



Universidad de
San Andrés



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magíster en Finanzas

Valuación del Capital Accionario

PayPal Holdings Inc.

Autor: Juan Ignacio Fontán – DNI 27.011.492

Director de TFG: Fabian Marcelo Bello

Buenos Aires, 10 de JULIO de 2022

Índice

Glosario	1
Resumen ejecutivo	3
1. Descripción del negocio	5
1.1 Principales características y dimensión del negocio	5
1.2 Origen de la compañía	7
1.3 Descripción general del servicio	11
1.4 Evolución en el Nasdaq y participación accionaria	16
1.4 Marcas comerciales	19
1.5 Ejes de crecimiento 2022	21
1.6 Responsabilidad social corporativa y prácticas comerciales responsables	22
2. Análisis de la industria	23
2.1 Historia del comercio en línea y pagos digitales	23
2.2 Proyecciones de la industria	25
2.3 Posicionamiento competitivo	27
2.4 Tamaño de mercado y oportunidades	31
2.5 Amenazas al negocio principal	36
2.6 Evolución de indicadores clave del negocio principal	38
2.6.1 Cuentas activas - Volumen total de pagos - Transacciones procesadas	38
2.6.2 Evolución de métricas clave del negocio (COVID 19)	40
3. Análisis financiero	40
3.1 Ventas	40
3.2 Márgenes operativos y rentabilidad	43
3.2.1 Margen bruto	43
3.2.2 Margen operativo	44
3.2.3 Margen neto	46
3.2.4 Margen EBITDA	47
3.2.5 Flujo de caja libre	48
3.2.6 Ratios de eficiencia operativa	49
3.3 Ratios de rentabilidad	50
3.3.1 Retorno sobre el patrimonio neto (ROE – Return on Equity)	50
3.3.2 Retorno sobre los activos (ROA – Return on Assets)	52
3.3.3 Retorno sobre las inversiones (ROIC – Return on Investment Capital)	53

3.4 Ratios crediticios	54
3.4.1 Estructura de deuda y capital.....	54
3.4.2 Ratios de endeudamiento financiero.....	55
3.4.3 Ratio de liquidez.....	56
3.5 Análisis de competidores directos	57
4. Valuación de PayPal Holdings Inc.....	59
4.1 Flujo de fondos descontados y valuación por múltiplos	59
4.1.1 Costo del capital propio	60
4.1.2 Costo de la deuda.....	62
4.1.3 Tasa de descuento.....	62
4.1.4 Valor terminal.....	63
4.1.5 Alícuota impositiva.....	64
4.1.6 Amortizaciones y depreciaciones.....	64
4.1.7 Resultados de la valuación de flujos de fondos descontados.....	65
4.2 Valuación por múltiplos	66
5. Consideraciones finales.....	69
ANEXO 1 – BALANCE PATRIMONIAL	70
ANEXO 2 – ESTADO DE RESULTADOS.....	71
ANEXO 3 – DETALLE ESCENARIOS	72
ESCENARIO BASE.....	72
ESCENARIO PESIMISTA.....	74
ESCENARIO OPTIMISTA	76
ANEXO 4 – EVOLUCIÓN METRICAS 2019-2021	78
ANEXO 5 – ANALISIS COMPETIDORES DEL SEGMENTO	79
Bibliografía	80
Académica	80
Reportes	80
Páginas Web Consultadas	80

Glosario

AMEA: Zona geográfica comprendida por Asia, Medio Oriente y África.

CAGR: Tasa de crecimiento anual compuesta (Compound Annual Growth Rate).

CAPM: Modelo de valoración de activos financieros (Capital Asset Pricing Model).

CAPEX: Inversiones en bienes de capital (Capital expenditures).

COVID-19: Enfermedad infecciosa provocada por el virus SARS-CoV-2, que afecto severamente la economía a nivel mundial (Coronavirus disease 2019).

DCF: Flujo de fondos descontados (Discounted Cash Flow).

D&A: Abreviatura en inglés de Depreciaciones y Amortizaciones.

EBIT: Utilidades antes de intereses e impuestos (Earnings Before Interest and Taxes).

EBITDA: Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

E-COMMERCE: Comercio electrónico.

EV: Representa el valor total de la compañía (Enterprise Value).

FCFF: Flujo de fondos disponibles para la firma (Free Cash Flow to the Firm).

NOPAT: Utilidad operativa después de impuestos (Net Operating Profit After Taxes).

OPEX: Gastos Operativos (Operational expenditures).

ONLINE: En Línea

OFF-LINE: Fuera de Línea.

PDA: Asistente digital personal (Personal Digital Assistant)

ROA: Rendimiento sobre activos (Return On Assets).

ROE: Rendimiento del capital accionario (Return On Equity).

ROIC: Rendimiento del capital invertido (Return On Invested Capital).

START-UP: Es una empresa que comercializa productos o servicios utilizando las nuevas tecnologías con un modelo de negocio escalable que permite un crecimiento rápido y sostenido en el tiempo.

TPV: Es el valor total de pagos netos de reversiones completados con éxito en la plataforma de la compañía sin incluir las transacciones exclusivas de pasarela (Total Payment Volume)

USD: dólar estadounidense.

WACC: Costo promedio ponderado del capital (Weighted Average Cost of Capital).



Universidad de
San Andrés

Resumen ejecutivo

El objeto del presente documento consiste en valorar al 31/12/2021, el capital accionario de PayPal Holdings Inc. (PayPal o PYPL en adelante) que es una compañía cuya principal actividad consiste en proveer una plataforma global de pagos en línea para realizar transacciones y pagos a usuarios de más de 200 países en el mundo.

En el transcurso del presente informe se expondrán: la descripción de la compañía, las marcas comerciales mediante las cuales presta sus servicios, se expondrá un análisis de la industria y las perspectivas que posee el segmento en cual desarrolla su actividad, principales ratios financieros y de gestión, comparación de ratios versus sus competidores directos del segmento y por último se desarrollará una estimación del valor de la compañía en el periodo mencionado por flujo de fondos descontados y adicionalmente también se desarrollará la misma por múltiplos de comparables.

Es importante remarcar que PayPal cuenta con una posición económica / financiera privilegiada con un gran excedente de flujo de caja que incrementa año tras año en sus últimos años de gestión; además de una reputación muy consistente y confiable dentro del segmento que le permite innovar constantemente con el objetivo de ganar mayor cuota de mercado y mejorar sus prestaciones proporcionando un servicio de mayor valor agregado.

A los efectos de valorar la compañía por las dos metodologías mencionadas en párrafos anteriores, se realizó un análisis extenso del segmento, de sus perspectivas y planes futuros que posee la gerencia de la empresa para poder arribar a una cifra con fundamentos racionales que permita ser la más cercana a la valuación de mercado de esta de acuerdo a nuestra visión.

La valuación por flujo de fondos descontados se obtiene proyectando cinco años hacia adelante el posible flujo de fondos disponible para la compañía (DCF) adicionándole un valor terminal, lo cual se descuenta a una tasa correspondiente al costo promedio ponderado del capital (WACC), el cual fue calculado según lo establece el modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM). Para nuestro caso por tener cifras de crecimiento muy elevadas en los últimos años de gestión, hemos extendido la proyección a 10 años para normalizar el crecimiento hacia el final de esta, y concluir en cifras más acordes al crecimiento normal que poseen las empresas.

Como resultado de dicha valuación se obtuvo un valor para el capital accionario de PayPal Holdings Inc. por un valor de USD 147.200 MM, lo cual arroja un precio de USD 124,11 por acción de acuerdo a la cantidad de acciones en circulación al momento de realizar el presente.

Al 31/12/2021 la cotización de mercado de la acción era de USD 188,58.

De la valuación realizada por múltiplos de comparables se obtuvo para el ratio de EV/EBITDA que el rango es 35-37x aproximadamente, lo que representa un valor accionario de USD 148.819 MM. El precio de la acción para el rango establecido en el párrafo anterior sería de USD 130,31.

El valor de mercado de la compañía al 31/12/2021 era de USD 223.656 MM.



Universidad de
San Andrés

1. Descripción del negocio

1.1 Principales características y dimensión del negocio

La principal estrategia de la compañía es proporcionar una plataforma global de pagos en línea cuya principal misión es democratizar los servicios financieros y que todas las personas puedan acceder a ellos independientemente de su origen o posición económica.

Su crecimiento sostenido a lo largo de los años y su búsqueda de innovación constante la mantiene como pionera y referente de la industria brindándole a los usuarios una plataforma segura, amigable y accesible para realizar operaciones.

La fuente de ingresos principal de PayPal lo generan comisiones por las transacciones o servicios que presta mediante su plataforma a empresas o individuos de acuerdo al volumen procesado ("transacciones comerciales" la compañía la define como la compra/venta de artículos o servicios).

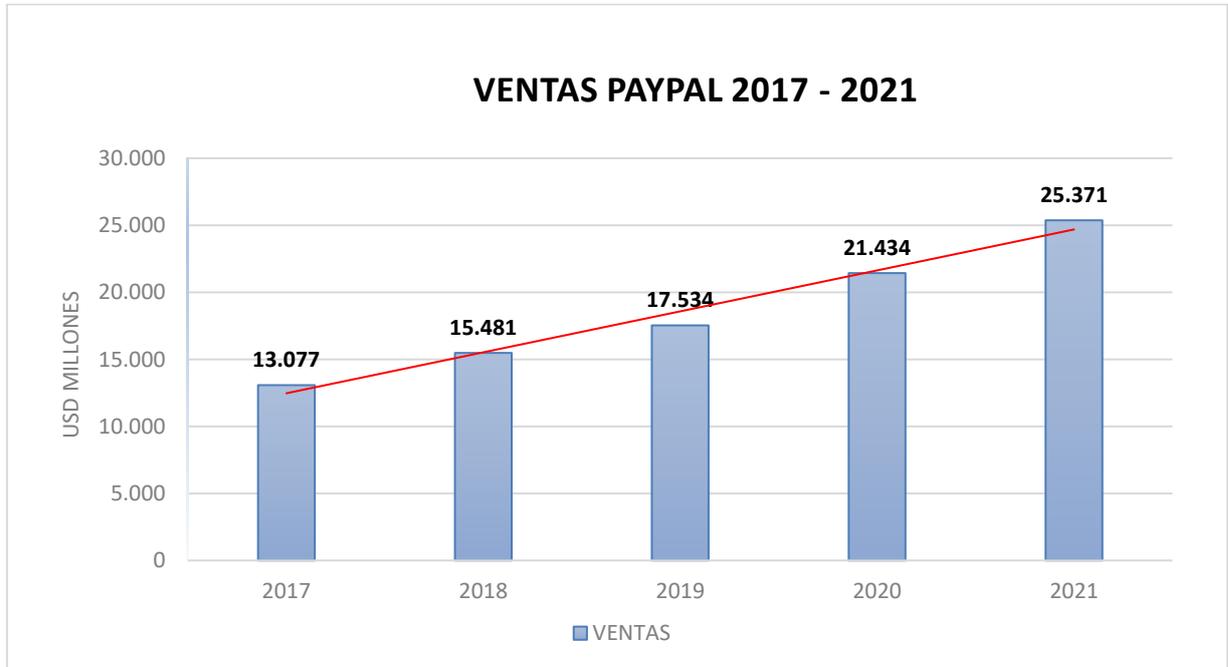
Más del 90,5% de los ingresos de la compañía los generan las operaciones transaccionales y cerca de un 9,5% lo generan otros servicios de valor agregado que poseen una tendencia siempre creciente durante la última década.

La empresa mantuvo un crecimiento constante desde sus comienzos como ya habíamos mencionado anteriormente y en 2021 el crecimiento de sus ventas fue un 18,37% respecto del año anterior.

En los últimos 5 años la compañía tuvo un crecimiento promedio anual compuesto (CAGR) del 18,02% una cifra que habla por sí misma del desempeño del crecimiento de las ventas de la compañía durante dicho período.

En el gráfico a continuación mostramos el desempeño de la compañía en relación al crecimiento de sus ventas en el período 2017-2021.

Gráfico N° 1 – Evolución de ventas 2017-2021



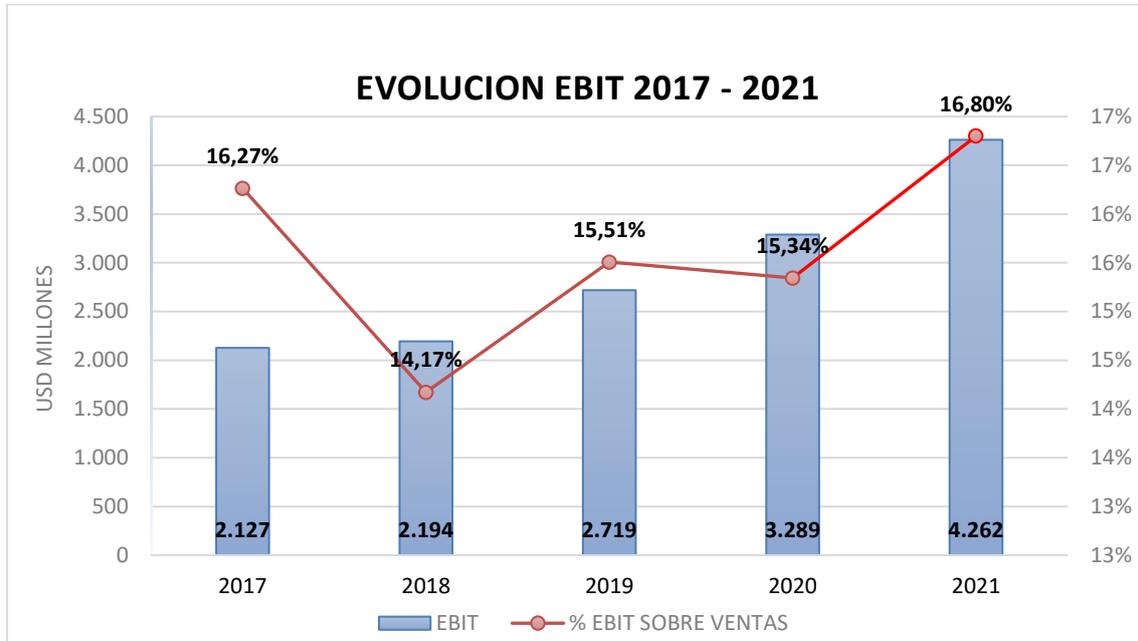
FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

PayPal no mantuvo un crecimiento constante en su EBIT como ocurrió con las ventas, ya que tuvo un margen muy alto en 2017 con una caída en 2018 que se produjo por un crecimiento en los gastos directos de las transacciones procesadas, y luego de ese período comenzó a mostrar nuevamente una línea ascendente.

El EBIT para el 2021 ha sido de USD 4.262 millones, superando un 29,5% el del periodo anterior y obteniendo un CAGR de 18,98%, lo cual demuestra la excelente performance de resultados que posee PayPal.

El margen EBIT / Ventas presenta un comportamiento estable en el periodo evaluado, siendo el de 2021 el mejor y en una tendencia creciente nuevamente desde 2018 como muestra el grafico a continuación.

Gráfico N° 2 – Evolución de EBIT



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

1.2 Origen de la compañía

PayPal Holdings Inc. (PYPL) es una compañía estadounidense, con sede central en San José (California, EE. UU.), cuya principal actividad es proveer una plataforma global de pagos en línea que permite realizar transferencias y pagos online a usuarios de más de 200 países.

La empresa es uno de los principales medios de pago del mundo en volumen de transacciones y parte de ello se sustenta en tres pilares:

- No se necesita compartir información financiera con el destinatario final del pago / transferencia.
- Fue pionera e innovadora en su rubro desde sus comienzos.

- No hay que contar con una cuenta en la plataforma para operar.

Fue fundada en 1998 con el nombre de Confinity que era una compañía de Silicon Valley de software creada por sus fundadores Max Levchin, Peter Thiel, Luke Nosek y Ken Howery con el objetivo de realizar pagos mediante dispositivos móviles PDA utilizando una tecnología muy innovadora para la época de criptografía de clave pública. Funcionaba como una billetera digital que tenía asociada la tarjeta de crédito del usuario y permitía efectuar pagos entre particulares, comercios, bancos e instituciones financieras.

Poco tiempo después analizando que el futuro del mercado de pagos mediante PDAs no tenía gran proyección en volumen, comenzaron a orientar su estrategia hacia los pagos mediante correo electrónico, la cual la convierte en el principal competidor de X.com para captar nuevos usuarios. Luego de un breve período como competidoras en marzo de 2000 se fusionan ambas compañías bajo el nombre de X.com (PayPal se convierte en un servicio de dicha compañía) y se designa como CEO a una figura muy reconocida en la actualidad como es Elon Musk.

En pocas semanas levantan una ronda de inversión de cerca de USD 100 millones y enfrentan los primeros inconvenientes como pioneros en la industria (fraudes digitales y estrategias de marca), lo que lleva al reemplazo de Elon Musk como CEO y relega dicho cargo en manos de Peter Thiel.

En ese mismo año se hace muy conocida en el sitio de subastas eBay convirtiéndose en una forma popular para que los vendedores acepten sus pagos y esto hace crecer rápidamente la cantidad de usuarios registrados a más de 1 millón de cuentas, cambiando la forma tradicional que se realizaban los pagos hasta ese momento, que se gestionaban anteriormente mediante cheques y giros postales. Junto con las agresivas estrategias de marketing implementadas, estas fueron las principales causas del crecimiento exponencial de usuarios activos.

Para junio de 2001 la compañía facturaba casi USD 240 millones al año y se modifica el nombre del servicio a PayPal Inc.

En 2002 tiene su oferta pública de venta y comienza a cotizar en bolsa como PayPal siendo adquirida por eBay (en USD 1.5 mil millones). Se convierte en el medio oficial de pago de eBay superando al propio método de pago del sitio BillPoint.

El éxito de PayPal luego de la adquisición estuvo sustentada en 3 pilares fundamentales que han sido expandir sus servicios entre los usuarios de eBay en EE. UU., llevar sus servicios a sitios internacionales de eBay y desarrollar su propio negocio fuera del entorno de acción de eBay. Para ello a finales de 2003 crea Merchant Services que era una unidad de negocios para proveer soluciones de pago fuera de eBay para sitios de e-commerce, la cual ofrecía bajos costos de transacciones y pagos de comisiones por invitar usuarios a generarse nuevas cuentas.

La compañía fue adquiriendo y fusionándose con otras compañías que le permitieron crecer y dar un servicio cada vez de mayor valor agregado para sus usuarios como lo son Bill Me Later, Paydiant, Braintree, Venmo y Xoom.

En 2012 la compañía se asocia con la compañía Discover Card, que brindaba la posibilidad de comprar con tarjeta de crédito en 7 millones de locales de ventas off-line, lo que le permitió incrementar su valor del servicio.

Para 2013 adquiere Braintree que era una start-up con excelentes proyecciones de crecimiento en el segmento de procesamiento de pagos en línea, con la finalidad de continuar acelerando su crecimiento y consolidación en el rubro.

En 2015 PayPal se convierte en una compañía independiente y comienza a cotizar en la bolsa de valores de Nasdaq con el símbolo "PYPL".

Un año después genera un importante acuerdo histórico con VISA Inc. para ampliar las opciones de pago fortaleciendo sus acuerdos estratégicos con las principales entidades financieras y en 2019 otro hito importante en la historia de la compañía fue ser aceptada como primer medio de pago extranjero para prestar servicios de pagos en línea en China al adquirir el 70% de la plataforma GoPay y ser aprobada dicha operación por el Banco Popular de China. GoPay es una plataforma especializada para comercios que venden sus productos a través de sitios de comercio electrónico.

En 2020 sus mejoras más destacadas fueron: pago diferido de compras (compra ahora paga luego), implementar el código QR, ser alternativa para el depósito del seguro por desempleo en EE. UU. e implementar la posibilidad de compra / venta / tenencia de criptomonedas en octubre de 2020.

Actualmente la compañía posee 426 millones de cuentas comerciales y de consumidores activos, procesa cerca de más de USD 1 billón en pagos por año y cuenta con una nómina cercana a 28.000 empleados.

PRINCIPALES VENTAJAS PARA COMERCIOS

- * SOLUCION GLOBAL PARA PAGOS EN LINEA, MEDIANTE DISPOSITIVOS MOVILES Y EN TIENDAS
- * OFRECE FINANCIAMIENTO ACCESIBLE PARA PROMOVER EL CRECIMIENTO DE NEGOCIOS
- * AYUDA A PREVENIR E IDENTIFICAR POSIBLES FRAUDES REDUCIENDO EL RIESGO DEL NEGOCIO
- * PROPORCIONA HERRAMIENTAS ATRACTIVAS PARA ATRAER NUEVOS CLIENTES

PRINCIPALES VENTAJAS PARA CONSUMIDORES

- * PROVEE UNA SOLUCION GLOBAL PARA REALIZAR COMPRAS EN LINEA
- * CREDITOS Y FINANCIACION ACCESIBLES PARA CONSUMIDORES
- * HACER LOS PAGOS EN LINEA SIMPLES, INTUITIVOS Y CONFIABLES
- * NO PAGAN COMISION SALVO QUE TENGAN QUE CONVERTIR A OTRA MONEDA

Cuadro Nº 1 – Métricas clave del negocio

METRICAS CLAVES DEL NEGOCIO VERSUS 2020



CRECIMIENTO DE SUS CUENTAS ACTIVAS A 426 MILLONES

13%



FIDELIZACION USUARIOS 15.4 BILLONES DE TRANSACCIONES

25%



CRECIMIENTO EN EL VOLUMEN TOTAL DE PAGOS

33%



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

Otras elemento clave del 2020, fue que proporcionó 4.6 mil millones de acceso a capital para pequeñas y medianas industrias (PYMES), incluyendo más de 2 mil millones de

préstamos del Programa de Protección de Cheques de Pago (PPP) a través de la Administración de Pequeñas Empresas de EE. UU.

Estas acciones en un año complejo como el que atravesaron todas las economías mundiales por las consecuencias sociales - económicas de la pandemia Covid 19, son factores muy importantes para la reactivación del comercio y la economía global.

Además, se destinaron más de USD 300 millones para reducir la desigualdad económica y reforzar programas internos que contribuyen a realizar un cambio social transformador como lo viene realizando desde hace varios años la compañía.

En 2021 uno de los hechos más destacados fue que la plataforma procesó USD 1.25 mil millones del total del volumen total de pagos a nivel mundial.

Otro aspecto importante en 2021 fue la inversión en investigación y desarrollo que realizó que ascendió a la cifra de USD 1.600 millones superando en USD 200 millones la inversión del año anterior y se encuentra en una tendencia creciente desde 2017. También se culminó la adquisición de Paidy Inc. en USD 2.700 millones para consolidar sus operaciones en Japón ya que esta plataforma ofrece soluciones de pago y financiación en dicho mercado, que representa uno de los grandes desafíos a corto plazo de la compañía.

1.3 Descripción general del servicio

PayPal es una plataforma de pagos bilateral que permite a los clientes enviar y recibir pagos en una red global poderosamente conectada con presencia en más de 200 países, que cuenta con 426 millones de cuentas activas (392 millones correspondientes a consumidores y 34 millones de comerciantes).

El principal objetivo de la plataforma es ayudar a conectar consumidores y comerciantes para realizar transacciones y completar pagos ya sea de forma presencial o digitalmente de manera ágil, intuitiva y segura.

Existen dos tipos de cuentas que uno puede crearse en la plataforma “personal” o de “negocios”. Para ambas opciones un requisito fundamental es tener una cuenta de email donde PayPal enviará una comprobación luego de solicitar la apertura de la cuenta para verificar la autenticidad de la solicitud.

Una vez que se han completado los datos del titular de la cuenta se puede comenzar a gestionar las transacciones habilitadas de acuerdo con el tipo de usuario que hayamos seleccionado.

Las transferencias desde la plataforma pueden efectuarse mediante saldo en PayPal, asociándolo a una cuenta bancaria o con tarjeta de débito / crédito.

La compañía posee sistemas de protección de datos personales de sus usuarios muy sofisticados, políticas para reembolsos por compras desconocidas y atención en línea para reclamos las 24 horas.

La fuente de ingresos principal de PayPal como mencionamos anteriormente, lo generan comisiones por las transacciones / servicios que presta a empresas o individuos en relación con el volumen de pagos procesados mediante la plataforma. Generalmente no se cobra comisión a los clientes por retirar dinero, pero si por conversiones de moneda extranjera como así también cuando se fondean cuentas para la compra de criptomonedas mediante su marca de servicio Venmo.

Para el resto de las transacciones el servicio entre personas no tiene costos adicionales para los usuarios.

También obtiene ingresos por proporcionar otros servicios de valor agregado a través de asociaciones, intereses y tarifas de sus productos proporcionando crédito para comerciantes y consumidores, tarifas de suscripción, servicios de enlaces de puerta a puerta y otros servicios que no representan una cifra significativa en los ingresos de la compañía.

Para empresas o comercios hay una comisión que varía de acuerdo con la zona geográfica donde se encuentre radicada, si recibe una transferencia desde el mismo país o no y si requiere alguna conversión de moneda para hacer efectivo el cobro del producto o servicio. El valor agregado que le proporciona a los comercios es ofrecer todos los medios de pago posibles brindando una solución omnicanal (que incluye medios de pago tradicionales como alternativos), prevención de fraudes y gestión de riesgos propios del negocio, reducir pérdidas transaccionales por operaciones fallidas mediante programas de protección patentados y herramientas de información para gestionar posteriores análisis de datos para atracción de nuevos clientes y mejorar la gestión de las ventas.

Adicionalmente ofrece para pequeñas y medianas empresas los productos de PayPal Working Capital y PayPal Business Loan. El primero les permite a los comercios acceder

a préstamos o anticipos de efectivo por una tarifa fija y en relación a su volumen de pagos anual procesado por la plataforma.

El segundo consiste en financiación de corto plazo por una tarifa fija basada en la evaluación crediticia del solicitante. Ambos productos mencionados se realizan mediante una asociación estratégica con la entidad WeBank

En EE. UU. la tarifa por transacciones comerciales locales más utilizada es de 3,49% + USD 0,49 por transacción completada y acreditada en la cuenta del comercio o tienda en dólares estadounidenses sin conversión de divisa.

Todas las transacciones comerciales realizadas tienen sus variantes de precios y tarifas de acuerdo que forma de pago se utilice, para lo cual la empresa posee un cuadro tarifario amplio donde especifica cada una de las tarifas por tipo de transacción realizada.

En países donde PayPal no tiene presencia local especifica las comisiones varían en proporción a las particularidades que se puedan presentar (país donde se recibe la transacción, país desde donde es emitido el pago, forma de pago con la cual se realizó y si requiere conversión de moneda para acreditar el pago en la cuenta local que lo recibe).

Los principales canales mediante los cuales ofrece su servicio son:

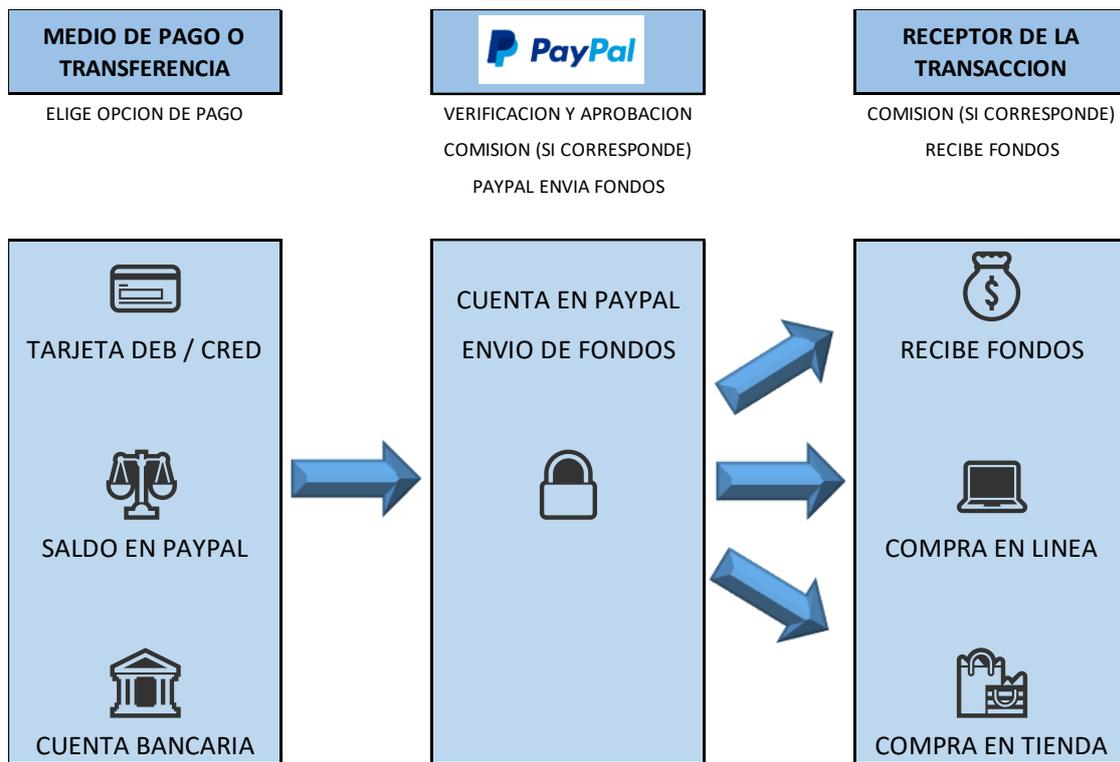
Página Web: la propia web de la compañía ofrece todas las funcionalidades y los recursos necesarios para que los clientes puedan gestionar sus transacciones por la misma.

Aplicación móvil: no importa donde esté radicada la persona que quiere iniciar la transacción, la aplicación de PayPal le permite acceder a su cuenta y gestionar todos los servicios desde un dispositivo móvil.

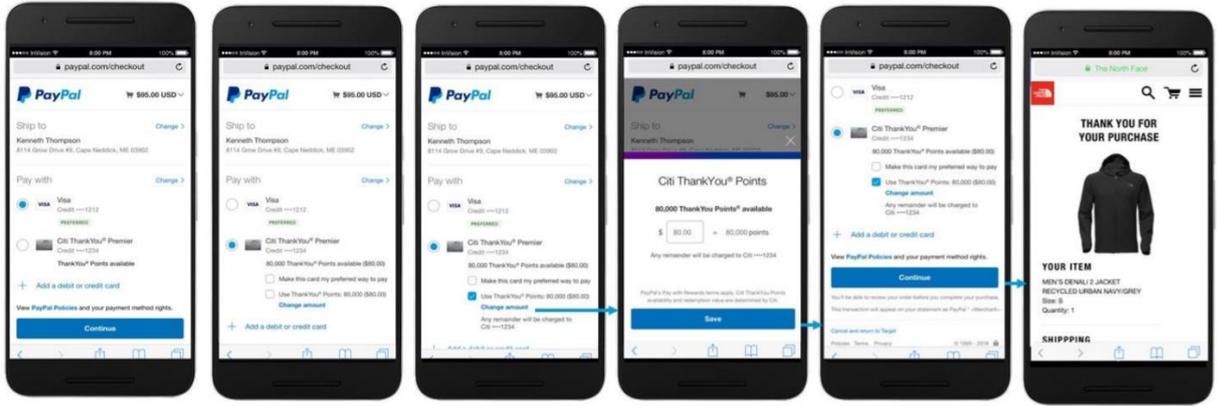
Programa de socios de negocio: mediante esta función, las empresas tendrán disponibles una amplia gama de herramientas como así también asesoramiento personalizado para integrar PayPal en las plataformas de sus negocios para procesar pagos.

A continuación, adjuntamos un cuadro que resume como se realiza una transacción utilizando el servicio que presta la compañía; y el gráfico de una compra en línea realizada desde un dispositivo móvil de un usuario con una cuenta ya creada y validada en la plataforma de pagos.

Gráfico N° 3 – Breve resumen ilustrado del proceso de compra



FUENTE PAYPAL 10K ANNUAL REPORT - ELABORACION PROPIA



PROCESO DE COMPRA EN LINEA POR MOVIL - FUENTE PAYPAL INVESTOR INFORMATION 2021



Cuadro Nº 2 – Beneficios para comercios y consumidores



FUENTE: GRAFICO EXTRAÍDO DE PAYPAL INVESTOR INFORMATION 2021

1.4 Evolución en el Nasdaq y participación accionaria

PayPal Holdings Inc. es una compañía privada que cotiza en el Nasdaq Global Select Market bajo el símbolo de “PYPL” desde el año 2015.

La compañía no paga dividendos en efectivo a sus accionistas y declara no tener intenciones de realizarlo en el futuro cercano.

Para poder evaluar y obtener alguna conclusión sobre el desempeño de la compañía la hemos comparado con el rendimiento promedio de los índices más importantes mundialmente que son el S&P500 y Nasdaq en base 100.

El retorno acumulado en el periodo 01/01/2017 a 31/12/2021 para la acción de PayPal fue de 377%, logrando a mediados de 2021 una cotización que representa cifras cercanas a un 649% de retorno acumulado durante dicho año, mostrando una caída al cierre de 2021.

Esto representa a pesar de la caída abrupta final mencionada, que ha tenido más de tres veces el rendimiento acumulado del S&P500 y casi el doble del rendimiento que obtuvo el índice Nasdaq.

Para los índices anteriormente mencionados el S&P500 obtuvo un 112%, y para el Nasdaq un retorno acumulado de 190%, hemos utilizado el mismo periodo para que los porcentajes sean coherentes y presenten posibilidad de comparación.

Desde que comenzó a cotizar en Bolsa (05-07-2015) con el nombre de PYPL lo realizó a un precio de USD 38 cada acción de la compañía, y el desempeño de esta ha sido el que se muestra en el gráfico expuesto a continuación.

Al momento del presente (31-12-2021) la cotización de la acción de la compañía es de USD 188,58.

En el gráfico que expondremos a continuación se puede observar el desempeño de las acciones de PayPal de los últimos 5 años.

Gráfico Nº 4 – Rendimientos acumulados de la acción versus índices



FUENTE YAHOO FINANCE - ELABORACION PROPIA

A fines de Julio de 2021 la acción comienza a mostrar una caída abrupta en su rendimiento, del cual nos parece adecuado establecer algunas de las posibles causales de la misma.

Una de ellas es que la compañía anunció recientemente que no podrá cumplir con el objetivo previsto de crecimiento de cuentas activas que tenía establecido como objetivo para 2025 (750 millones). Ya en el cuarto trimestre de 2021 no pudo cumplir con el objetivo propuesto de incorporar 12.9 millones de cuentas, siendo la cifra final de nuevos usuarios 9,8 millones.

A esto se sumó que se descubrieron que casi 5 Millones de las cuentas activas actuales son de bots, que se utilizan para minado de monedas digitales y no para generar transacciones de compras o transferencias genuinas por la plataforma.

Otro punto importante para remarcar es que los resultados esperados para el cierre del primer trimestre de 2022 serán cercanos al 6,9% versus un 11,7% proyectado, lo que reduce el beneficio ajustado por acción de USD 1,16 a 1,11 (-4,5%).

Estos últimos acontecimientos incrementaron el temor del mercado sobre las posibles consecuencias de la separación definitiva de eBay (que además se transformará en competidor directo) en relación a sus ingresos de cara al futuro. El surgimiento de

nuevos competidores constante del segmento es otro punto importante a remarcar, como lo es Revolut un banco 100% digital sin oficinas físicas que compite directamente en su segundo mercado más importante que es Reino Unido, que posee comisiones más bajas y está creciendo exponencialmente, y transmite la preocupación actual por el futuro de la compañía en dicho mercado.

Otros elementos que han influido en la baja de la acción son los altos índices de inflación (y el consecuente decrecimiento de consumo) que esperan las economías mundiales a raíz de las emisiones monetarias que han generado los países para hacer frente a la pandemia, como así también el consenso en la opinión de los especialistas de sobrevaluación del segmento que ha realizado una corrección importante en estos últimos meses.

Todos estos puntos serán muy ponderados y los tomaremos como base para realizar nuestras proyecciones en los diversos escenarios que realizaremos para valorar la compañía e intentar obtener el valor más razonable posible.

Gráfico Nº 5 – Evolución del precio de la acción 2015-2021 (en USD)



FUENTE YAHOO FINANCE - ELABORACION PROPIA

Tabla Nº 1 – Principales accionistas de PayPal

PAYPAL HOLDING INC		
PRINCIPALES ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA		
PRINCIPALES ACCIONISTAS INSTITUCIONALES	ACCIONES	% ACCIONES
Vanguard Group, Inc. (The)	94.078.240	8.12%
Blackrock Inc.	75.987.482	6.56%
State Street Corporation	46.489.371	4.01%
FMR, LLC	31.147.653	2.69%
Comprehensive Financial Management, LLC	29.988.308	2.59%
Geode Capital Management, LLC	19.184.985	1.66%
Price (T.Rowe) Associates Inc	18.280.528	1.58%
Edgewood Management Company	16.540.446	1.43%
Fisher Asset Management, LLC	14.468.988	1.25%
Morgan Stanley	14.165.481	1.22%
PRINCIPALES ACCIONISTAS MUTUALES	ACCIONES	% ACCIONES
Vanguard Total Stock Market Index Fund	33.389.887	2.88%
Vanguard 500 Index Fund	24.882.072	2.15%
Invesco ETF Tr-Invesco QQQ Tr, Series 1 ETF	16.276.473	1.41%
SPDR S&P 500 ETF Trust	12.484.895	1.08%
Fidelity 500 Index Fund	12.032.218	1.04%

FUENTE YAHOO FINANCE - ELABORACION PROPIA

1.4 Marcas comerciales

La compañía es dueña o tiene derechos comerciales de las marcas de servicio por intermedio de las cuales brinda sus servicios, las cuales detallaremos brevemente de cada una de ellas su funcionalidad a continuación:



HONEY: Es una plataforma en línea que le permite a los usuarios ahorrar dinero en sus compras mediante búsqueda avanzada por la web de los cupones de descuento más convenientes que se encuentren disponibles al realizar la transacción para el producto que se quiera adquirir.

venmo

VENMO: Es una billetera virtual que permite enviar dinero de forma simple, agradable y conectada a otros usuarios para comercios o personas físicas. Además, ofrece una alternativa de enviar mensajería instantánea con el resto de los usuarios de la plataforma para conectarse entre sí, administrar los gastos realizados por categoría, comprar monedas digitales (esta operación si paga comisiones) y obtener una tarjeta de débito y/o crédito asociada a la cuenta (MasterCard).



XOOM: Es una plataforma que ofrece la funcionalidad de hacer giros de dinero en efectivo a otras partes del mundo, recargar teléfonos móviles y pagar facturas de servicios propias o de terceros del país del residente o del exterior.



BRAINTREE: Es una plataforma que le permite a los vendedores generar soluciones innovadoras propias de pagos para sus clientes conectándolos con otros negocios, pago a proveedores y otros e-commerce (tiendas de comercio electrónico). Está integrada con todos los medios de pago incluyendo GooglePay y ApplePay.



HYPERWALLET: Es una aplicación para realizar pagos masivos de forma ágil a terceros (utilizando tecnología Full Stack Payout) desarrollada para organizaciones de todos los tamaños con gran capacidad de adaptabilidad a distintos sistemas. Permite también generar informes en profundidad para analizar el rumbo del negocio y provee financiamiento integrado para los pagos.



ZETTLE: Es una aplicación similar a una ventanilla de pago para herramientas comerciales, que permite realizar lo que necesita un negocio para aceptar pagos rápidos y ágilmente, facilitar su administración y financiarse.



SIMILITY: Es una aplicación que se utiliza para la protección contra fraudes en línea mediante desarrollos de un equipo de científicos de datos y algoritmos de aprendizaje automático (Inteligencia Artificial) de vanguardia.



HAPPY RETURNS: Es una aplicación que ayuda a los usuarios del servicio a gestionar las devoluciones por disputas por cargos desconocidos, mediante una experiencia rentable, sostenible y sin complicaciones.



PAIDY: es una plataforma líder de pagos bilaterales y proveedor de soluciones de compra ahora y pago con posibilidades de poder diferirlo en Japón. Fue la última incorporación realizada por PayPal en 2021.

1.5 Ejes de crecimiento 2022

Dentro de los objetivos a corto plazo, la empresa destaca como los más importantes de crecimiento para el próximo año los anunciados por sus directivos y podemos destacar los 4 siguientes:

- **Expandir la Propuesta de Valor Actual:** entre los principales objetivos de crecimiento para 2022 de la compañía uno de ellos es continuar desarrollando

su segmento de monedas digitales consolidando e intentando incrementar este segmento nuevo de servicio que ofrece la compañía a sus usuarios. El servicio abarca la compra, venta y tenencia de monedas digitales mediante la billetera digital Venmo (donde tanto el saldo en moneda Fiat como digital se resguarda en una billetera digital segura y de fácil usabilidad).

- **Crecimiento Orgánico del Negocio Central:** otro importante objetivo será incrementar la cantidad de usuarios actuales aproximadamente en 40/50 millones, como así también ampliar el volumen total de pagos procesados dado que la compañía proyecta que continúe el crecimiento exponencial de tránsito en la plataforma en 2022 como ocurrió en 2021, a pesar de la incertidumbre de la respuesta de la economía a los efectos del Covid 19.
- **Incorporar Nuevos Mercados y Generar Alianzas Estratégicas:** la empresa posee planes de expandir los servicios prestados por Venmo e ingresar a nuevos mercados internacionales emergentes (en los que aún no dispone de presencia comercial) en el primer trimestre del próximo año. También planean realizar una alianza estratégica con Amazon un jugador muy importante en el segmento de retail que incrementaría significativamente su tráfico de usuarios en la plataforma.
- **Reducción de Costos Operativos:** dentro de los objetivos financieros de la compañía se destaca mejorar las ganancias netas reduciendo sus costos actuales y realizando acciones de mayor eficacia de escala para incrementar este margen y de esta forma obtener un flujo de caja libre estimado cercano a USD 6 mil millones.

1.6 Responsabilidad social corporativa y prácticas comerciales responsables

PayPal enfatiza que promueve constantemente una fuerza laboral inclusiva y diversa para expandir su negocio, promover la salud financiera del ecosistema, minimizar su impacto ambiental y asegurarse que todos los aspectos de su negocio operen respetando una conducta responsable.

Mantuvo una representación mayoritariamente diversa de la fuerza laboral con un 42% de mujeres a nivel mundial y 52% de diversidad étnica.

Dentro de la junta de dirección la compañía posee un porcentaje de 45% de mujeres y grupos étnicos subrepresentados a nivel mundial, lo que da evidencia de su política de igualdad de oportunidades en los cargos jerárquicos.

En 2020 se ha convertido en miembro del pacto mundial de la ONU, uniéndose a la iniciativa global que alienta a las empresas a adoptar políticas sostenibles y socialmente responsables.

Las métricas más importantes de desarrollo sostenible han sido el compromiso de cero emisiones netas de gases de efecto invernadero en sus operaciones y cadena de valor para 2040 y que ha alcanzado el 98% de uso de energía renovable en sus centros de datos alineado con el propósito de llegar al 100% en 2023 como objetivo propuesto.

La tasa de pérdidas de transacciones se redujo a 0,12% a través de planes e iniciativas como han sido la creación de un centro específico para detección de fraudes e implementación de mejoras en prácticas de seguridad informática de protección de datos personales de sus usuarios.

Todas estas acciones junto con otras no mencionadas en el presente trabajo, le han proporcionado un índice de compromiso de sus empleados de un 84% la cual supera en 5 puntos porcentuales su anterior medición del índice.

2. Análisis de la industria

2.1 Historia del comercio en línea y pagos digitales

Los primeros pasos de lo que hoy conocemos como comercio electrónico se dio en los años 1920's con la venta de productos por catálogo, en los cuales la modalidad consistía en que se mostraba una imagen del producto y el comprador podría elegirlo sin concurrir físicamente a la tienda. Este producto quedaba "reservado" para el futuro comprador y luego se concertaba finalmente la venta y entrega.

Gracias a la llegada del teléfono, la venta por catálogo evoluciono y los pedidos telefónicos transformaron el modelo de negocio de muchas empresas de diversos

sectores, evidenciando que había un nuevo modelo de mercado real y los métodos tradicionales ya no eran la única opción para realizar transacciones comerciales.

Ya casi entrados en el año 1950 con la popularidad que cobraron las ventas telefónicas también incremento el uso de tarjetas de crédito, ya que los consumidores ahora poseían dos ventajas relevantes para facilitar sus compras, que eran que no debían presentarse en las tiendas ni tener dinero en su domicilio para efectuar compras.

Si bien lo último mencionado da muestra concreta de la evolución de los métodos tradicionales de venta y significo un avance evidente para la venta tradicional, quizás uno de los hechos más relevantes se produce en 1960 con una herramienta que cambiaría completamente la forma tradicional de comercio, el Intercambio Electrónico de Datos (EDI – Electronic Data Interchange) que les permitía a las empresas transmitir datos financieros de manera electrónica como así también órdenes de compra y de venta.

A fines de los años 70's Michael Aldrich crea un concepto revolucionario que consistía en conectar una TV domestica modificada vía teléfono a una línea multiusuario de procesamiento computarizado de datos. Con ello se logran ejecutar exitosamente las primeras transacciones electrónicas informáticas de ventas.

Al margen de todos los importantes avances de los años anteriores, el hecho más relevante para el comercio en línea y transacciones digitales lo marco el nacimiento del proyecto de hipertexto (WWW – World Wide Web) creado por Tim Berners y Robert Cailliau; como también el levantamiento de las restricciones de uso de internet para fines comerciales.

Este hito en la historia permitió el salto real y evidente a lo que hoy manejamos con naturalidad para nuestras compras en línea y pagos.

Si bien las estafas eran frecuentes a fines de los 90's y principios del siglo, el comercio en línea fue aprendiendo de esos problemas, le busco posibles soluciones a estos inconvenientes iniciales reinventándose constantemente y evoluciono favorablemente para brindarle seguridad a los consumidores que realizarán compras en línea.

Sitios como eBay y Amazon son lideres pioneros indiscutidos en el comienzo del comercio en línea y los grandes innovadores que transformaron la industria hacia un modelo de negocio confiable, rentable y con un crecimiento exponencial que continuará transformándose y evolucionando con las nuevas tecnologías de cara al futuro.

En la actualidad el comercio electrónico está categorizado en 3 grandes segmentos en los cuales se pueden generar transacciones:

Comercio a Comercio (B2B – Business to Business) en el que las transacciones comerciales se llevan a cabo entre empresas que operan en internet a través de sus sitios propios.

Comercio a Consumidor (B2C – Business to Consumer) en este las empresas o tiendas virtuales interactúan con los consumidores finales a los cuales les venden sus productos o servicios.

Consumidor a Consumidor (C2C – Consumer to Consumer) se caracteriza por transacciones comerciales que se realizan entre individuos.

Los portales y tiendas de compras de productos o servicios en línea se han concentrado mucho en mejorar sus funcionalidades y el alcance global de sus plataformas, aspectos en los cuales mejorar la experiencia final del usuario en cada compra resulta un factor trascendental para mejorar el tráfico de usuarios activos hacia los sitios en línea e incrementar sus ingresos transaccionales.

El creciente desarrollo de los pagos realizados a través de sitios de internet ha transformado notablemente el segmento y ha incrementado exponencialmente su potencial con la aparición de los dispositivos móviles, mediante los cuales los compradores tienen una gran oferta de sitios en los cuales desde su teléfono móvil pueden realizar compras a toda hora y en cualquier lugar.

Según un estudio de Cornestone Advisors publicado en diciembre de 2020 ocho de cada diez propietarios de teléfonos móviles inteligentes tienen al menos una aplicación de pago instalada y en este rubro PayPal abarca el 60% en el territorio de los EE. UU.

2.2 Proyecciones de la industria

La industria de pagos digitales es un segmento muy competitivo con nuevos competidores que ingresan constantemente al ecosistema principalmente impulsado por la aparición de nuevas empresas digitales (Fintech), lo cual le demanda a las industrias que componen el mismo tener habilidades para cambiar, fusionarse, generar alianzas estratégicas, innovar, crecer, asumir riesgos, ofrecer mejores experiencias a los

usuarios y adaptarse rápidamente a los cambios regulatorios de cada región o país en particular.

A futuro poseen mucho potencial de crecimiento los pagos mediante billeteras digitales debido a la poca bancarización en general de las personas en países emergentes aún, donde el efectivo es un medio de pago muy utilizado y adicionalmente podría ganar más cuota de mercado con la tendencia mundial de reducción del uso de tarjetas de crédito / débito.

Algunas fuentes estiman que para 2024 los medios digitales de pago van a superar el 50% de las transacciones de comercio electrónico que se realicen a nivel mundial y que las tarjetas solo tendrán un 32% de participación en el mismo (20% tarjetas de crédito y 12% tarjetas de débito).

Los usuarios ponderan cada vez más las plataformas digitales que le permitan pagar de forma rápida y segura cualquier compra en línea que deseen realizar.

El boom del comercio electrónico en el último año, recién comenzando a dejar atrás una pandemia mundial, ha incrementado el uso de las plataformas de pagos digitales sobre todo y de tarjetas de crédito para compras en línea.

Esto representó que muchas compañías tuvieron un crecimiento exponencial de sus operaciones y sus ganancias, tal ocurrió con PayPal que presentó cifras récord en muchos de sus indicadores (Ejemplos: +13% nuevas cuentas de usuarios | +25% de transacciones de pago respecto de 2020).

Las proyecciones iniciales para el comercio electrónico en el segmento de retail para 2020 a nivel mundial eran cercanas al 16% y termino siendo de casi 27%. Un fuerte incremento se registró en Sudamérica (encabezando el mismo estuvo Argentina con un 79% respecto de 2020), aunque China sigue estando al top mundial de participación con más del 50% del total global mundial según la fuente [statista.com](https://www.statista.com).

China podría ser un mercado muy importante para el crecimiento de PayPal y allí radica una de las razones de su inmersión en dicho país recientemente. Aunque también presenta un interrogante por ser una compañía norteamericana en un país muy nacionalista como es china y donde está muy instalado Alipay y Wechat Pay.

PayPal se posiciona como un jugador muy fuerte dentro del segmento de pagos digitales junto a Visa y MasterCard, los tres representan opciones casi hegemónicas generalmente en las plataformas de pago; y el sistema “compra ahora y paga luego”

que incorporo recientemente le hará ganar muchos potenciales usuarios, dado que presenta características muy similares a la de los gigantes de pago mediante tarjeta de crédito, ofreciendo por ahora 4 cuotas sin interés permitiéndole a sus usuarios poder financiar sus compras sin costos adicionales.

Los analistas de la industria remarcan que la tendencia de crecimiento del comercio electrónico continuará al menos hasta 2025 quizás con una tasa de crecimiento menor a la del último año (porque si culmina la pandemia parte de esas ventas se canalizarán presencialmente), pero a pesar de lo comentado anteriormente presenta un panorama muy alentador de crecimiento para los próximos años, destacándose sudamérica y países asiáticos como las principales llaves para el crecimiento.

Sus competidores directos en el segmento excluyendo a Visa y MasterCard del análisis, son Stripe (12%), Fiserv (16%), Shopify (10%), Global Payments (7%) y Square (2%) con cuotas muy inferiores de mercado respecto de PayPal en Estados Unidos (49%). En el volumen total de pagos procesados a nivel mundial mantiene un promedio de 15-16% en los últimos años mostrando un pequeño decrecimiento en este número, pero esto demuestra la hegemonía que ejerce en su sector específico y porque cuando se habla de la compañía se la compara con los competidores más fuertes del segmento que actualmente son las tarjetas de crédito. De todos sus competidores directos daremos una breve descripción más adelante.

Un hecho importante para mencionar es que en 2020 venció el acuerdo con eBay el cual establece que todas las transacciones que realicen usuarios de esa compañía deban canalizarse por PayPal y podría convertirse en otro competidor fuerte en su segmento en lo inmediato.

2.3 Posicionamiento competitivo

Comenzaremos por enumerar las principales ventajas competitivas que posee PayPal para continuar siendo el líder mundial de procesamiento de transacciones y cuáles son los principales argumentos que posee para mantener su posición de liderazgo a futuro.

- **Posición estratégica y conocimiento:** PayPal posee una plataforma de pago que fue desarrollando y mejorando durante más de 20 años, siempre intentando

agregar valor para sus usuarios lo que le representa una posición dominante en su segmento y una experiencia que pocas compañías poseen. Sus usuarios son ambos lados de la cadena de las transacciones (compradores y vendedores) y eso le otorga un poder muy importante porque no depende únicamente de los ingresos que pueda generarle solo una de las puntas. Esto provoca un efecto multiplicador de red que le agrega mayor valor a sus servicios.

- **Economía de escala:** El crecimiento constante en cantidad de usuarios activos que posee, hace que muchos comercios en línea y tiendas lo adopten como medio principal de pago por su gran aceptación y popularidad entre los usuarios. El tráfico elevado de transacciones le permite a PayPal generar grandes beneficios y aumentar las ventajas competitivas de su economía de escala. Para ello genera muchas acciones de marketing orientadas a ofrecer beneficios principalmente, a través de las cuales fomenta ofertas para sus usuarios y con ello promueve el tráfico constante en su plataforma.
- **Confiabilidad de la plataforma:** La confiabilidad es un aspecto clave para usuarios a la hora de pagar o cobrar, ya que una de las características más valoradas a la hora de confeccionar transacciones es la seguridad de no ser víctima de fraudes cibernéticos. PayPal es una plataforma segura, con altos estándares de protección de datos personales, resolución de disputas por cargos desconocidos, canales de asistencia permanente y programas específicos de protección para ambos lados de la cadena de pagos.
- **Fidelización de los usuarios:** Si bien nuevas plataformas y tecnologías emergentes comienzan a crearle competencia directa, muchas veces la relación costo beneficio de cambiar algo que funciona y es seguro por otra plataforma es alto, demanda tiempo valioso de implementación, requiere de esfuerzos de comunicación altos y puede resultar riesgoso. El costo de migrar toda la información y sistemas específicos ya conectados a esta solución y trasladarlo a otra plataforma nueva puede demandar esfuerzo, tiempo y dinero en vano.
- **Excedentes de caja o equivalentes:** si bien es un punto que abordaremos más en detalle luego en la parte del análisis financiero de la compañía, los altos excedentes de caja que posee le generan una cómoda posición financiera que genera confianza en sus usuarios, le permite innovar constantemente en el

segmento y adquirir soluciones ya desarrolladas para incrementar la calidad de su servicio con rapidez en caso de ser necesario.

- **Alianzas estratégicas**: la empresa siempre está en busca de nuevas oportunidades de alianzas estratégicas con compañías complementarias a sus servicios para brindar mejores experiencias a sus clientes, ofrecer mejores opciones de elección y flexibilidad para incrementar la propuesta de valor de la compañía y lograr crecimiento orgánico mediante adquisiciones o inversiones estratégicas que le permitan a la compañía continuar su camino innovador y disruptivo del segmento.

PayPal posee competencia en todas sus líneas de negocio de diversas compañías que se encuentran dentro del segmento de pagos digitales. Si bien su reputación, experiencia en la industria y seguridad hacen que brinde un servicio muy requerido las barreras de entrada del segmento no son tan altas como ocurre en otras industrias y la potencialidad de crecimiento del segmento de mercado hace que ingresen constantemente nuevos jugadores.

PayPal también se enfrenta a la competencia de las principales grandes tecnológicas de hardware y software a nivel mundial, si bien los pagos digitales no son el centro de sus negocios, a PayPal le representan competencia directa en su segmento y podría perder de su participación en el mercado si los gigantes tecnológicos se volcaran más de lleno a competir en el segmento como negocio principal.

Dentro del grupo mencionado se encuentran Apple Inc. con Apple Pay, Google Inc. con Google Wallet y Samsung con Samsung Pay que han comenzado a desarrollar sus productos y prestar servicios similares en el segmento de pagos en línea.

De las opciones mencionadas en el párrafo anterior el competidor más amenazante que tiene es Apple Pay, ya que este es ampliamente aceptado en muchas zonas geográficas a nivel mundial y posee una comisión inferior por transacción debido a un convenio especial que dispone Apple Inc. con las principales compañías de tarjetas de crédito.

La empresa compite con muchas compañías dentro su segmento y sobre los cuales haremos las comparaciones correspondientes para conocer ventajas y desventajas entre todas ellas:

The logo for Stripe, featuring the word "stripe" in a bold, lowercase, sans-serif font. The letters are dark blue, and the "i" has a distinctive dot.

Stripe: se fundó en 2011, actualmente posee cerca de 4000 empleados, 14 oficinas por todo el mundo, acepta cerca de 135 monedas y es utilizada en 120 países actualmente. Stripe en su sitio web se define como una empresa de tecnología que crea infraestructura económica para Internet. Actualmente tiene el 12% aproximadamente del segmento de pagos digitales.

The logo for Fiserv, featuring the word "fiserv." in a bold, lowercase, sans-serif font. The letters are orange, and the "i" has a distinctive dot.

Fiserv: fundada en 1984 con sede central en Wiscosin EE. UU., es una compañía que cotiza en el Nasdaq, su principal actividad es que brinda servicios de tecnología financiera a clientes en todo el sector de servicios financieros. Recientemente en 2019 ha adquirido First Data (sumando por consecuencia el servicio de Clover) lo cual la transforma en un competidor fuerte para PayPal de cara a futuro. Posee cerca de 44.000 empleados y una participación en el mercado cercana al 16%.

The logo for Global Payments, featuring a blue circle with a white "g" inside, followed by the word "globalpayments" in a lowercase, sans-serif font.

Global Payments: fundada en 1967, es una empresa que proporciona tecnología y servicios de pago a comercios y consumidores. La empresa procesa pagos realizados mediante gran proporción de los medios de pago existentes. Actualmente posee 24.000 empleados en su nómina y sus oficinas centrales se encuentran radicadas en Atlanta (EU). Su participación de mercado es inferior al 10%.

The logo for Shopify, featuring a green shopping bag icon with a white "S" inside, followed by the word "shopify" in a lowercase, sans-serif font.

Shopify: fundada en 2004 con el propósito de procesar pagos digitales de ventas de tablas de snowboarding, con presencia en más de 175 países y con 5000 empleados actualmente posee cerca del 10% del mercado de pagos digitales, aunque no todos los pagos de ese porcentaje se terminan realizando mediante su propia opción de pago. Su misión en su sitio web la definen con el slogan de mejorar el negocio para todos.



Square: fundada en 2009, posee cerca de 5000 empleados y su misión es brindar a todos los propietarios de negocios una forma más fácil de aceptar tarjetas de crédito. Ofrecen un conjunto completo de herramientas comerciales y préstamos que brindan a todas las empresas sin importar su tamaño financiación. Actualmente tiene el 2% del mercado de pagos electrónicos.

PayPal es el medio electrónico de pago líder en su segmento específico, analizando sus números contra sus competidores directos, los ratios de la compañía son muy superiores en todas las métricas, dicha afirmación cabe destacar que se realiza excluyendo a VISA y MasterCard que también son competidores del segmento.

Esta última afirmación se detallará en la parte de comparación versus sus competidores directos más adelante en el presente, demostrando como hemos arribado a esas conclusiones preliminares.

2.4 Tamaño de mercado y oportunidades

El potencial y ritmo de crecimiento que tendrá la economía en línea es difícil de estimar, debido a que las compras en línea crecen más que las economías propias de países y según estadísticas recientes solo el 13% del comercio global en todo el mundo se realiza en forma electrónica. El comercio mundial digital en 2021 ha alcanzado los USD 3.3 billones y se estima que llegara a USD 4.2 billones para 2025 según la fuente [statista.com](https://www.statista.com).

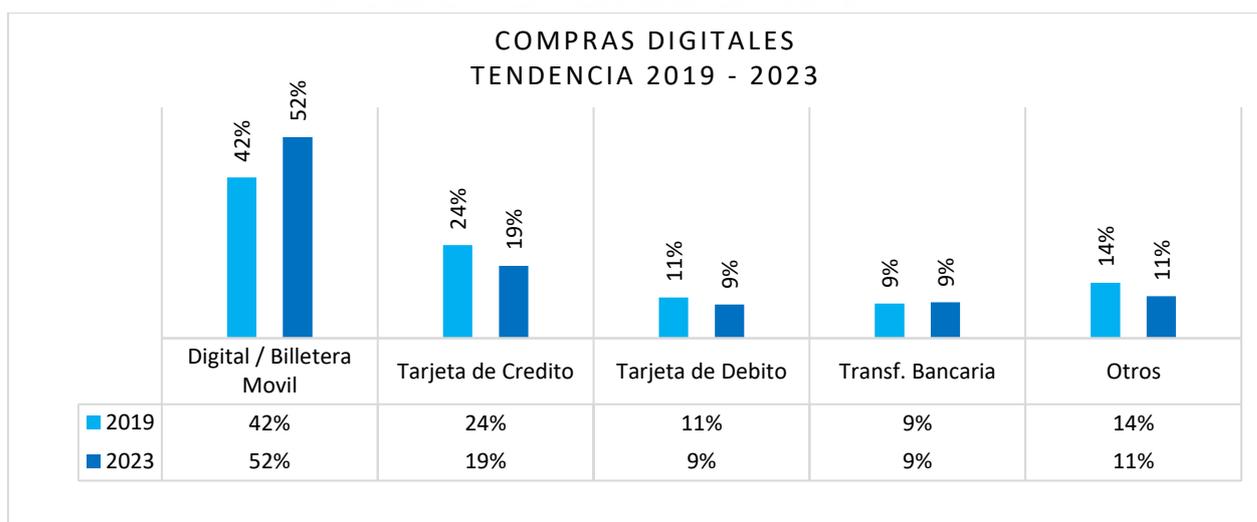
La cantidad de transacciones digitales que se ejecutaron en 2021 que no son en efectivo superaron los USD 700 billones, representando casi 19% más de las transacciones realizadas en 2019 de las cuales 1 mil millones de ellas las aportaron los dispositivos móviles según muestra en su estadística la consultora Capgemini en su reporte Financial Services Analysis.

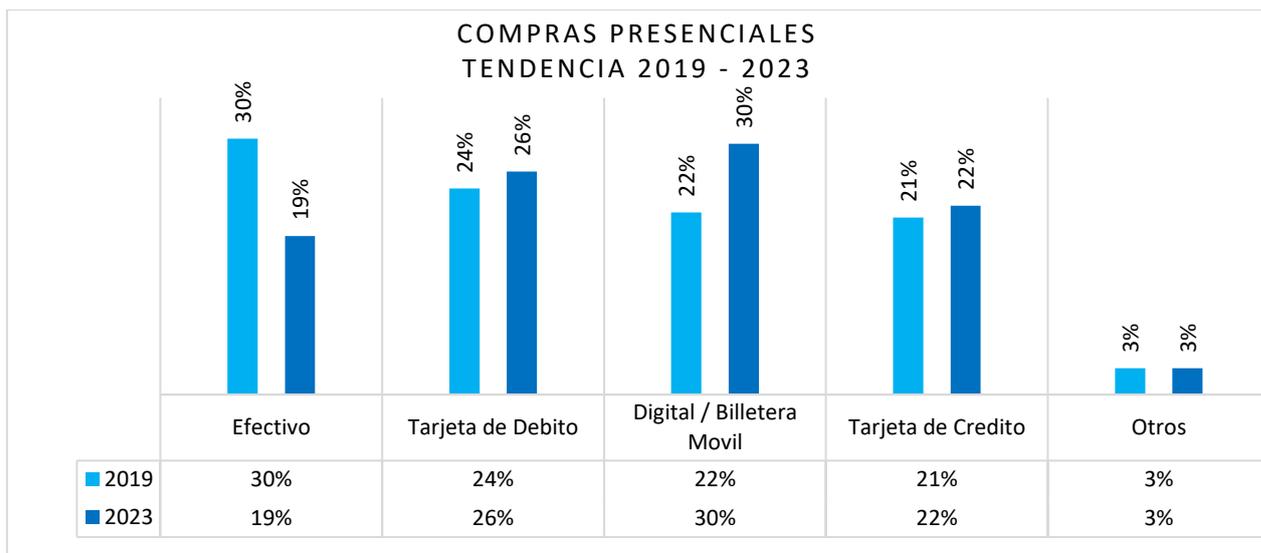
Se espera que los pagos móviles se apoderen del centro de la escena de los pagos digitales en los próximos años estimando un crecimiento anual compuesto de más del 11% para el periodo 2019-2023 representando casi el 80% del total de las transacciones, y a la vez con el crecimiento del segmento de pagos digitales se espera también consecuentemente que el uso de efectivo baje a solo un 19% (hoy los pagos mundiales en efectivo representan el 30% aproximadamente).

Las zonas geográficas que más aportarán a este crecimiento proyectado que marcan las estadísticas de consultoras especializadas serán las zonas de Medio Oriente - África con un 13,7% y Asia - Pacífico con un 19,3%, tomando como referencia la tendencia de crecimiento del último año de ambas que ha sido de 11,6% y 13,9% respectivamente.

El resto de las regiones presentan también una proyección creciente, pero de menor escala dado que en ellas están las economías más desarrolladas y menos informales.

Gráfico N° 6 – Tendencias compras digitales 2019-2023





FUENTE WORLD GLOBAL PAYMENTS REPORT 2020 – ELABORACION PROPIA

Esto nos indica que el sector tiene una oportunidad enorme de continuar incrementando su participación en el comercio global, pero deberá ser capaz de sortear sus principales barreras para lograrlo como son la complejidad regulatoria de las distintas zonas geográficas, escasez de talento para desarrollar más aplicaciones a la velocidad que requiere el crecimiento del sector, penetración en segmentos de personas mayores de 55 años y erradicar la evasión fiscal que genera el pago en dinero en efectivo en los países menos desarrollados a nivel mundial.

Las principales oportunidades que aporta el mercado y uno de los objetivos de crecimiento para 2022 de PayPal son los países emergentes que cuentan con la menor inclusión financiera hasta el momento (donde aún es muy utilizado el efectivo y la informalidad como medio de pago), como así también ganar cuota de mercado en los países más desarrollados donde aún no obtuvo el porcentaje de participación que quisiera y China mediante su reciente adquisición de GoPay.

Si bien siempre se habla en un mundo sin dinero físico, las estadísticas recientes muestran que aún en diversas zonas geográficas es un medio muy utilizado (con casi un 30%) y resulta difícil de terminar de trasladar esa proporción de consumidores hacia las opciones digitales como podemos ver en cuadro siguiente extraído de statista.com.

De las 10 economías más importantes a nivel mundial podemos observar como las estadísticas nos marcan que aún el comercio en línea tiene grandes posibilidades de

crecimiento y proyección de cara a los próximos años y décadas comparándolo con el producto bruto interno de cada economía en particular.

Solo en Japón el comercio electrónico actual es mayor a un 50% de su PBI (producto bruto interno), lo sigue EE. UU. con una cifra cercana al 50% pero el resto de las economías están lejos de estas cifras y dan cuenta del potencial que aun dispone el comercio en línea en sus regiones y en estos países en particular.

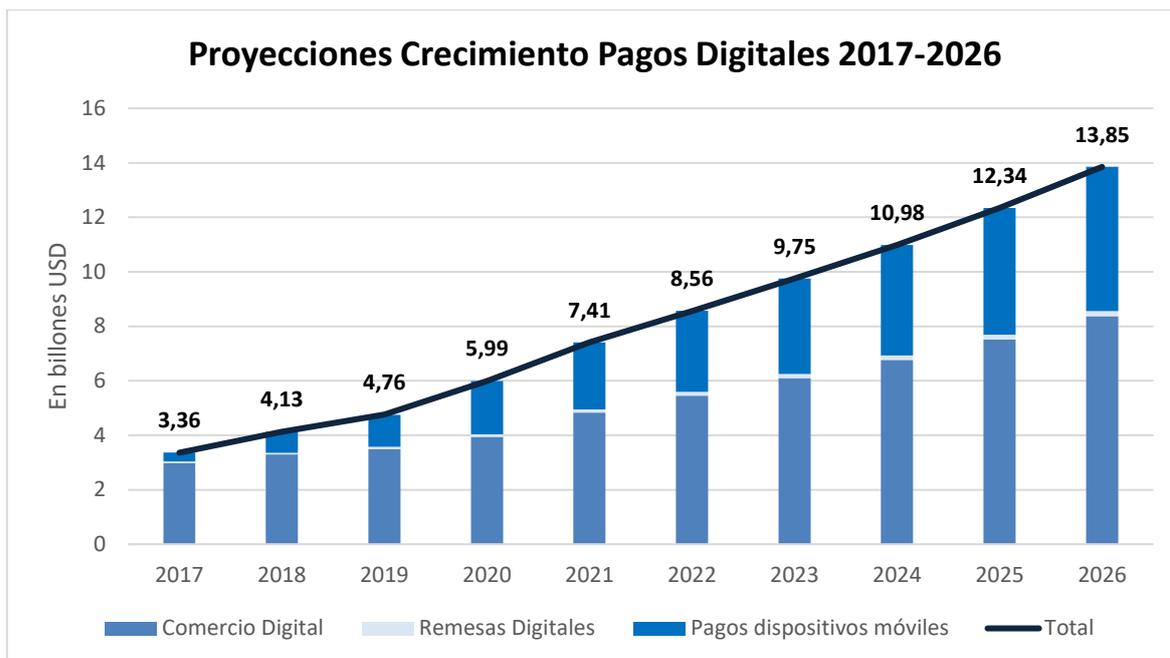
Tabla Nº 2 – Ventas proyectadas principales economías mundiales

Ventas de comercio electrónico en las principales 10 economías mundiales (2021)						
Posición	Economía	Ventas totales de comercio electrónico (USD mil millones)	% ventas totales del comercio electrónico en el PIB	Ventas de comercio electrónico B2B (USD mil millones)	% ventas de B2B en comercio electrónico total	Ventas de comercio electrónico B2C (USD mil millones)
1	EE. UU.	9.580	45%	8.319	87%	1.261
2	Japón	3.416	67%	3.238	95%	178
3	China	2.604	18%	1.065	41%	1.539
4	Corea (Rep.)	1.302	79%	1,187	91%	115
5	Reino Unido	885	31%	633	72%	251
6	Francia	785	29%	669	85%	116
7	Alemania	524	14%	413	79%	111
8	Italia	431	22%	396	92%	35
9	Australia	347	25%	325	94%	21
10	España	344	25%	280	81%	64

FUENTE CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO (UNCTAD) – ELABORACION PROPIA

El futuro de los pagos digitales es uno de los segmentos más alentadores y con mayores perspectivas de crecimiento a futuro, por todo lo que se fue comentando en el presente.

Gráfico Nº 7 – Perspectivas crecimiento pagos digitales 2017-2026 (en miles de millones USD)



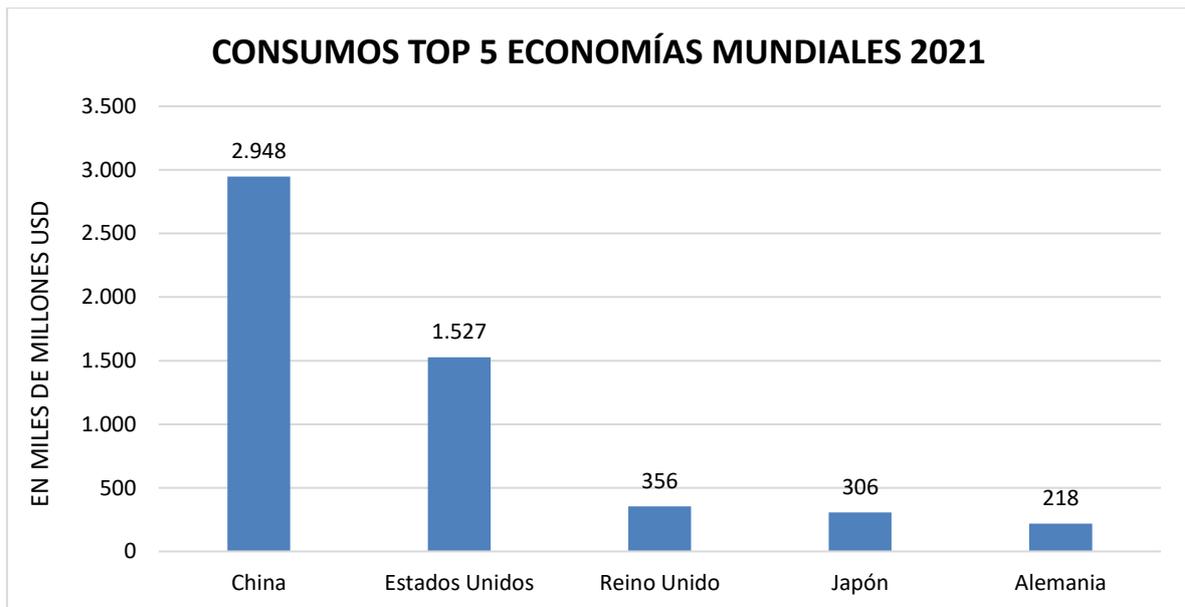
FUENTE STATISTA.COM – ELABORACION PROPIA

Según la página Statista.com el crecimiento estimado de las principales consultoras de proyecciones económicas para los próximos años 2022 - 2026 será de una cifra cercana al 12,77% CAGR llegando en 2026 a alcanzar una cifra cercana a USD 13.85 Billones. Estas estimaciones tomaremos como válidas en la proyección del crecimiento del mercado de pagos digitales a futuro para 2022-2026 y lo utilizaremos como supuesto en la valuación de la compañía.

Además, se mantendrá la tendencia actual de países de mayor consumo de comercio electrónico en donde PayPal posee fuerte presencia comercial (EE. UU. y Reino Unido) y ya ha apostado a dichos mercados para focalizar sus acciones de desarrollar sus productos y servicios.

China, Japón, México, Estados Unidos y Reino Unido son los principales países que realizan este tipo de transacciones y como mencionamos anteriormente esta tendencia continuara sin cambios en el corto plazo.

Gráfico N° 8 – Consumos de las principales economías mundiales



FUENTE STATISTA.COM – ELABORACION PROPIA

2.5 Amenazas al negocio principal

- **Nuevos competidores del segmento:** la industria de pagos en línea es un segmento muy competitivo, que cada día incorpora nuevos jugadores y que tratan de ganar cuota de mercado mediante reducción de sus comisiones por procesar los pagos, mejores condiciones de financiación y ofrecer mejores experiencias a sus usuarios. La principal oportunidad de los procesadores de pagos en línea es trabajar para erradicar el uso del efectivo en el mundo y ganar esa porción de mercado histórica que aún sigue utilizando y ponderando más la informalidad para sus compras que los procesadores de pago en línea.
- **Innovaciones tecnológicas:** en industrias tan innovadoras como los medios de pago en línea los avances tecnológicos representan muchas veces una amenaza constante para las industrias del sector. El valor de los activos en este tipo de compañías se sustenta muchas veces fuertemente en su valor de llave, el cual podría verse fuertemente afectado si las tecnologías que utilizan para su negocio principal quedaran obsoletas. Si bien PayPal cuenta con excedentes de caja considerables, malas decisiones de los directivos podrían repercutir negativamente en el valor de la compañía.

Un ejemplo de esto último es la decisión reciente de incorporar a sus servicios actuales la funcionalidad de monedas digitales para ampliar la oferta de

posibilidades de transacciones que ofrece, la cual considero que es una apuesta fuerte que le puede salir bien o no pero que requería el mercado.

- **Seguridad informática - protección de datos personales:** si bien la compañía posee una larga trayectoria y reputación en la industria en cuanto a la seguridad que ofrece la plataforma en ambos ítems, los ataques constantes a las redes informáticas y fraudes a las plataformas de pagos cada vez son más frecuentes y sofisticados, lo que podría afectar considerablemente las preferencias del consumidor y/o usuarios en caso de producirse estos.

El mismo concepto aplica para fallas en el procesamiento de los pagos o caídas prolongadas de sus sistemas que impidan operar en su plataforma, ambos problemas podrían repercutir considerablemente en su tráfico de transacciones y/o cuentas activas.

- **Financiación de compras de usuarios:** actualmente la compañía está ofreciendo el “compre ahora pague luego”, imitando la actividad que realizan las principales compañías de tarjetas de crédito a nivel mundial. Si bien sobre el mercado crediticio y los índices de incumplimiento se tiene mucha información, la incursión de PayPal como nuevo jugador la expone a mayores riesgos de impago y de tasa de interés.

- **Regulaciones comerciales y gubernamentales:** la industria de pagos en línea se encuentra fuertemente regulada y supervisada por los gobiernos de las diversas zonas geográficas donde la compañía presta sus servicios. Las auditorías a este tipo de industrias y controlar sus operaciones en forma constante forman parte de las rutinas de los organismos de control que regulan la industria.

La complejidad y velocidad de los cambios regulatorios a los cuales debe adaptarse, como así también el incumplimiento de alguno de ellos podría repercutir significativamente en su posición dominante de mercado.

- **Brexit:** con la salida de Reino Unido de la Unión Europea continúa existiendo la incertidumbre sobre las posibles consecuencias económicas, legales y mayores restricciones en la disponibilidad y suministro de bienes y servicios entre Reino

Unido y el resto de los países que componían el bloque. PayPal opera en dicha región con un permiso temporal concedido por las autoridades locales y podría afectar su segundo mercado más importante en utilidades.

- **Riesgo de tipo de cambio:** la compañía posee muchas operaciones importantes fuera del territorio de los EU. Algunas operaciones importantes reportan resultados en Libras Esterlinas, Euro, USD Australiano y USD Canadiense lo que representa un riesgo de tipo cambiario con impacto directo en los estados financieros futuros frente a la apreciación o depreciación del USD respecto a las monedas mencionadas anteriormente.
- **Posible impacto separación de eBay:** en 2021 culminó el acuerdo de separación progresiva de los servicios de eBay. Los ingresos transaccionales crecieron en un ritmo menor al volumen total de pagos procesados en 2021, fundamentalmente por la disminución de tránsito por la plataforma de eBay en la cual se obtenían tasas más altas de rentabilidad. Este será un aspecto importante para evaluar cómo evoluciona a futuro.

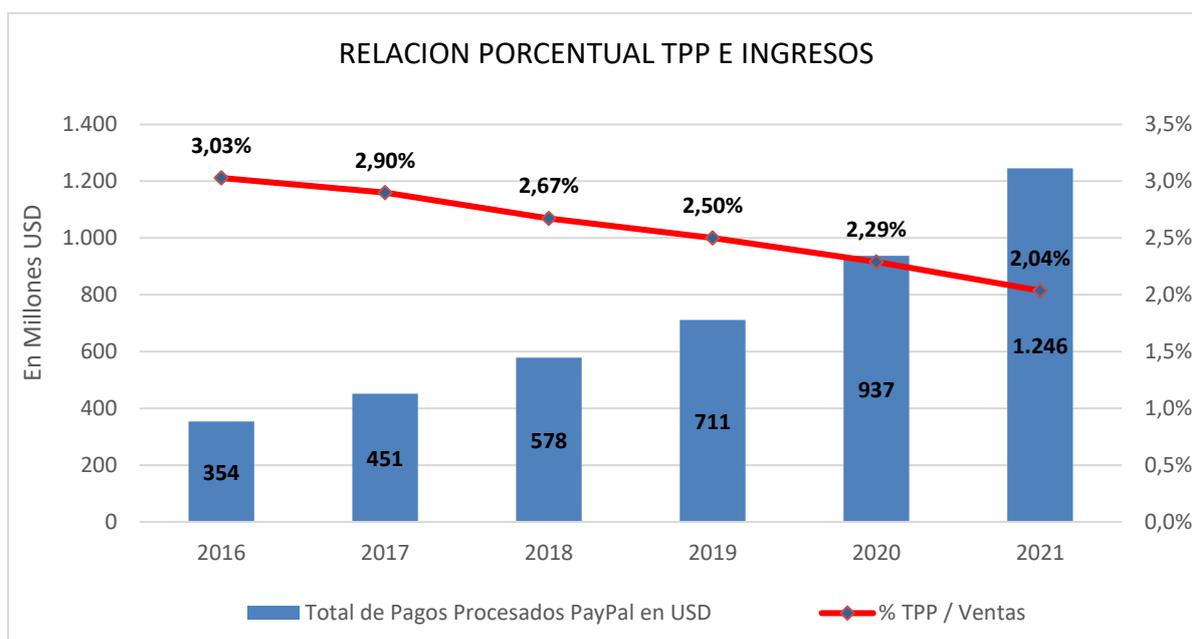
2.6 Evolución de indicadores clave del negocio principal

2.6.1 Cuentas activas - Volumen total de pagos - Transacciones procesadas

Para que una cuenta se considere activa debe haber generado por lo menos una transacción en los últimos 12 meses, ese es el criterio que posee la compañía para considerar que un usuario utiliza activamente la plataforma.

Desde 2018 las cuentas han crecido en 159 Millones de usuarios alcanzando las 426 Millones de cuentas activas, y las transacciones promedio por año de ellos han sido casi 45 por cada usuario activo que posee la plataforma en este 2021, lo que representa un crecimiento del 13% respecto del año anterior.

Gráfico N° 9 – Relación porcentual total pagos procesados – Ingresos



FUENTE INVESTOR UPDATE PAYPAL REPORT – ELABORACION PROPIA

El volumen total de pagos procesados, que lo representa el valor total de los pagos procesados en la plataforma excluyendo los reversos de transacciones no finalizadas y servicios del portal de pagos, también ha tenido un crecimiento significativo como casi todos los indicadores de la compañía, alcanzando en 2021 una cifra de USD 1.245 millones lo cual indica que ha crecido a un promedio compuesto anual de 28,62% desde 2016. La transacción promedio de los usuarios de la plataforma ha sido de 92,21 USD para 2021 y su participación promedio en los pagos a nivel mundial para el mismo año ha sido de 15-16%, reportando en el último semestre de 2021 una participación del 16%.

Al dividir el total de pagos procesados (TPV sus siglas en inglés) por los ingresos de la compañía se puede obtener el ingreso porcentual que percibe por el volumen total de pagos procesados en un año. Este índice sigue en tendencia decreciente desde hace varios años en términos porcentuales básicamente por dos razones fundamentales:

- 1- La consolidación en los mercados internacionales conlleva una mayor aceptación y usabilidad de la plataforma a nivel mundial hace que se otorguen mayores descuentos por cantidad de transacciones.
- 2- Otro aspecto importante es que uno de los servicios más rentables de la compañía que son los pagos internacionales se redujo en los últimos años.

- 3- Deberá evaluarse con el tiempo que pérdida de mercado real genera la separación definitiva de eBay.

2.6.2 Evolución de métricas clave del negocio (COVID 19)

Si bien aún es incierta la fecha en la cual la pandemia Covid 19 culminará por completo, pareciera que la peor parte de esta ya ha transcurrido.

Ante este tipo de situaciones inciertas, que impactan directamente sobre las economías y el consumo de la población en general, todas las compañías a nivel mundial están expuestas y repercute sobre sus resultados económicos y financieros.

PayPal ha transitado la misma con números relativamente favorables (menos en el primer trimestre de 2020) en el cual, si bien sus ingresos no se vieron seriamente afectados, ha tenido una leve baja manifestando la actitud conservadora que tomaron los consumidores ante la incertidumbre de como evolucionaría la situación.

Gran parte de ello (solo una leve caída en sus ingresos) se debe a que las compras presenciales migraron exitosamente a compras digitales y eso le permitió continuar con sus ingresos sin grandes sobresaltos. Contar con herramientas tecnológicas y flexibilidad para adaptarse a lo que requiere el contexto en cada momento y respaldar esta migración en la elección de método de compra de los consumidores también representa una gran fortaleza de la compañía.

Para comienzos de 2022 como hemos comentado anteriormente en la sección de mercado accionario, los nuevos usuarios y resultados no fueron los esperados ni proyectados, algunos competidores le han reducido su participación en algunos mercados importantes para la compañía y eso comienza a generar algunas alertas a corto plazo para la compañía si no logra revertir esa tendencia u otros competidores del segmento comienzan a quitarle más participación en otros mercados.

3. Análisis financiero

3.1 Ventas

Las ventas en 2021 crecieron USD 3.500 millones respecto de 2020 (representando un aumento del 17%) principalmente impulsadas por el aporte de su unidad de negocio Braintree que brinda soluciones innovadoras para reemplazar compras presenciales en comercios, Venmo la billetera virtual aportó mucho tráfico de transacciones hacia la plataforma (es una billetera virtual muy completa que puede asociar una tarjeta de crédito obteniendo financiación, permite generar todas las transacciones asociadas a criptomonedas inclusive ejecutar pagos con ellas y asociar un perfil de comercio) y al núcleo de operaciones del resto de las unidades de negocio que posee la compañía.

También otro factor importante que explica el incremento de las ventas fue la recuperación paulatina de dos verticales muy importantes para la economía mundial como fueron los viajes y eventos que habían sido factores que afectaron muy negativamente la economía durante la pandemia Covid-19.

Solo en el primer trimestre de 2020 la compañía tuvo un impacto adverso en el volumen total de pagos e ingresos transaccionales debido al impacto inicial de la pandemia, el cual luego se revirtió en el segundo semestre del mismo año beneficiándose del cambio en los métodos de pago que adoptaron los consumidores en tiendas digitales, tendencia que se mantuvo el resto de 2020 y 2021.

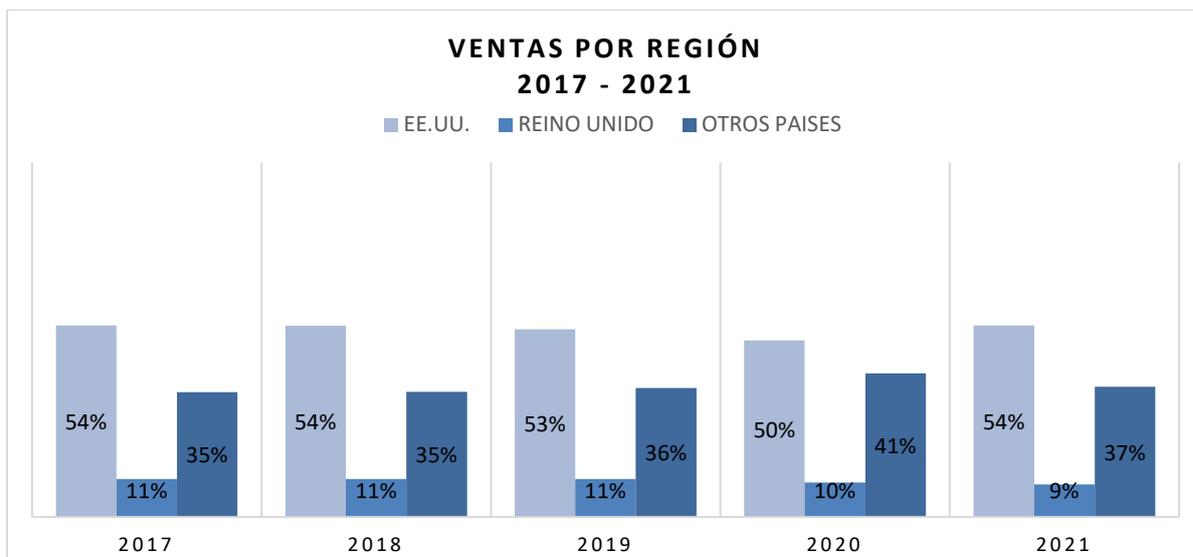
Más del 90% de las ventas que genera la compañía se deben a sus servicios transaccionales y solo el resto del porcentaje está representado por otros servicios de valor agregado que ofrece la compañía. Esto se mantiene muy estable en los últimos 10 años de operaciones.

Tabla Nº 3 – Composición de las ventas por servicio

(en Millones USD)	2017	2018	2019	2020	2021	% PROM. PER.
VENTAS TRANSACCIONALES	11.501	13.709	16.099	19.918	23.402	90,45%
OTROS SERVICIOS DE VALOR	1.593	1.742	1.673	1.536	1.969	9,55%

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

Gráfico Nº 10 – Evolución de ventas por región



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

Tabla N° 4 – Evolución de ventas por región (detallado en millones USD)

VENTAS (en millones USD)	2017	2018	2019	2020	2021
EE. UU.	7.067	8.354	9.279	10.671	13.712
REINO UNIDO	1.402	1.658	1.872	2.078	2.340
OTROS PAISES	4.608	5.469	6.383	8.685	9.319
VENTAS TOTALES	13.077	15.481	17.534	21.434	25.371

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, gran parte de sus ventas las genera en EE. UU., país en el cual genera más del 50% de sus ingresos y posee una gran concentración de sus ingresos actuales, UK posee casi un 10% de los ingresos de la compañía, pero tiene una proporción significativa en el resto de los países donde ofrece su producto con una gran proyección de crecimiento futuro en países con economías emergentes.

Del total de las ventas 2017 a 2020 una proporción de ellas corresponden a market places exclusivos de eBay, que en 2021 la compañía ya no obtuvo ingresos provenientes de dicha fuente y la misma se encontraba en tendencia decreciente, como consecuencia del plan de acción para migrar esas operaciones a plataformas exclusivas de PayPal. Detallamos las ventas gestionadas en dicho lapso en la siguiente tabla.

Tabla N° 5 – Ventas generadas en sitios exclusivos de eBay 2017 - 2020

(En Millones USD)	2017	2018	2019	2020
VENTAS	13.077	15.481	17.534	21.434
VENTAS DE SITIOS EXCLUSIVOS DE EBAY	2.615	2.632	2.455	2.786
% VENTAS SITIOS EXCLUSIVOS DE EBAY	20%	17%	14%	13%
VENTAS GENUINAS DE PAYPAL	10.462	12.849	15.079	18.648

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.2 Márgenes operativos y rentabilidad

En esta sección se desarrollará el análisis financiero de PayPal Holdings Inc. con la finalidad de analizar las variables más relevantes que puedan otorgarnos sustento para el posterior análisis de la compañía. En primer lugar, analizaremos uno de los puntos más importantes que son sus ventas, resultado operativo, como también analizaremos márgenes, ROE, ROA, ratios de liquidez y endeudamiento, y métricas claves de la compañía entre otros.

3.2.1 Margen bruto

El margen bruto de PayPal, que se obtiene de las ventas de la compañía menos los costos directos asociados a las mismas, mantuvo una tendencia decreciente los últimos 5 años de gestión de la compañía cercano a un promedio de 37,35% en dicho período.

Dentro del margen bruto, el monto por transacciones y créditos perdidos disminuyó casi un 39% respecto de 2020 dado que fluctúan bastante por diversos factores, incluido el VTP, el mix de productos que vende, condiciones macroeconómicas actuales y proyectadas, tasas de desempleo, eventos de insolvencia, impactos de cambios regulatorios entre otros. La pérdida por transacción dividió el volumen total de pagos mejoró de 0,12 a 0,09 en línea con la mejora que proyecta desde 2019.

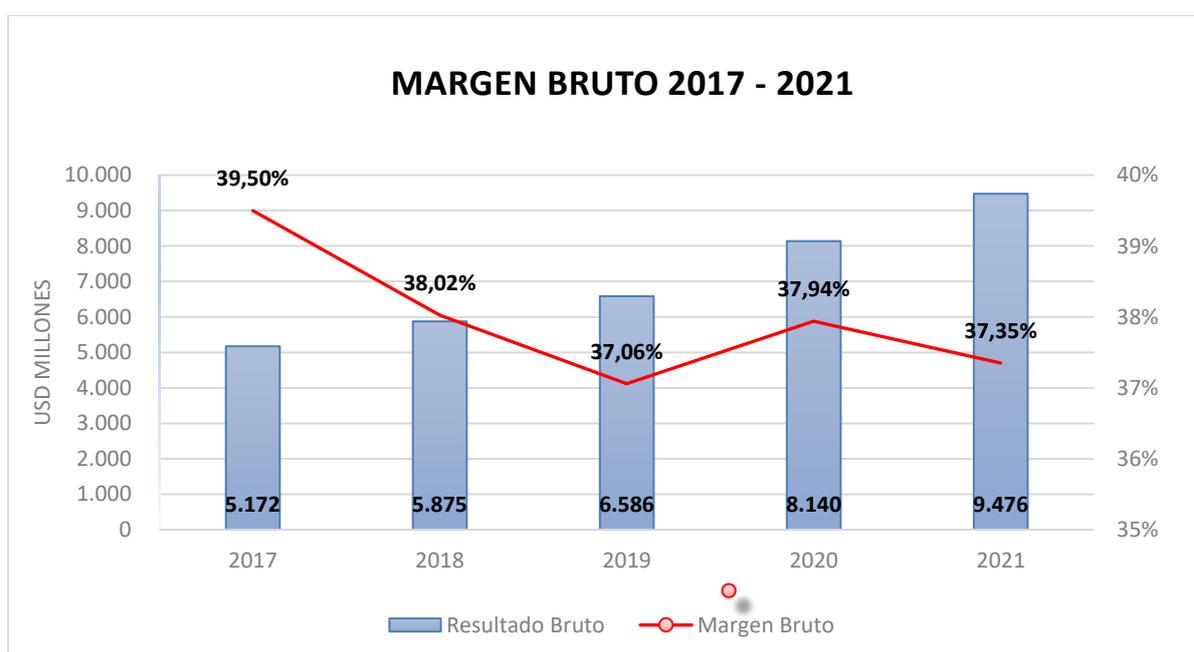
La disminución del margen bruto se explica principalmente por el incremento de los gastos asociados al servicio y las operaciones como así también los gastos de ventas y marketing.

Los gastos asociados al servicio incluyen costos incurridos en los centros de operaciones de clientes globales, incluidos los gastos de apoyo a clientes, entrega de productos, producción de tarjetas e incorporación de clientes y costos de

incumplimientos. En 2021 se incrementaron en USD 297 millones en línea con el crecimiento de las cuentas activas y transacciones de pago procesadas.

Los costos de ventas y marketing son costos incurridos en el desarrollo comercial, la publicidad y programas específicos de marketing orientados a incrementar los clientes actuales. Estos últimos aumentaron USD 584 millones (un 31% más que 2020) los cuales además de lo señalado en el párrafo anterior también se incluyen incentivos a los usuarios para promover una mayor participación de los usuarios de la plataforma.

Gráfico N° 11 – Evolución resultado bruto



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.2.2 Margen operativo

El margen operativo es un indicador que se obtiene de deducir los costos directos e indirectos de los ingresos por las ventas. El resultante se expresa como un porcentaje en relación con las ventas totales.

Consecuentemente con el crecimiento de las ventas de la compañía, todos los gastos han incrementado, pero en proporciones razonables de acuerdo con el crecimiento de las ventas en últimos periodos, lo que produjo que el margen operativo se mantenga muy estable entre 2018 y 2021 en una cifra muy cercana al 15-16%.

Los costos en tecnología y desarrollo incluyen costos incurridos en el desarrollo de la plataforma de pagos, nuevos productos y mejora de los existentes deduciéndole a los mismos los correspondientes a amortizaciones. Estos aumentaron un 15% con relación a 2020 principalmente por aumentos de servicios de computación en servidores de datos (servicios en la nube), costos de contratistas y consultores.

Los gastos administrativos y generales aumentaron un 2% debido a gastos relacionados con mejoras de condiciones laborales a empleados, costos de servicios de software empresarial que fueron parcialmente compensados con una disminución en los gastos de servicios profesionales que utilizo en dicho período.

Los costos de reestructuración se redujeron en USD 77 millones, en lo cual la gerencia aprobó en el primer trimestre de 2020 una reducción estratégica de la fuerza laboral en varias fases orientada a un rediseño de la estructura operativa.

En 2021 el resultado operativo fue de USD 4.262 millones lo que representa un 16,8% del total de las ventas de compañía y el resultado neto de la compañía fue de un 16,43% también comparándolo sobre las ventas.

Ambos ratios fueron analizados comparándolos contra las ventas del mismo año y mejoran los reportados en 2020 lo cual representa otro buen indicador para las perspectivas a futuro.

Gráfico N° 12 – Evolución resultado operativo



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.2.3 Margen neto

En este apartado analizaremos el margen neto de la compañía.

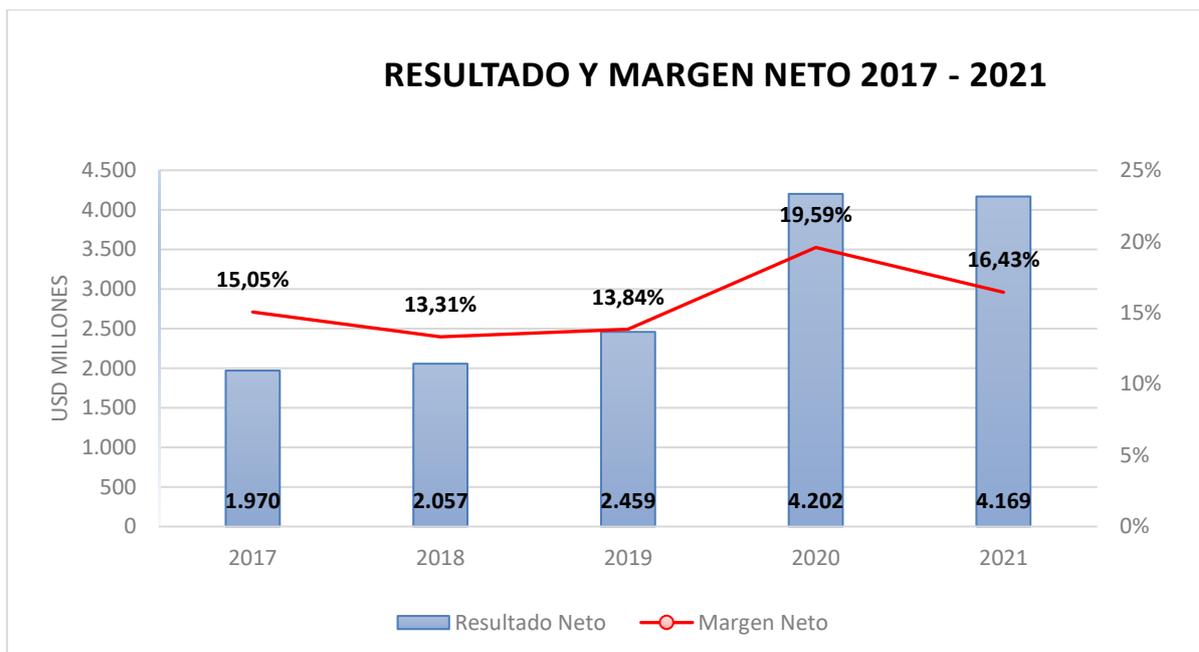
El mismo se obtiene con el resultado neto de la operación en relación a las ventas que realizó la compañía en dicho período.

El margen neto como hemos desarrollado en los márgenes anteriores se explica básicamente por el incremento de los costos transaccionales directos que tuvo PayPal.

Allí el porcentual de ingresos netos se redujo (-3,68%) lo que explica la caída de este margen respecto de 2020 en el cual había sido considerablemente creciente versus el año anterior en casi 6 puntos porcentuales.

Como comentamos anteriormente el margen bruto estuvo en línea respecto de 2020 y el operativo fue mejor, lo que produjo que el margen neto no fuera aún una cifra inferior para este 2021.

Gráfico N° 13 – Evolución resultado neto y margen neto



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

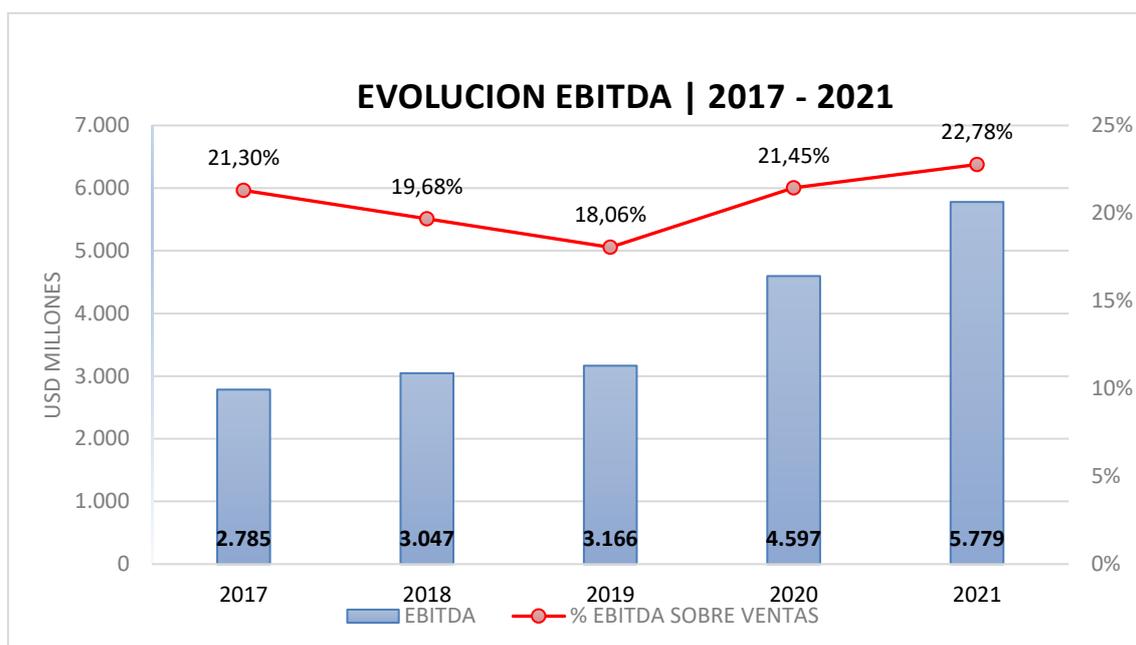
3.2.4 Margen EBITDA

Para continuar el análisis de la rentabilidad del negocio analizaremos el margen EBITDA (ganancias después de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

Para obtener el margen EBITDA es necesario deducir de los ingresos generados por las ventas los costos asociados a ellas y el total de los gastos operativos, pero a diferencia del margen operativo, para arribar al margen EBITDA debe adicionársele los costos asociados a las depreciaciones y amortizaciones que contabiliza anualmente la compañía.

El margen se mantuvo estable en relación a períodos anteriores, exceptuando el 2020 que ya hemos comentado a lo largo del presente que fue un año que presentó un comportamiento particular.

Gráfico N° 14 – Evolución margen EBITDA



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.2.5 Flujo de caja libre

PayPal cuenta con excedentes muy importantes en su caja lo que le permite incorporar más innovaciones a su servicio actual o adquisiciones de otras compañías (incluso con la posibilidad de comprar competidores directos) para no tener que desarrollarlos internamente y tomar los riesgos que luego el proyecto no sea exitoso o demore su salida al mercado.

Esto es otro punto muy favorable que posee la compañía porque ante posibles irrupciones de pequeñas tecnologías que puedan ser amenazas para sus productos o generen mayor valor agregado a su servicio, PayPal puede adquirirlas y hacerse de ellas debido al excedente de caja que posee como ha ocurrido recientemente con varias adquisiciones.

En 2021 por cada dólar de ventas ha generado casi USD 0.14 de flujo libre de caja, el cual desde su separación de eBay no ha parado de incrementarse lo que habla por sí solo de la salud financiera de la compañía.

Comparándolo contra los activos totales de la compañía la caja o equivalentes actualmente representan un 4,6% de dicho total.

Gráfico N° 15 – Evolución flujo de caja libre



FUENTE REPORTE ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.2.6 Ratios de eficiencia operativa

Los ratios de eficiencia operativa son medidas utilizadas para evaluar el grado de eficiencia con la cual desarrolla sus operaciones una compañía, que también es llamado ciclo de conversión de caja. El mismo la componen los días de cuentas por cobrar, días de cuentas por pagar y días de inventario; y se encarga de medir el plazo que necesita la compañía desde que adquiere los insumos necesarios para prestar el servicio hasta que hace efectivo dichos cobros una vez perfeccionada la venta. Para el caso de las empresas del rubro financiero no se utiliza materia prima ni se acumulan inventarios.

Considerando lo manifestado en el párrafo anterior las compras de la compañía principalmente la componen el pago de salarios, cargas sociales asociadas y mínimamente compras que no resultan significantes para el presente análisis, lo cual nos hace asumir que los días de cuentas por pagar se ubique en torno a los 30 días ya que este es el plazo habitual que las empresas abonan las remuneraciones a sus empleados junto con las cargas sociales correspondientes. Los días de cuentas por cobrar arrojo para 2021 la cifra de 0 días, un indicador excelente para la empresa, ya que representa un rango de eficiencia muy alto en este indicador. El mismo se calculó con las cuentas por cobrar / ventas anuales * 365.

Tabla N° 6 – Evolución ciclo conversión de caja

CICLO DE CONVERSIÓN DE CAJA	2017	2018	2019	2020	2021
DIAS CUENTAS POR COBRAR	9	10	12	14	0

DIAS CUENTAS POR PAGAR	30	30	30	30	30
DIAS DE CICLO DE CONVERSION DE CAJA	-21	-20	-18	-16	-30

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.3 Ratios de rentabilidad

3.3.1 Retorno sobre el patrimonio neto (ROE – Return on Equity)

El retorno sobre el capital mide la utilidad neta de la empresa en relación del patrimonio neto que posee.

Es un ratio particularmente útil para evaluar el desempeño de la compañía y uno de los indicadores que más miran los inversores dado que analiza la capacidad que tiene una empresa para generar beneficios para sus accionistas.

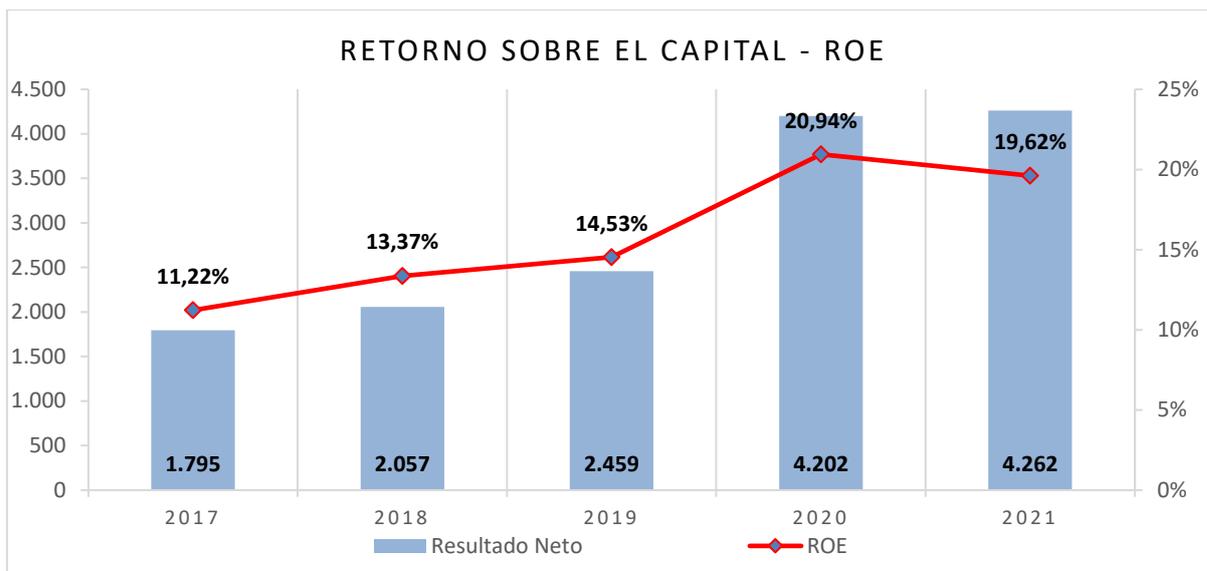
El Retorno sobre el capital de PayPal ha tenido una tendencia creciente durante todo el período 2016 – 2020 solo con un leve decrecimiento en 2021 explicado principalmente por la disminución del margen de utilidad neta respecto de las ventas de 2020 (-2,79%), lo que muestra un rendimiento sólido, sostenido y creciente en líneas generales de la compañía.

Tabla N° 7 – Cálculo del ROE

AÑO	2017	2018	2019	2020	2021
(En millones USD)					
UTILIDAD NETA	1.795	2.057	2.459	4.202	4.262
PATRIMONIO NETO	15.994	15.386	16.929	20.063	21.727
ROE	11,22%	13,37%	14,53%	20,94%	19,62%

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

Gráfico N° 16 – Evolución del ROE – Resultado neto



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

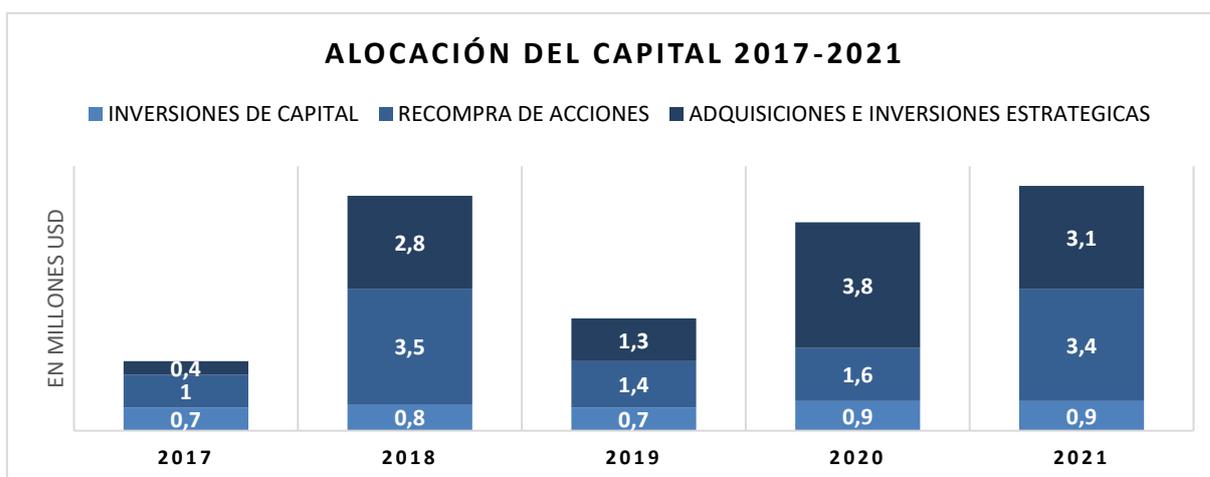
En los últimos cuatro años PayPal ha tomado la decisión de una recompra importante de acciones por casi USD 8 mil millones, y particularmente en el Q4-20 ejecutó la mayor recompra del año con 1.3 millones de acciones que han sido readquiridas a un precio promedio de USD 199,43 por acción. Desde la separación de eBay en 2015 la compañía ha tomado la decisión de recomprar 117 millones de acciones retornándole a sus inversores una cifra cercana a USD 8.6 mil millones a un promedio de USD 73,48 por acción.

En 2021 ha recomprado USD 3.4 mil millones en acciones ordinarias en el mercado abierto siendo consecuente con lo manifestado en 2018 en su plan de recompra anunciado en dicho año.

Otra inversión muy importante del mismo período han sido las adquisiciones e inversiones estratégicas que ha realizado, las cuales alcanzaron un monto equivalente a USD 3.8 mil millones durante el año 2020 en las adquisiciones de Simility, Chargehound, Happy Returns y otras empresas emergentes de tecnología, comercio e infraestructura para poder brindar un mejor servicio incorporando en el mismo las transacciones con monedas digitales.

En 2021 la adquisición más importante que hizo fue la compra de Paidy una plataforma bilateral que permite compras financiadas que se utiliza principalmente en Japón.

Gráfico N° 17 – Evolución alocaación del capital



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.3.2 Retorno sobre los activos (ROA – Return on Assets)

También conocido como el ratio de rentabilidad económica es un indicador que mide la rentabilidad total de los activos de la empresa.

Este expresa la rentabilidad económica de la empresa independientemente de la forma que financie esos activos ya sea con recursos propios o ajenos.

Se obtiene calculando el EBIT sobre el total de activos que posee la compañía.

Tanto el EBIT como los activos tuvieron comportamientos bastante dispares en el periodo analizado y por ello el ROA ha tenido cifras fluctuantes en el periodo analizado.

En 2021 alcanzó una cifra cercana a su desempeño en 2018 y 2019 evidenciando que 2020 ha sido un año muy particular y atípico para la compañía.

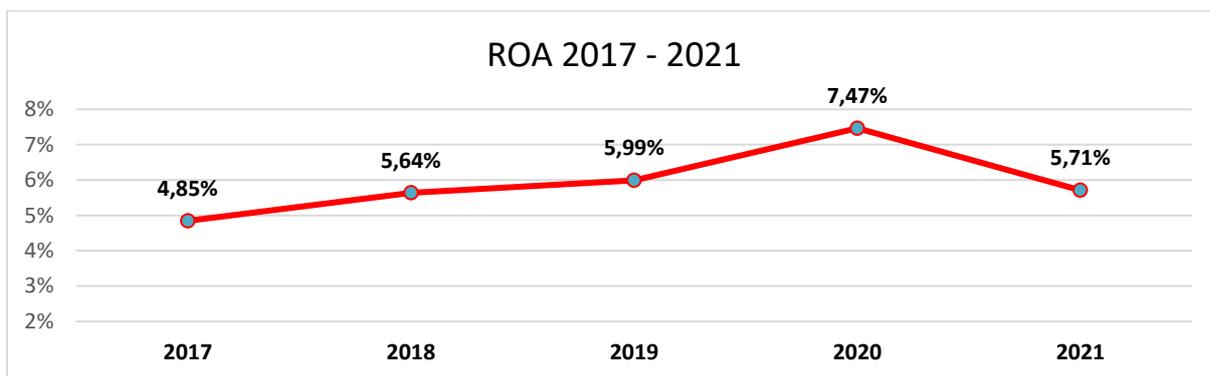
La caída de 2021 esta explicado por la disminución del EBIT y crecimiento en menor medida de los activos.

Tabla N° 8 – Relación EBIT / Activos totales

(En Millones USD)	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	1.976	2.445	3.076	5.255	4.330
ACTIVOS	40.774	43.332	51.333	70.379	75.803
ROA	4,85%	5,64%	5,99%	7,47%	5,71%

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

Gráfico N° 18 – Evolución del ROA



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

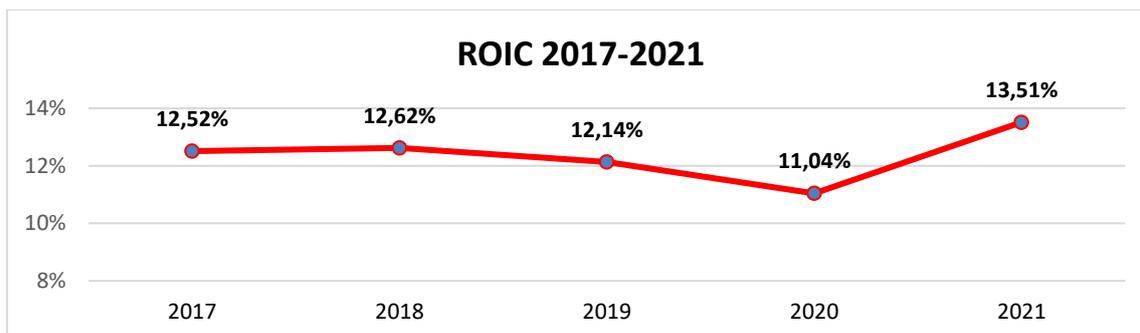
3.3.3 Retorno sobre las inversiones (ROIC – Return on Investment Capital)

El ratio del rendimiento del capital invertido (ROIC por sus siglas en inglés) es un cálculo que se utiliza para evaluar la eficiencia con la cual una empresa asigna el capital invertido que posee en nuevos proyectos / desarrollos y como logra transformarlo en inversiones rentables para los grupos de interés.

El ROIC se calcula como la relación entre NOPAT (EBIT menos los impuestos) sobre el capital invertido de la compañía (patrimonio neto más la deuda financiera).

El ratio ROIC nos dice mucho sobre la calidad del negocio que lleva adelante la empresa, pero resulta muy importante comprender cuáles son las fuentes de esa rentabilidad y, por sobre todas las cosas, si la compañía está en condiciones de sostener esa rentabilidad en el futuro. En el periodo analizado siempre ha sido superior al 10%.

Gráfico N° 19 – Evolución del ROIC



FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.4 Ratios crediticios

3.4.1 Estructura de deuda y capital

La razón deuda / capital (D/E sus siglas en inglés) se obtiene dividiendo el pasivo total de una empresa por su capital contable, es un índice muy utilizado para medir el grado de apalancamiento financiero que posee una compañía y mediante este indicador conocer la evolución en el tiempo del riesgo-endeudamiento que posee

Tabla Nº 9 – Evolución estructura deuda y capital

(Expresado en Millones de USD)	2017	2018	2019	2020	2021
Deuda F.	1.000	1.998	5.472	9.725	9.810
Patrimonio Neto	15.994	15.386	16.929	20.063	21.727
Capital Total	40.774	43.332	51.333	70.379	75.803
Deuda F. / PN	0,06	0,13	0,32	0,48	0,45
Deuda F. / Capital Total	2,5%	4,6%	10,7%	13,8%	12,9%
PN / Capital Total	39,2%	35,5%	33,0%	28,5%	28,7%

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

El incremento en la deuda de la compañía puede explicarse porque ha incrementado el valor de deuda a largo plazo que poseía al cierre de 2020 en una cifra cercana USD 4.000 millones.

Las obligaciones de la compañía han sido diferidas en proporciones iguales al primero de junio de 2023, 2025, 2030 y 2050. Las nuevas obligaciones emitidas, la compañía declara que pueden ser utilizadas para recompra de acciones, recompra de deuda corporativa, adquisiciones de nuevos negocios o para la actividad principal como capital de trabajo. Todo el resto de los ítems que componen los pasivos de la compañía no han presentado variaciones significativas que ameriten ser detalladas en el presente.

Por las razones enumeradas anteriormente todos los ratios de endeudamiento son superiores los últimos 4 años de gestión de la empresa, pero no representan una amenaza a futuro dado el bajo monto de las mismas, una tasa de intereses de endeudamiento baja y el diferimiento en el tiempo que tienen sus vencimientos, sumado al amplio flujo de caja libre que posee la compañía.

Tabla Nº 10 – Detalle deuda financiera

	Vencimientos	Tasa Efectiva	2019	2020	2021
			(en millones)		
Fixed-rate 2,200% notas	26/9/2022	2,39%	1.472	1.725	1.810
Fixed-rate 2,400% notas	1/10/2024	2,52%	1.250	1.250	1.250
Fixed-rate 2,650% notas	1/10/2026	2,78%	1.250	1.250	1.250
Fixed-rate 2,850% notas	1/10/2029	2,96%	1.500	1.500	1.500
Fixed-rate 1,350% notas	1/6/2023	1,55%	0	1.000	1.000
Fixed-rate 1,650% notas	1/6/2025	1,78%	0	1.000	1.000
Fixed-rate 2,300% notas	1/6/2030	2,39%	0	1.000	1.000
Fixed-rate 3,250% notas	1/6/2050	3,33%	0	1.000	1.000
DEUDA LARGO PLAZO			4.000	8.000	8.000
DEUDA CP+LP			5.472	9.725	9.810

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.4.2 Ratios de endeudamiento financiero

Los ratios de endeudamiento financiero también presentan números muy sólidos respecto a la salud financiera de la compañía. El de EBIT / INTERESES solo se ha modificado porque la compañía tomo la decisión de tomar deuda para adquisiciones estratégicas y un plan de recompra de acciones siendo para el último año 25x y el de DEUDA FINANCIERA TOTAL / EBITDA también se mantiene por debajo de un ratio que

pueda representar un problema a futuro para cumplir con las obligaciones contraídas con un 0.72x para 2021.

Tabla N° 11 – Evolución de ratios de cobertura

RATIOS DE COBERTURA	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT / INTERESES	23,25	14,55	15,61	59,72	75,96
DEUDA FINANCIERA TOTAL / EBITDA	0,36	0,62	1,37	1,51	1,75

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

3.4.3 Ratio de liquidez

Este ratio es un muy buen indicador de la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a obligaciones de corto plazo y cuál es la solvencia con la cual cuenta la compañía para afrontar estas obligaciones. El mismo se obtiene de la razón entre el activo corriente y el pasivo corriente de la compañía.

Tabla N° 12 – Ratio de liquidez

(En Millones de USD)	2017	2018	2019	2020	2021
Activo Corriente	32.645	32.963	38.495	50.995	52.574
Pasivo Corriente	22.863	25.904	26.919	38.447	43.029
Ratio de Liquidez	1,43	1,27	1,43	1,33	1,22

FUENTE REPORTES ANUALES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

En el lapso que hemos realizado el análisis la compañía demuestra otro elemento de solvencia para afrontar sus compromisos futuros.

3.5 Análisis de competidores directos

Para concluir el análisis financiero de PayPal, se expondrá un análisis y comparación de los principales indicadores de la compañía y de sus principales competidores del segmento y empresas que puedan considerarse comparables con la actividad que desarrolla la compañía. A tales efectos se excluyen las grandes tecnológicas y se focalizara en las empresas más similares de su segmento para no distorsionar el mismo.

La industria de pagos es un segmento altamente competitivo, innovador y cada vez con mayores regulaciones y supervisiones de la industria como hemos mencionado con anterioridad. PayPal compite con una amplia gama de empresas donde algunos de ellos poseen mayor tamaño y trayectoria en el segmento o pueden prestar servicios que no presta actualmente la compañía; y otras empresas emergentes que también pueden posicionarse a futuro como competidores fuertes del segmento.

Todas las empresas seleccionadas para el presente análisis cotizan en Estados Unidos para facilitar la obtención de la información y se analizaran datos de 2020 / 2021 de todas las compañías para tener un parámetro de la evolución de los indicadores durante la pandemia Covid 19.

En los ratios de ROE, ROA y ROIC se encuentra muy por encima de los competidores directos de su segmento y por debajo de gigantes de procesamientos de pago como ser VISA y MasterCard.

Tabla Nº 13 – Comparación ratios versus competidores directos

COMPAÑÍA	ROE		ROA		ROIC	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
SQUARE	9,69%	5,58%	2,95%	1,40%	-0,64%	3,40%
FISERV	2,83%	4,12%	1,26%	1,77%	2,19%	2,75%
GLOBAL PAYMENTS	2,12%	3,64%	1,32%	2,16%	1,57%	2,35%
VISA	34,72%	36,59%	13,65%	14,66%	22,12%	24,93%
MASTERCARD	104,38%	126,79%	20,41%	24,38%	57,84%	46,66%
SHOPIFY	5,68%	27,62%	6,09%	3,70%	6,79%	33,25%
PAYPAL	20,94%	19,62%	7,47%	5,71%	11,04%	13,51%

FUENTES YAHOO FINANCE / REPORTES CONTABLES ANUALES VARIOS – ELABORACION PROPIA

La tasa de crecimiento anual compuesta de ventas de los últimos 5 años (CAGR) las empresas del segmento han tenido cifras superiores a las de PayPal.

Respecto al % EBITDA / Ventas de las empresas comparadas se encuentra por debajo de las industrias de su segmento mayoritariamente, contrariamente a su flujo libre de caja que es una de las mejores y que más genera.

Tabla Nº 14 – Comparación ratios versus competidores directos

COMPAÑÍA	CAGR VENTAS 5 AÑOS		% EBITDA / VENTAS		FLUJO LIBRE DE CAJA	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
SQUARE	53,55%	68,06%	3%	4%	244	714
FISERV	28,16%	29,92%	34%	34%	3.356	2.989
GLOBAL PAYMENTS	26,51%	21,01%	40%	43%	1.878	2.288
VISA	9,71%	7,05%	68%	69%	9.704	14.522
MASTERCARD	9,16%	10,87%	58%	58%	6.190	8.472
SHOPIFY	65,62%	61,78%	5%	7%	383	454
PAYPAL	18,58%	18,02%	21%	23%	2.573	3.555

FUENTES YAHOO FINANCE / REPORTES CONTABLES ANUALES VARIOS – ELABORACION PROPIA

El ratio de apalancamiento que se mide utilizando el cociente deuda / capital se encuentra con uno de los ratios más altos junto con Square y MasterCard. En el de razón de endeudamiento se ubica entre los más bajos y liquidez dentro de la media.

Tabla Nº 15 – Comparación ratios versus competidores directos

COMPAÑÍA	APALANCAMIENTO D/E		RAZÓN ENDEUD. (D/D+E)		LIQUIDEZ AC/PC	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
SQUARE	1,28	1,73	0,56	0,63	1,88	1,94
FISERV	0,60	0,65	0,38	0,39	1,04	1,03
GLOBAL PAYMENTS	0,49	0,47	0,33	0,32	1,03	1,04
VISA	0,66	0,56	0,40	0,36	1,91	1,75
MASTERCARD	1,98	1,90	0,66	0,66	1,61	1,29
SHOPIFY	0,12	0,08	0,11	0,08	15,69	12,15
PAYPAL	0,48	0,45	0,21	0,23	1,33	1,22

Con dicho análisis concluimos la comparación contra sus competidores del segmento y en la próxima sección nos enfocaremos en realizar la valuación de la empresa al 31/12/2021.

4. Valuación de PayPal Holdings Inc.

4.1 Flujo de fondos descontados y valuación por múltiplos

El objetivo del presente trabajo es realizar una valuación del capital accionario de PayPal Holdings Inc., para ello el método que se utilizará es el de flujo de fondos descontados (DCF sus siglas en ingles) y se realizará también la valuación por múltiplos de comparables.

El flujo de fondos descontados es utilizado tanto para valorar proyectos individuales o compañías en su totalidad como es el caso particular de este trabajo.

La presente valuación se realiza al 31/12/2021, y se proyectan 3 escenarios posibles para el futuro de las operaciones de la compañía: uno base o más probable de acuerdo a los resultados que viene mostrando en sus últimos años de gestión estimando un crecimiento promedio de 13,31% anual, uno pesimista disminuyendo considerablemente la cifra de crecimiento promedio a 10,37% y otro optimista para contrastar bien los posibles escenarios con 16,29% en el crecimiento de las ventas en el periodo para la compañía.

Para el armado de estos últimos se estimarán los flujos de fondos libres que obtendrá PayPal 10 años hacia adelante a partir de la fecha, que luego será descontado a una tasa de costo promedio ponderado del capital (WACC sus siglas en ingles). El flujo de fondos libre representa el efectivo después de impuestos disponible para los inversionistas, tenedores de deuda corporativa y accionistas.

La valuación de flujos de fondos descontados se desarrolla en base a estimaciones sobre presunciones que surgen del análisis realizado durante todo el presente trabajo en las secciones anteriores. A continuación, detallaremos un cuadro con las métricas clave que utilizaremos para valorar la compañía, indicadores muy representativos

respecto al crecimiento esperado a futuro que serán la base y el sustento de nuestras presunciones para arribar al resultado final.

La valuación por múltiplos se utiliza para valuar empresas y asume que activos similares deberían negociarse a precios similares en el mercado, es decir que compañías que se desarrollan en la misma industria y con un rendimiento similar deberían negociarse a un múltiplo similar en el mercado de valores. Además, será una herramienta útil para corroborar la coherencia del resultado obtenido en el otro método de valuación. En este método es fundamental la elección de las empresas que serán los comparables para obtener los múltiplos.

4.1.1 Costo del capital propio

Comenzaremos por obtener el costo del capital propio (K_e), utilizando el modelo de CAPM, el cual establece que el retorno del capital propio es igual al retorno de los activos libres de riesgo, sumados al cociente entre el riesgo sistémico y la prima de riesgo del mercado.

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (\text{MRP})$$

R_f : Tasa libre de riesgo de EE. UU.

Beta: Riesgo sistémico del Capital Propio

MRP: Prima de Riesgo del Mercado

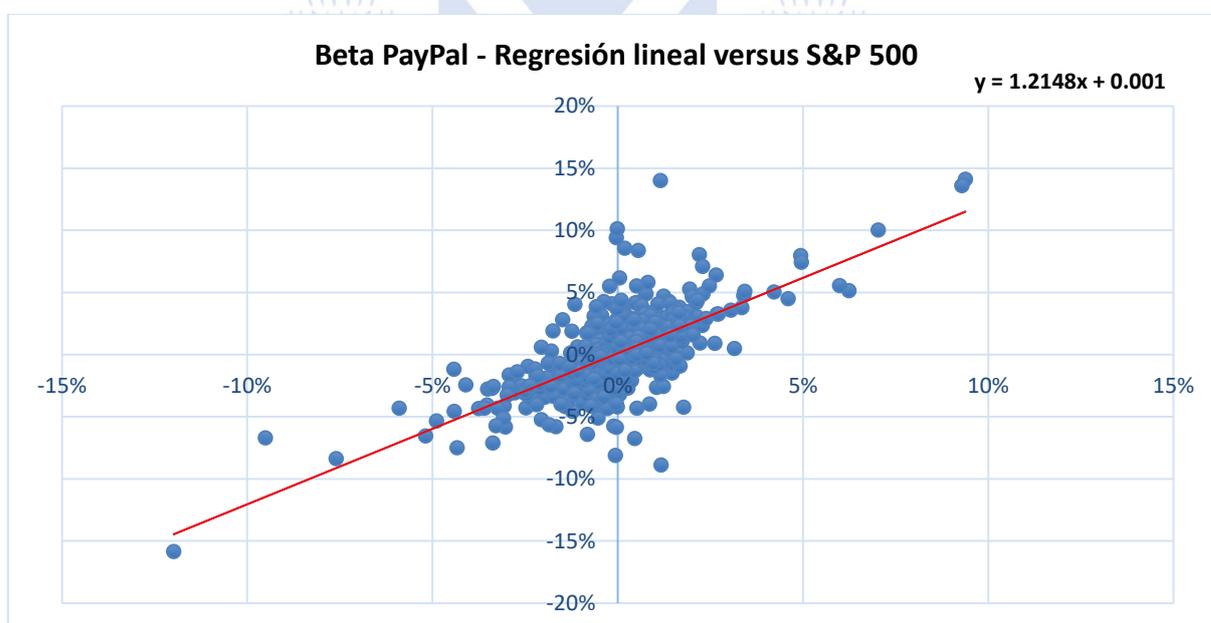
PRIMA DE RIESGO DE MERCADO	
RETORNO S&P 500 (PROM ULT. 50 AÑOS)	9,50%
TASA LIBRE DE RIESGO	1,52%
PRIMA DE RIESGO DE MERCADO	7,98%

La tasa libre de riesgo el modelo establece que se debe utilizar una tasa que posea liquidez en el mercado, y que no tenga riesgo de reinversión ni de crédito.

Para nuestro caso en particular utilizaremos la más utilizada y aceptada que es la del bono del tesoro de los Estados Unidos a 10 años que marcaba un rendimiento de **1,52%**.

La beta de PayPal (que es un coeficiente que representa la sensibilidad del activo respecto a los movimientos del mercado) se obtuvo efectuando una regresión lineal de los rendimientos diarios de la compañía respecto de los rendimientos diarios del S&P 500 de los últimos 5 años, la cual arrojó un resultado de **1,2148**.

Gráfico N° 20 - Cálculo de beta de PayPal



FUENTE YAHOO FINANCE – ELABORACION PROPIA

Prima de riesgo de mercado se han extraído los datos de los últimos 50 años del rendimiento del S&P 500 para abarcar períodos donde la economía ha crecido significativamente, otros en los cuales hubo recesiones o periodos promedio más estables.

Este indicador refleja el retorno adicional por invertir en activos de mercado que poseen un riesgo mayor a los bonos soberanos de EE. UU y la cual arrojó un retorno de **7,98%**

$$K_e = 0.0152 + 1.2148 * (0.0950 - 0.0152) = 11,21\%$$

4.1.2 Costo de la deuda

Para el cálculo del costo de la deuda se ha considerado un promedio el rendimiento de la deuda financiera emitida a mayor plazo y la emitida a 2030 por la compañía. Para ello tomaremos deuda corporativa que vence el 01/06/2050 rendimiento efectivo de 3,35% y la deuda al 01/06/2030 con 2,39%. El promedio de ambas arroja 2,87%.

Para estimar la proporción de capital y deuda que tiene la compañía se ha utilizado la capitalización de mercado de PayPal al 31/12/2021 y el valor de la deuda financiera de sus estados contables al cierre del balance 2021.

4.1.3 Tasa de descuento

En cuanto a la tasa de descuento a utilizar es apropiado diferenciar el costo del capital que representa la retribución esperada por los accionistas por proveer fondos, del costo de la deuda que consiste en el rendimiento que exigen los acreedores para proporcionarle a la firma fondos mediante prestamos u obligaciones negociables.

La tasa para utilizar en el presente consiste en ponderar el costo del capital propio y de la deuda, en relación al promedio ponderado del costo de los distintos componentes de la estructura propia de capital que posee la compañía (composición porcentual de capital propio y deuda que posee con acreedores). Dicha tasa debe contemplar los riesgos propios inherentes del negocio y el costo de oportunidad por no utilizar ese dinero en otras inversiones que brinde el mercado.

Tasa impositiva de impuesto a las ganancias tomaremos el promedio de los últimos 5 años para la compañía que ha sido 21%.

$$\text{WACC} = K_e * E / D+E + K_d * D / D+E * (1 - T)$$

K_e : Costo de Capital Propio

E : Valor de Mercado del Capital Propio

D : Valor de Mercado de la Deuda

K_d : Costo de la Deuda

T: Impuesto a las Ganancias

PAYPAL HOLDINGS INC.	2021
TASA LIBRE DE RIESGO	1,52%
PRIMA DE RIESGO DE MERCADO	7,98%
BETA	1,21
COSTO CAPITAL ACCIONARIO	11,21%
COSTO DEUDA FINANCIERA	2,87%
TASA IMPUESTO A LAS GANANCIAS	21%
DEUDA FINANCIERA TOTAL	9.810
CAPTIAL ACCIONARIO/CAPITAL TOTAL	96,53%
DEUDA FINANCIERA / CAPITAL TOTAL	3,47%
WACC	10,83%

4.1.4 Valor terminal

Asumiremos que la actividad de PayPal continuará por un tiempo indefinido, lo cual nos lleva a tener que calcular un valor terminal para la compañía.

Este representa el valor de los flujos de fondos a perpetuidad posteriores a la proyección de 5 años que realizaremos para las actividades de la compañía a una tasa constante que denominaremos “g”.

La tasa “g” representa la estabilización a futuro de las actividades de la empresa, debido a que todas las empresas a largo plazo estabilizan su actividad y también por consecuencia su crecimiento. Cabe remarcar que las ventas, resultados operativos y los flujos fondos evolucionarán en relación con esta tasa “g” y el importe resultante será descontado a la tasa WACC previamente calculada como el resto de los flujos de la proyección.

Las fuentes consultadas indican que luego de 2025 esta tasa de crecimiento anual será aproximadamente de un 4,3% para EE. UU., 3% en Reino Unido y 5,9% en el resto de los países siendo las zonas de países emergentes los cuales le representan mayores oportunidades de crecimiento, pero por ahora no posee una participación significativa en la proporción de sus ventas. Teniendo presente que el mercado más importante de

las ventas de PayPal es EE. UU., dicho mercado es el que tomara mayor ponderación en la tasa de crecimiento resultante.

El crecimiento real del PBI para 2022 está proyectado en 3% para EE. UU. y tendrá un decrecimiento hasta estabilizarse en 2,5% aproximadamente en perspectiva a largo plazo. Otro aspecto significativo a tener en cuenta es que las proyecciones de inflación son mayores a las de años anteriores (debido a la gran emisión monetaria que ha generado la pandemia) y esto puede provocar subidas de tasas que podrían desacelerar el crecimiento de la economía norteamericana principalmente como medida económica para contener la inflación.

Con dichas perspectivas y el análisis desarrollado de las proyecciones de crecimiento de mercados, utilizaremos una tasa de crecimiento promedio “g” de 4,1% para el cálculo del valor terminal de la compañía.

4.1.5 Alícuota impositiva

La alícuota del impuesto a las ganancias utilizada será el 21%, equivalente a la tasa de impuesto a las ganancias promedio que ha tenido que abonar la compañía en el periodo 2016-2020. En 2021 la compañía tuvo una disminución significativa de la tasa impositiva (2%) como consecuencia de la reducción de un gasto fiscal relacionado con las transferencias intercompañía de propiedad intelectual, aumentando los beneficios fiscales asociados a deducciones, pero se considera conveniente respetar el promedio de los últimos 4 años anteriores al actual que se consideran más representativos de la situación habitual. Por dicha razón utilizaremos esta alícuota para la valuación del presente.

4.1.6 Amortizaciones y depreciaciones

La compañía realiza amortizaciones de activos intangibles con el método de línea recta sin asignarle un valor terminal a los mismos. En los estados contables las propiedades y equipos se declaran al costo histórico menos la depreciación y amortización acumulada de los mismos.

Software y equipos informáticos se amortizan en un plazo de 1 a 4 años incluidos los costos capitalizados de software y desarrollo de sitios web, 3 años para muebles y accesorios, y hasta 30 años para edificios y mejoras sobre los mismos.

Históricamente representaron cerca de un 5% de las ventas totales de la compañía y mantendremos dicho porcentaje para el cálculo de la valuación.

4.1.7 Resultados de la valuación de flujos de fondos descontados

En esta sección del presente, expondremos los resultados de la valuación del capital accionario de PayPal mediante la metodología de Flujos de Fondos Descontados (DCF) al 31/12/2021.

Las inversiones para todos los escenarios se mantendrán constantes cercanas a un 5%, debido a que el segmento de procesamiento de pagos es un rubro tecnológico que necesita efectuar consistentemente todos los años inversiones y desarrollos para no quedar desactualizado versus las nuevas tecnologías que emergen en dicho mercado. Este porcentaje ha sido el promedio de los últimos 5 años de la compañía.

Los gastos operativos se irán reduciendo en relación a las acciones y planes de la gerencia de la compañía de PayPal para los siguientes años en pos de eficientizar las operaciones y bajar dichos costos, lo cual permitirá incrementar paulatinamente el resultado operativo de la compañía.

VALUACION PAYPAL AL 31/12/2021			
	ESCENARIO PESIMISTA	ESCENARIO BASE	ESCENARIO OPTIMISTA
VALOR DE LA EMPRESA	123.736	151.813	183.732
VALOR CAPITAL ACCIONARIO PAYPAL	119.123	147.200	179.119
ACCIONES EN CIRCULACION	1.186	1.186	1.186
PRECIO DE LA ACCION EN USD	100,44	124,11	151,03

En los resultados del escenario base el valor estimado de la empresa (EV) es de USD 151.813 millones, el valor del capital accionario USD 147.200 millones (para el cual se ha incorporado al valor estimado de la empresa, el monto de caja y equivalentes y se sustrajo el valor de la deuda financiera reflejada en el balance de la compañía al 31/12/2021), arrojándonos finalmente un valor por acción de USD 124,11. El mismo ha sido calculado sobre una base de crecimiento de ventas promedio cercanas al 10,11% para el periodo que realizamos el ejercicio de valuación.

A los efectos de sensibilizar los resultados obtenidos en el escenario anterior, se plantearon otros dos posibles escenarios en proporción a la proyección de ventas estimadas que tiene para el periodo la gerencia de PayPal (un escenario optimista y uno pesimista).

En el escenario optimista se obtuvo un valor estimado de empresa de USD 183.732 millones, el valor del capital accionario USD 179.119 millones, arrojando finalmente un valor por acción de USD 151,03. Las ventas promedio del periodo se proyectaron cercanas al 12,81%.

Por último, en el escenario pesimista el valor estimado de la empresa fue de USD 123.736 millones, el valor del capital accionario USD 119.123 millones y el valor de las acciones de la compañía USD 100,44. En dicho escenario las ventas promedio se proyectaron en cifras inferiores a los dos escenarios anteriores (7,32%).

Todos los cálculos y variables utilizadas para los 3 escenarios se encuentran detallados con mayor grado de información respecto a la obtención de los resultados finales en el anexo 3.

4.2 Valuación por múltiplos

La valuación por múltiplos del mercado es una valuación relativa con empresas comparables del segmento, y representa una metodología que se utiliza con frecuencia como complemento de la valuación por flujo de fondos descontados como alternativa para obtener una aproximación rápida al valor del activo que se esté analizando.

Mediante esta metodología el valor del activo resulta de un múltiplo estimado a partir de valores de mercado de activos que sean comparables con el activo a valorar, y para ello

es importante tener presentes algunos aspectos como ser: que los comparables también coticen en bolsa, que desarrollen su actividad en el mismo segmento o que posean alto grado de similitud en su actividad y determinar el múltiplo más adecuado para realizar la valuación dependiendo el rubro en cual presta su servicio/producto.

Para el caso específico de PayPal se seleccionaron compañías comparables a nivel mundial que se encuentren en el segmento de procesamientos de pagos y hemos seleccionado en particular el múltiplo EV/EBIT.

Debido a que los ratios de Square Inc., una de las principales competidoras del segmento y de PayPal en procesamiento de pagos en línea, son considerablemente superiores y dispares respecto al resto de las del segmento se ha excluido del presente análisis para no distorsionar el resultado final ni las conclusiones sobre la empresa que abarca nuestro análisis. De los comparables podríamos indicar que presenta mayores similitudes con Visa de acuerdo a los ratios presentados en la tabla siguiente.

Tabla Nº 16 – Comparables del segmento

EMPRESA	CAGR VTAS (5 AÑOS)	VENTAS	EBIT	ROE	(D/D+E)	EV/EBIT
Fiserv	29,92%	16.226	5.016	4,12%	0,58	39,04
Visa	7,05%	24.105	31.656	36,59%	0,55	30,05
MasterCard	10,87%	18.883	12.179	126,79%	0,80	35,61
Global Payments	21,01%	8.524	3.651	3,64%	0,43	36,31
MEDIA	17,21%	16.935	13.126	42,79%	0,59	35,25
MEDIANA	15,94%	17.555	8.598	20,36%	0,57	35,96
PayPal	18,02%	25.371	4.262	5,71%	0,31	35-37x

FUENTES REPORTES CONTABLES ANUALES – ELABORACION PROPIA

Mismo caso se refleja en el beneficio neto obtenido en relación a sus fondos propios (ROE) el cual se utiliza para medir la rentabilidad de la compañía con una cifra muy superior a las competidoras del segmento excluyendo Visa y MasterCard.

Tabla N° 17 – Valuación por múltiplos EV/EBIT

		EV/EBIT				
		34	35	36	37	38
EBIT 2021	3.900	132.600	136.500	140.400	144.300	148.200
	4.000	136.000	140.000	144.000	148.000	152.000
	4.100	139.400	143.500	147.600	151.700	155.800
	4.262	144.908	149.170	153.432	157.694	161.956
	4.300	146.200	150.500	154.800	159.100	163.400
	4.400	149.600	154.000	158.400	162.800	167.200
	4.500	153.000	157.500	162.000	166.500	171.000

Valor Promedio

153.432

Deuda financiera Neta de Caja

4.613

148.819

FUENTES REPORTES CONTABLES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

El EV/EBIT de PayPal como lo demuestra la tabla precedente se encuentra en el rango de 35-37x, dado que al importe obtenido en el mismo le hemos agregado la deuda financiera neta de caja que posee la compañía al 31/12/2021.

Para dicho rango el precio por acción oscilaría en precios cercanos a USD 125,21 – 134,05 como se detalla en el gráfico a continuación.

Tabla N° 18 – Valuación por múltiplos EV/EBIT (Precio estimado por acción)

		EV/EBIT (Precio por acción)				
		34	35	36	37	38
EBIT 2021	3.900	112,07	115,49	118,90	122,32	125,73
	4.000	115,05	118,55	122,06	125,56	129,06
	4.100	118,03	121,62	125,21	128,80	132,39
	4.262	122,85	126,58	130,31	134,05	137,78
	4.300	123,98	127,75	131,51	135,28	139,04
	4.400	126,96	130,81	134,66	138,52	142,37
	4.500	129,94	133,88	137,82	141,76	145,70

FUENTES REPORTES CONTABLES PAYPAL HOLDINGS INC – ELABORACION PROPIA

5. Consideraciones finales

PayPal es una compañía con una gran trayectoria en el mercado de procesamiento de pagos en línea, con una alta percepción de valor para los usuarios y con recursos tecnológicos de alta calidad que lo posicionan como líder en su segmento.

Desarrolla su actividad principal en un segmento con altas expectativas de crecimiento de cara a futuro, pero a su vez también es un mercado muy competitivo en el cual aparecen nuevos competidores constantemente.

Es una empresa que se destaca por estar constantemente innovando y adoptándose a las necesidades del mercado y de sus clientes como lo demuestra la adopción de monedas digitales a su billetera virtual. La pandemia si bien en un lapso corto de 2020 redujo sus ingresos, visto en perspectiva ha generado la migración de las preferencias de consumo de presencial a digital lo cual la benefició y para lo cual también estuvo preparada con los recursos necesarios para responder a lo que requería el entorno.

Estableció alianzas comerciales con compañías muy importantes a nivel mundial, con crecimiento constante en cuentas activas, volumen de procesamiento de pagos y sus excedentes de caja le brindan una posición financiera privilegiada.

El crecimiento menor en cuentas del esperado en el último trimestre, la alta inflación a nivel mundial que deberán sortear las economías, sumado a la incertidumbre de su evolución luego de la separación final de eBay y nuevos competidores que se incorporan al segmento constantemente ponen algunos interrogantes del crecimiento de la compañía de cara al futuro.

PayPal demostró hasta aquí llevar una gestión sólida, redituable, creciendo de forma sostenible orgánicamente año tras año y con mucho camino aún por recorrer para continuar consolidando lo que ha obtenido hasta aquí y revertir la incertidumbre reciente que predomina en el mercado sobre su futuro en el segmento de procesamiento de pagos en línea.

ANEXO 1 – BALANCE PATRIMONIAL

BALANCE PATRIMONIAL CONSOLIDADO	Al 31 de diciembre de cada año				
	2017	2018	2019	2020	2021
Activos Corrientes					
Efectivo y Equivalentes	2.883	7.575	7.349	4.794	5.197
Inversiones de Corto Plazo	2.812	1.534	3.412	8.289	4.303
Cuentas por Cobrar Netas	283	313	435	577	800
Prestamos e Intereses por Cobrar	7.712	2.532	3.972	2.769	4.846
Fondos recibidos y Saldos en cuenta	18.242	20.062	22.527	33.418	36.141
Gastos Prepagos y Otros Activos Corrientes	713	947	800	1.148	1.287
Activo Corriente	32.645	32.963	38.495	50.995	52.574
Activos no Corrientes					
Inversiones de Largo Plazo	1.961	971	2.863	6.089	6.797
Propiedades y Equipo	1.528	1.724	1.693	1.807	1.909
Valor de Marca	4.339	6.284	6.212	9.135	11.454
Activos Intangibles	168	825	778	1.048	1.332
Otros Activos	133	565	1.292	1.305	1.737
Activo no Corriente	8.129	10.369	12.838	19.384	23.229
Activos	40.774	43.332	51.333	70.379	75.803
Pasivos Corrientes					
Cuentas por Pagar	1.257	2.279	232	252	197
Pagos y Saldos adeudados a Clientes	19.742	21.562	24.527	35.418	38.841
Otros Pasivos Corrientes	1.781	2.002	2.087	2.648	3.755
Impuestos por Pagar	83	61	73	129	236
Pasivos Corrientes	22.863	25.904	26.919	38.447	43.029
Pasivos no Corrientes					
Impuestos Diferidos y Otras Deudas	1.917	2.042	2.520	2.930	2.998
Deudas a Largo Plazo	0	0	4.965	8.939	8.049
Pasivos no Corrientes	1.917	2.042	7.485	11.869	11.047
Pasivos	24.780	27.946	34.404	50.316	54.076
Patrimonio Neto	15.994	15.386	16.929	20.063	21.727
Pasivo + Patrimonio Neto	40.774	43.332	51.333	70.379	75.803
(Expresado en Millones de USD)					
Deuda	24.780	27.946	34.404	50.316	54.076
Patrimonio Neto	15.994	15.386	16.929	20.063	21.727
Capital Total	40.774	43.332	51.333	70.379	75.803
Deuda / PN	1,5x	1,8x	2,0x	2,5x	2,5x
Deuda / Capital Total	60,8%	64,5%	67,0%	71,5%	71,3%
PN / Capital Total	39,2%	35,5%	33,0%	28,5%	28,7%

ANEXO 2 – ESTADO DE RESULTADOS

ESTADO DE RESULTADOS

	2017	2018	2019	2020	2021
	(Expresado en Millones)				
Ventas	13.094	15.451	17.772	21.454	25.371
Costos de Transacciones	4.419	5.581	6.790	7.934	10.315
Ingreso Neto	8.675	9.870	10.982	13.520	15.056
	66,25%	63,88%	61,79%	63,02%	59,34%
Transacciones y Créditos Perdidos	1.011	1.274	1.380	1.741	1.060
Gastos Servicio y Operaciones	1.364	1.407	1.615	1.778	2.075
Ventas y Marketing	1.128	1.314	1.401	1.861	2.445
Resultado Bruto	5.172	5.875	6.586	8.140	9.476
	39,50%	38,02%	37,06%	37,94%	37,35%
Tecnología y Desarrollo	1.758	1.831	2.085	2.642	3.038
Generales y Administrativos	1.155	1.541	1.711	2.070	2.114
Reestructuración y Otros Cargos	132	309	71	139	62
Gastos Operativos Totales	3.045	3.681	3.867	4.851	5.214
	23,25%	23,82%	21,76%	22,61%	20,55%
Resultado Operativo	2.127	2.194	2.719	3.289	4.262
	16,24%	14,20%	15,30%	15,33%	16,80%
Otros Ingresos Netos	73	182	279	1.776	-163
Ingreso antes de impuestos	2.200	2.376	2.998	5.065	4.099
Impuestos	230	319	539	863	-70
	10,45%	13,43%	17,98%	17,04%	-1,71%
Resultado Neto	1.970	2.057	2.459	4.202	4.169
	15,05%	13,31%	13,84%	19,59%	16,43%
Resultado Netos por Acción					
Básicas	\$ 1,49	\$ 1,74	\$ 2,09	\$ 3,58	\$ 3,55
Diluidas	\$ 1,47	\$ 1,71	\$ 2,07	\$ 3,54	\$ 3,52
Acciones Promedio Ponderadas (en Millones)					
Básicas	1.203	1.184	1.174	1.173	1.174
Diluidas	1.221	1.203	1.188	1.187	1.186

ANEXO 3 – DETALLE ESCENARIOS

ESCENARIO BASE

ESCENARIO BASE	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Total de Pagos Procesados	3.360.000	4.130.000	4.760.000	5.990.000	7.410.000	8.560.000	9.750.000	10.980.000	12.340.000	13.850.000	15.724.000	17.327.848	18.592.781	19.565.183	20.371.269
% Crecimiento TPP	22,92%	15,25%	25,84%	23,71%	15,52%	13,90%	12,62%	12,39%	12,24%	13,53%	10,20%	7,30%	5,23%	4,12%	3,80%
Total de Pagos Procesados PayPal en USD	451.000	578.000	711.000	937.000	1.245.879	1.455.200	1.657.500	1.866.600	2.097.800	2.354.500	2.673.080	2.945.734	3.160.773	3.326.081	3.463.116
Ventas	13.094	15.451	17.772	21.454	25.371	29.634	33.753	38.011	42.719	47.947	54.434	59.987	64.366	67.732	70.523
% TPP / Ventas	2,90%	2,67%	2,50%	2,29%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%
% Participación TPP	13,42%	14,00%	14,94%	15,64%	16,81%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
Pérdida Pagos Plataformas Emergentes (5%)						27.856	31.728	35.731	40.156	45.070	51.168	56.388	60.504	63.668	66.291
ESCENARIO BASE	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
VENTAS	13.094	15.451	17.772	21.454	25.371	27.856	31.728	35.731	40.156	45.070	51.168	56.388	60.504	63.668	66.291
% Variación Ventas	20,77%	18,00%	15,02%	20,72%	18,26%	9,79%	13,90%	12,62%	12,39%	12,24%	13,53%	10,20%	7,30%	5,23%	4,12%
RESULTADO BRUTO	5.172	5.875	6.586	8.140	9.476	10.334	11.708	13.113	14.657	16.406	18.676	20.638	22.205	23.430	24.395
% Resultado Bruto / Ventas	39,50%	38,02%	37,06%	37,94%	37,35%	37,10%	36,90%	36,70%	36,50%	36,40%	36,50%	36,60%	36,70%	36,80%	36,80%
GASTOS OPERATIVOS	3.045	3.681	4.851	5.214	5.214	5.627	6.346	6.967	7.630	8.338	9.210	10.150	10.286	10.824	11.270
% Gs Operativos	23,26%	23,83%	27,30%	24,31%	20,55%	20,20%	20,00%	19,50%	19,00%	18,50%	18,00%	18,00%	17,00%	17,00%	17,00%
RESULTADO OPERATIVO	2.127	2.194	2.719	3.289	4.262	4.708	5.362	6.146	7.027	8.068	9.466	10.488	11.919	12.606	13.126
Margen Res. Operativo	16,24%	14,20%	15,30%	15,33%	16,80%	16,90%	16,90%	17,20%	17,50%	17,90%	18,50%	18,60%	19,70%	19,80%	19,80%
INVERSIONES	1.696	2.549	704	866	908	1.086	1.237	1.393	1.566	1.758	1.996	2.199	2.360	2.483	2.585
% Inversiones / Ventas	12,95%	16,50%	3,96%	4,04%	3,58%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%

ESCENARIO BASE	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
EBIT (1-t)	1.680	1.733	2.148	2.598	3.367	3.719	4.236	4.855	5.552	6.373	7.478	8.286	9.416	9.959	10.369
Amortizaciones y Deprec.	805	776	912	1.189	1.265	1.393	1.586	1.787	2.008	2.254	2.558	2.819	3.025	3.183	3.315
Inversiones	823	667	704	866	908	1.086	1.237	1.393	1.566	1.758	1.996	2.199	2.360	2.483	2.585
Δ Capital Operativo	4	128	-73	-348	-168	54	84	86	96	106	132	113	89	68	57
Flujo Libre de Fondos	1.666	1.970	2.283	2.573	3.556	6.252	7.143	8.122	9.221	10.491	12.164	13.417	14.890	15.694	16.326

						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flujo Libre de Fondos	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	6.252	7.143	8.122	9.221	10.491	12.164	13.417	14.890	15.694	16.326
Factor de Conversión						0,90	0,81	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36
Valor Presente F. L. Fondos + Valor Terminal	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	5.641	5.816	5.966	6.112	6.274	6.563	6.532	6.541	6.220	96.149

ESCENARIO BASE	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
FLF + Valor Terminal	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	6.252	7.143	8.122	9.221	10.491	12.164	13.417	14.890	15.694	16.326
Valor Presente FLF + Valor Terminal (P)						5.641	5.816	5.966	6.112	6.274	6.563	6.532	6.541	6.220	96.149

VALOR DE LA EMPRESA AL 31/12/21	151.813
Caja y Equivalentes	5.197
Deuda Financiera	9.810
VALOR CAPITAL ACCIONARIO PAYPAL	147.200
ACCIONES EN CIRCULACION	1.186
PRECIO DE LA ACCION EN USD	124,11



ESCENARIO PESIMISTA

ESCENARIO PESIMISTA	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Total de Pagos Procesados	3.360.000	4.130.000	4.760.000	5.990.000	7.410.000	8.560.000	9.750.000	10.980.000	12.340.000	13.850.000	15.724.000	17.327.848	18.592.781	19.565.183	20.371.269
% Crecimiento TPP	22,92%	15,25%	25,84%	23,71%	15,52%	13,90%	12,62%	12,39%	12,24%	13,53%	10,20%	7,30%	5,23%	4,12%	3,80%
Total de Pagos Procesados PayPal en USD	451.000	578.000	711.000	937.000	1.245.879	1.369.600	1.560.000	1.756.800	1.851.000	2.077.500	2.201.360	2.425.899	2.417.062	2.543.474	2.444.552
Ventas	13.094	15.451	17.772	21.454	25.371	28.488	32.448	36.541	38.871	43.628	46.669	51.429	52.209	54.939	53.780
% TPP / Ventas	2,90%	2,67%	2,50%	2,29%	2,04%	2,08%	2,08%	2,08%	2,10%	2,10%	2,12%	2,12%	2,16%	2,16%	2,20%
% Participación TPP	13,42%	14,00%	14,94%	15,64%	16,81%	17,00%	16,00%	16,00%	15,00%	15,00%	14,00%	14,00%	13,00%	13,00%	12,00%
Pérdida Pagos Plataformas Emergentes (5%)						27.063	30.826	34.714	36.927	41.446	44.335	48.858	49.598	52.192	51.091
ESCENARIO PESIMISTA	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
VENTAS	13.094	15.451	17.772	21.454	25.371	27.063	30.826	34.714	36.927	41.446	44.335	48.858	49.598	52.192	51.091
% Variación Ventas	20,77%	18,00%	15,02%	20,72%	18,26%	6,67%	13,90%	12,62%	6,38%	12,24%	6,97%	10,20%	1,52%	5,23%	-2,11%
RESULTADO BRUTO	5.172	5.875	6.586	8.140	9.476	10.040	11.375	12.740	13.479	15.086	16.182	17.882	18.203	19.207	18.802
% Resultado Bruto / Ventas	39,50%	38,02%	37,06%	37,94%	37,35%	37,10%	36,90%	36,70%	36,50%	36,40%	36,50%	36,60%	36,70%	36,80%	36,80%
GASTOS OPERATIVOS	3.045	3.681	4.851	5.214	5.214	5.467	6.165	6.769	7.016	7.668	7.980	8.794	8.432	8.873	8.685
% Gs Operativos	23,26%	23,83%	27,30%	24,31%	20,55%	20,20%	20,00%	19,50%	19,00%	18,50%	18,00%	18,00%	17,00%	17,00%	17,00%
RESULTADO OPERATIVO	2.127	2.194	2.719	3.289	4.262	4.574	5.210	5.971	6.462	7.419	8.202	9.088	9.771	10.334	10.116
Margen Res. Operativo	16,24%	14,20%	15,30%	15,33%	16,80%	16,90%	16,90%	17,20%	17,50%	17,90%	18,50%	18,60%	19,70%	19,80%	19,80%
INVERSIONES	1.696	2.549	704	866	908	1.055	1.202	1.354	1.440	1.616	1.729	1.905	1.934	2.035	1.993
% Inversiones / Ventas	12,95%	16,50%	3,96%	4,04%	3,58%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%

ESCENARIO PESIMISTA	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
EBIT (1-t)	1.680	1.733	2.148	2.598	3.367	3.613	4.116	4.717	5.105	5.861	6.480	7.179	7.719	8.164	7.992
Amortizaciones y Deprec.	805	776	912	1.189	1.265	1.353	1.541	1.736	1.846	2.072	2.217	2.443	2.480	2.610	2.555
Inversiones	823	667	704	866	908	1.055	1.202	1.354	1.440	1.616	1.729	1.905	1.934	2.035	1.993
Δ Capital Operativo	4	128	-73	-348	-168	37	81	84	48	98	62	98	16	56	-24
Flujo Libre de Fondos	1.666	1.970	2.283	2.573	3.556	6.058	6.940	7.891	8.440	9.647	10.488	11.625	12.149	12.865	12.515

193.583

206.098

						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flujo Libre de Fondos	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	6.058	6.940	7.891	8.440	9.647	10.488	11.625	12.149	12.865	12.515
Factor de Conversión						0,90	0,81	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36

Valor Presente F. L. Fondos + Valor Terminal	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	5.466	5.650	5.796	5.594	5.769	5.659	5.660	5.337	5.099	73.706
---	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	---------------

ESCENARIO PESIMISTA	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
FLF + Valor Terminal	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	6.058	6.940	7.891	8.440	9.647	10.488	11.625	12.149	12.865	12.515
Valor Presente FLF + Valor Terminal (P)						5.466	5.650	5.796	5.594	5.769	5.659	5.660	5.337	5.099	73.706

VALOR DE LA EMPRESA AL 31/12/21	123.736
Caja y Equivalentes	5.197
Deuda Financiera	9.810
VALOR CAPITAL ACCIONARIO PAYPAL	119.123
ACCIONES EN CIRCULACION	1.186
PRECIO DE LA ACCION EN USD	100,44



ESCENARIO OPTIMISTA

ESCENARIO OPTIMISTA	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Total de Pagos Procesados	3.360.000	4.130.000	4.760.000	5.990.000	7.410.000	8.560.000	9.750.000	10.980.000	12.340.000	13.850.000	15.724.000	17.327.848	18.592.781	19.565.183	20.371.269
% Crecimiento TPP	22,92%	15,25%	25,84%	23,71%	15,52%	13,90%	12,62%	12,39%	12,24%	13,53%	10,20%	7,30%	5,23%	4,12%	3,80%
Total de Pagos Procesados PayPal en USD	451.000	578.000	711.000	937.000	1.245.879	1.455.200	1.755.000	1.976.400	2.344.600	2.631.500	3.144.800	3.465.570	3.718.556	4.108.689	4.481.679
Ventas	13.094	15.451	17.772	21.454	25.371	29.686	35.451	39.923	46.892	52.630	62.267	68.618	73.627	80.530	87.841
% TPP / Ventas	2,90%	2,67%	2,50%	2,29%	2,04%	2,04%	2,02%	2,02%	2,00%	2,00%	1,98%	1,98%	1,98%	1,96%	1,96%
% Participación TPP	13,42%	14,00%	14,94%	15,64%	16,81%	17,00%	18,00%	18,00%	19,00%	19,00%	20,00%	20,00%	20,00%	21,00%	22,00%
Pérdida Pagos Plataformas Emergentes (5%)						28.202	33.678	37.927	44.547	49.999	59.154	65.187	69.946	76.504	83.449
ESCENARIO OPTIMISTA	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
VENTAS	13.094	15.451	17.772	21.454	25.371	28.202	33.678	37.927	44.547	49.999	59.154	65.187	69.946	76.504	83.449
% Variación Ventas	20,77%	18,00%	15,02%	20,72%	18,26%	11,16%	19,42%	12,62%	17,46%	12,24%	18,31%	10,20%	7,30%	9,38%	9,08%
RESULTADO BRUTO	5.172	5.875	6.586	8.140	9.476	10.463	12.427	13.919	16.260	18.199	21.591	23.859	25.670	28.153	30.709
% Resultado Bruto / Ventas	39,50%	38,02%	37,06%	37,94%	37,35%	37,10%	36,90%	36,70%	36,50%	36,40%	36,50%	36,60%	36,70%	36,80%	36,80%
GASTOS OPERATIVOS	3.045	3.681	4.851	5.214	5.214	5.697	6.736	7.396	8.464	9.250	10.648	11.734	11.891	13.006	14.186
% Gs Operativos	23,26%	23,83%	27,30%	24,31%	20,55%	20,20%	20,00%	19,50%	19,00%	18,50%	18,00%	18,00%	17,00%	17,00%	17,00%
RESULTADO OPERATIVO	2.127	2.194	2.719	3.289	4.262	4.766	5.692	6.523	7.796	8.950	10.943	12.125	13.779	15.148	16.523
Margen Res. Operativo	16,24%	14,20%	15,30%	15,33%	16,80%	16,90%	16,90%	17,20%	17,50%	17,90%	18,50%	18,60%	19,70%	19,80%	19,80%
INVERSIONES	1.696	2.549	704	866	908	1.100	1.313	1.479	1.737	1.950	2.307	2.542	2.728	2.984	3.255
% Inversiones / Ventas	12,95%	16,50%	3,96%	4,04%	3,58%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%

ESCENARIO OPTIMISTA	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
EBIT (1-t)	1.680	1.733	2.148	2.598	3.367	3.765	4.496	5.154	6.159	7.070	8.645	9.579	10.886	11.967	13.053
Amortizaciones y Deprec.	805	776	912	1.189	1.265	1.410	1.684	1.896	2.227	2.500	2.958	3.259	3.497	3.825	4.172
Inversiones	823	667	704	866	908	1.100	1.313	1.479	1.737	1.950	2.307	2.542	2.728	2.984	3.255
Δ Capital Operativo	4	128	-73	-348	-168	61	118	92	143	118	198	130	103	142	150
Flujo Libre de Fondos	1.666	1.970	2.283	2.573	3.556	6.336	7.612	8.621	10.266	11.638	14.108	15.511	17.214	18.917	20.630

																319.106	
																	339.736
						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Flujo Libre de Fondos	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	6.336	7.612	8.621	10.266	11.638	14.108	15.511	17.214	18.917	20.630		
Factor de Conversión						0,90	0,81	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36		
Valor Presente F. L. Fondos + Valor Terminal	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	5.717	6.197	6.333	6.804	6.960	7.612	7.551	7.562	7.498	121.498		

ESCENARIO OPTIMISTA	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
FLF + Valor Terminal	1.292	1.896	1.772	2.945	3.690	6.336	7.612	8.621	10.266	11.638	14.108	15.511	17.214	18.917	20.630
Valor Presente FLF + Valor Terminal (P)						5.717	6.197	6.333	6.804	6.960	7.612	7.551	7.562	7.498	121.498

VALOR DE LA EMPRESA AL 31/12/21	183.732
Caja y Equivalentes	5.197
Deuda Financiera	9.810
VALOR CAPITAL ACCIONARIO PAYPAL	179.119
ACCIONES EN CIRCULACION	1.186
PRECIO DE LA ACCION EN USD	151,03



ANEXO 4 – EVOLUCIÓN METRICAS 2019-2021

	2019				2020				2021			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Cuentas Activas (millones)	277	286	295	305	325	346	361	377	392	403	416	426
Crecimiento Anual	17%	17%	16%	14%	17%	21%	22%	24%	21%	16%	15%	13%
Nuevas Cuentas Activas (millones)	9,3	9	9,8	9,3	20,2	21,3	15,2	16	14,5	11,4	13,3	9,8
Nro. de Transacciones de Pagos (millones)	2.838	2.973	3.090	3.461	3.261	3.742	4.013	4.408	4.735	4.735	4.900	5.343
Crecimiento Anual	28%	28%	25%	21%	15%	26%	30%	2700%	22%	27%	22%	21%
% TOTAL TPV	17%	17%	16%	17%	17%	17%	16%	17%	17%	16%	15%	14%
Total Pagos Procesados	161.492	172.359	178.670	199.404	190.567	221.731	246.691	277.072	285.447	310.992	309.910	339.530
Crecimiento Anual	22%	24%	25%	22%	18%	29%	38%	39%	50%	40%	26%	23%
US Total Pagos Procesados	95.697	102.224	106.591	118.666	117.056	132.673	149.618	162.931	171.124	188.506	192.428	211.323
Crecimiento Anual	28%	28%	28%	26%	22%	30%	40%	37%	42%	42%	29%	30%
Internacional Total Pagos Procesados	65.795	70.136	72.079	80.738	73.511	89.058	97.074	114.141	114.323	122.486	117.482	128.207
Crecimiento Anual	14%	18%	21%	17%	12%	27%	35%	41%	56%	38%	21%	12%

	2019				2020				2021			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Ventas Transaccionales	3.731	3.878	3.955	4.535	4.215	4.945	5.076	5.682	5.621	5.797	5.607	6.377
Crecimiento Anual	17%	17%	18%	18%	13%	28%	28%	25%	33%	17%	10%	12%
Otros servicios de Valor	397	727	423	426	403	316	383	434	412	441	575	541
Crecimiento Anual	-19%	-21%	24%	14%	2%	-26%	-9%	2%	2%	40%	50%	25%
Total de Ventas	4.128	4.305	4.378	4.961	4.618	5.261	5.459	6.116	6.033	6.238	6.182	6.918
Crecimiento Anual	12%	12%	19%	17%	12%	22%	25%	23%	31%	19%	13%	13%
Gastos Transaccionales	1.890	1.945	2.041	2.294	2.330	2.283	2.366	2.696	2.548	2.693	2.832	3.302
Gastos no Transaccionales	1.301	1.362	1.311	1.494	1.380	1.493	1.608	1.910	1.812	1.891	1.880	2.109
Total Gastos Operativos	3.194	3.307	3.352	3.788	3.710	3.776	3.974	4.606	4.360	4.584	4.712	5.411
Crecimiento Anual	12%	9%	16%	14%	16%	14%	19%	22%	18%	21%	19%	17%
CAPEX	218	139	173	174	206	193	241	226	221	247	227	213

ANEXO 5 – ANALISIS COMPETIDORES DEL SEGMENTO



	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
ROE	9,69%	5,58%	2,83%	4,12%	2,12%	3,64%	34,72%	36,59%	104,38%	126,79%	5,68%	27,62%	20,94%	19,62%
ROA	2,95%	1,40%	1,26%	1,77%	1,32%	2,16%	13,65%	14,66%	20,41%	24,38%	6,09%	3,70%	7,47%	5,71%
ROIC	-0,64%	3,40%	2,19%	2,75%	1,57%	2,35%	22,12%	24,93%	57,84%	46,66%	6,79%	33,25%	11,04%	13,51%
CAGR VENTAS (5 AÑOS)	53,55%	68,06%	28,16%	29,92%	26,51%	21,01%	9,71%	7,05%	9,16%	10,87%	65,62%	61,78%	18,58%	18,02%
VENTAS	9.498	17.661	14.852	16.226	7.424	8.524	21.846	24.105	15.301	18.883	2.929	4.612	21.434	25.371
APALANCAMIENTO D/E	2,68	3,24	1,26	1,41	0,61	0,76	1,23	1,21	4,24	4,14	0,21	0,20	0,48	0,45
RAZON ENDEUDAMIENTO (D/D+E)	0,73	0,76	0,56	0,58	0,38	0,43	0,55	0,55	0,81	0,80	0,18	0,17	0,33	0,31
LIQUIDEZ (AC/PC)	1,88	1,94	1,04	1,03	1,03	1,04	1,91	1,75	1,61	1,29	15,69	12,15	1,33	1,22
EBITDA	323	676	5.024	5.554	3.005	3.651	14.876	16.632	8.817	11.033	160	334	4.597	5.595
% EBITDA	3,40%	3,83%	33,83%	34,23%	40,48%	42,83%	68,09%	69,00%	57,62%	58,43%	5,46%	7,24%	21,45%	22,78%
FLUJO LIBRE DE CAJA	244	714	3.356	2.989	1.878	2.288	9.704	14.522	6.190	8.472	383	454	2.573	3.555
RESULTADO NETO	213	166	958	1334	585	965	10.475	12.008	6.411	8.687	320	2.915	4.202	4.169
ACTIVOS	9.870	13.926	74.619	76.249	44.202	45.280	80.919	82.896	33.584	37.669	7.763	13.340	70.379	75.803
PASIVOS	7.188	10.612	41.549	44.577	16.715	19.410	44.709	45.307	27.067	30.257	1.362	2.207	50.316	54.076
PN	2.682	3.273	33.070	31.672	27.332	25.628	36.210	37.589	6.391	7.312	6.401	11.133	20.063	21.727
ACTIVOS CTE	7.762	10.521	16.219	18.870	4.592	4.711	27.645	27.607	19.113	16.949	6.878	8.539	50.995	52.574
PASIVOS CTE	4.126	5.435	15.637	18.295	4.463	4.549	14.510	15.739	11.847	13.162	438	703	38.447	43.029

Bibliografía

Académica

Brealey, Myers & Allen, Principios de Finanzas Corporativas, McGraw- Hill, 2009.

Hillier, Grinblatt & Titman, Financial Markets and Corporate Strategy, McGrawHill, 2012.

Mary Buffett & David Clark, Warren Buffett y la interpretación de estados financieros, Valleta Ediciones, 2019.

Damodaran Aswath, Corporate Finance: Theory and practice, 2001.

Ruback, Richard, Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows, Harvard University, Boston, 2000.

Reportes

PayPal Holdings Inc. Reportes Anuales

<https://investor.pypl.com/financials/annual-reports/default.aspx>

<https://investor.pypl.com/financials/sec-filings/default.aspx>

<https://investor.pypl.com/financials/quarterly-results/default.aspx>

Páginas Web Consultadas

<https://finance.yahoo.com/>

<https://www.federalreserve.gov/>

<https://stockrow.com/>

<https://investor.pypl.com/esg-strategy/default.aspx#reporting>

<https://content.blacksip.com/cifras-del-ecommerce-en-el-mundo-en-2021>

<https://www.datanyze.com/market-share/payment-processing--26>

<https://www.marketwatch.com/story/paypal-vs-square-which-is-the-better-stock-to-own-now-11622211920>

<https://es.statista.com/grafico/19701/formas-de-pago-preferidas-para-comprar-en-linea/>

<https://unctad.org/es/news/el-comercio-electronico-mundial-alcanza-los-267-billones-de-dolares-mientras-covid-19-impulsa>

<https://newzoo.com/insights/articles/2021s-mobile-market-almost-four-billion-smartphone-users-90-7-billion-in-game-revenues-huge-changes-to-come/>

<https://www.forbes.com/sites/ronshevlin/2021/07/13/paypals-domination-of-mobile-payments-is-coming-to-an-end/?sh=42f2837f2e6d>

<https://www.buybitcoinworldwide.com/paypal-statistics/>

<https://es.statista.com/grafico/26200/como-has-pagado-en-tiendas-restaurantes-y-otros-puntos-de-venta-en-los-ultimos-12-meses/>

<https://worldpaymentsreport.com/2018/10/digital-world-consumers-expect-banks-to-securely-step-up-their-technology-game/>

<https://content.blacksip.com/cifras-del-ecommerce-en-el-mundo-en-2021>

<https://santandercto.com/wechat-pay-y-alipay-los-pagos-que-vinieron-de-oriente/>

<https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-payments/worldwide#transaction-value>

https://thestrategygroup.com/?utm_term=payments%20%2Breports&utm_campaign=Global+Campaign&utm_source=adwords&utm_medium=ppc&hsa_acc=9253494186&hsa_cam=7203539733&hsa_grp=79507242159&hsa_ad=391301490382&hsa_src=g&hsa_tgt=kwd-813055329003&hsa_kw=payments%20%2Breports&hsa_mt=b&hsa_net=adwords&hsa_ver=3&gclid=EAIaIQobChMIkLW38Ta-QiVEWGRCh3LQQ9nEAAYAiAAEgLTb_D_BwE