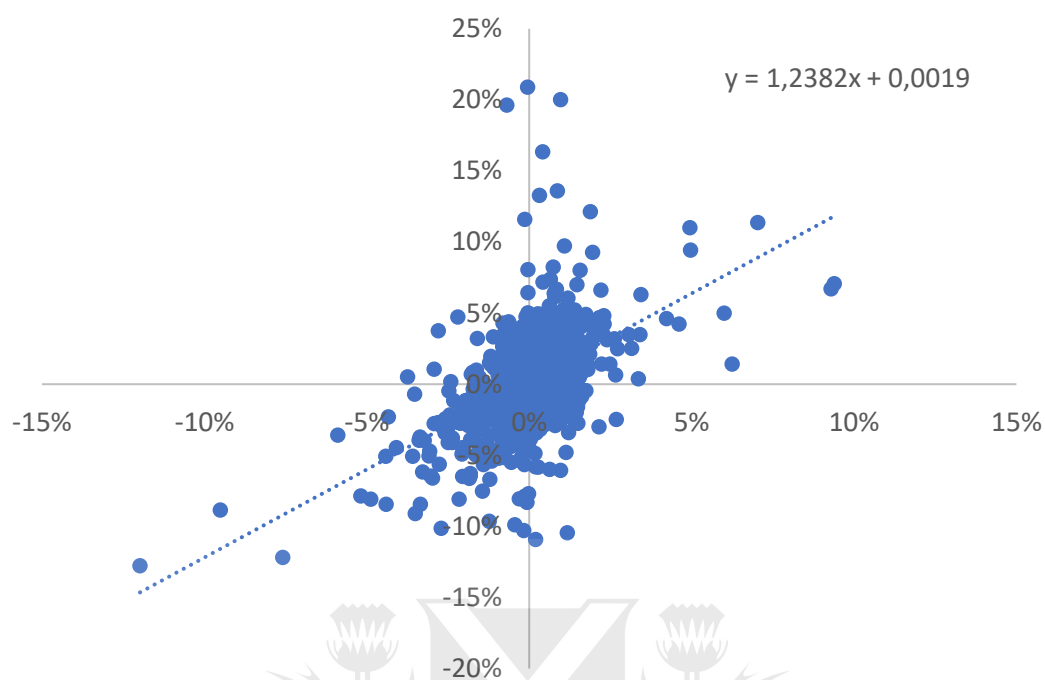
Donde:

- **Rf:** Tasa libre de riesgo.
- **β :** Beta de la acción.
- **ERP:** Prima de riesgo mercado.
- **CRP:** Prima de riesgo país.

Tasa libre de riesgo: es la tasa a la que un inversor podría colocar sus fondos, libre de riesgo de incobrabilidad. La tasa más comúnmente utilizada en la valuación de empresas es la tasa de 10 años de bonos del tesoro de los Estados Unidos. Al 31 de diciembre de 2020 esta tasa era de 0,917%.

Beta de la acción: la Beta de una acción representa la volatilidad de sus retornos con respecto al mercado en su conjunto. La Beta puede calcularse desapalancando Betas de compañías comparables y luego apalancar el resultado obtenido con la estructura de endeudamiento de la firma bajo estudio o mediante una regresión de los retornos de la compañía contra los del mercado durante un período dado. Debido a la dificultad para encontrar empresas comparables en la región y las abismales diferencias con las empresas globales, se optó por realizar una regresión de los retornos diarios de los últimos 5 años de Mercado Libre contra los retornos del mismo período del índice S&P 500. Este cálculo arrojó una beta de 1,2382, como se puede observar en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 33: BETA MERCADO LIBRE



Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo! Finance.

Prima de riesgo de mercado: la prima de riesgo de mercado representa el retorno extra que podría conseguir un inversor por encima de la tasa libre de riesgo, si invirtiera en el portafolio de mercado, por ejemplo, en un índice representativo como el S&P 500. Para el presente trabajo se utilizó el retorno anualizado de dicho índice para el periodo comprendido entre los años 1971-2020, arrojando un rendimiento anual de 9,138%. Posteriormente se sustrajo al mismo la tasa libre de riesgo calculada anteriormente (0,917%) para de este modo calcular la prima de riesgo de mercado que se ubica en 8,22%.

Adicionalmente, como el rendimiento calculado está basado en datos del mercado norteamericano y a pesar de cotizar allí, las operaciones de Mercado Libre están ubicadas en su totalidad en mercados emergentes, debemos añadir una prima de riesgo país. Para calcular esta prima se utilizó el índice EMBI+ al 31 de diciembre de 2020 para Argentina, Brasil y México, el cual es elaborado por el banco JP Morgan y mide la diferencia entre el rendimiento de los bonos soberanos emitidos en dólares por países emergentes y los bonos del tesoro de Estados Unidos. Se ponderaron estas diferencias por la participación de cada país en los ingresos de la compañía. Este cálculo arrojó una prima de riesgo país de 5,11%.

Tras reemplazar todos los datos obtenidos en la fórmula del CAPM, obtenemos un costo del capital propio de 16,2%, resumido en la siguiente tabla.

TABLA 11: COSTO DEL CAPITAL PROPIO

Tasa libre de riesgo			0,917%
Beta			1,24
Retorno de mercado			9,138%
	EMBI+	Ponderación	
EMBI+ Argentina	1373	25%	3,39%
EMBI+ Brasil	259	55%	1,43%
EMBI+ México	199	14%	0,29%
Total EMBI+			5,11%
Ke			16,2%

Fuente: elaboración propia.

Costo de la deuda: para el costo de la deuda se consideró la tasa del bono al 2031, emitido por la empresa en enero de 2021 que es de 3,125%. En total, en ese período se emitió deuda por USD 1.100 MM, los cuales se suman a los USD 1.408 MM de deuda al cierre del ejercicio. A fin de determinar la estructura de capital para el cálculo del WACC se tomará toda la deuda ya que esta emisión es muy cercana al cierre y representa la estructura de capital hacia delante de la empresa. Cabe destacar que esta tasa es la menor para un bono corporativo “High Yield” de mercados emergentes.

La emisión de deuda se dividió en dos, una a 5 años y la otra a 10 años. La emisión más corta tuvo una tasa aún menor (2,375%) y será destinada a proyectos sustentables. Estos bonos sustentables son conocidos como “ESG” (environmental, social and governance, en inglés), y son utilizados por las empresas para aplicar las mejores prácticas de ambientales sociales y de gobierno. En el caso de Mercado Libre, uno de los principales usos será la inversión en energías renovables para sus centros de distribución y la adquisición de vehículos eléctricos para su red de logística.

Otro punto para destacar es que tanto Fitch como Moody’s, dos de las agencias de calificación crediticia más importantes, otorgaron a Mercado Libre una nota superior a la mayoría de los países en los que opera. Ambas consultoras asignaron a estos bonos la mejor calificación dentro del grado especulativo. Los bonos soberanos de Brasil gozan del mismo grado pero dentro de este poseen una nota menor. En el caso de Argentina los bonos son calificados como de alto riesgo y tiene la peor calificación de la región. Únicamente los bonos mexicanos tienen una calificación superior a la de Mercado Libre, ubicándose apenas un escalón por encima en las respectivas escalas. Este es un indicador de la confianza del mercado en la empresa y lo mucho que espera de ella.

Estructura de capital: en base a lo antes mencionado, la estructura de capital queda conformada por USD 83.330 MM de capital propio y USD 2.508 MM de deuda

financiera, arrojando una proporción de 97% y 3% respectivamente, en línea con la estructura histórica. Para la tasa impositiva, la cual refleja el ahorro que genera el pago de intereses, utilizaremos el promedio ponderado de las tasas impositivas de los países en que opera la empresa. Este cálculo da una tasa de 26,57%.

Reemplazando los valores obtenidos en la fórmula del WACC, llegamos a una tasa de descuento de 15,8%.

$$\text{WACC} = 16,2\% * 97\% + 3,125\% * 3\% * (1-26,57\%) = 15,8\%$$

Proyecciones

Antes de comenzar las proyecciones haremos un repaso sobre los principales puntos tratados en el documento los cuales serán la base sobre la que se realizan las estimaciones:

- El CAGR histórico de Mercado Libre desde que salió a cotizar en 2007 es de 39%, mientras que el de los últimos 5 años es del 47%. En este período de 5 años el CAGR de la industria del ecommerce en Latinoamérica fue de 27%. El último año las ventas de ecommerce crecieron 90% frente a un 37% de crecimiento de la industria.
- Se espera un crecimiento del take rate entre otras cosas por: mayor adopción de mercado envíos, aumento de créditos otorgados, crecimiento del negocio de retail propio, mayor adopción de Mercado Pago fuera de la plataforma y mejor segmentación de las comisiones por categoría.
- La compañía está realizando un agresivo plan de expansión que incluyen inversiones por cerca de 3.000 millones de dólares y la contratación de 16.000 empleados, duplicando su nómina. Ninguna otra empresa en la región ha anunciado inversiones por tanta plata.
- Producto de la expansión ha resignado varios puntos de margen bruto en los últimos tres años explicado por una serie de variables ya mencionadas. Es de esperar que el costo de ventas a futuro sea menor que el actual generando una mejora paulatina de márgenes. La empresa espera presentar ganancias en 2021.
- La industria del ecommerce en Latinoamérica tiene uno de los niveles de penetración sobre el total del retail más bajos del mundo. A su vez, tiene las mayores tasas de crecimiento. Los cambios de hábitos provocados por la pandemia han impactado positivamente el negocio y adelantado el crecimiento varios años.
- La industria fintech lleva poco tiempo de crecimiento en la región y hay mucho terreno para crecer a altas tasas con foco en el crecimiento de la base de clientes y no en la competencia por la cuota de mercado.

Proyección de ventas

Se proyectaron las ventas de la empresa para los próximos 10 años. La proyección se realizó por segmentos, siendo estos: Brasil, México, Argentina y otros países. Dentro de este último apartado, se consideró la población de Colombia, Chile y Uruguay. Como la compañía no desglosa la información sobre sus usuarios por segmento, se realizó un prorrateo entre los compradores únicos y las ventas para llegar al número de clientes por país. El segundo supuesto, es que el take rate es igual en todos los segmentos, prorrateando el GMV de la misma manera que los clientes. Se armaron tres escenarios: base, optimista y pesimista.

Para las ventas del escenario base, el primer paso fue calcular la penetración de Mercado Libre sobre la población de cada segmento para el año 2020. Esto se hizo tomando los usuarios por segmento sobre los habitantes. Luego, utilizando la información de estimaciones de crecimiento del ecommerce por país, obtenida de estudios de agencias privadas, el aumento de usuarios de internet en la región, la estrategia actual de la empresa y la capacidad de capitalizar este crecimiento, se proyectó la penetración de Mercado Libre. De esta manera se llega a la cantidad de clientes por segmento.

El siguiente punto fue estimar el volumen transaccionado por usuario y el GMV. Para este punto se partió nuevamente de las proyecciones de crecimiento del ecommerce, pero se estimó un porcentaje superior al de las estimaciones, basado en la gran inversión realizada por la compañía, la creciente oferta de productos y que históricamente ha crecido por encima del promedio de la industria. Adicionalmente se incluye un 2% anual de inflación en dólares, en línea con las proyecciones de la Reserva Federal de los Estados Unidos. De esta manera, fue proyectado el GMV para los próximos 10 años en todos los segmentos.

Una vez estimado el GMV, las ventas de ecommerce dependerán del take rate que la compañía tenga. La continua oferta de nuevos productos y el aumento de la penetración de los ya existentes, permiten que este crezca año a año. La empresa ha mencionado su intención de llevar el take rate de ecommerce al 30% por lo que se proyectó un crecimiento paulatino hasta llegar a ese número. En cuanto al take rate por país, como la compañía no apertura el GMV por segmento, se realizó un prorrateo de este en función de las ventas y se asumió un porcentaje idéntico para todas las regiones. Esta relación se mantuvo constante a lo largo de toda la proyección para el escenario base.

Las proyecciones de ventas se encuentran resumidas en la siguiente tabla:

TABLA 12: PROYECCIÓN DE VENTAS ECOMMERCE

	2020	2025P	'20-'25	2030P	'25-'30
Brasil					
Población (Millones)	211	218	3%	223	2%
Penetración Meli	15%	31%	108%	46%	47%
Clientes (Millones)	32	68	115%	103	50%
Monto transaccionado por usuario (USD)	349	714	105%	868	22%
GMV (USD MM)	11.092	48.788	340%	89.233	83%
Take rate	12,23%	21,23%	73%	30,23%	42%
Ventas (USD MM)	1.357	10.359	633%	26.977	160%
Argentina					
Población (Millones)	45	48	5%	50	6%
Penetración Meli	29%	48%	67%	61%	26%
Clientes (Millones)	13	23	75%	31	33%
Monto transaccionado por usuario (USD)	349	549	57%	668	22%
GMV (USD MM)	4.589	12.672	176%	20.554	62%
Take rate	12,23%	21,23%	73%	30,23%	42%
Ventas (USD MM)	561	2.691	379%	6.214	131%
México					
Población (Millones)	129	135	5%	140	4%
Penetración Meli	9%	28%	221%	44%	61%
Clientes (Millones)	11	37	236%	62	67%
Monto transaccionado por usuario (USD)	349	568	63%	690	22%
GMV (USD MM)	3.854	21.104	448%	42.960	104%
Take rate	12,23%	21,23%	73%	30,23%	42%
Ventas (USD MM)	471	4.481	851%	12.988	190%
Otros países					
Población (Millones)	74	77	5%	82	6%
Penetración Meli	5%	17%	207%	27%	61%
Clientes (Millones)	4	13	222%	22	70%
Monto transaccionado por usuario (USD)	349	558	60%	679	22%
GMV (USD MM)	1.392	7.177	416%	14.864	107%
Take rate	12,23%	21,23%	73%	30,23%	42%
Ventas (USD MM)	170	1.524	795%	4.494	195%
Total					
Ventas (USD MM)	2.650	19.054	644%	50.672	166%

Fuente: elaboración propia. Ver anexos.

En cuanto a las ventas de fintech, se proyectaron a partir de la monetización del volumen transaccionado estimado para cada país. Parte de las ventas provienen de los pagos procesados fuera de la plataforma, que no fueron proyectados en este análisis. El crecimiento del take rate para fintech se explica en parte por el aumento de comercios que aceptan Mercado Pago, el aumento de créditos otorgados, la venta de dispositivos posnet y la emisión de tarjetas de crédito.

TABLA 13: PROYECCIÓN DE VENTAS FINTECH

	2020	2025P	'20-'25	2030P	'25-'30
Ventas (USD MM)					
Brasil	749	4.028	438%	8.705	116%
Argentina	310	1.046	237%	2.005	92%
México	260	1.742	569%	4.191	141%
Otros países	94	592	530%	1.450	145%
Total	1.414	7.409	424%	16.351	121%
Take rate	6,76%	8,26%	22%	9,76%	18%

Fuente: elaboración propia. Ver anexos.

Costo de ventas y margen bruto

Como hemos mencionado anteriormente el margen bruto fue afectado significativamente por algunas acciones comerciales orientadas a aumentar el crecimiento de ventas. Durante el 2020 la compañía pasó de un costo de ventas del 52% al 56% y aun así mejoró su EBIT. Para todos los escenarios se espera una fuerte reducción del costo de ventas en el largo plazo. Los factores tenidos en cuenta son una mayor eficiencia y mejores costos logrados en el negocio retail luego de dos años desde su lanzamiento, un aumento de la penetración de Mercado Envíos y la red fulfillment abaratando los costos por envío y una mejora de márgenes en el segmento mexicano tras tres años de crecimiento a triple dígito.

En el escenario base se plantea una fuerte reducción de costos los primeros dos años principalmente por la quita de subsidios en el segmento mexicano. Como vimos, este segmento arrojó un resultado neutro el último año por lo que a partir de 2021, se podrán reducir los costos directos los cuales se habían aumentado para captar más clientes. Luego de eso la mayor eficiencia de procesos prometida por la empresa permitirá mejoras en el margen pero a una tasa menor por año.

Gastos Operativos

Los gastos operativos representaron durante 2016 y 2020 el 40% de las ventas mientras que entre 2017 y 2019 fueron el 54%. La variación se dio por una fuerte inversión en marketing la cual se redujo los primeros dos trimestres de la pandemia, y esperamos que se mantenga estable de ahora en adelante.

- Desarrollo de producto: en esta línea de gastos encontramos principalmente la inversión en sueldos de personal de informática y mantenimiento de servidores. Los mismo vienen cayendo los últimos años, representando en 2020 el 8,9% de las ventas. Este gasto viene bajando como porcentaje de ventas y la escala del negocio permitirá que siga bajando. Esperamos una caída del mismo año a año a lo largo de la proyección.

- Ventas y Marketing: como parte de la fase de crecimiento de la empresa los gastos de marketing aumentaron considerablemente en los últimos ejercicios. Si bien la empresa continuará con fuertes desembolsos en este rubro, el mismo caerá como porcentaje de ventas a lo largo de la proyección.
- Generales y de administración: en esta línea de gastos están principalmente los sueldos del personal. Los mismos han bajado constantemente desde un 10% de las ventas en 2016 a un 8% en 2020. Este gasto también se espera que baje a lo largo de la proyección ya que en una empresa eficiente las ventas aumentan a una velocidad más alta que su nómina administrativa.

Tasa impositiva

Para el cálculo de la tasa impositiva se hizo un promedio de las tasas de los tres principales mercados donde opera la compañía, ponderado por la participación sobre ventas del último ejercicio. Cabe destacar que la alícuota general en Argentina es del 35% pero por ser beneficiaria de la ley de economía del conocimiento, tiene una reducción del 60%, quedando en una alícuota del 14%. La alícuota usada para los flujos resulta un 26,57% como se muestra en la siguiente tabla.

TABLA 14: ALÍCUOTA IMPOSITIVA PROYECTADA

IMPUESTOS	Alícuota	% Ventas	Alícuota Ponderada
Argentina	14%	25%	3,45%
Brasil	34%	55%	18,77%
México	30%	14%	4,34%
TOTAL			26,57%

Fuente: elaboración propia.

CAPEX, depreciaciones y amortizaciones

Las inversiones de capital de Mercado Libre están relacionadas con infraestructura tecnológica, oficinas, adquisiciones de software y otros intangibles e inversiones en los centros de almacenamiento y distribución de la red de Mercado Envíos. El promedio de los últimos 5 años ubica a las inversiones de capital en un 7,3% de las ventas. Si bien el número viene bajando y el último año se ubicó en 6,4%, debido a las altas inversiones anunciadas como ampliación de la red de Mercado Envíos, proyectamos la inversión de CAPEX en el 7,3% constante sobre el total de las ventas para todos los escenarios. Por su lado, las depreciaciones y amortizaciones de los últimos 5 años han representado, en promedio, el 44% de la inversión del ejercicio o un 3,2% de las ventas. Teniendo en cuenta que los modelos de depreciación y amortización son lineales, mantendremos esta proporción a lo largo de toda la proyección para los tres escenarios planteados.

Capital de trabajo

Como sugiere la bibliografía del Taller de Tesis, el capital de trabajo conviene ser estimado y proyectado como un porcentaje de las ventas, dada la volatilidad que podría tener el mismo.

A lo largo de estos años la inversión anual de la compañía para aumentar su capital de trabajo fue del 2,2% sobre el total de las ventas. Se proyecta un aumento constante del capital de trabajo para todos los escenarios creciendo a la tasa mencionada.

Valor terminal

Para el cálculo del valor terminal se utilizó el modelo de crecimiento de Gordon el cual asume un crecimiento perpetuo de los flujos de fondos libres a una tasa estable. En este caso asumiremos que la empresa no distribuye dividendos y reinvierte la totalidad de los fondos.

Para estimar el valor terminal tomaremos estimaciones del Fondo Monetario internacional, las cuales proyectan un crecimiento estimado para las economías de Latinoamérica en torno al 2%. A este crecimiento se le añadirá un 2% de inflación en dólares, número en línea con las proyecciones de la Reserva Federal de los Estados Unidos. En total, la tasa del 4% es la que usaremos para el cálculo de la perpetuidad.

Escenarios alternativos

Como comentamos, se prepararon dos escenarios alternativos.

Escenario optimista:

- La fuerte inversión realizada le permite a la empresa aumentar su cuota de mercado desplazando a la competencia y obteniendo una penetración mayor en todos los segmentos.
- El crecimiento observado le permite también aumentar su take rate a una velocidad mayor que en el escenario base por la mejor explotación de todas las áreas del ecosistema MELI.
- Aumento del volumen transaccionado por usuario, principalmente en Brasil y México.
- Aumento del Take Rate del sector fintech.
- Mejora del margen bruto más rápida que en el escenario base al aprovechar la eficiencia de la red de Mercado Envíos.
- Mayor reducción de los costos de marketing como porcentaje de ventas.

Escenario pesimista:

- En este escenario hay un aumento de la competencia, principalmente por parte de Amazon en Brasil y México. La penetración de la compañía es menor que en el escenario base.
- Pérdida de base clientes que ingresaron por la pandemia y no fueron retenidos.
- Menor crecimiento del take rate al enfocarse en marketplace y no poder impulsar el resto de los productos del ecosistema MELI.
- El volumen transaccionado también cae levemente.
- Menor margen bruto al no poder aprovechar al máximo la red de mercado envíos.
- Los gastos de marketing son mayores como porcentaje de ventas que en el escenario base.

TABLA 15: PROYECCIÓN PRINCIPALES VARIABLES POR ESCENARIO

Variable	Escenario Base (2030)	Escenario Optimista (2030)	Escenario Pesimista (2030)
GMV (USD MM)	167.610	215.920	150.307
Usuarios (Millones)	218	255	207
Take Rate Ecommerce	30,2%	32,0%	28,5%
Take Rate Fintech	9,8%	11,9%	9,3%
Ingresos totales (USD MM)	67.023	94.925	56.758

Fuente: elaboración propia. Ver anexos.

Conclusiones

En el siguiente cuadro se realizó el cálculo del valor de la acción de Mercado Libre para cada uno de los tres escenarios analizados en el modelo de flujos de fondos descontados.

Al valor de la empresa se le adicionó las sumas equivalentes a la caja no operativa y se le descontó la deuda financiera para arribar al valor del capital de la empresa.

El valor de mercado de la acción de Mercado Libre era de 1.675 al 31 de diciembre de 2020. De acuerdo con los cálculos realizados en el modelo, la acción se encontraba sobrevaluada en cualquiera de los escenarios. Para el escenario base la acción estaba sobrevaluada en un 50%, para el escenario optimista el número baja al 16%, mientras que en el peor escenario la sobrevaluación llega al 67%.

De acuerdo con las proyecciones efectuadas en el modelo de flujo de caja descontados, el precio de la acción de Mercado Libre a la fecha de valuación debió ser USD 836.

TABLA 16: VALUACIÓN DE MERCADO LIBRE POR DCF (USD MM)

MERCADO LIBRE	Escenario Base	Escenario Optimista	Escenario Pesimista
VP Flujo de fondos	42.950	71.216	28.693
Caja	1.241	1.241	1.241
Deuda Financiera	-2.508	-2.508	-2.508
Valor del Capital	41.683	69.949	27.246
Cantidad de acciones (en miles)	49.870	49.870	49.870
Valor de la acción s/Modelo	836	1.403	550
Valor de Mercado de la acción	1675	1675	1675
Diferencia vs Modelo	-50%	-16%	-67%

Fuente: elaboración propia. Ver anexos.

7.2 Valuación por múltiplos

Para complementar la valuación realizada por el método de flujos de fondos descontados, se realiza una valuación por múltiplos.

La valuación por Múltiplos consiste en estimar el valor de un activo en base al valor que el mercado asigna a activos similares. Para poder utilizar este método de valuación necesitamos:

- Identificar compañías que cotizan en bolsa, realizan actividades de negocios similares y poseen características de retorno/riesgo equivalente.
- Inferir de los precios de mercado valores estandarizados, también conocidos como múltiplos.
- Comparar los múltiplos de la compañía analizada con sus comparables para estimar una valuación.

De los ratios considerados para realizar la valuación por múltiplos de Mercado Libre se decidió usar EV/S (Valor de la Empresa / Ventas). Utilizamos este múltiplo ya que la empresa se encuentra en una etapa de alto crecimiento por lo que múltiplos que tomen el EBIT o EBITDA estarán distorsionados.

Como ya fue mencionado, no es fácil encontrar empresas comparables a Mercado Libre. A continuación, se listarán algunas empresas que podrían ser comparable y por qué, pero también las diferencias con estas empresas que podrían dificultar la comparación.

A nivel global rápidamente podemos pensar en Amazon, Alibaba, o eBay. El problema principal con estas compañías es que operan en mercados completamente diferentes y con otras realidades. Si bien tienen subsidiarias en Latinoamérica, éstas no son una parte representativa de sus ingresos. A su vez son compañías en un estado de madurez mayor y se han expandido a muchos otros mercados como la producción de películas y series, o servicios de almacenamiento en la nube. eBay, por ejemplo, obtiene un 20% de sus ingresos de StubHub, una plataforma para compraventa de entradas para espectáculos, la cual además recientemente anunció su venta a Viagogo. De todos modos, son los principales referentes del sector a nivel mundial.

En un segundo nivel, pensando en el resto del mundo podemos mencionar a la africana Jumia o SeaLimited, del sudeste asiático. El gigante africano está en plena expansión, pero en los últimos años ha arrastrado muchas pérdidas generando dudas sobre su futuro y golpeando fuertemente el valor de la acción. En cuanto a SeaLimited, es dueña de Shopee, una de las empresas líderes de ecommerce en el sudeste asiático. La relación de ventas de marketplace y fintech es muy similar a la de Mercado Libre, el problema es que representan apenas el 50% de los ingresos de la compañía ya que el otro 50% proviene del entretenimiento digital. También se podría argumentar que los mercados africanos y del sudeste asiático, si bien se encuentran en economías emergentes, no por eso son similares al latinoamericano.

Finalmente buscamos comparables en la región. Como se ha mencionado, ninguna empresa tiene un alcance regional al igual que Mercado Libre así que analizaremos los competidores locales. Las principales empresas con las que podemos comparar son Falabella, Magazine Luiza y B2W. Las tres compañías son lo más parecido que podemos encontrar. Falabella por su parte tiene un negocio financiero muy fuerte al igual que Mercado Libre y el resto de sus ingresos provienen del comercio tradicional. La principal diferencia es que el fuerte de Falabella está en Chile, Colombia y Perú mientras que, a pesar de las fuertes inversiones en el último año, para Mercado Libre estos mercados representan apenas el 6% de los ingresos. Adicionalmente, la empresa cotiza en Chile mientras que Mercado Libre lo hace en el NASDAQ. En cuanto a B2W y Magazine Luiza, ambas tienen una larga tradición como minoristas físicos, pero han apostado muy fuerte a la industria del comercio electrónico en los últimos años sumado a una gran inversión en las finanzas digitales. La primera, con la aplicación Ame lanzada en 2018 y la segunda con Magalu Payments, lanzada a fines de 2019 y la Luiza Card. Ambas también han incursionado en el mercado de crédito a consumidores y emisión de tarjetas. Si bien las dos reciben prácticamente el 100% de sus ingresos de Brasil, Mercado Libre obtiene un 60% de ese país por lo que son las más comparables. Otro problema para comparar estas empresas es que al tener un gran enfoque en el retail físico, poseen entre sus activos muchos inventarios y propiedades, algo de lo que Mercado Libre hoy carece.

En base a lo mencionado, se realizará la valuación por múltiplos en comparación con eBay, Amazon y Alibaba. Primero se calculará el múltiplo al 31 de diciembre de 2020.

En segundo lugar se tomará un múltiplo promedio de los últimos 10 años de estas empresas. Adicionalmente se añadió una columna con el valor más alto que la empresa haya tenido como múltiplo en este período a modo de referencia.

TABLA 17: MÚLTIPLOS DE EMPRESAS COMPARABLES

EV/S			
Empresas	Múltiplo al 31/12/2020	Promedio 10 años	CAGR de ventas últimos 5 años
Mercado Libre	21,28	11,48	47,3%
Amazon	4,80	2,93	29,8%
Alibaba	4,30	10,34	47,7%
eBay	4,10	3,84	2,5%
Promedio	4,40	5,70	

Fuente: elaboración propia en base a información pública.

El múltiplo al cierre del 2020 nos da un valor bastante homogéneo para las empresas comparables en torno a 4,4 veces las ventas. Con este valor el precio de la acción de Mercado Libre debería ser de 325 USD. Este valor puede considerarse bajo ya que las otras empresas tienen una mayor madurez y niveles de ventas mucho más altos. Las proyecciones de crecimiento de Mercado Libre podrían permitir un múltiplo mayor por lo que este monto será considerado como el valor mínimo que la acción podría tener.

Si contemplamos el promedio de los últimos 10 años el múltiplo es un poco mayor influenciado principalmente por Alibaba. En esta métrica eBay y Amazon tienen promedios inferiores a la valuación al cierre. En el caso de Mercado Libre podemos ver que su promedio se asemeja más al de Alibaba. Aun así, si vemos la información por año Alibaba tuvo su máximo tras su salida a la bolsa y viene bajando todos los años. Por su parte Mercado Libre se ha mantenido siempre entre 8 y 13 ventas, excepto en 2020. En cuanto a eBay y Amazon los datos de los últimos años nos muestran que se han mantenido bastante estables durante el período. Si nos remontamos más atrás y tratamos de buscar un múltiplo de 20 veces ventas para estas dos, la única vez que lo tuvieron fue en la burbuja de las puntocom. Finalmente, si bien la valuación promedio de Mercado Libre es de 2 veces el múltiplo de sus comparables, hoy se encuentra en 4,8 veces ese ratio y un 85% más que su propio promedio. Todo esto nos permite hacer pensar en una sobrevaluación de la empresa.

Teniendo en cuenta lo mencionado en el párrafo anterior tomaremos dos múltiplos. Primero 5,70 que es el promedio de los comparables de los últimos 10 años y segundo 11,48 para ver cuánto debería valer Mercado Libre si se mantuviera en su propio promedio histórico. El primer cálculo arroja un valor de la acción de USD 429,

mientras que el segundo lo sitúa en USD 889. Este último monto es el más cercano a la valuación por flujo de fondos descontados del escenario base.

TABLA 18: VALUACIÓN DE MERCADO LIBRE EV/SALES (USD MM)

	Múltiplo EV/S		
	4,40	5,70	11,48
Ventas	3.974	3.974	3.974
EV	17.483	22.649	45.616
-Deuda	(2.508)	(2.508)	(2.508)
+Caja	1.241	1.241	1.241
Capital	16.216	21.382	44.349
Acciones (millones)	49,87	49,87	49,87
Valor por acción (USD)	325	429	889

Fuente: elaboración propia.



8. Bibliografía

Académica

- Brealey, R. A., Allen, F., & Myers, S. C. (2006). Corporate Finance: Hauptbd. McG.
- Copeland, T. E., Koller, T., Murrin, J., & Copeland, T. E. (2000). Valuation: measuring and managing the value of companies (Vol. 3). New York: Wiley.raw-Hill/Irwin.
- Damodaran, A. (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (Vol. 666). John Wiley & Sons.

Artículos

- Galperín invierte lejos de la Argentina: puso u\$s 420M en México para abrir un nuevo negocio, <https://www.infotechnology.com/online/Galperin-invierte-lejos-de-la-Argentina-puso-us-420-M-en-Mexico-para-abrir-un-nuevo-negocio-20200728-0007.html>
- Global cash usage is expected to drop off sharply in the next 3 years—here’s what that means for mobile wallets and cards across the globe, <https://content-na1.emarketer.com/global-cash-usage-expected-drop-off-sharply-next-3-years-here-s-what-that-means-mobile-wallets-cards-across-globe>
- How Mercado Pago is reshaping mobile payments in Latin America, <https://content-na1.emarketer.com/how-mercado-pago-is-reshaping-mobile-payments-in-latin-america>
- It Took a Pandemic to Get Latin Americans to Buy More Online, <https://www.bloomberquint.com/onweb/virus-lockdowns-see-latin-america-online-buyers-playing-catchup>
- ¿La revancha de Galperín?: tras mudarse a Uruguay, invierte u\$s100 millones en Chile con Mercado Libre, <https://www.iproup.com/innovacion/11798-mercado-libre-invierte-us100-millones-en-chile>
- Mercado Libre anuncia inversión por 1,100 mdd para 2021 en México, <https://www.elfinanciero.com.mx/empresas/2021/04/06/mercado-libre-anuncia-inversion-por-1100-mdd-para-2021-en-mexico/>
- MercadoLibre contratará 16.000 personas este año: en dónde y para qué tareas, <https://www.forbesargentina.com/negocios/mercadolibre-contratará-16000-personas-ano-donde-tareas-n5466>
- Mercado Libre: el ‘profeta’ del ecommerce que ganó la batalla a la vieja economía de Latinoamérica, <https://www.modaes.com/empresa/mercado-libre-el-profeta-del-ecommerce-que-gano-la-batalla-a-la-vieja-economia-de-latinoamerica-es.html>
- Mercado Libre invertirá US\$1.800M en Brasil para cubrir demanda, <https://www.perfil.com/noticias/bloomberg/bc-mercadolibre-invertira-us1800m-en-brasil-para-cubrir-demanda.phtml>

- Pandemic awakes new customer base for Latin America's e-commerce giants, <https://batimes.com.ar/news/economy/pandemic-awakes-new-customer-base-for-latin-americas-e-commerce-giants.phtml>
- Puede fallar: cuál es el producto de Mercado Libre que “no conoce ni el loro”, según un alto ejecutivo de la empresa de Marcos Galperín, <https://www.infobae.com/economia/2021/03/23/puede-fallar-cual-es-el-producto-de-mercado-libre-que-no-conoce-ni-el-loro-segun-un-alto-ejecutivo-de-la-empresa-de-marcos-galperin/>
- The World in 2050 The long view: how will the global economic order change by 2050? <https://www.pwc.com/gx/en/research-insights/economy/the-world-in-2050.html>

Informes y Reportes

- Business Insider, Latin America Fintech Snapshot: Argentina 2019.
- Business Insider, Latin America Fintech Snapshot: Brazil 2019.
- Business Insider, Latin America Fintech Snapshot: Mexico 2019.
- eMarketer, China ecommerce 2020
- eMarketer, Global ecommerce 2020
- eMarketer, Global ecommerce update 2021
- eMarketer, Global mobile payment users 2019.
- eMarketer, Latin America mobile payment users 2019.
- eMarketer, Latin America ecommerce 2020
- eMarketer, Latin America internet users, by country
- Statista, e-commerce in Latin America 2021
- Statista, Mercado Libre 2021

Sitios Web

- eMarketer: <https://www.emarketer.com/>
- Fondo Monetario Internacional: <https://www.imf.org/es/Home>
- Macro Trends: <https://www.macrotrends.net/>
- Relación con inversores, Mercado Libre: <https://investor.mercadolibre.com/>
- Reserve Federal de los Estados Unidos: <https://www.federalreserve.gov/faqs.htm>
- Statista: <https://es.statista.com/>
- Twitter oficial de Mercado Libre: <https://twitter.com/Mercadolibre>
- Yahoo! Finance: <https://finance.yahoo.com/>

Transcripciones de presentación de resultados

- MercadoLibre Inc (MELI) Q4 2019 Earnings Call Transcript, <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2020/02/10/mercadolibre-inc-meli-q4-2019-earnings-call-transc.aspx>

- MercadoLibre Inc (MELI) Q1 2020 Earnings Call Transcript,
<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2020/05/06/mercadolibre-inc-meli-q1-2020-earnings-call-transc.aspx>
- MercadoLibre Inc (MELI) Q2 2020 Earnings Call Transcript,
<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2020/08/11/mercadolibre-meli-q2-2020-earnings-call-transcript.aspx>
- MercadoLibre Inc (MELI) Q3 2020 Earnings Call Transcript,
<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2020/11/05/mercadolibre-meli-q3-2020-earnings-call-transcript/>
- MercadoLibre Inc (MELI) Q4 2020 Earnings Call Transcript,
<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2021/03/01/mercadolibre-meli-q4-2020-earnings-call-transcript/>



Universidad de
San Andrés

9. Anexos

Anexo I – Proyección de ventas escenario base

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Brasil											
Población (millones)	211	213	214	215	217	218	219	220	221	222	223
Penetración Meli	15%	20%	22%	25%	28%	31%	34%	37%	39%	43%	46%
Clientes (millones)	31,80	42,70	48,09	53,92	60,84	68,33	74,15	80,45	87,29	94,72	102,77
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	468,27	527,40	591,33	667,26	713,96	756,80	794,64	826,43	851,22	868,24
GMV (USD MM)	11.092	19.994	25.362	31.884	40.597	48.788	56.114	63.930	72.142	80.626	89.233
Take rate	12%	14%	16%	18%	19%	21%	23%	25%	27%	28%	30%
Ventas	1.357	2.806	4.015	5.622	7.889	10.359	12.924	15.875	19.213	22.924	26.977
Argentina											
Población (millones)	45,4	45,8	46,3	46,8	47,2	47,7	48,2	48,7	49,3	49,8	50,3
Penetración Meli	29%	37%	41%	44%	46%	48%	51%	53%	56%	58%	61%
Clientes (millones)	13,16	16,72	18,93	20,54	21,79	23,08	24,44	25,89	27,43	29,06	30,78
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	443,33	465,50	488,78	513,22	549,14	582,09	611,19	635,64	654,71	667,80
GMV (USD MM)	4.589	7.414	8.814	10.038	11.182	12.672	14.229	15.826	17.435	19.023	20.554
Take rate	12%	14%	16%	18%	19%	21%	23%	25%	27%	28%	30%
Ventas	561	1.040	1.395	1.770	2.173	2.691	3.277	3.930	4.643	5.409	6.214
México											
Población (millones)	129,0	130,0	132,0	133,0	134,0	135,0	136,0	137,1	138,2	139,2	140,3
Penetración Meli	9%	13%	18%	22%	25%	28%	30%	33%	37%	40%	44%
Clientes (millones)	11,05	16,70	23,74	28,95	33,54	37,17	41,20	45,67	50,63	56,13	62,22
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	418,54	481,32	505,38	530,65	567,80	601,86	631,96	657,24	676,95	690,49
GMV (USD MM)	3.854	6.991	11.428	14.629	17.798	21.104	24.798	28.864	33.276	37.994	42.960
Take rate	12%	14%	16%	18%	19%	21%	23%	25%	27%	28%	30%
Ventas	471	981	1.809	2.579	3.458	4.481	5.712	7.168	8.862	10.803	12.988

Anexo I – Proyección de ventas escenario base (cont.)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Otros países											
Población (millones)	73,9	74,6	75,3	76,0	76,7	77,4	78,3	79,1	80,0	80,9	81,8
Penetración Meli	5%	8%	11%	14%	15%	17%	18%	20%	22%	24%	27%
Clientes (millones)	3,99	6,04	8,54	10,43	11,58	12,85	14,30	15,90	17,69	19,68	21,89
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	411,56	473,29	496,96	521,81	558,33	591,83	621,43	646,28	665,67	678,98
GMV (USD MM)	1.392	2.488	4.043	5.184	6.043	7.177	8.462	9.884	11.434	13.100	14.864
Take rate	12%	14%	16%	18%	19%	21%	23%	25%	27%	28%	30%
Ventas	170	349	640	914	1.174	1.524	1.949	2.454	3.045	3.725	4.494
Total Ecommerce	2.560	5.176	7.860	10.885	14.694	19.054	23.862	29.427	35.764	42.860	50.672
Take rate fintech	6,76%	7,06%	7,36%	7,66%	7,96%	8,26%	8,56%	8,86%	9,16%	9,46%	9,76%
Brasil	749	1.411	1.866	2.441	3.230	4.028	4.801	5.661	6.605	7.624	8.705
Argentina	310	523	648	768	890	1.046	1.217	1.401	1.596	1.799	2.005
México	260	493	841	1.120	1.416	1.742	2.122	2.556	3.047	3.593	4.191
Otros países	94	176	297	397	481	592	724	875	1.047	1.239	1.450
Total Fintech	1.414	2.603	3.652	4.726	6.016	7.409	8.864	10.494	12.295	14.253	16.351
Ventas Totales	3.974	7.779	11.512	15.611	20.710	26.463	32.726	39.921	48.058	57.113	67.023

Anexo II – Proyección de ventas escenario optimista

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Brasil											
Población (millones)	211	213	214	215	217	218	219	220	221	222	223
Penetración Meli	15%	21%	24%	26%	30%	33%	36%	40%	44%	48%	53%
Clientes (millones)	31,80	44,95	50,62	56,76	64,04	71,93	79,49	87,85	97,09	107,30	118,58
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	492,92	555,16	622,45	702,37	751,54	796,63	836,46	869,92	896,02	913,94
GMV (USD MM)	11.092	22.155	28.102	35.328	44.983	54.059	63.327	73.485	84.460	96.140	108.373
Take rate	12%	15%	17%	19%	21%	23%	24%	26%	28%	30%	32%
Ventas	1.357	3.286	4.730	6.618	9.281	12.181	15.472	19.350	23.845	28.969	34.714
Argentina											
Población (millones)	45,4	45,8	46,3	46,8	47,2	47,7	48,2	48,7	49,3	49,8	50,3
Penetración Meli	29%	38%	42%	45%	49%	52%	56%	60%	64%	69%	74%
Clientes (millones)	13,16	17,25	19,54	21,19	22,93	24,86	26,97	29,25	31,72	34,40	37,31
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	451,80	474,39	498,11	523,01	559,63	593,20	622,86	647,78	667,21	680,56
GMV (USD MM)	4.589	7.795	9.267	10.554	11.992	13.914	15.996	18.216	20.547	22.953	25.391
Take rate	12%	15%	17%	19%	21%	23%	24%	26%	28%	30%	32%
Ventas	561	1.156	1.560	1.977	2.474	3.135	3.908	4.797	5.801	6.916	8.133
México											
Población (millones)	129,0	130,0	132,0	133,0	134,0	135,0	136,0	137,1	138,2	139,2	140,3
Penetración Meli	9%	13%	21%	25%	29%	32%	35%	39%	43%	48%	54%
Clientes (millones)	11,05	17,26	27,16	33,12	38,37	42,91	48,00	53,69	60,06	67,18	75,15
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	418,54	481,32	505,38	530,65	573,10	618,95	668,47	721,95	779,70	842,08
GMV (USD MM)	3.854	7.224	13.074	16.737	20.361	24.591	29.709	35.891	43.359	52.382	63.282
Take rate	12%	15%	17%	19%	21%	23%	24%	26%	28%	30%	32%
Ventas	471	1.071	2.201	3.135	4.201	5.541	7.258	9.451	12.241	15.784	20.271

Anexo II – Proyección de ventas escenario optimista (cont.)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Otros países											
Población (millones)	73,9	74,6	75,3	76,0	76,7	77,4	78,3	79,1	80,0	80,9	81,8
Penetración Meli	5%	8%	12%	14%	16%	17%	19%	22%	24%	27%	29%
Clientes (millones)	3,99	6,25	8,83	10,78	12,07	13,53	15,18	17,04	19,13	21,47	24,10
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	411,56	473,29	496,96	521,81	558,33	597,42	639,24	683,98	731,86	783,09
GMV (USD MM)	1.392	2.571	4.177	5.357	6.301	7.552	9.070	10.893	13.083	15.713	18.873
Take rate	12%	15%	17%	19%	21%	23%	24%	26%	28%	30%	32%
Ventas	170	381	703	1.003	1.300	1.702	2.216	2.868	3.694	4.735	6.045
Total Ecommerce	2.560	5.895	9.194	12.733	17.256	22.558	28.855	36.466	45.581	56.404	69.164
Take rate fintech	6,76%	7,43%	7,93%	8,43%	8,93%	9,43%	9,93%	10,43%	10,93%	11,43%	11,93%
Brasil	749	1.646	2.229	2.979	4.017	5.098	6.289	7.665	9.232	10.990	12.930
Argentina	310	579	735	890	1.071	1.312	1.589	1.900	2.246	2.624	3.029
México	260	537	1.037	1.411	1.818	2.319	2.950	3.744	4.740	5.988	7.550
Otros países	94	191	331	452	563	712	901	1.136	1.430	1.796	2.252
Total Fintech	1.414	2.953	4.332	5.731	7.470	9.442	11.729	14.445	17.648	21.398	25.761
Ventas Totales	3.974	8.848	13.526	18.464	24.726	32.000	40.584	50.912	63.229	77.801	94.925

Anexo III – Proyección de ventas escenario pesimista

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Brasil											
Población (millones)	211	213	214	215	217	218	219	220	221	222	223
Penetración Meli	15%	19%	21%	24%	26%	29%	32%	34%	37%	40%	43%
Clientes (millones)	31,80	40,13	45,20	50,68	57,18	64,22	69,69	75,61	82,04	89,02	96,59
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	440,11	495,68	555,76	627,12	664,75	697,98	732,88	762,20	785,06	800,77
GMV (USD MM)	11.092	17.661	22.403	28.163	35.860	42.693	48.640	55.415	62.533	69.887	77.348
Take rate	12%	14%	15%	17%	19%	20%	22%	23%	25%	27%	28%
Ventas	1.357	2.443	3.457	4.797	6.681	8.638	10.619	12.985	15.653	18.612	21.837
Argentina											
Población (millones)	45,4	45,8	46,3	46,8	47,2	47,7	48,2	48,7	49,3	49,8	50,3
Penetración Meli	29%	37%	41%	44%	46%	48%	51%	53%	56%	58%	61%
Clientes (millones)	13,16	16,72	18,93	20,54	21,79	23,08	24,44	25,89	27,43	29,06	30,78
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	443,33	465,50	488,78	513,22	549,14	582,09	611,19	635,64	654,71	667,80
GMV (USD MM)	4.589	7.414	8.814	10.038	11.182	12.672	14.229	15.826	17.435	19.023	20.554
Take rate	12%	14%	16%	18%	19%	21%	23%	25%	27%	28%	30%
Ventas	561	1.040	1.395	1.770	2.173	2.691	3.277	3.930	4.643	5.409	6.214
México											
Población (millones)	129,0	130,0	132,0	133,0	134,0	135,0	136,0	137,1	138,2	139,2	140,3
Penetración Meli	9%	12%	17%	20%	23%	26%	28%	31%	34%	38%	41%
Clientes (millones)	11,05	15,59	22,16	27,02	31,30	34,69	38,46	42,63	47,26	52,38	58,07
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	418,54	481,32	505,38	530,65	557,18	579,47	608,44	626,70	645,50	658,41
GMV (USD MM)	3.854	6.525	10.666	13.654	16.611	19.329	22.284	25.937	29.615	33.814	38.233
Take rate	12%	14%	15%	17%	19%	20%	22%	23%	25%	27%	28%
Ventas	471	902	1.646	2.326	3.095	3.911	4.865	6.078	7.413	9.005	10.794

Anexo III – Proyección de ventas escenario pesimista (cont.)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Otros países											
Población (millones)	73,9	74,6	75,3	76,0	76,7	77,4	78,3	79,1	80,0	80,9	81,8
Penetración Meli	5%	8%	11%	14%	15%	17%	18%	20%	22%	24%	27%
Clientes (millones)	3,99	6,04	8,54	10,43	11,58	12,85	14,30	15,90	17,69	19,68	21,89
Monto transaccionado por usuario (USD)	348,78	411,56	473,29	496,96	521,81	547,90	569,81	598,30	616,25	634,74	647,44
GMV (USD MM)	1.392	2.488	4.043	5.184	6.043	7.043	8.147	9.516	10.903	12.492	14.173
Take rate	12%	14%	15%	17%	19%	20%	22%	23%	25%	27%	28%
Ventas	170	344	624	883	1.126	1.425	1.779	2.230	2.729	3.327	4.001
Total Ecommerce	2.560	4.730	7.123	9.775	13.075	16.664	20.540	25.222	30.439	36.353	42.846
Take rate fintech	6,76%	7,01%	7,26%	7,51%	7,76%	8,01%	8,26%	8,51%	8,76%	9,01%	9,26%
Brasil	749	1.237	1.625	2.114	2.781	3.418	4.015	4.713	5.475	6.294	7.159
Argentina	310	519	639	753	867	1.014	1.175	1.346	1.527	1.713	1.902
México	260	457	774	1.025	1.288	1.547	1.840	2.206	2.593	3.045	3.539
Otros países	94	174	293	389	469	564	673	809	955	1.125	1.312
Total Fintech	1.414	2.388	3.332	4.281	5.405	6.543	7.702	9.075	10.549	12.177	13.912
Ventas Totales	3.974	7.118	10.455	14.056	18.481	23.207	28.242	34.297	40.988	48.530	56.758

Anexo IV – Proyección flujo de fondos descontado escenario base

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas	7.779	11.512	15.611	20.710	26.463	32.726	39.921	48.058	57.113	67.023
Costo de ventas	(4.045)	(5.641)	(7.493)	(9.734)	(12.173)	(14.727)	(17.565)	(20.665)	(23.987)	(27.480)
Ganancia bruta	3.734	5.871	8.118	10.976	14.290	17.999	22.356	27.393	33.126	39.544
<i>% margen bruto</i>	<i>48%</i>	<i>51%</i>	<i>52%</i>	<i>53%</i>	<i>54%</i>	<i>55%</i>	<i>56%</i>	<i>57%</i>	<i>58%</i>	<i>59%</i>
Desarrollo de producto	(656)	(922)	(1.187)	(1.496)	(1.817)	(2.134)	(2.473)	(2.828)	(3.193)	(3.560)
Ventas y Marketing	(1.714)	(2.460)	(3.236)	(4.165)	(5.162)	(6.192)	(7.327)	(8.556)	(9.863)	(11.227)
Generales y de Administración	(316)	(418)	(528)	(651)	(774)	(890)	(1.008)	(1.127)	(1.242)	(1.352)
Ganancia operativa	1.048	2.071	3.166	4.664	6.537	8.783	11.548	14.882	18.827	23.405
<i>% margen operativo</i>	<i>13%</i>	<i>18%</i>	<i>20%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	<i>27%</i>	<i>29%</i>	<i>31%</i>	<i>33%</i>	<i>35%</i>
Impuestos	(279)	(550)	(841)	(1.239)	(1.737)	(2.334)	(3.068)	(3.954)	(5.002)	(6.219)
Depreciaciones y amortizaciones	275	372	505	670	856	1.058	1.291	1.554	1.847	2.167
CAPEX	(568)	(841)	(1.141)	(1.513)	(1.933)	(2.391)	(2.917)	(3.511)	(4.173)	(4.897)
Inversión de capital de trabajo	(172)	(254)	(345)	(457)	(584)	(723)	(881)	(1.061)	(1.261)	(1.480)
FCF	305	797	1.344	2.124	3.138	4.394	5.972	7.910	10.238	12.977
Valor terminal										114.416
FCF + Valor Terminal	305	797	1.344	2.124	3.138	4.394	5.972	7.910	10.238	127.392
Flujo de fondos descontado	264	595	866	1.181	1.507	1.823	2.139	2.447	2.735	29.392
Valor de la empresa	42.950									

Anexo V – Proyección flujo de fondos descontado escenario optimista

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas	8.848	13.526	18.464	24.726	32.000	40.584	50.912	63.229	77.801	94.925
Costo de ventas	(4.424)	(6.357)	(8.494)	(11.127)	(14.080)	(17.451)	(21.383)	(25.924)	(31.121)	(37.021)
Ganancia bruta	4.424	7.169	9.971	13.599	17.920	23.133	29.529	37.305	46.681	57.904
<i>% margen bruto</i>	<i>50%</i>	<i>53%</i>	<i>54%</i>	<i>55%</i>	<i>56%</i>	<i>57%</i>	<i>58%</i>	<i>59%</i>	<i>60%</i>	<i>61%</i>
Desarrollo de producto	(746)	(1.083)	(1.404)	(1.787)	(2.197)	(2.647)	(3.154)	(3.721)	(4.350)	(5.042)
Ventas y Marketing	(1.909)	(2.773)	(3.596)	(4.575)	(5.625)	(6.777)	(8.076)	(9.528)	(11.138)	(12.910)
Generales y de Administración	(345)	(471)	(598)	(745)	(895)	(1.054)	(1.227)	(1.413)	(1.612)	(1.821)
Ganancia operativa	1.424	2.841	4.372	6.493	9.204	12.655	17.072	22.642	29.581	38.131
<i>% margen operativo</i>	<i>16%</i>	<i>21%</i>	<i>24%</i>	<i>26%</i>	<i>29%</i>	<i>31%</i>	<i>34%</i>	<i>36%</i>	<i>38%</i>	<i>40%</i>
Impuestos	(378)	(755)	(1.162)	(1.725)	(2.445)	(3.363)	(4.536)	(6.016)	(7.860)	(10.131)
Depreciaciones y amortizaciones	298	437	597	800	1.035	1.312	1.646	2.045	2.516	3.069
CAPEX	(646)	(988)	(1.349)	(1.807)	(2.338)	(2.965)	(3.720)	(4.620)	(5.684)	(6.936)
Inversión de capital de trabajo	(195)	(299)	(408)	(546)	(707)	(896)	(1.124)	(1.396)	(1.718)	(2.096)
FCF	501	1.237	2.051	3.215	4.748	6.744	9.338	12.655	16.835	22.037
Valor terminal										194.305
FCF + Valor Terminal	501	1.237	2.051	3.215	4.748	6.744	9.338	12.655	16.835	216.343
Flujo de fondos descontado	433	923	1.321	1.788	2.281	2.797	3.345	3.915	4.498	49.915
Valor de la empresa	71.216									

Anexo VI – Proyección flujo de fondos descontado escenario pesimista

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas	7.118	10.455	14.056	18.481	23.207	28.242	34.297	40.988	48.530	56.758
Costo de ventas	(3.948)	(5.643)	(7.376)	(9.420)	(11.481)	(13.549)	(16.110)	(18.843)	(21.825)	(24.958)
Ganancia bruta	3.169	4.812	6.681	9.061	11.726	14.694	18.187	22.145	26.705	31.800
<i>% margen bruto</i>	45%	46%	48%	49%	51%	52%	53%	54%	55%	56%
Desarrollo de producto	(600)	(837)	(1.069)	(1.335)	(1.593)	(1.842)	(2.125)	(2.412)	(2.713)	(3.015)
Ventas y Marketing	(1.585)	(2.281)	(3.005)	(3.872)	(4.765)	(5.683)	(6.763)	(7.921)	(9.191)	(10.534)
Generales y de Administración	(308)	(418)	(520)	(630)	(730)	(818)	(924)	(1.027)	(1.130)	(1.228)
Ganancia operativa	677	1.276	2.087	3.223	4.638	6.351	8.374	10.784	13.670	17.023
<i>% margen operativo</i>	10%	12%	15%	17%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
Impuestos	(180)	(339)	(554)	(856)	(1.232)	(1.687)	(2.225)	(2.865)	(3.632)	(4.523)
Depreciaciones y amortizaciones	262	338	455	598	750	913	1.109	1.325	1.569	1.835
CAPEX	(520)	(764)	(1.027)	(1.350)	(1.696)	(2.063)	(2.506)	(2.995)	(3.546)	(4.147)
Inversión de capital de trabajo	(157)	(231)	(310)	(408)	(512)	(624)	(757)	(905)	(1.072)	(1.253)
Flujo de fondos libre	81	280	649	1.206	1.948	2.889	3.995	5.344	6.990	8.935
Valor terminal										78.783
FCF + Valor Terminal	81	280	649	1.206	1.948	2.889	3.995	5.344	6.990	87.718
Flujo de fondos descontado	70	209	418	671	936	1.199	1.431	1.653	1.867	20.239
Valor de la empresa	28.693									