



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magister en Finanzas

Valuación de Capital Accionario Ebay. Inc

Autor: M Victoria Costa

DNI: 38.536.384

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, Agosto 2022



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

Valuación de Capital Accionario Ebay. Inc



Autor: M Victoria Costa

DNI: 38.536.384

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, Agosto 2022

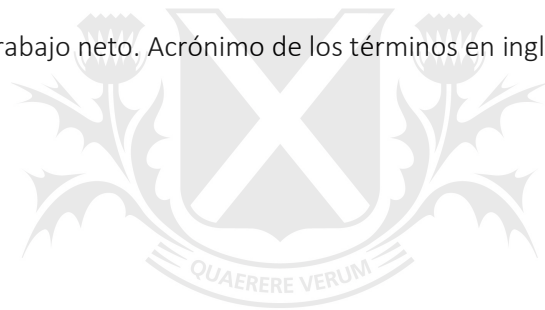
1 ÍNDICE

1	ÍNDICE	2
2	GLOSARIO	3
3	RESUMEN EJECUTIVO	5
4	DESCRIPCION DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	7
4.1	Reseña histórica.....	7
4.2	Líneas de Negocio.....	12
4.2.1	Marketplace	12
4.2.2	Ebay Anuncios Clasificados.....	12
4.3	Estrategia.....	22
4.4	Operaciones descontinuadas	24
5	ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA	26
5.1	Características de la Industria	26
5.1.1	Industria Global.....	26
5.1.2	Industria Local	29
5.2	Principales Competidores.....	31
5.2.1	Competidores.....	33
5.3	Factores de riesgo.....	34
6	ANÁLISIS FINANCIERO.....	43
6.1	Ratios Operativos	43
6.2	Ratios de Rentabilidad.....	47
6.3	Ratios Crediticios	53
7	VALUACIÓN.....	58
7.1	DCF - Flujo de fondos descontados	58
7.2	Proyecciones.....	67
7.3	Valuación por múltiplos.....	71
8	REFERENCIAS	75
8.1	Académica	75
8.2	Reportes y Artículos.....	75
8.3	Transcripciones de presentación de resultados.....	76
9	ANEXO	78

2 GLOSARIO

- CAGR: Tasa de crecimiento promedio anual compuesta. Acrónimo de los términos en inglés “Compounded Average Growth Rate”.
- CAPEX: Inversiones en bienes de capital. Acrónimo de los términos en inglés “Capital expenditures”.
- COVID-19: Enfermedad por coronavirus. Acrónimo de los términos en inglés “Coronavirus disease 2019”.
- DCF: Flujo de fondos descontados. Acrónimo de los términos en inglés, “Discounted Cash Flow”.
- EBITDA: es un indicador financiero acrónimo de los términos en inglés *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization* que muestra el beneficio de la empresa antes de restar los intereses que se deben pagar por la deuda contraída, los impuestos propios del negocio, las depreciaciones por deterioro de este, y la amortización de las inversiones realizadas.
- EBIT: EBIT acrónimo de los términos en inglés Earnings before interest and taxes es una medida de rentabilidad. Calcula los beneficios de operación de una empresa restando el costo de los bienes vendidos y los gastos de operación de los ingresos totales.
- Equity: Capital propio.
- EV: Representa el valor total de la compañía. Acrónimo de los términos en inglés, “Enterprise Value”.
- FCFF: Flujo de fondos disponibles para la firma. Acrónimo de los términos en inglés, “Free Cash Flow to the Firm”.
- Risk Free: Libre de Riesgo (traducción del inglés).
- ROA: Rendimiento sobre activos. Acrónimo de los términos en inglés, “Return On Assets”. Se calcula como NOPAT/Activos.

- ROE: Rendimiento del capital accionario. Acrónimo de los términos en inglés, “Return On Equity”. Se calcula como Utilidad Neta/Patrimonio Neto.
- S&P 500: Índice bursátil de Estados Unidos. Basado en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que poseen acciones cotizantes en las bolsas estadounidenses.
- TIR: Tasa Interna de Retorno.
- US\$: dólar estadounidense.
- WACC: Costo promedio ponderado del capital. Acrónimo de los términos en inglés, “Weighted Average Cost of Capital”.
- WK: Capital de trabajo neto. Acrónimo de los términos en inglés, “Working Capital”.



Universidad de
San Andrés

3 RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como finalidad estimar el valor intrínseco del patrimonio de Ebay. Ebay es un portal de internet que funciona como tienda y subasta en línea. En este sitio, todo el que quiera sacarle provecho a artículos que ya no necesita tiene una oportunidad para ponerlos a la venta. Como líder de comercio global y mercado de terceros, las tecnologías y servicios de Ebay están diseñadas para proporcionar opciones a los compradores y una amplitud de inventario relevante de todo el mundo, y para permitir a los vendedores acceso a los 147 millones de compradores de Ebay en todo el mundo. El modelo de negocio y precios están diseñados para que el negocio tenga éxito cuando los vendedores también lo tienen. Los ingresos se obtienen principalmente a través de tarifas recaudadas en ventas pagadas, procesamiento de pagos y publicidad propia.

Para realizar la valuación de Ebay se escogió el método de flujos de fondos descontados (DCF). Este método arroja el valor actual de los flujos de fondos futuros descontados a una tasa que representa el costo del capital aportado. Para poder realizar la estimación usamos como información soporte los reportes 10K (reportes anuales) de los años anteriores y se realiza una proyección y estimación de flujos para los 10 años siguientes.

A su vez, se realiza un análisis de valuación por múltiplos. A la hora de realizar un análisis de la situación de la empresa con los competidores se utiliza un múltiplo que permita analizar la firma, el rendimiento, estado y evolución de ésta. Es importante tener en cuenta que los múltiplos reflejan la percepción del mercado en un momento determinado. Para esta metodología se analizan empresas comparables a través del múltiplo EV/EBITDA.

La valuación de Ebay se realizó a partir del análisis de la industria, la estrategia, su posicionamiento actual en el mercado, sus competencias, factores de riesgo y expectativas de crecimiento del equipo directivo en los años próximos. Es importante mencionar que al 31 de diciembre 2021 el valor de la acción de Ebay en el mercado cotizaba US\$ 66.23.

Para llegar al valor de la acción al 31 de diciembre de 2021 se utilizaron 2 metodologías:

- Con el fin de poder estimar el valor de la compañía a través del método de Flujo de Fondos Descontados se debió estimar los siguientes parámetros: Beta, Tasa libre de riesgo, Prima por riesgo, Costo del capital propio, Costo de la deuda, WACC, Tasa de crecimiento.

Con estas estimaciones y la proyección del Flujo de Fondos Libre de la compañía se alcanzó un valor del equity para Ebay de US\$ 68,7 por acción al 31 de diciembre de 2021. Como parte de este ejercicio de valuación se sensibilizaron las variables de crecimiento de ventas y participación de mercado para conformar un escenario optimista y uno pesimista, obteniendo un valor de US\$ 97,8 y US\$ 49.8 por acción respectivamente.

- Para la valuación por múltiplos se eligió EV/EBIT para realizar la valuación por comparables alcanzando un precio por acción de US\$ 46,7. Sensibilizando el múltiplo de EV/EBIT entre 9x y 13x y brindando diferentes valores de EBIT, se concluyó adicionalmente que el precio de la acción de Ebay se encontraría entre US\$ 32,2 y US\$ 63,66 por acción. A su vez, se calculó el precio de la acción de Ebay a través del múltiplo EV/Ventas arrojando un precio por acción de US\$ 53,3. Sensibilizando el múltiplo de EV/Ventas entre 2,5x y 4,5x y brindando diferentes valores de Ventas, el precio de la acción de Ebay se encontraría entre US\$ 35,8 y US\$ 72,1 por acción



Universidad de
San Andrés

4 DESCRIPCION DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

4.1 Reseña histórica

Ilustración 1: Sucesos Históricos



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ebay.com ///

La empresa Ebay Inc fue fundada por Pierre Omidyar en San José, California en 1996. Comenzó como una web llamada web de subastas en la cual se subastaban objetos y se unían compradores y vendedores bajo un mercado honesto y abierto en internet. La web de subastas fue la web precedente de Ebay la cual contaba en últimas instancias con 400,000 seguidores.

En septiembre de 1997 la web de subastas cambió oficialmente de nombre a Ebay y en ese entonces ya contaba con un foro de sugerencias para generar confianza online. La empresa Ebay Inc salió a la bolsa en 1998. Realiza la oferta pública inicial (IPO) en el mercado tecnológico NASDAQ. En 1999 se genera una expansión global ya que se inserta en el mercado de Alemania, Australia e Inglaterra.

En 2001 adquiere el grupo francés Ibazar (expandiéndose de esa manera al mercado europeo). Luego, en 2002 compra la plataforma de pago online Paypall. Este hecho les facilitó el sistema de pagos para la plataforma y, a su vez, generaron mayor seguridad en la protección de datos en los pagos para sus usuarios brindando mayor confianza tanto para los vendedores como para los compradores. En 2005 Ebay Inc. compra Skype y de esta manera se vio beneficiada para mejorar el sistema de comunicaciones entre compradores y vendedores. De igual manera, en 2005 adquiere el portal de clasificados Loquo empresa de clasificados española. Unos años más tarde en 2008 Ebay crea la aplicación para acceder en los celulares a través de Apple store. En 2011 adquieren Magento una compañía desarrolladora para mercados de comercio electrónico. En 2014 Ebay y Paypall comienzan a ser dos compañías distintas para poder enfocarse cada una en su negocio específicamente maximizando oportunidades y ganancias y a su vez maximizando el valor para los inversores. Cuatro años más

tarde en 2018 Ebay adquiere Giosis' firma japonesa que incluye la plataforma Qoo10.jp la cual acapara gran parte del mercado de comercio electrónico japonés. El objetivo era adentrarse en el mercado japonés y competir con Yahoo Auctions quien fue el pionero del país.

Actualidad

Hoy en día Ebay es una firma de gran presencia a nivel global por su plataforma comercial. Dentro de sus unidades de negocios incluye actualmente su plataforma de comercio electrónico, es decir, el sitio web en el que la información sobre productos o servicios es proporcionada por múltiples proveedores.

Al 31 de diciembre de 2021 contaba con 10,800 empleados a nivel global de los cuales el 50% se encuentran en Estados Unidos. Ebay actualmente está presente en más de 30 países, abarcando Norte América, Latino América, Europa, África y Asia. Su plataforma incluye la página web www.Ebay.com así como también las aplicaciones para teléfonos móviles y tablets. Su plataforma habilita a los usuarios a comprar vender y pagar electrónicamente de una manera sencilla y rápida facilitando y volviendo más eficiente el tiempo que se le destina a la compraventa.

Con el objetivo de mantenerse competitivo en el mercado, Ebay se encuentra constantemente invirtiendo en distintos tipos de programas y herramientas que le permiten mejorar y expandir el ecosistema de su plataforma para poder mejorar la operatoria de sus usuarios. A su vez en 2019 añadieron herramientas de analítica y comercialización para que los usuarios tengan información extra que los ayude a decidir que les conviene vender, en qué momento y a qué precio. A modo de ejemplo, apostando a un crecimiento en Europa, en febrero de 2019 Ebay completó la adquisición de Motors.co.uk una plataforma de clasificados de UK esperando aumentar la presencia internacional.

Accionistas

Debajo se encuentran los principales accionistas de fondos de inversión, así como también los principales accionistas institucionales los cuales concentran el 92,2% de las acciones y el 93,.1% de capital flotante.

Tabla 1: Accionistas Ebay

Principales Accionistas de fondos de inversión				
Accionista	Acciones	Fecha Reportada	%	Valor (USD)
Vanguard Total Stock Market Index Fund	16.089.253	30-Mar-22	2,9%	921.270.626
Vanguard Total Stock Market Index Fund	16.089.253	30-Mar-22	2,9%	921.270.626
Vanguard Total Stock Market Index Fund	16.089.253	30-Mar-22	2,9%	921.270.626
Vanguard Total Stock Market Index Fund	16.089.253	30-Mar-22	2,9%	921.270.626
Vanguard 500 Index Fund	13.701.873	30-Mar-22	2,5%	784.569.247
Vanguard 500 Index Fund	13.701.873	30-Mar-22	2,5%	784.569.247
Vanguard 500 Index Fund	13.701.873	30-Mar-22	2,5%	784.569.247
Vanguard 500 Index Fund	13.701.873	30-Mar-22	2,5%	784.569.247
Invesco ETF Tr-Invesco QQQ Tr, Series 1 ETF	8.396.599	29-Apr-22	1,5%	435.951.420
Invesco ETF Tr-Invesco QQQ Tr, Series 1 ETF	8.396.599	29-Apr-22	1,5%	435.951.420
Invesco ETF Tr-Invesco QQQ Tr, Series 1 ETF	8.396.599	29-Apr-22	1,5%	435.951.420
Invesco ETF Tr-Invesco QQQ Tr, Series 1 ETF	8.396.599	29-Apr-22	1,5%	435.951.420
SPDR S&P 500 ETF Trust	6.680.351	29-Apr-22	1,2%	346.843.823
SPDR S&P 500 ETF Trust	6.680.351	29-Apr-22	1,2%	346.843.823
SPDR S&P 500 ETF Trust	6.680.351	29-Apr-22	1,2%	346.843.823
SPDR S&P 500 ETF Trust	6.680.351	29-Apr-22	1,2%	346.843.823
Fidelity 500 Index Fund	6.551.116	29-Apr-22	1,2%	340.133.942
Fidelity 500 Index Fund	6.551.116	29-Apr-22	1,2%	340.133.942
Fidelity 500 Index Fund	6.551.116	29-Apr-22	1,2%	340.133.942
Fidelity 500 Index Fund	6.551.116	29-Apr-22	1,2%	340.133.942
Columbia Fds Ser Tr I-Columbia Dividend Income Fd	5.768.866	27-Feb-22	1%	314.922.394
Columbia Fds Ser Tr I-Columbia Dividend Income Fd	5.768.866	27-Feb-22	1%	314.922.394
Columbia Fds Ser Tr I-Columbia Dividend Income Fd	5.768.866	27-Feb-22	1%	314.922.394
Columbia Fds Ser Tr I-Columbia Dividend Income Fd	5.768.866	27-Feb-22	1%	314.922.394
iShares Core S&P 500 ETF	5.219.976	29-Apr-22	0,9%	271.021.153
iShares Core S&P 500 ETF	5.219.976	29-Apr-22	0,9%	271.021.153
iShares Core S&P 500 ETF	5.219.976	29-Apr-22	0,9%	271.021.153
iShares Core S&P 500 ETF	5.219.976	29-Apr-22	0,9%	271.021.153
Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fund	4.690.945	30-Mar-22	0,8%	268.603.510
Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fund	4.690.945	30-Mar-22	0,8%	268.603.510
Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fund	4.690.945	30-Mar-22	0,8%	268.603.510
Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fund	4.690.945	30-Mar-22	0,8%	268.603.510
Vanguard Index-Value Index Fund	4.631.748	30-Mar-22	0,8%	265.213.890
Vanguard Index-Value Index Fund	4.631.748	30-Mar-22	0,8%	265.213.890
Vanguard Index-Value Index Fund	4.631.748	30-Mar-22	0,8%	265.213.890
Vanguard Index-Value Index Fund	4.631.748	30-Mar-22	0,8%	265.213.890
Oakmark Fund	4.597.700	30-Mar-22	0,8%	263.264.302
Oakmark Fund	4.597.700	30-Mar-22	0,8%	263.264.302
Oakmark Fund	4.597.700	30-Mar-22	0,8%	263.264.302
Oakmark Fund	4.597.700	30-Mar-22	0,8%	263.264.302

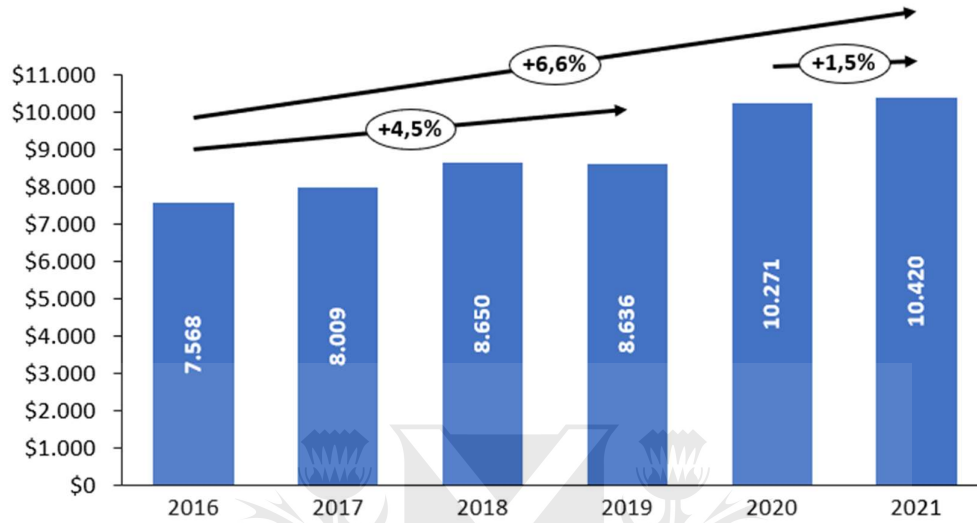
Principales Accionistas institucionales				
Accionista	Acciones	Fecha Reportada	%	Valor (USD)
Blackrock Inc.	46.538.155	30-Mar-22	8,3%	2.664.774.755
Vanguard Group, Inc. (The)	46.160.140	30-Mar-22	8,3%	2.643.129.616
State Street Corporation	27.662.535	30-Mar-22	4,9%	1.583.956.754
Ameriprise Financial, Inc.	20.831.644	30-Mar-22	3,7%	1.192.819.935
Comprehensive Financial Management, LLC	18.337.000	30-Mar-22	3,3%	1.049.976.620
FMR, LLC	17.931.796	30-Mar-22	3,2%	1.026.774.638
Nordea Investment Management AB	13.435.649	30-Mar-22	2,4%	769.325.261
Independent Franchise Partners, LLP	11.218.970	30-Mar-22	2%	642.398.222
Geode Capital Management, LLC	10.745.020	30-Mar-22	1,9%	615.259.845
Lindsell Train Limited	8.371.371	30-Mar-22	1,5%	479.344.703

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

Al analizar las ventas, durante los últimos 5 años Ebay mantuvo la tendencia alcista creciendo a una tasa anual compuesta de aproximadamente el 6,8%. Mientras que el EBIT aumentó a una tasa anual compuesta de 12,1%.

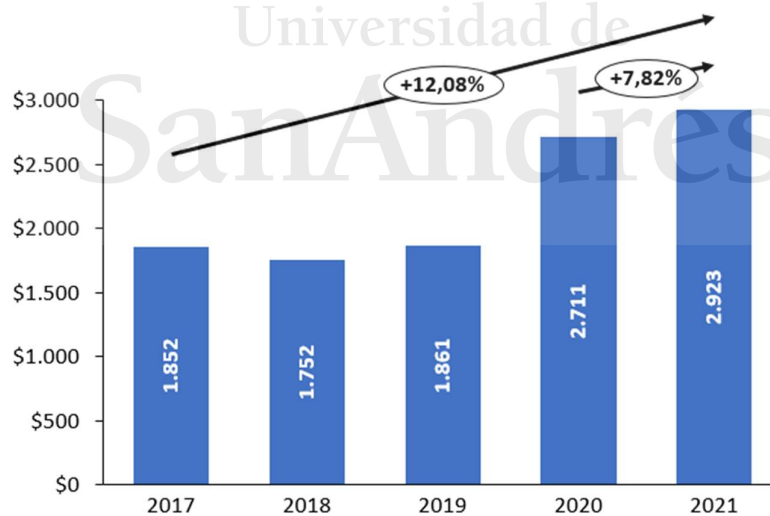
La firma Ebay logra tener un crecimiento anual del 12% con respecto al EBIT en los últimos 5 años debido a la eficiencia de mantener sus gastos operativos relativamente estables. Por un lado, los costos relacionados con desarrollo de producto se mantienen un nivel del 12% sobre las ventas mientras que los gastos generales y administrativos tienen una tendencia decreciente, en 2017 ocupaban el 12% de las ventas mientras que en 2021 ocuparon el 9% de las mismas. Dentro de estos gastos se encuentran las remuneraciones de los empleados, los costos de contratistas e instalaciones, así como también gastos legales y de reestructuración.

Gráfico 1: Evolución de Ingresos Netos por Transacciones de Ebay Entre 2017 y 2021 (en US\$ MM)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

Gráfico 2: Evolución Histórica EBIT (en US\$ MM)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

Líneas de Negocio

Hasta principios de 2021 Ebay contaba con dos líneas de negocios el mercado en línea y la unidad de negocios de Anuncios Clasificados.

4.1.1 Plataforma de comercio electrónico

Tal como se mencionó anteriormente la plataforma de comercio electrónico incluye sus contrapartes localizadas y el conjunto de aplicaciones móviles de Ebay. Actualmente Ebay es principalmente un mercado de comercio electrónico de consumidor a consumidor el cual genera ingresos a través de tarifas de transacción y servicios de marketing.

La plataforma de comercio electrónico se compone por los siguientes servicios:

- **Transacciones netas:** Las personas que eligen vender productos a través de la plataforma de Ebay se benefician de la gran base de usuarios de la misma ya que los artículos enumerados pueden llegar a decenas de millones. Por ejemplo, para fines de 2021 la plataforma contaba con 1700 millones de listados en Ebay. Ese acceso a gran cantidad de usuarios tiene un costo que es la tarifa de listado o transacción. La empresa cobra tarifas a los vendedores para enumerar un artículo para la compra y además hay costos de transacción en función del valor final del artículo al finalizar con éxito una venta/subasta. Las transacciones en el mercado son un importante contribuyente a los ingresos totales, promedia el 90 por ciento en los últimos años.
- **Servicios de Marketing/Publicidad:** Los ingresos por publicidad en los últimos años se encuentran decreciendo en relación a los ingresos por transacciones netas. Actualmente promedia el 10% en los últimos años.

Esta unidad de negocios de Ebay genera dos tipos de ingresos netos:

- **Ingresos netos por transacciones**, en otras palabras, las comisiones que cobra Ebay. Incluyen principalmente tarifas de valor final, tarifas de características, incluidas tarifas para promover listados y tarifas de listado de vendedores en las plataformas. Los ingresos netos por transacciones también incluyen tiendas de suscripción y otras tarifas a menudo de vendedores de grandes empresas. Los ingresos netos por transacciones son reducidos por incentivos, incluidos descuentos, cupones y recompensas, proporcionados a los clientes.
- **Los ingresos por servicios de marketing y otros (“MS&O”)** consisten principalmente en ingresos por la venta de acuerdos de participación en los ingresos y publicidad.

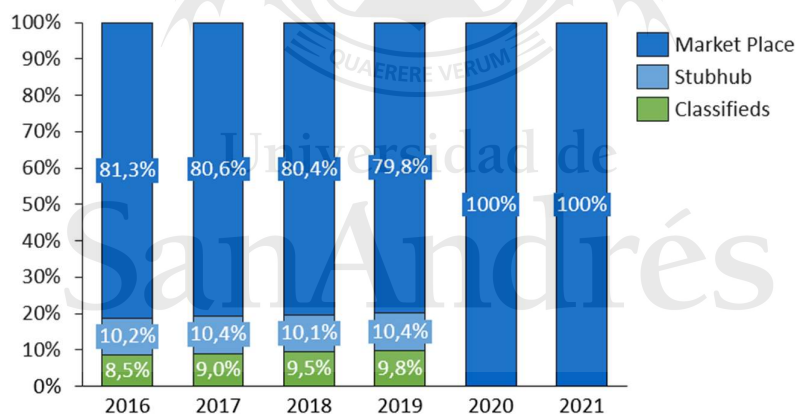
4.1.2 Ebay Anuncios Clasificados

Los anuncios clasificados brindan a los usuarios la posibilidad de enumerar un artículo a través de Ebay, establecer un precio y cuando un comprador se comunica con el vendedor,

juntos finalizan la transacción fuera de la plataforma de Ebay. Dentro de los anuncios era posible encontrar desde productos/artículos, bienes raíces, ofertas laborales entre otras.

A continuación, se encuentran las ventas segmentadas por líneas de negocio entre 2016 y 2021. Se observa que tanto en 2020 como en 2021 los ingresos provienen totalmente de la línea de negocios plataforma de comercio electrónico, esto se debe a que Ebay comenzó a ubicar los ingresos remanentes de la plataforma de venta de entradas de conciertos, partidos deportivos y otros eventos conocida como “Stubhub” y Clasificados como ingresos discontinuados. En febrero 2020 se completó la venta del negocio de la plataforma de entradas a Viagogo. Los ingresos de esta línea de negocio rondaban el 10% del total. Por otra parte, 2021 Ebay finalizó la venta de la unidad de negocios de clasificados a Adevinta si bien el acuerdo de la transferencia se realizó a mediados de 2020. Las ventas que generaba esa línea representaban en promedio el 9% de los ingresos netos en los últimos años. El impacto de la reducción de las líneas de negocio de Ebay se verá reflejado en una cuota de mercado decreciente, así como también, un crecimiento de las ventas más lento que el del mercado tal como se va a explicar más adelante.

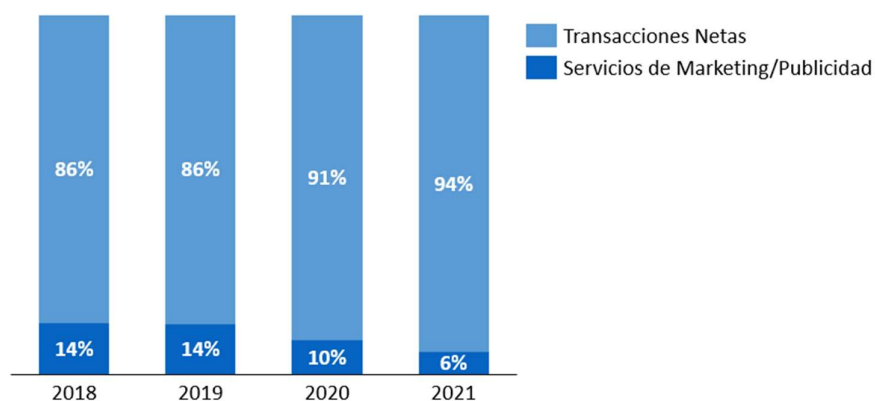
Gráfico 3: Evolución de Ingresos Netos por Transacciones de Ebay Evaluado por Segmento de Negocio Entre 2016-2021 (en % de ingresos)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

A continuación, se encuentran las ventas de la línea de negocios plataforma de comercio electrónico por actividad:

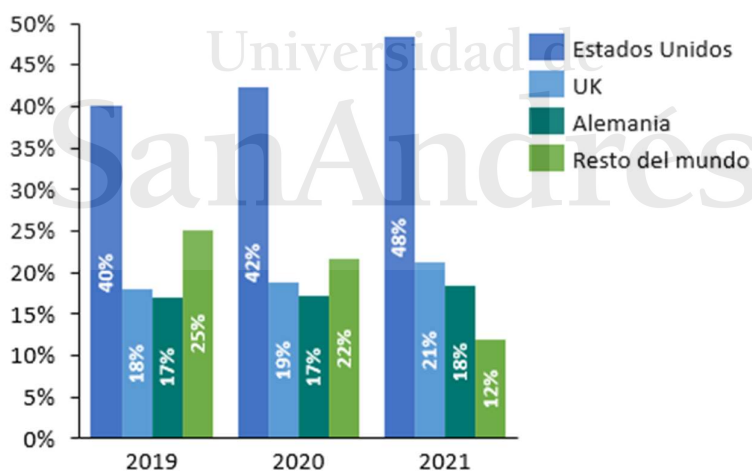
Gráfico 4: Evolución de Ingresos Netos por Transacciones de Ebay Evaluado por Actividad Entre 2018-2021 (en % de ingresos)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Los ingresos por Marketing y Publicidad van disminuyendo en relación con los ingresos por transacciones. En 2018 representaban el 14% de los ingresos de la plataforma de comercio electrónico mientras que en 2021 disminuyó al 8%.

Gráfico 5: Evolución de Ingresos Netos por Transacciones Evaluado por Región Geográfica (en % de ingresos)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Las ventas de comercio electrónico en Estados Unidos representan casi el 50% de los ingresos netos de Ebay en los últimos años. Luego sigue en nivel de importancia Reino Unido y UK generando el 35% de los ingresos.

Dentro de la plataforma de comercio electrónico podemos encontrar todo tipo de categorías. A continuación, se encuentran las categorías más vendidas en 2021 para los principales países del mercado en el que opera Ebay:

Estados Unidos

- Autopartes o accesorios de autos
- Tarjetas coleccionables deportivas
- Productos reacondicionados
- Zapatillas de deporte
- Reloj

Reino Unido

- Autopartes o accesorios de autos
- Productos de maquillaje
- Zapatillas de deporte
- Productos reacondicionados
- Tarjetas coleccionables deportivas

Australia

- Autopartes o accesorios de autos
- Accesorios de teléfonos móviles
- Herramientas de trabajo
- Tarjetas coleccionables deportivas
- Zapatillas de deporte

Alemania

- Autopartes o accesorios de autos
- Videojuegos y accesorios
- Tarjetas coleccionables deportivas
- Productos reacondicionados
- Zapatillas de deporte

Ilustración 2: Listas de productos, Compradores Activos Globales y Mercados alrededor del Mundo a fines del tercer trimestre 2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos en Ebay Investors

A continuación, se encuentran los 37 países en los cuales la plataforma de comercio electrónico de Ebay tiene presencia.

Ilustración 3: Países en los que tiene presencia Ebay



Fuente: Elaboración propia en base a datos en Ebay Investors

En el último trimestre de 2021, Ebay tenía aproximadamente 155 millones de compradores activos en todo el mundo, una ligera disminución de los 182 millones registrados en el mismo período del año anterior.

Durante 2021 Amazon era el sitio web de compras y comercio electrónico más popular de los Estados Unidos y generaba casi el 45% del tráfico en la categoría de “comercio electrónico”. Ebay, sin embargo, se destacó como su principal competidor con alrededor del

10,4% de las visitas a través de los distintos dispositivos. Entre los usuarios de teléfonos móviles Ebay también fue una de las aplicaciones de compras más descargadas en Google Play Store y Apple App Store en Estados Unidos con más de 400 mil descargas mensuales registradas en cada plataforma.

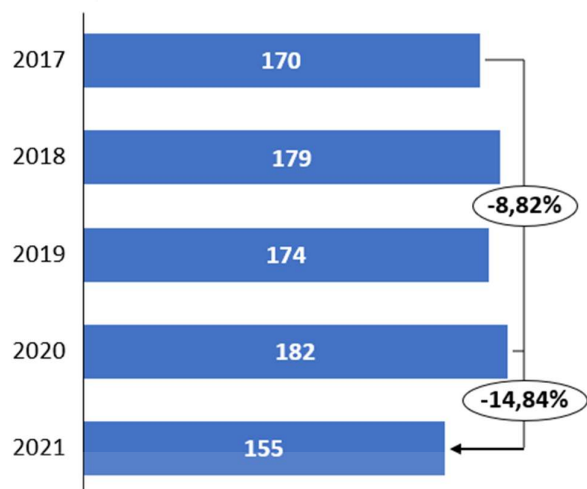
En más de dos décadas de funcionamiento, Ebay pudo mantener constante un alto nivel de satisfacción del cliente. Desde 2000 hasta 2020, el índice de servicio al cliente estadounidense ha registrado el nivel de satisfacción del cliente de Ebay en 80 puntos. De un total de 100 puntos, Ebay obtuvo la tasa de satisfacción más baja en 2015, 75 puntos. Mientras tanto, la plataforma de comercio electrónico alcanzó su nivel más alto en 2004, cuando obtuvo un total de 84 puntos.

Compradores Activos

Consideramos a Ebay una empresa madura con una gran trayectoria en el mercado. La misma sigue presente en el mercado acaparando aproximadamente un 4,5% del mercado americano. De todas formas, observamos que año tras año, le está costando generar un aumento en los compradores activos en la plataforma de comercio electrónico. Ebay no está logrando mejorar la experiencia del usuario, y mantenerse competitivo en el mercado para poder sostener su cuota de mercado. La cantidad de compradores activos de 2017 a 2021 disminuyó en casi un 9% mientras que de 2020 a 2021 casi un 15%. Es importante considerar que los números de 2020 son una excepción ya que el gran aumento de compradores se debe mayormente al boom del comercio electrónico que tuvo lugar durante la pandemia.

Como se mencionó anteriormente, a fines de 2021 Ebay tenía 155 millones de compradores activos y 17 millones de vendedores. En 2021, se obtuvieron aproximadamente 1.500 millones de listados en vivo en todo el mundo. El término "comprador activo" significa todas las cuentas de compradores que pagaron por una transacción en las plataformas dentro del período anterior de 12 meses. Los compradores pueden registrarse más de una vez y, como resultado, puede tener más de una cuenta. Los "vendedores" incluyen de consumidor a consumidor ("C2C") y vendedores de empresa a consumidor ("B2C") que han recibido el pago por una transacción en nuestras plataformas dentro del período anterior de 12 meses.

Gráfico 6: Evolución del Número de Compradores Activos (en millones)



Fuente: Elaboración propia en base a datos en Ebay investors

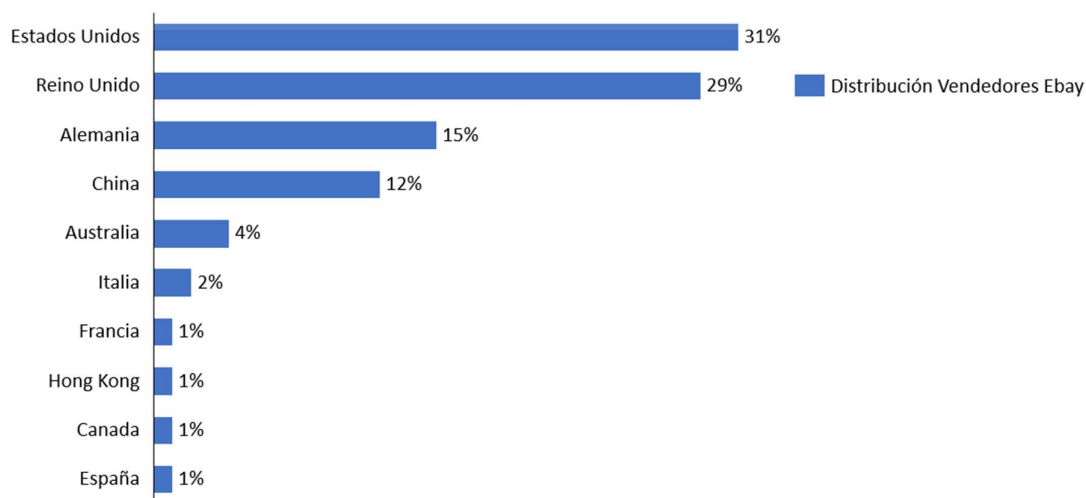
Tabla 2: Evolución del Número de Compradores Activos por Trimestre (en %)

	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020
Crecimiento anual	4%	4%	4%	4%	2%	2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos en Statista

Universidad de
San Andrés

Gráfico 7: Distribución Geográfica de Vendedores de Ebay (en %)



Fuente: Elaboración propia en base a datos en Statista

Ebay posee dos indicadores de eficiencia que son de gran importancia a la hora de analizar el desempeño de la compañía, la eficiencia en los costos, crecimiento del negocio y rentabilidad:

- **Volumen Bruto de Mercancía (“GMV”) y la tasa de aceptación** son factores significativos que Ebay entiende que afectan su red de ingresos por transacciones.

GMV: Consiste en el valor total de todas las transacciones pagadas entre usuarios en las plataformas de Ebay durante el período aplicable incluidos los gastos de envío e impuestos. En otras palabras es el total de ventas que se producen en la plataforma. A pesar de la divergencia de ingresos de GMV se entiende que proporciona una medida útil del volumen total de transacciones pagadas que fluyen a través de las plataformas en un período determinado.

Tasa de aceptación: En otras palabras, representa las comisiones que cobra Ebay. Equivale a los ingresos netos por transacciones como porcentaje del volumen total en las plataformas de Ebay. Se entiende que la tasa de aceptación proporciona una medida útil de la capacidad para monetizar el volumen a través de servicios de mercado en las plataformas en un período determinado. Se utiliza la tasa de aceptación para identificar los impulsores de ingresos clave en el mercado de Ebay.

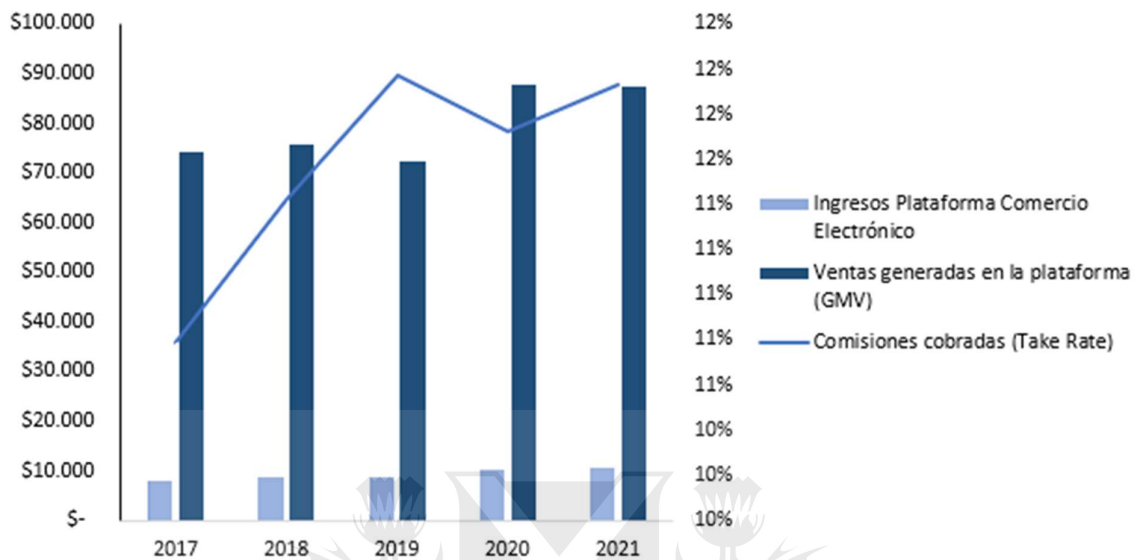
Tabla 3: Ingresos Netos por Transacciones en Relación Ventas Totales en la Plataforma de Comercio Electrónico (en US\$ MM)

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos E-Commerce	8,009	8,650	8,636	10,271	10,420
GMV	74,256	75,778	72,134	87,608	87,365
Take Rate	11%	11%	12%	12%	12%

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Como vimos anteriormente, las ventas totales en la plataforma o GMV también nos permite calcular otras métricas que son de suma importancia para entender el negocio y el crecimiento. Una de ellas es el porcentaje de comisiones cobradas por Ebay o take rate. Para calcularlo, tomaremos los ingresos netos del negocio de comercio electrónico, es decir, el total comisionado sobre las ventas totales en la plataforma o GMV.

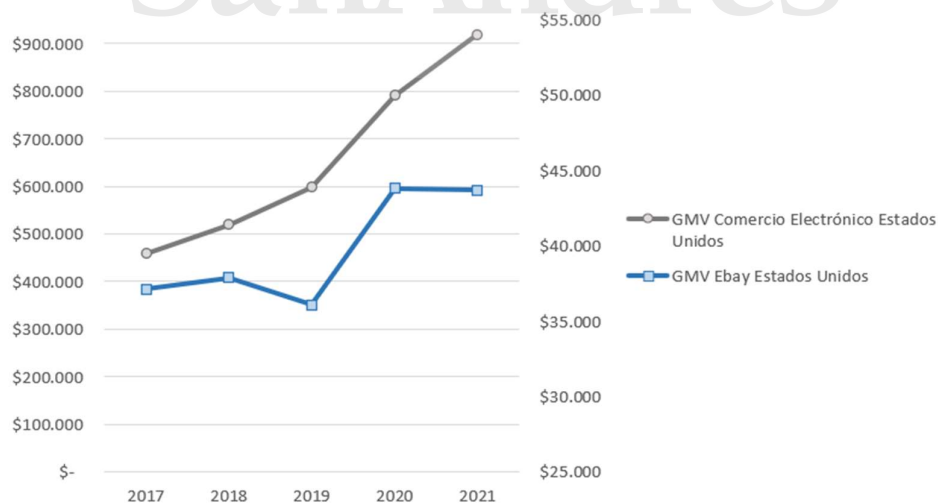
Gráfico 8: Evolución de las Ventas Totales en la Plataforma de Comercio Electrónico (en US\$ MM) y del Total Comisionado de Ebay (en %)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

En los últimos 5 años Ebay tuvo un crecimiento anual del GMV de un promedio del 5%, así como un take rate que ronda el 12% debido a ventas con crecimiento anual promedio del 6%. Ebay ha sido capaz de mantener una monetización de las ventas estables durante los últimos años, esta premisa se aplicará en el escenario base de la valuación.

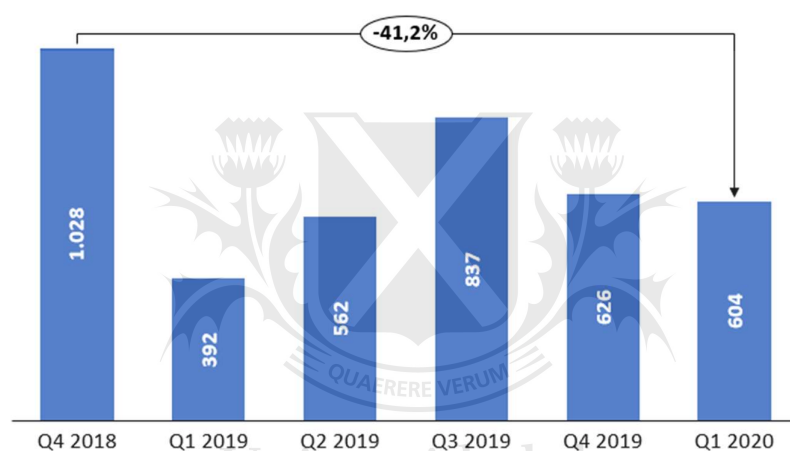
Gráfico 9: Evolución del Volumen Transaccionado en Estados Unidos en Comparación con Ebay (en US\$ MM)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay y Statista ///

A lo largo de los último 5 años Ebay mantuvo una cuota de mercado decreciente sobre las ventas globales de comercio electrónico, acaparando el 3,.12% de las mismas en 2017 y el 1,.76% en 2021. Ebay se encuentra creciendo a un ritmo más lento que el mercado por lo tanto no mantiene su cuota de mercado a lo largo de los años. Es importante considerar que la firma tuvo reducción de líneas de negocios, reducción de empleados y en el último año aumentos de costos relacionados a la transición de pagos en la plataforma de comercio electrónico. Esta cuota de mercado decreciente se tendrá en cuenta en las ventas del escenario base.

Gráfico 10: Evolución del Flujo de Caja Libre de Ebay (en US\$ MM)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Historial de flujo de caja libre anual/trimestral de Ebay y tasa de crecimiento. El flujo de caja libre se puede definir como una medida del desempeño financiero calculado como el flujo de caja operativo menos los gastos de capital.

- El flujo de efectivo libre anual de Ebay para 2021 fue de US\$2213 mil millones, un aumento del 13,14 % con respecto a 2020.
- El flujo de efectivo libre anual de Ebay para 2020 fue de US\$ 1956 mil millones, una disminución del 24,94 % con respecto a 2019.
- El flujo de efectivo libre anual de Ebay para 2019 fue de US\$ 2606 mil millones, un aumento del 28,06 % con respecto a 2018.

4.2 Estrategia

La estrategia de Ebay consiste en aprovechar la tecnología lo cual le habilita mejorar la experiencia del mercado para que sus clientes impulsen el crecimiento en el Volumen Bruto de Mercancías ("GMV"), al tiempo que aumenta la tasa de crecimiento de los ingresos a través del propio sistema de pagos e iniciativas publicitarias generando márgenes operativos saludables. En 2020, Ebay comenzó un viaje de varios años para crear experiencias de categoría más convincentes para consumidores entusiastas, convertirse en el socio elegido por los vendedores y fortalecer la confianza en las relaciones con los compradores en las propias plataformas. Se obtuvo la mayoría de GMV en 2021 de las siguientes categorías de productos:

- repuestos accesorios
- electrónica de consumo
- hogar y jardín

Ebay mide la huella en el mercado según GMV. Como explicamos anteriormente consiste en el valor total

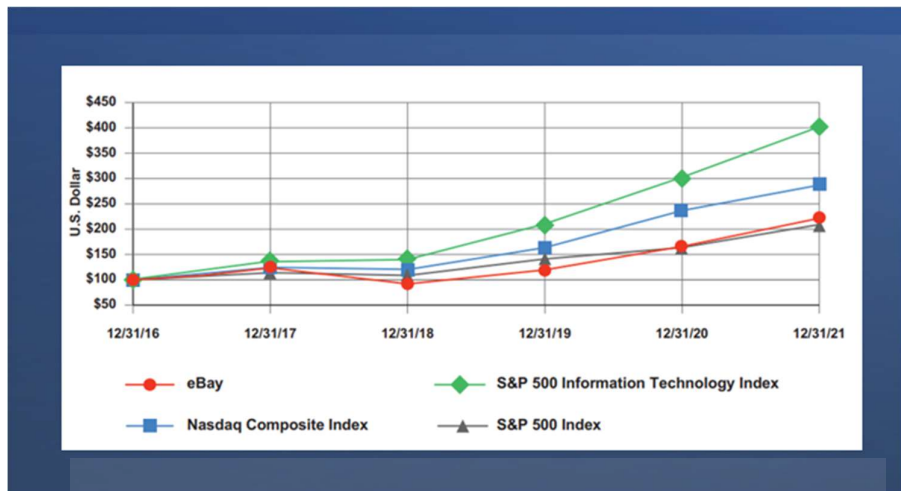
de todas las transacciones pagadas entre usuarios en las plataformas durante el período aplicable, incluidas las tarifas de envío e impuestos. En 2021 se generaron US\$87 mil millones en GMV, de los cuales aproximadamente el 54 por ciento fue generado fuera de EE. UU. Creemos que GMV proporciona una medida útil del volumen total de transacciones pagadas que fluyen a través de las plataformas en un período determinado.

La firma genera ingresos principalmente a partir de las transacciones que se procesan con éxito, incluida la comisión de pagos gestionados y publicidad propia a través de servicios de marketing. La mayoría de los ingresos proviene del total comisionado sobre las transacciones pagadas en las plataformas.

Las plataformas están diseñadas para permitir que los compradores y vendedores aprovechen las economías de escala e inversiones de capital, como en ventas y marketing, telefonía móvil, adquisición de clientes, innovación tecnológica y servicios al cliente.

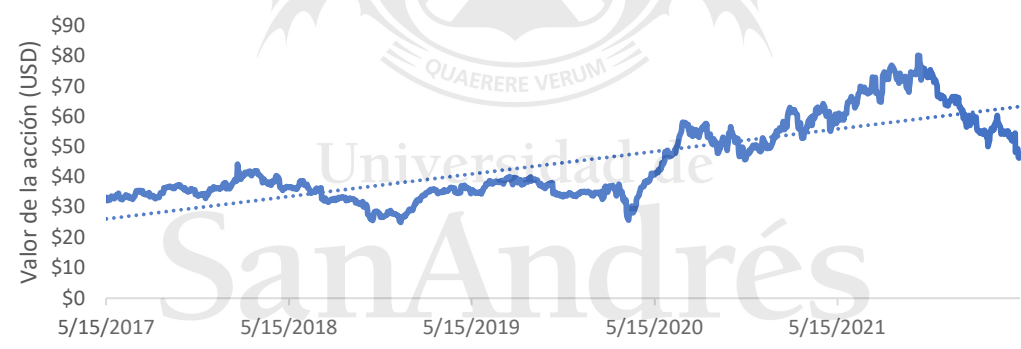
El siguiente grafico muestra el rendimiento acumulado total para los accionistas del índice base 100 el 31 de diciembre de 2016 en (i) acciones de Ebay ordinarias, (ii) índice compuesto Nasdaq, (iii) índice S&P 500 y (iv) el índice de tecnología de la información de S&P500. Se observa que el rendimiento de la acción se encuentra bastante cercano al rendimiento del índice S&P500. Esto se confirma más adelante con el cálculo de beta para la valuación.

Gráfico 11: Rendimiento por Acción de Ebay, S&P y Nasdaq



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

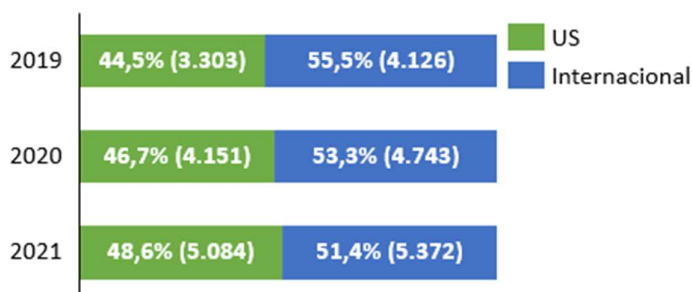
Gráfico 12: Valor Histórico de la Acción de Ebay (USD)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos en Yahoo Finance ///

Los ingresos de Ebay son atribuidos a las geografías principalmente en función del país en el que el vendedor, plataforma que muestra publicidad, otro proveedor de servicios o cliente, según sea el caso, es situado. En este caso se presenta la división geográfica como Estados Unidos y otros. La siguiente tabla presenta los ingresos netos por geografía para los periodos 2019, 2020 y 2021 (en millones de dólares).

Gráfico 13: Ingresos Netos por Transacciones de Ebay Segmentado por Estados Unidos u Otra Zona Geográfica (en US\$ MM y en % de ventas)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Los montos transaccionados en Estados Unidos van tomando poco a poco mayor lugar dentro de lo que es la cuota de mercado global de Ebay acaparando las mismas un 51,38% de los ingresos totales de Ebay.

4.3 Operaciones descontinuadas

Ebay Corea – El 14 de noviembre de 2021 se completó la venta previamente anunciada del 80,01% de intereses de capital en circulación de Ebay Corea a E-mart por aproximadamente US\$3 mil millones de dólares brutos. La venta resultó en una ganancia antes de impuestos de US\$3.2 mil millones que incluye US\$81 millones de ajuste de tipo de cambio y una ganancia neta de impuestos de US\$44 millones sobre la cobertura de inversión neta liquidada en el cuarto trimestre de 2021, así como un gasto de impuesto a las ganancias de US\$369 millones.

Clasificados – el 24 de junio de 2021 se completó la transferencia previamente anunciada de la línea de negocios Clasificados a Adevinta por una contraprestación total de US\$13.300 millones que incluyeron US\$2.500 millones en efectivo y aproximadamente 540 millones de acciones de Adevinta valoradas en US\$10.8 mil millones en la fecha de cierre y representaron un 44% de participación accionaria. La transferencia resultó en una ganancia antes de impuestos de US\$12.500 millones y un gasto de impuesto a las ganancias de US\$2.1 mil millones de dólares ambos dentro de los ingresos por operaciones descontinuadas.

Stubhub, plataforma de entradas para eventos - El 13 de febrero de 2020, completamos la venta previamente anunciada del negocio StubHub a una afiliada de Viagogo por US\$ 4.1 mil millones en ganancias (US\$ 3.2 mil millones, neto de impuestos sobre la renta de aproximadamente US\$ 0.9 mil millones) y una ganancia antes de impuestos de US\$ 3.9 mil millones dentro de los ingresos de operaciones descontinuadas.

Ilustración 4: Operaciones Discontinuadas de Ebay 2020/2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

Gráfico 14: Compradores Activos a Nivel Mundial (en millones)



Fuente: Elaboración propia en base a datos en Statista

A pesar de la creciente competencia, el gigante californiano logra mantenerse relativamente estable. En 2020, la pandemia de COVID-19 provocó un aumento de casi el 20 por ciento en los ingresos netos anuales de Ebay, alcanzando un récord de 10.300 millones de dólares estadounidenses en todo el mundo. Veinte años de expansión del mercado, adquisiciones y creación de marca se suman a una gran ventaja competitiva. Sin embargo, una reciente disminución en el número de compradores activos y los niveles de satisfacción del cliente ha llevado a la empresa a repensar su modelo de negocio.

Buscando mejorar su valor independiente mediante la optimización de las operaciones, Ebay vendió con éxito su negocio de emisión de boletos conocido como StubHub a Viagogo a

principios de 2020. Más tarde ese año, también transfirió su segmento de anuncios clasificados al editor de anuncios con sede en Noruega Adevinta. Con un mayor enfoque en el mercado, Ebay tiene como objetivo fortalecer su posición en el mercado haciendo de la experiencia del usuario una de sus principales prioridades.

5 ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

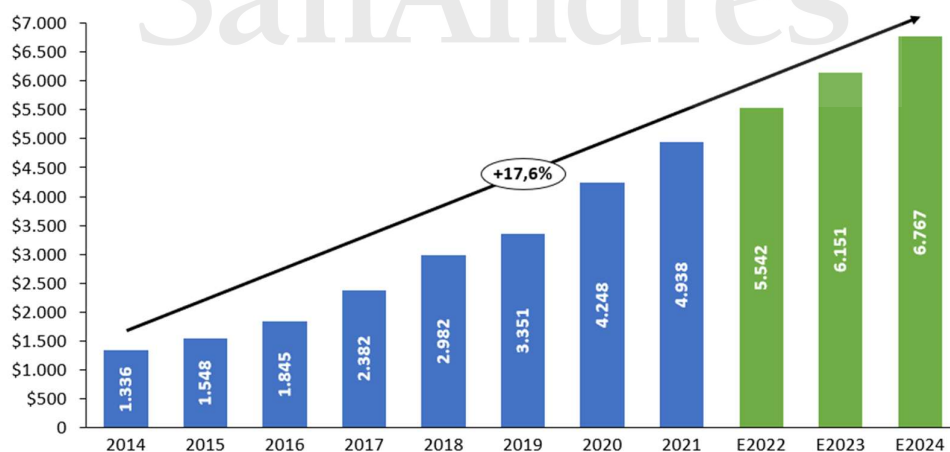
5.1 Características de la Industria

5.1.1 Industria Global

La industria del comercio electrónico es una de las industrias con mayor crecimiento en todo el mercado. Es importante destacar las mejoras que se produjeron y se están produciendo en los pagos digitales, la cadena de suministro y las capacidades de cumplimiento ya que mejoran la experiencia del cliente, lo que impulsa aún más los cambios en el comportamiento del consumidor.

A su vez, el uso de internet y el aumento de la conectividad también son impulsores importantes, particularmente en los mercados emergentes, donde las poblaciones son más jóvenes y son ellos los que destinan mayor tiempo en línea. Los consumidores en Colombia y Brasil, por ejemplo, pasan más de cinco horas en línea cada día, en promedio, creando una oportunidad significativa para que los minoristas lleguen a un nuevo mercado de clientes.

Gráfico 15: Ventas Globales de Comercio Electrónico entre 2014 y 2024 (en US\$ Billones)



Fuente: Elaboración propia en base a datos en Statista

Al analizar la industria, Ebay queda fuera del crecimiento del promedio de la misma. La alta competición de mercado, la dificultad para seguir sumando usuarios, fidelizarlos y mantener su porción actual genera un estancamiento en el aumento de las ventas con respecto a otros grandes competidores como Amazon. La industria está en constante crecimiento y le quita cuota de mercado a la venta al por menor física. Las ventas del comercio electrónico se encuentran en crecimiento constante año tras año a nivel global llegando en 2021 a la suma de 4,9 billones de dólares teniendo un aumento del 16,6% respecto al 2020. El crecimiento del 27% entre 2019 y 2020 se ve especialmente impactado por la pandemia.

Expectativas de crecimiento de la industria

- Personalización de las plataformas de comercio electrónico: Los usuarios y el público en general valora el contacto con otra persona a la hora de realizar transacciones. Hoy en día en la industria de comercio electrónico se está trabajando en implementar la mejora de la experiencia del usuario volviendo más personales a las tiendas de comercio electrónico para los clientes, estudiar sus preferencias y adaptar la plataforma en función de aquellas cosas que más les interesan. Un ejemplo que se conoce hoy en día son las recomendaciones a los clientes en función de su historial previo.
- Mejoras en logística y utilización de drones: Se está estudiando en la industria la posibilidad de poder trabajar con drones en los envíos de ciertos productos para de esta manera reducir los tiempos de entrega y agilizar la experiencia de los clientes. Por otra parte, será beneficioso para las empresas ya que permitirá reducir los costos fijos.
- Redes Sociales: Hoy en día las redes sociales desempeñan un papel muy importante en la vida de las personas ya que las mismas pasan muchas horas del día utilizándolas. La industria de comercio electrónico se inclina al estudio del comportamiento de las personas y campañas de marketing que a través de las redes sociales pueden atraer más usuarios y clientes lo cual se traduce en mayores ingresos.
- Asistentes de búsqueda habilitados por voz: Con el correr del tiempo habrá más personas que confíen y utilicen los sistemas de asistentes de búsqueda por voz

para realizar compras. Un ejemplo de asistente es Siri de Apple o Bixby de Android.

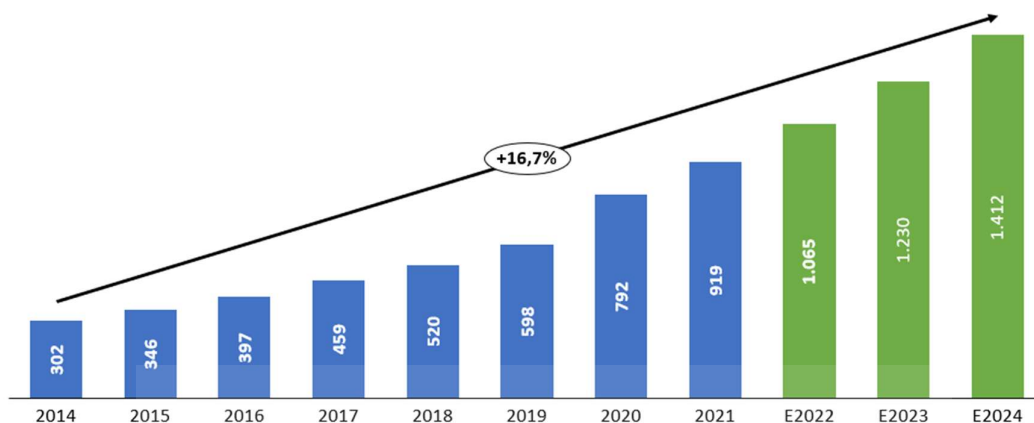
- Conciencia del medioambiente: En los últimos años se estuvo tomando mayor conciencia por el medio ambiente, es por esto que la industria del comercio electrónico también se preocupa en poder captar a este público de una mejor manera. De esta manera, se opta hoy en día por envases más minimalistas que utilicen menos materiales en general. La idea de la industria es poder concientizar e implementar objetivos para el cuidado del medioambiente. Entre otras cosas podría incluir el uso de energías renovables y minimizar desperdicios en general.

Grandes participantes del mercado de comercio electrónico a nivel global

- Ventas de comercio electrónico por país: Alrededor del 50% de las ventas minoristas se realizan a través de Internet en China, convirtiéndolo en el mercado de comercio electrónico con mayor penetración del mundo en 2022. Luego se encuentra Reino Unido y Corea del Sur con más del 36%.
- Mercados con crecimiento más rápido: Actualmente Filipinas India e Indonesia tuvieron el mayor crecimiento de ventas en la industria esto se debe al boom del desarrollo digital en la región de Asia Pacífico.

5.1.2 Industria Local

Gráfico 16: Ingresos Industria de Comercio Electrónico en Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia en base a datos en Statista

El mercado de comercio electrónico abarca la venta de bienes físicos a través de un canal digital a un usuario final privado (B2C). En esta definición se incorporan las compras a través de computadoras de escritorio (incluyendo notebooks y laptops) así como las compras a través de dispositivos móviles como teléfonos y tabletas. Todas las cifras monetarias se refieren a los ingresos brutos anuales y no tienen en cuenta los costos de envío.

En la gráfica de ventas desde teléfonos móviles podemos ver el potencial crecimiento en el nicho de mercado de comercio electrónico para las firmas que compiten junto con Ebay en la industria. Si bien el crecimiento que hubo en la industria al día de hoy es elevado podemos decir que es un mercado con gran lugar a crecimiento si se logra ser competitivo.

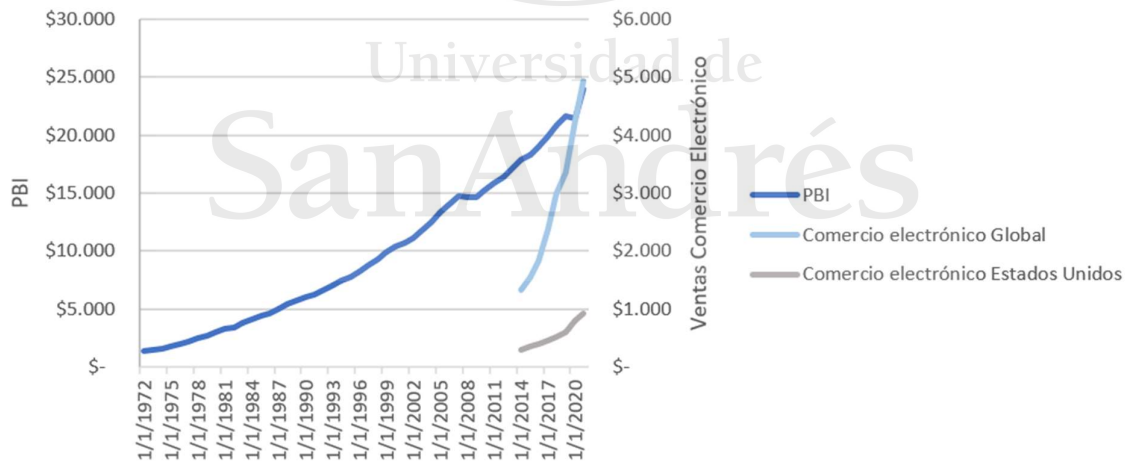
Gráfico 17: Ventas de Teléfonos Móviles con Relación a las Ventas Minoristas Totales de Comercio Electrónico en Estados Unidos (en %)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos en Statista ///

A continuación, se encuentra el comportamiento del Producto Bruto Interno junto con el crecimiento de la industria de comercio electrónico global y local:

Gráfico 18: Evolución PBI Estados Unidos en Comparación con Ventas de Comercio Electrónico Globales y de Estados Unidos (en billones US\$)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos en Statista y Reserva Federal de EE.UU ///

Al analizar el gráfico se observa que la tendencia del crecimiento del PBI en Estados Unidos y las ventas de la industria de comercio electrónico es creciente, si bien las ventas de la industria de comercio electrónico a lo largo de los años crecieron con mayor velocidad lo cual se refleja en la pendiente de la evolución histórica.

Al analizar las proyecciones a futuro de Estados Unidos se espera un crecimiento real del PBI en 2022 del 3%, 1,9% en 2024 y a lo largo de los años se estabiliza en un crecimiento que ronda el 2%. Al ser el mercado de comercio electrónico de Estados Unidos el principal de Ebay tendremos en cuenta este crecimiento a la hora de estimar las proyecciones del flujo de fondos.

5.2 Principales Competidores

A nivel mundial, comenzamos con Amazon, fundada por Jeff Bezos. Esta empresa es una de las que mayor ingreso posee y está posicionada en los primeros lugares del listado de las empresas con mayores ganancias de Forbes. En el año 2021 sus ingresos alcanzaron los USD 222.100 MM. Por otra parte, se considera uno de los mayores empleadores del mundo, actualmente posee 1,6 millones de empleados con un crecimiento de 300.000 empleados en el último año.

Continuando por la región Asiática, Jingdong (JD.com) opera desde Beijing y es una de las principales empresas chinas que lideran el mercado de comercio electrónico de la región. La misma se fundó en 1998 y comenzó con su mercado en línea en 2004. Hoy en día la empresa cuenta con un sistema de logística y entrega de productos de alta tecnología, compuesto por robots, inteligencia artificial, y una flota de drones. Alibaba, lidera a su vez la misma industria en la región. Si bien la capitalización de Alibaba es mayor que la de JD.com, Jingdong superó en 2021 los ingresos por ventas de Alibaba en USD 40.000 MM. Por otra parte, hoy en día JD.com posee alrededor de 380.000 empleados, mientras que Alibaba tiene actualmente 250.000.

Yéndonos a Latinoamérica, la empresa número uno en el mercado de comercio electrónico y fintech es sin dudas Mercado Libre. En 2021 la empresa generó ingresos netos por USD 7.069 MM, un 50% de los mismos proviene de Brasil, el 21% en Argentina, el 16% y el 13% restante en los demás países de la región. En lo que va el primer trimestre de 2022, Mercado Libre informó ingresos netos de USD 2.200 MM representando un aumento interanual del 67,4%. Actualmente Mercado Libre cuenta con más de 35.000 empleados en la totalidad de los países en los que opera.

Otros grandes jugadores de la industria de comercio electrónico incluyen a sitios de internet en China como Suning.com y Meituan-Dianping, los cuales son competidores de JD.com y Alibaba previamente mencionados. Por otra parte, Wayfair está presente en la industria de comercio electrónico americana, Zalando en Alemania y Rakuten en Japón.

Empresas comparables dentro de la industria Comercio Electrónico

No es fácil encontrar empresas comparables a Ebay. Escogimos para realizar una comparación con la industria las siguientes firmas que si bien podrían ser comparables debido a ciertas características en común, también poseen diferencias entre sí lo cual podría dificultar la comparación.

- **Amazon:** Fundada en 1994 Amazon.com es una gran empresa basada en un mercado en línea que vende libros, música, películas, artículos para el hogar, productos electrónicos, juguetes y otros productos, ya sea directamente o como intermediario entre otros minoristas y los millones de clientes de la plataforma. Actualmente el 65% de sus clientes están en Estados Unidos.
- **Alibaba:** Fundada en 1999 Alibaba se dedica al comercio electrónico en internet incluyendo venta entre empresas, venta al por menor y venta entre consumidores. Por otra parte, Alibaba también ofrece servicios de pago en línea, un motor de búsqueda de comparación de precios, así como también, servicios de almacenamiento de datos en la nube. Opera a través de los siguientes segmentos comerciales: Alibaba.com, AliExpress, Taobao, Fliggy Corporate, Lazada, Alibaba Cloud, Alibaba Pictures, AliGenie. A fines de 2021 el 90% de sus ingresos corresponden a la región Asiática.
- **Mercado Libre:** Fundada en 1999 por Marcos Galperín. Se lanzó inicialmente en Argentina pero al poco tiempo comenzó a expandir sus operaciones por Brasil, México, Chile y Uruguay. Similar a Ebay, comenzó como un sitio de subastas en Internet y fue mutando a una plataforma de comercio electrónico que promovía el intercambio de bienes entre compradores y vendedores. Mercado Libre actualmente posee seis unidades de negocios: Mercado Libre plataforma de comercio electrónico Marketplace Marketplace, Mercado Pago, Mercado Envíos, Mercado Crédito, Mercado Libre Publicidad y Mercado Shops.

Tabla 4: Principales Competidores de Ebay

	Ebay	Amazon	Best Buy
Compañía	eBay Inc.	Amazon.com Inc.	Best Buy Co, Inc
Sector	Consumidor Discrecional	Consumidor Discrecional	Consumidor Discrecional
Industria	Internet y Marketing directo al por menor	Internet y Marketing directo al por menor	Internet y Marketing directo al por menor
Capitalización de Mercado	34.04B	1.32T	21.26B
Valor de la firma	38.80B	1.35T	22.52B

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos en Yahoo Finance ///

Escogimos dentro de los principales competidores a dos firmas reconocidas dentro del sector "Consumo Discrecional" las mismas son Amazon, Alibaba y Mercado Libre. Es importante considerar que Amazon posee el 40% de la cuota de mercado en Estados Unidos mientras que Ebay posee el 4.3%. A su vez, Amazon opera con volúmenes mucho más significativos por su

participación en el mercado. Sin embargo, estas firmas se encuentran hace más de 10 años en el mercado y fueron creciendo (a distinto ritmo) con un alto grado de competencia.

La competencia para Ebay se encuentra creciendo sustancialmente de manera global. La rapidez en que evoluciona el comercio electrónico es tanto una fortaleza como una debilidad para la empresa ya que las ofertas de bienes y servicios incrementa constantemente con nuevos jugadores en el mercado. Ebay proyecta un mercado aún más competitivo en el futuro exigiendo mejores precios, rapidez en la logística, facilidades en la plataforma y gran capacidad de respuesta ante la presencia de complejidades en el proceso de compra/venta. Ebay marca como un objetivo la capacidad de adaptación a todos los cambios y desafíos que se avecinan sino su mercado se verá reducido, así como también su rentabilidad y tendrá un gran impacto en los resultados de la empresa y en los inversores.

Tabla 5: Ventas Competidores

Compañía	Ventas 2021 (MM USD)	CAGR últimos 5 años
Amazon	469,8	30%
Alibaba	109,5	48%
Mercado Libre	7,1	47%

Fuente: Elaboración propia en base a datos en Yahoo Finance

5.2.1 Competidores

Ebay se encuentra con una fuerte competencia en el mercado en el que opera. Los usuarios podrían realizar el mismo tipo de transacciones de otros canales competitivos en línea, móviles y fuera de línea. Estos incluyen, pero no se limitan a, minoristas, distribuidores, liquidadores, empresas de importación y exportación, subastadores, empresas de catálogos y pedidos por correo, anuncios clasificados, directorios, motores de búsqueda, participantes comerciales (C2C-B2C) y canales y redes de compras. A medida que la oferta de productos de Ebay continúa ampliándose a nuevas categorías de artículos y nuevos formatos de comercio se espera enfrentar competencia de otros canales en línea, móviles entre otros. Se compite sobre la base del precio, la selección de productos y servicios, y la escala global.

Los principales factores competitivos para Ebay incluyen los siguientes:

- Capacidad para atraer, retener, e involucrar a compradores y vendedores
- Volumen de transacciones y precio y selección de bienes
- Confianza en el vendedor y en la transacción
- Servicio al cliente
- Reconocimiento de marca
- Cohesión, interacción y tamaño de la comunidad
- Facilidad de uso y accesibilidad del sitio web, la plataforma móvil y la aplicación
- Confiabilidad y seguridad del sistema
- Confiabilidad de la entrega y el pago incluida la preferencia del cliente por una entrega rápida y envío gratuito
- Nivel de tarifas de servicios
- Calidad de las herramientas de búsqueda

5.3 Factores de riesgo

El resumen de riesgos a continuación proporciona una descripción general de los principales riesgos a los que Ebay se encuentra expuesta en el entorno normal en el curso de las actividades comerciales:

- Resultados operativos y financieros están sujetos a varios riesgos e incertidumbres que podrían afectar el negocio, condición financiera, resultados de operaciones y flujos de efectivo, así como la negociación, el precio de las acciones ordinarias y títulos de deuda.
- La competencia sustancial y cada vez más intensa en todo el mundo en el comercio electrónico.
- La pandemia mundial de COVID-19 podría dañar el negocio y los resultados de las operaciones.
- Las fluctuaciones en los tipos de cambio de moneda extranjera podrían afectar negativamente los resultados financieros.
- Las operaciones internacionales y participación en el comercio transfronterizo están sujetas a riesgos, que podrían dañar el negocio.
- El negocio puede verse afectado negativamente por eventos geopolíticos, desastres naturales, factores estacionales y factores similares.
- Si no se puede seguir el ritmo de los rápidos desarrollos tecnológicos o seguir innovando y creando nuevas iniciativas para proporcionar nuevos programas, productos y servicios, el uso de los productos y los ingresos podrían disminuir.

- Los cambios en los programas para proteger a los compradores y vendedores podrían aumentar los costos y la tasa de pérdidas, y el hecho de no administrar dichos programas de manera efectiva puede dañar la reputación

- El desarrollo del sistema de pagos requiere una inversión continua, está sujeto a leyes en evolución, reglamentos, normas y estándares, e implica riesgos, incluidos los riesgos relacionados con la dependencia de proveedores de terceros.

- Es posible que no se puedan proteger o hacer cumplir adecuadamente los derechos de propiedad intelectual y se enfrenten alegaciones de terceros por infringir sus derechos de propiedad intelectual.

- Si no se abordan de manera efectiva las actividades fraudulentas en las plataformas, aumentaría la tasa de pérdidas y perjudicaría el negocio y podría disminuir gravemente la confianza de los comerciantes y consumidores en el uso de los servicios.

- El negocio está sujeto a riesgos de seguridad en línea, incluidas brechas de seguridad y ataques cibernéticos.

- Fallas de sistemas y las interrupciones resultantes en la disponibilidad o degradación en el desempeño del sitio web, aplicaciones, productos o servicios podrían dañar el negocio.

- Es posible que Ebay no sea capaz de atraer, retener y desarrollar a los empleados altamente calificados que se necesitan para respaldar el negocio.

- Los problemas o aumentos de precios por parte de terceros que brindan servicios a Ebay o a los vendedores podrían dañar el negocio.

- El negocio está sujeto a una amplia regulación y supervisión gubernamental, lo que podría perjudicar a Ebay.

- La regulación en las áreas de privacidad y protección de datos de los usuarios podría perjudicar el negocio.

- Regularmente Ebay se encuentra sujeto a litigios generales, disputas regulatorias e investigaciones gubernamentales.

- Ebay está sujeto a actividad regulatoria y litigios antimonopolio bajo las leyes de competencia que podrían afectar adversamente el negocio

- La publicación o venta por parte de los usuarios de ciertos artículos, incluidos artículos que presuntamente infringen los derechos de propiedad intelectual. A su vez derechos de propiedad de los propietarios de los derechos, incluidos artículos pirateados o falsificados, artículos ilegales o artículos utilizados en una manera ilegal puede dañar el negocio.

- Ebay está sujeto a riesgos asociados con la información difundida a través de los servicios

Nuevos proyectos

La reinversión tecnológica de Ebay continúa apuntalando los planes de crecimiento futuros. Desde que Ebay completó la migración a su nueva plataforma de pagos, la empresa ha estado mejorando la experiencia del usuario y creando valor para los clientes. En los próximos años se estima que Ebay estará lanzando su primera billetera digital donde los clientes puedan usar las ganancias de sus ventas para comprar convenientemente su próximo artículo o pagar sus gastos de venta.

Resultados Operativos y financieros

Los resultados operativos y financieros están sujetos a varios riesgos e incertidumbres que podrían afectar el negocio, condición financiera, resultados de operaciones y flujos de efectivo así como el precio de cotización de las acciones ordinarias y títulos de deuda.

Los resultados operativos y financieros de Ebay han variado trimestralmente durante el historial operativo y pueden continuar fluctuando significativamente como resultado de una variedad de factores, incluso como resultado de los riesgos que siguen:

- La capacidad de convertir las visitas en ventas para los vendedores
- La cantidad y el momento de los gastos
- El éxito en atraer y retener vendedores y compradores
- Cambios en las tendencias de gasto discrecional del consumidor, incluidos cambios en los intereses que se alejan de cualquiera de las categorías mayores
- Éxito en la ejecución de la estrategia y el impacto de cualquier cambio de estrategia
- El momento y el éxito de los lanzamientos de productos
- El éxito del servicio de marketing
- El impacto de los desarrollos competitivos y la respuesta a esos desarrollos.

Deuda

Inversiones corto plazo:

Las inversiones a corto plazo se componen principalmente de títulos de deuda corporativa, papel comercial y valores gubernamentales y de agencias. Las inversiones a corto plazo son inversiones con vencimientos originales de menos de un año cuando se compran, se clasifican como disponibles para la venta y se informan a valor razonable utilizando el método de identificación específico. Las inversiones a corto plazo también incluyen valores de renta

variable con facilidad valores razonables determinables que pueden venderse en mercados activos.

Inversiones a largo plazo:

Las inversiones a largo plazo se componen principalmente de títulos de deuda corporativa, gobierno y agencia valores, inversión de capital bajo la opción del valor razonable, inversiones de capital bajo el método de participación de inversiones contables y de capital sin valores razonables fácilmente determinables. Los títulos de deuda se clasifican como disponibles para la venta y se reportan a valor razonable utilizando el método de identificación específico.

Durante 2020, se comenzó a cubrir la variabilidad de los pagos de intereses previstos sobre la deuda anticipada, emisión mediante swaps de tipos de interés anticipados. El importe nocional total de estas operaciones de swaps de tasa de interés fue de US\$ 700 millones al 31 de diciembre de 2020 con términos que exigen intereses a una tasa variable y pago de intereses a tasa fija. Estos swaps de tipos de interés fijan efectivamente el índice de referencia tasa de interés y tienen el efecto económico de cubrir la variabilidad de los pagos de intereses previstos por hasta 10 años en una emisión de deuda anticipada en 2022, y terminarán con la emisión de la deuda.

De manera similar a otras coberturas de flujo de efectivo, se registraron los cambios en el valor razonable de estos swaps de tasa de interés en otra utilidad (pérdida) integral acumulada hasta la emisión de deuda anticipada. Tras la emisión de deuda y terminación de los instrumentos derivados, su valor razonable se amortizará durante el plazo de la nueva deuda a gastos por intereses. Se evaluó la efectividad de los swaps de tasa de interés designados como coberturas de flujo de efectivo.

Durante 2020, se comenzó a cubrir la variabilidad de los flujos de efectivo en el pago de intereses asociados con la deuda a tasa flotante usando swaps de tasa de interés. Estos contratos de permuta financiera de tipos de interés convierten efectivamente la deuda de tasa flotante que se basa en la tasa de oferta interbancaria de Londres ("LIBOR") a una tasa de tasa fija, reduciendo el impacto de los cambios en las tasas de interés sobre los gastos por intereses futuros. El importe nocional total de estos swaps de intereses fue de US\$400 millones al 31 de diciembre de 2020 con términos que exigen que se reciban intereses a una tasa variable y pagar intereses a una tasa fija. Los contratos de permuta de tipos de interés tienen fechas de vencimiento en 2023. Al igual que otros contratos de efectivo coberturas de flujo, registramos los cambios en el valor razonable de estos swaps de tasa de interés en otros la utilidad (pérdida) integral y su valor razonable se amortizarán durante el plazo de la deuda a intereses/gastos.

Se utilizan swaps de tasa de interés para administrar el riesgo de tasa de interés en las notas de tasa fija emitidas en julio de 2014 y con vencimiento en 2019, 2021 y 2024. Estos swaps de tasa de interés tuvieron el efecto económico de modificar la tasa fija en obligaciones de intereses asociadas con US\$2.400 millones de estos pagarés, de modo que los intereses pagaderos sobre estos bonos senior se convirtieron en variables basadas en LIBOR más un diferencial. Estos swaps de tipos de interés se cancelaron en 2019.

Durante la primera parte de 2022 se pagará una deuda de US\$750 millones que consiste en notas senior al 3,800 % con vencimiento en marzo de 2022.

Calificación crediticia

Al 31 de diciembre de 2021 Standard and Poor's Financial Services, LLC calificó como grado de inversión:

- Calificación de largo plazo BBB+
- Calificación de corto plazo A-2, con perspectiva estable

Por otra parte, Moody's Investor Service:

- Calificación de largo plazo calificación Baa1
- Calificación de corto plazo P-2, con perspectiva estable

Se divulgan estas calificaciones para mejorar la comprensión de las fuentes de liquidez y los efectos de las calificaciones en los costos de fondos. En el endeudamiento los costos dependen, en parte, de las calificaciones crediticias y de cualquier acción que tomen estas agencias de calificación crediticia para reducir la calificación crediticia.

Las calificaciones crediticias probablemente aumentarán los costos de endeudamiento. Por otra parte, se cumplió con todos los convenios financieros en los instrumentos de deuda en circulación para el período que terminó el 31 de diciembre de 2021.

Propiedades y Equipos

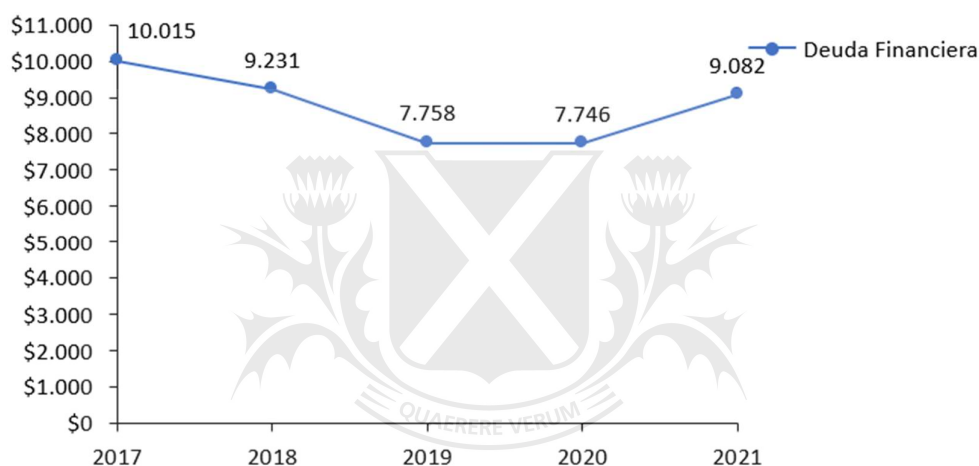
Tabla 6: Propiedades y Equipos 2020 y 2021 (en US\$ millones)

	2021	2020
Equipos de computación y Software	\$4.747	\$4.585
Terrenos y Edificios incluidas las mejoras	\$779	\$744
Mejoras arrendatarias	\$356	\$320
Muebles y accesorios	\$140	\$141
Construcción en curso y otros	\$77	\$155
Propiedades y Equipos, bruto	\$6.099	\$5.945
Amortización Acumulada	-\$4.863	-\$4.653
Propiedades y Equipos, neto	\$1.236	\$1.292

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

El gasto total de depreciación de las propiedades y equipos por los años terminados el 31 de diciembre de 2021, 2020 y 2019 totalizaron US\$ 485 millones, US\$ 560 millones y US\$ 572 millones, respectivamente. Estos representan en promedio en los últimos años un 9.6% sobre el total de activos fijos brutos. Analizando el promedio de los últimos 5 años de depreciaciones obtenemos el monto total de amortizaciones/depreciaciones a utilizar en la proyección de flujo de fondos utilizando el porcentaje obtenido.

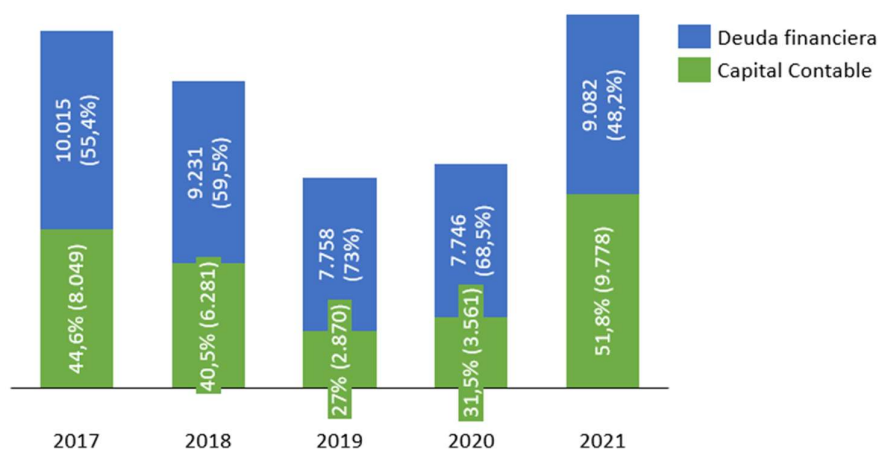
Gráfico 19: Evolución de la Deuda Financiera Total de Ebay (en US\$ MM)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Como puede observarse en los gráficos, la deuda financiera estuvo tomando una tendencia bajista dentro de la estructura de capital contable de la compañía. Pasando de ser el 73% del total a terminar siendo en 2021, el 58%. Eso se dio como producto del programa de recompra de acciones propias llevado a cabo los últimos años por la compañía. A su vez, en 2020 comenzaron a cubrir la variabilidad de los pagos de intereses previstos sobre la emisión de deuda anticipada mediante permutas financieras de tipo de interés anticipadas.

Gráfico 20: Evolución de la Deuda Financiera Total y del Capital Contable (en US\$ MM)



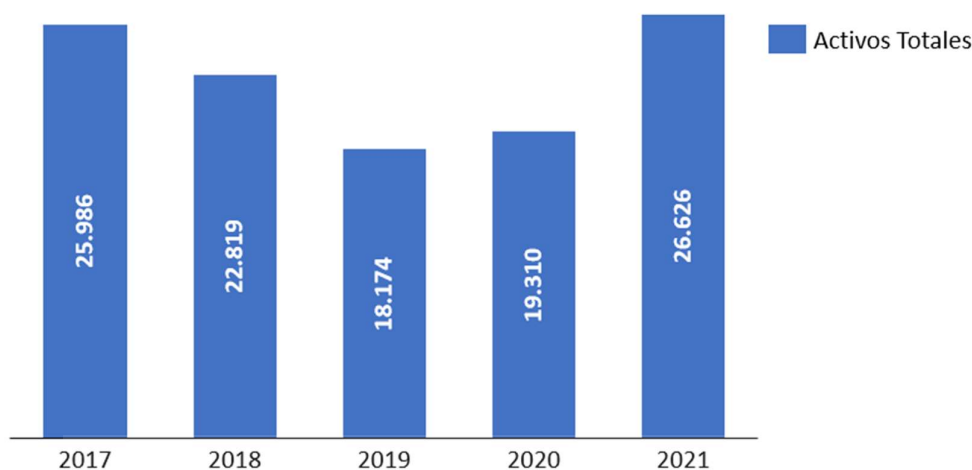
/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Activos

Al 31 de diciembre de 2021 y 31 de diciembre de 2020, Ebay tenía activos clasificados como efectivo y equivalentes de efectivo, así como inversiones no accionarias a corto y largo plazo de operaciones continuas, por un total de US\$ 7.3 mil millones y US\$ 3.8 mil millones, respectivamente. Creemos que el efectivo, equivalentes de efectivo y corto plazo e inversiones a largo plazo, junto con el efectivo que se espera generar de las operaciones, préstamos disponibles bajo el acuerdo de crédito y programa de papel comercial, y el acceso a los mercados de capital, será suficiente para satisfacer los requerimientos materiales de efectivo durante los próximos 12 meses y en el futuro previsible.

Sin embargo, el COVID-19 y las medidas relacionadas para contener su impacto han causado interrupciones importantes tanto en economías y mercados financieros nacionales y mundiales. El impacto futuro del COVID-19 y estas medidas de contención hace que las medidas no se puedan predecir con certeza y pueden aumentar los costos de endeudamiento y otros costos de capital. A su vez de otra manera afectar adversamente el negocio, resultados de operaciones, condición financiera y liquidez, y no se puede asegurar que se tendrá acceso a financiamiento externo en el momento y en los términos que se consideran aceptables, o que no se experimentarían otros problemas de liquidez en el futuro

Gráfico 21: Evolución de los Activos Totales (en US\$ MM)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

Gastos Operativos

Los gastos operativos de la firma se mantuvieron dentro del promedio del 53% del total de las ventas en los últimos 5 años. Ebay reporta sus gastos operativos en cuatro segmentos:

- Ventas y marketing:
 - Los gastos de ventas y marketing consisten principalmente en costos de programas de publicidad y marketing (tanto en línea y fuera de línea), compensación de empleados, ciertos cupones y recompensas de usuarios, costos de contratistas, costos de instalaciones y depreciación de los equipos.
 - Los gastos de marketing en línea representan costos de adquisición de tráfico en varios canales como búsqueda paga, marketing de afiliados y publicidad gráfica.
 - Publicidad fuera de línea principalmente incluye campañas de marca y comunicaciones entre compradores y vendedores

Este rubro se mantuvo relativamente estable dentro de los últimos 5 años representando aproximadamente el 50% de los gastos operativos.

- Desarrollo de producto
 - Los gastos de desarrollo de productos consisten principalmente en la compensación de los empleados, incluida la compensación basada en acciones, costos de contratistas, costos de instalaciones y depreciación de equipos. Los gastos de desarrollo de producto están netos de la capitalización requerida de la plataforma principal y otros esfuerzos de desarrollo de productos, incluyendo el desarrollo y

mantenimiento de la plataforma tecnológica. Las principales prioridades tecnológicas incluyen capacidades de intermediación de pagos, productos para hacer crecer el ecosistema de herramientas de vendedor y experiencias de productos que llaman a los clientes y mejoran la experiencia de compra de los mismos.

El aumento de costos entre 2020 y 2021 se debe mayormente a costos relacionados con los empleados. Este rubro se mantuvo relativamente estable dentro de los últimos 5 años representando aproximadamente el 20% de los gastos operativos.

- Generales y de administración

Los gastos generales y administrativos consisten principalmente en la remuneración de los empleados, incluida la remuneración basada en acciones, costos de contratistas, costos de instalaciones, depreciación de equipos, impuestos sobre la nómina del empleador sobre compensación basada en acciones, gastos legales, reestructuración, primas de seguros y honorarios profesionales. gastos legales, incluidos los relacionados con varios procedimientos legales en curso que pueden fluctuar sustancialmente de período a período.

La disminución de los gastos generales y administrativos entre 2021 y 2020 se debió principalmente a la ausencia de costos relacionados con la transición del CEO en 2020 de US\$ 33 millones y una disminución en las donaciones de aproximadamente US\$ 36 millones. Este rubro se mantuvo relativamente estable dentro de los últimos 5 años representando aproximadamente el 20% de los gastos operativos.

- Provisión por transacciones perdidas

Consiste principalmente en gastos por pérdidas por transacciones asociados con el programa de protección al comprador, pérdidas de los servicios de pagos administrados, fraude y gastos de deudas incobrables asociados con el saldo de cuentas por cobrar. Se espera que la provisión fluctúe dependiendo de muchos factores, incluidos los cambios en los programas de protección y el impacto de los cambios regulatorios.

El aumento de la provisión de 2020 a 2021 corresponde a mayores pérdidas por devolución de cargos de US\$ 81 millones de dólares incurridas por pagos administrados a medida que se escala la plataforma y mayores costos del programa de protección al cliente de US\$ 63 millones de dólares. Los incrementos fueron parcialmente compensados por una disminución en el gasto de deuda incobrable de US\$ 52 millones de dólares. Este rubro se mantuvo relativamente estable dentro de los últimos 5 años representando aproximadamente el 14% de los gastos operativos.

6 ANÁLISIS FINANCIERO

6.1 Ratios Operativos

Tal como se mencionó previamente Ebay posee dos indicadores de eficiencia que son importantes a la hora de analizar cómo se encuentra la firma y analizar el crecimiento del negocio. Estos son el valor GMV, que representa el valor total de la mercadería vendida a través de la plataforma de comercio electrónico y el “take rate” que equivale al porcentaje de las comisiones, es decir, lo que la compañía transforma en ingresos propios.

Tabla 7: Ratios Propios de la Industria

	2017	2018	2019	2020	2021
GMV (USD millones)	\$ 74.256	\$ 75.778	\$ 72.134	\$ 87.608	\$ 87.365
Take Rate	11%	11%	12%	12%	12%

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Observando la tabla, vemos que Ebay logró aumentar su comisión pasando de un 11% a un 12% en los últimos años. Esto representa una mejora menor al 10% aunque aún hay una oportunidad de crecimiento si se logran eficientizar los costos y aumentar la cuota de mercado principalmente.

Cuentas por cobrar

A continuación, se calculan los días de cuentas a cobrar de Ebay respecto de las ventas:

Tabla 8: Días cuentas a cobrar

	2017	2018	2019	2020	2021
Cuentas por cobrar	\$ 696	\$ 712	\$ 555	\$ 652	\$ 779
Ventas	\$ 8.009	\$ 8.650	\$ 8.636	\$ 10.271	\$ 10.420
Días de cuentas a cobrar	32	30	23	23	27

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Los días de cuentas a cobrar se mantienen estables dentro del promedio de 22 días. Al 2021 las cuentas se cobran cada 27 días o 13,5 veces al año.

Cuentas por pagar

Respecto a los proveedores se observa:

Tabla 9: Días cuentas a pagar

	2017	2018	2019	2020	2021
Cuentas por pagar	\$ 330	\$ 286	\$ 229	\$ 657	\$ 969
Compras	\$ 1.853	\$ 2.023	\$ 2.136	\$ 2.473	\$ 2.650
Días de cuentas a pagar	65	52	39	97	133

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Los días de proveedores presentan una tendencia creciente, de un total de 65 días en 2017 pasaron a un total de 133 en 2021. En promedio las cuentas se pagan cada 77 días o 4,74 veces al año.

Al analizar los días de cuentas a cobrar y pagar Ebay se encuentra en una buena posición ya que la política les resulta eficiente. En promedio Ebay cuenta con 50 días de apalancamiento en proveedores/usuarios.

Inventarios

Los días de inventario equivalen al período en que los productos de la empresa quedan almacenados, mide la renovación del inventario. Ebay no cuenta con inventario propio ya que el negocio de la firma es proveer el mercado en línea a sus usuarios para el intercambio de sus productos sin necesidad de Ebay tener que ser dueño de los mismos.

Tabla 10: Días de Inventario

	2017	2018	2019	2020	2021
Inventario	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Costo de ventas	\$ 1.853	\$ 2.023	\$ 2.136	\$ 2.473	\$ 2.650
Días de inventario	0	0	0	0	0

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Tabla 11: Ciclo de Conversión de Caja

	2017	2018	2019	2020	2021
Días cuentas a cobrar	32	30	23	23	27
Días inventario	0	0	0	0	0
Días cuentas a pagar	65	52	39	97	133
Ciclo de conversión de caja	-33	-22	-16	-74	-106

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

El ciclo de conversión de caja se compone a partir de la suma de los días de cuentas a cobrar más días de inventario menos días de cuentas a pagar. A lo largo de los último 5 años el indicador disminuyó, es decir, se financió mayormente con sus clientes ya que gran parte de los saldos de cuentas a pagar representan el pasivo de la compañía frente a los usuarios para liquidar los fondos de las transacciones completadas en la plataforma de la firma. Por otra parte, se observa que el indicador de los días de cuentas a cobrar se mantuvo relativamente estable, el mismo representa la liquidez de la cobranza. En este caso, las cuentas a cobrar incluyen los montos facturados y los ingresos reconocidos antes de la facturación cuando se realizó de manera satisfactoria el servicio y tiene el usuario el derecho incondicional de pago.

Rotación de activos

Tabla 12: Rotación de Activos

	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	\$ 8.009	\$ 8.650	\$ 8.636	\$ 10.271	\$ 10.420
Activo Total	\$ 25.986	\$ 22.819	\$ 18.174	\$ 19.310	\$ 26.626
Rotación de Activos	31%	38%	48%	53%	39%

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

El siguiente ratio indica la cantidad de veces que se facturan los activos de la compañía en el período de un año, representando una medida de eficiencia en la gestión de los activos. Por ende, dado un cierto margen neto, a mayor rotación de activos, mayor rentabilidad. Se observa que el ratio de rotación de activos se ha mantenido dentro de un rango y en torno al promedio del 41% durante el período analizado. Durante 2017 a 2020 el indicador se mantuvo en alza, se explica mayormente por el crecimiento de las ventas. En el año 2021 el indicador disminuye ya que el aumento de los activos entre 2020 y 2021 (37%) fue mayor al aumento de las ventas (1,5%).

Resultado neto en relación con empleados

Tabla 13: Resultado Neto en Relación con Cantidad de Empleados

	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado Neto (US\$ millones) \$	(1,997)	\$ 2.128	\$ 1.516	\$ 2.542	\$ 252
Empleados	14.100	14.000	13.300	12.700	10.800
Ingresos/Empleados	-14%	15%	11%	20%	2%

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Al analizar la variación de ingresos sobre empleados se observa un aumento del mismo entre los años 2017 y 2018 debido principalmente al aumento del resultado neto ya que el año 2017 incluye el impacto de UUS\$\$ 3,1 millones de gasto fiscal provisional asociado con la promulgación de la Ley de Empleos y Reducción de Impuestos. Por otra parte, entre 2019 y 2020 el indicador también aumenta debido principalmente a la reducción de personal por la medida tomada a fines de 2018. El aumento que se observa en 2021 está dado principalmente por la reducción del resultado neto debido al impacto del cambio en el valor razonable de la inversión de Capital en Adevinta. El resultado neto que se utilizó para el cálculo excluye los ingresos por operaciones discontinuadas.

Compradores Activos

Tabla 14: Compradores Activos

	2017	2018	2019	2020	2021
Compradores (millones)	170	179	174	182	155

El término "comprador activo" significa, a partir de cualquier fecha, todas las cuentas de compradores que pagaron por una transacción en la plataforma dentro del período anterior de 12 meses. Ebay tuvo un crecimiento significativo en cantidad de compradores activos en 2020 mayormente explicado por la pandemia. En 2021 se observa una baja en el número de compradores que está dada en principio por la estabilidad post pandemia y a su vez pérdida de los mismos por la competencia ya que Ebay se encuentra perdiendo cuota de mercado.

Tabla 15: Ratios Operativos de Empresas Comparables

	Días de cuentas a cobrar	Rotación de Activos	Ingresos/Empleados
MELI	81,8	1,0	270000,0
AMZ	21,7	1,3	300000,0
BABA	12,2	0,5	285540,0
Ebay	27,3	0,4	964814,8
Promedio	35,8	0,8	455088,7

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

Al realizar la comparación de ratios operativos con las empresas comparables Ebay se encuentra dentro del promedio de las mismas en cuanto a días de cuentas a cobrar. Sin embargo, Ebay se encuentra por debajo del promedio del porcentaje de rotación de activos, esto se explica mayormente por el aumento de activos totales explicado por mayores inversiones a corto y largo plazo (títulos de deuda corporativa, papel comercial y valores gubernamentales), aumento del valor del fondo de comercio y la inversión de capital en Adevinta en 2021.

Ebay se encuentra por encima del promedio de las empresas comparables al analizar ingresos sobre empleados. Esto se explica mayormente por la fuerte reducción de empleados en los últimos años.

6.2 Ratios de Rentabilidad

Tabla 16: Ratios de Rentabilidad

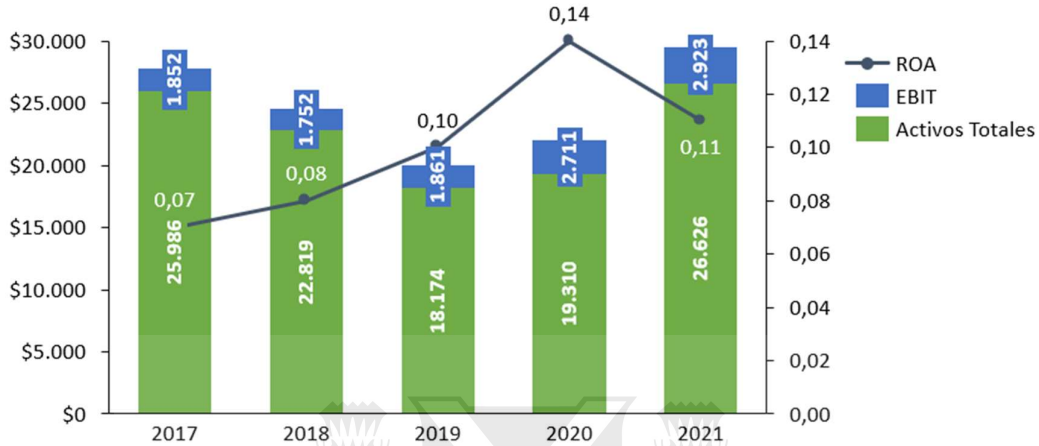
	Ratios de Rentabilidad				
	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado Neto (US\$ millones)	\$ (1.997)	\$ 2.128	\$ 1.516	\$ 2.542	\$ 252
Patrimonio Neto (US\$ millones)	\$ 8.049	\$ 6.281	\$ 2.870	\$ 3.561	\$ 9.778
ROE	-25%	34%	53%	71%	3%
EBIT	\$ 1.852	\$ 1.752	\$ 1.861	\$ 2.711	\$ 2.923
Activo (US\$ millones)	\$ 25.986	\$ 22.819	\$ 18.174	\$ 19.310	\$ 26.626
ROA	7%	8%	10%	14%	11%

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Dentro de los ratios de rentabilidad a analizar se encuentran los siguientes:

ROA

Gráfico 22: Evolución ROA

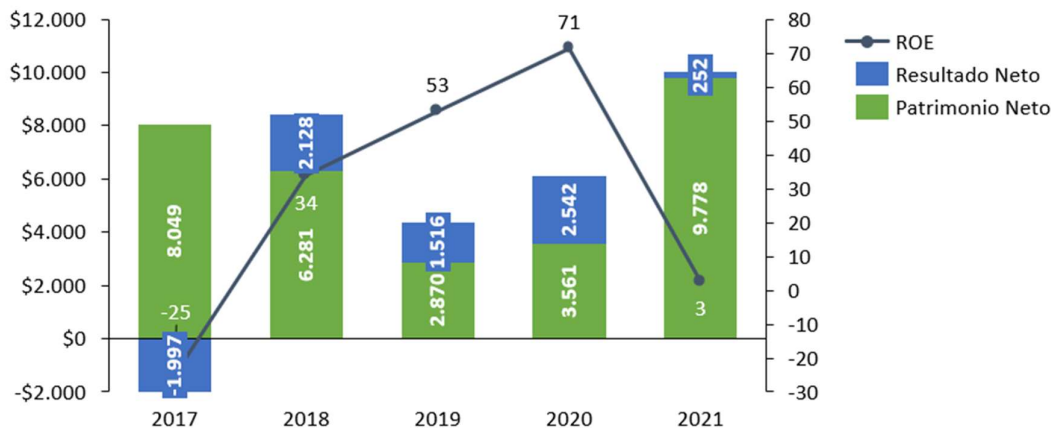


Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

- El ratio ROA mide la tasa de rendimiento de los activos totales, es decir, la rentabilidad de la empresa sobre sus fondos propios. Mide la eficiencia de una empresa en la generación de beneficios a partir del capital de los accionistas más sus pasivos. El ROA de Ebay se mantuvo estable dentro del promedio del 10% en los últimos años. El porcentaje de ROA muestra qué tan bien una empresa usa sus activos para generar ganancias. El ROA puede variar drásticamente entre industrias. Por lo tanto, el ROA de Ebay no debe usarse para comparar empresas en diferentes industrias.

ROE

Gráfico 23: Evolución ROE



Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

- El ratio ROE mide el rendimiento de capital, es decir, mide la rentabilidad de la empresa sobre sus fondos propios. El indicador ROE en la primera tabla va en incremento y se debe principalmente al impacto del aumento del resultado neto de la firma. Lo que los números nos demuestran es que por cada US\$ 1 de inversión de sus accionistas, la empresa genera una utilidad de US\$ 1.03 en 2021. La disminución del indicador entre 2020 y 2021 se debe al cambio en el valor razonable de la inversión de capital en Adeventa. En 2017 el indicador es menor que cero debido a un resultado neto negativo por la provisión de impuestos a las ganancias.

De manera adicional generamos el siguiente análisis de ROE Dupont para poder desagregar y entender mejor los resultados de este ratio.

Indicador ROE Dupont

Tabla 17: ROE – Análisis Dupont

	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas (US\$ millones)	\$8.009	\$8.650	\$8.636	\$10.271	\$10.420
Resultado Neto (US\$ millones)	-\$1.997	\$2.128	\$1.516	\$2.542	\$252
Margen de utilidad neto	-25%	25%	18%	25%	2%
Ventas (US\$ millones)	\$8.009	\$8.650	\$8.636	\$10.271	\$10.420
Activos (US\$ millones)	\$7.744	\$7.126	\$4.706	\$7.190	\$9.111
Rotación de Activos	1,03	1,21	1,84	1,43	1,14
Activos (US\$ millones)	\$7.744	\$7.126	\$4.706	\$7.190	\$9.111
Patrimonio Neto (US\$ millones)	\$8.049	\$6.281	\$2.870	\$3.561	\$9.778
Apalancamiento Financiero	1,0	1,1	1,6	2,0	0,9
ROE Dupont	-25%	34%	53%	71%	3%

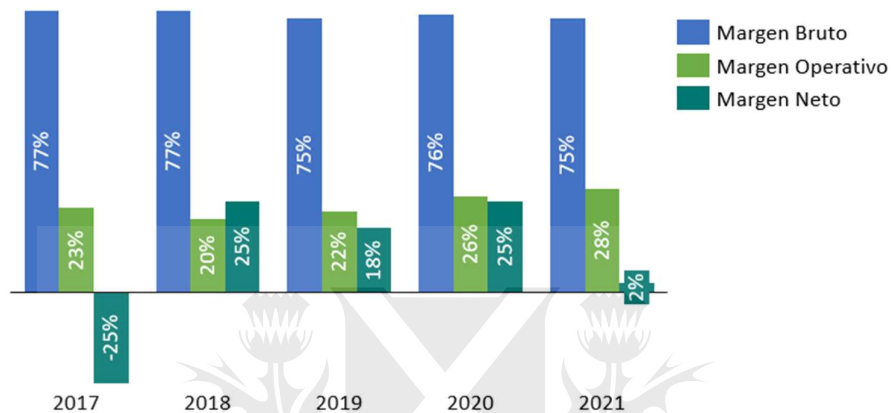
//// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay //

Podemos ver que de 2018 a 2020 vemos un aumento del ROE que se explica mayormente por el margen de utilidad neto tal como comentamos previamente. Por otra parte, podemos ver que el mismo disminuye de 2020 a 2021 debido a un aumento en la inversión de activos de la empresa.

Ebay es una empresa ya madura, si bien se encuentra constantemente adquiriendo nuevas herramientas para mejorar la plataforma de comercio electrónico y la atención a sus usuarios para darle mayores facilidades, la misma posee un crecimiento bajo de ventas en relación con la industria en los últimos 4 años. A su vez, como mencionamos anteriormente Amazon acapara la

proporción más significativa del mercado dificultando el crecimiento de sus competidores. Ebay actualmente teme que su rating crediticio actual pueda disminuir causando así un aumento de los costos a la hora de financiarse.

Gráfico 24: Evolución Margen Bruto, Operativo y Neto (en US\$ MM)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

A continuación, se observa la evolución de los márgenes tanto brutos como netos. El margen bruto es el beneficio de la compañía después de asumir costos básicos de sus transacciones. El margen neto es un ratio financiero que mide la rentabilidad de una empresa a través de la división del beneficio neto entre las ventas.

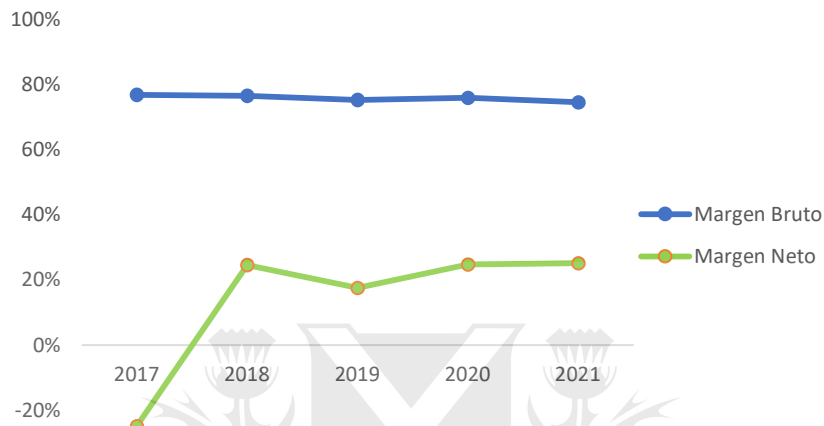
En el gráfico se ve la evolución de los últimos cinco años y a pesar de obtener ganancias netas mayores en términos absolutos no se ha podido mejorar los márgenes brutos a lo largo de los últimos años, el costo de las transacciones se encuentra con una variación similar a la de las ventas, si bien algo menor. El mismo se mantuvo cerca del 77%.

Por otra parte, si analizamos el margen neto sin considerar la utilidad de operaciones discontinuadas, neta de impuestos, podemos ver que el margen neto en el año 2021 sufre una variación significativa esto se debe mayormente a la venta del negocio de anuncios clasificados a Adevinta por US\$ 2,500 millones en efectivo lo cual genera un impacto por la variación del valor razonable de la participación accionaria.

El año 2017 se encuentra con resultados fuera de lo esperado. Eso se debe a que los datos del balance general consolidado para el año terminado el 31 de diciembre de 2017 incluyen el impacto de un impuesto diferido de US\$ 695 millones el cual fue un activo reconocido en 2017 como resultado del traspaso de domicilio de manera

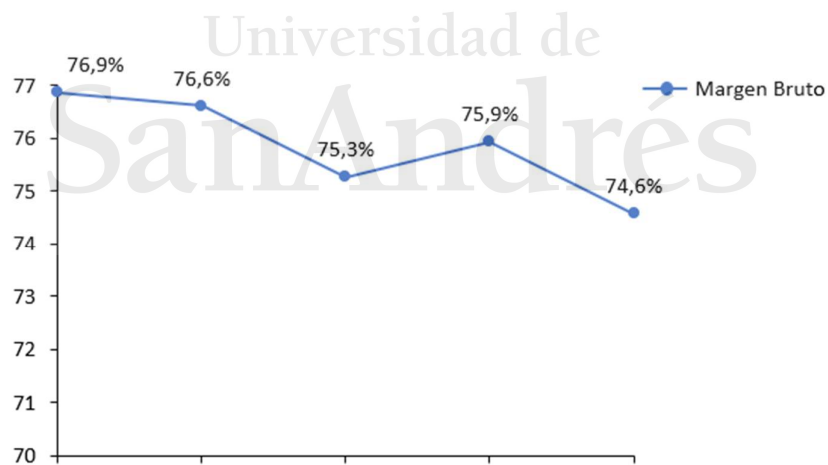
voluntaria de los activos intangibles clasificados en una nueva jurisdicción. A su vez impactan en el resultado a US\$ 3,100 millones de gasto fiscal provisional asociado con la promulgación de la Ley de Empleos y Reducción de Impuestos.

Gráfico 25: Evolución de Márgenes sin Contemplar Utilidad de Operaciones Discontinuadas, Neta de Impuestos a la Utilidad (en %)



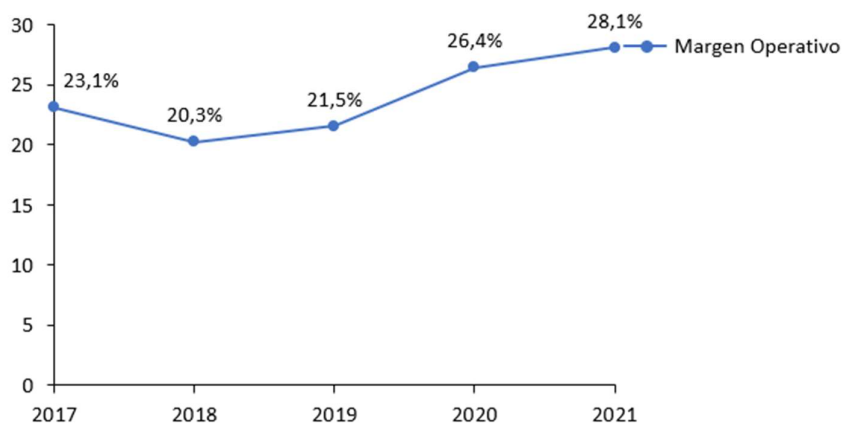
Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

Gráfico 26: Evolución de Margen Bruto (en %)



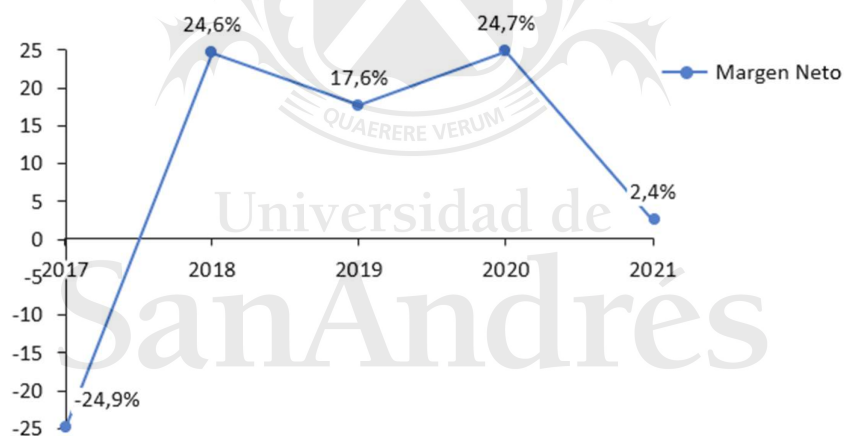
Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

Gráfico 27: Evolución de Márgen Operativo (en %)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Gráfico 28: Evolución de Márgen Neto sin Contemplar Utilidad de Operaciones Discontinuas (en %)



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Tabla 18: Ratios de Rentabilidad de Empresas Comparables

	ROA	ROE	Margen Bruto	Margen Operativo	Margen Neto	CAGR Ventas 2017-2021
MELI	3,8%	22,0%	41,0%	6,0%	2,0%	47,0%
AMZ	6,0%	18,0%	42,0%	4,2%	5,0%	30,0%
BABA	4,0%	6,4%	37,3%	8,7%	8,2%	48,0%
Ebay	11,0%	2,6%	75,0%	28,0%	2,4%	7,0%
Promedio	6,2%	12,2%	48,8%	11,7%	4,4%	33,0%

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

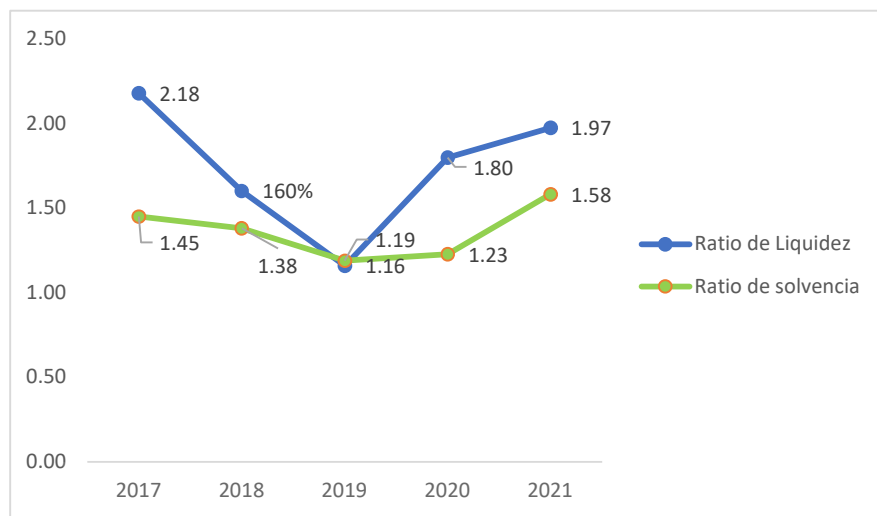
Al comparar los indicadores de rentabilidad con los de las empresas comparables se observa que Ebay se encuentra por encima del promedio en el margen bruto y operativo demostrando eficiencia en los impactos de costos por transacciones y gastos operativos por sobre el promedio de los indicadores de empresas comparables en el año 2021. Sin embargo, Ebay se encuentra con un CAGR menor al promedio de las comparables de la industria. Puede explicarse por la reducción de usuarios y compradores la baja fidelización hasta el momento de los mismos y el margen bruto estancado en los últimos años. A su vez se observa que tanto el ROE como el margen neto se encuentran por debajo del promedio de las mismas. Esto se debe, principalmente al aumento de inversiones en equity del negocio de clasificados que se vendió a Adevinta el cual generó un ajuste por la variación del valor razonable de la participación accionaria.

San Andrés

6.3 Ratios Crediticios

A continuación, se encuentran ratios de liquidez y de endeudamiento de Ebay a lo largo de los últimos 5 años.

Gráfico 29: Ratios de Liquidez y Solvencia



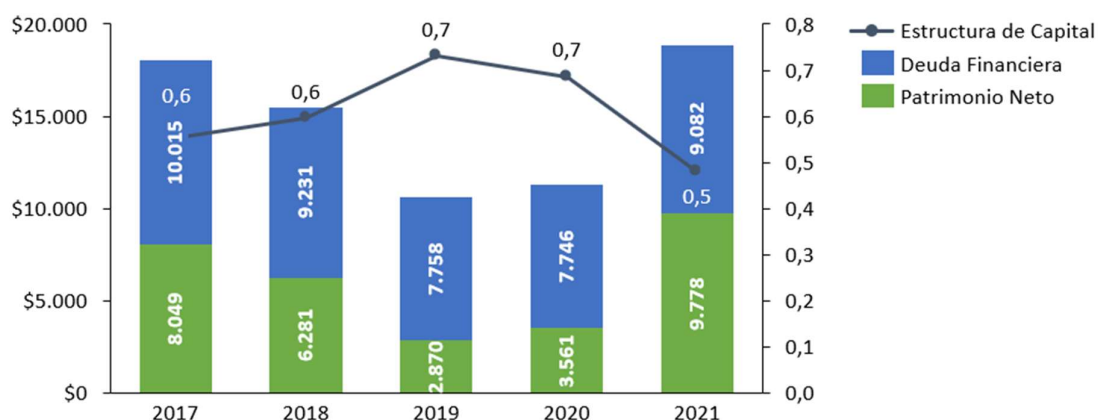
/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

- **Ratio Liquidez y Solvencia**

El gráfico y tabla anterior muestra la liquidez de Ebay, calculada como el activo corriente sobre el pasivo corriente, y la solvencia calculada como activos totales sobre pasivos totales. Debido a la ausencia de inventarios la prueba ácida arroja el mismo resultado que el ratio de liquidez.

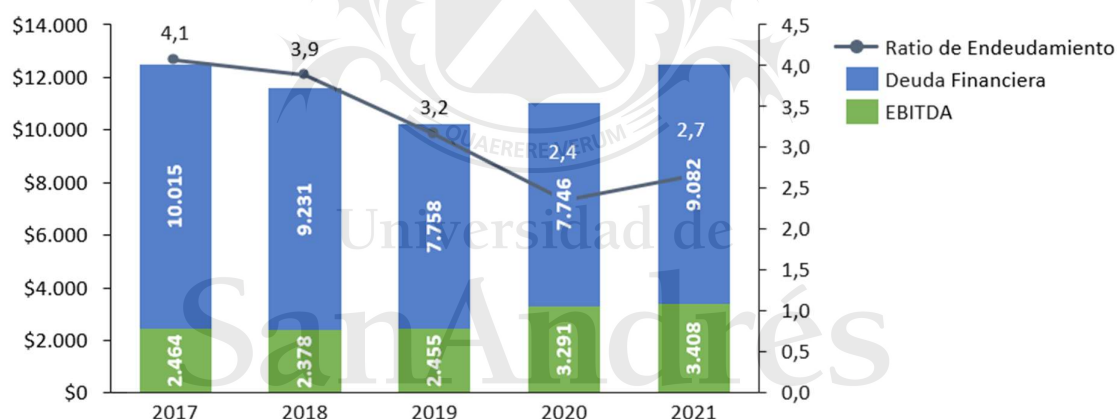
Podemos observar que ambos ratios son altos y estamos hablando de una empresa sana desde el punto de vista financiero. Vemos que en promedio la compañía tiene 1,58 dólares de activos por cada dólar de deuda. Entre sus activos corrientes hay US\$ 1.400 MM en caja líquida. Como dijimos anteriormente, la compañía tiene una solidez financiera estable por el momento que le permitirá impulsar su crecimiento.

Gráfico 30: Estructura de Capital



Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

Gráfico 31: Ratio de Endeudamiento



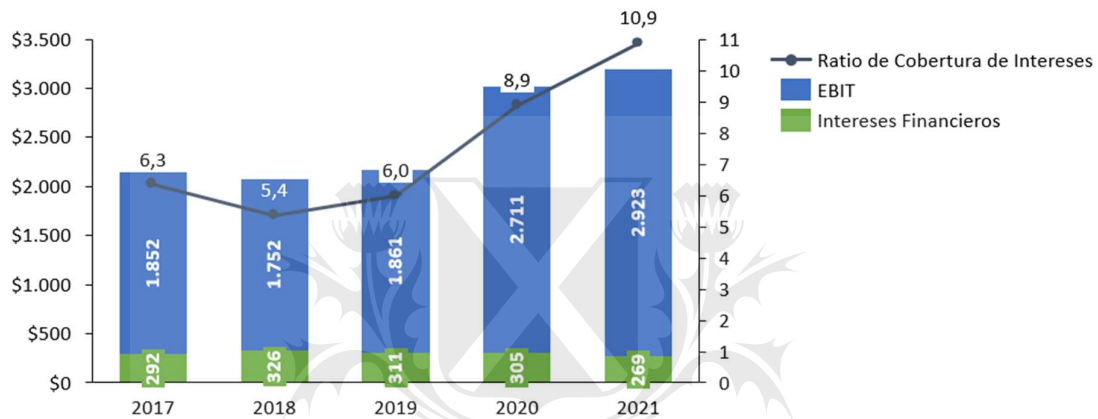
Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

- **Estructura de Capital/Ratio de endeudamiento**

A valor de libros la empresa ha mantenido un nivel alto de endeudamiento. En los últimos 5 años, la deuda financiera ha sido en promedio del 61% mientras que el patrimonio neto fue el 39%. El gran aumento del patrimonio neto en 2021 se debe a la venta del 80% del capital en circulación de Ebay Korea así como también la venta del negocio de clasificados a Adevinta generando el incremento de utilidades retenidas. Por otra parte, el aumento de la deuda financiera está dado por la mayor inversión en deuda financiera de corto plazo en 2021.

Como se observa la firma tiene un ratio de deuda sobre EBITDA bastante elevado. A lo largo de los años se mantuvo alto pero mayormente decreciendo. En el último ejercicio mejoró considerablemente, aunque todavía está en los 2,7. En general los analistas consideran que un ratio mayor a 3 es alto e implica un riesgo de deuda. Gran parte del aumento en la deuda se debe al incremento de deuda al corto plazo como se mencionó previamente. Al observar la disminución del ratio de endeudamiento financiero, puede decirse que la empresa ha ido pasando a financiar la mayor parte de sus activos con su patrimonio.

Gráfico 32: Ratio de Cobertura de Intereses

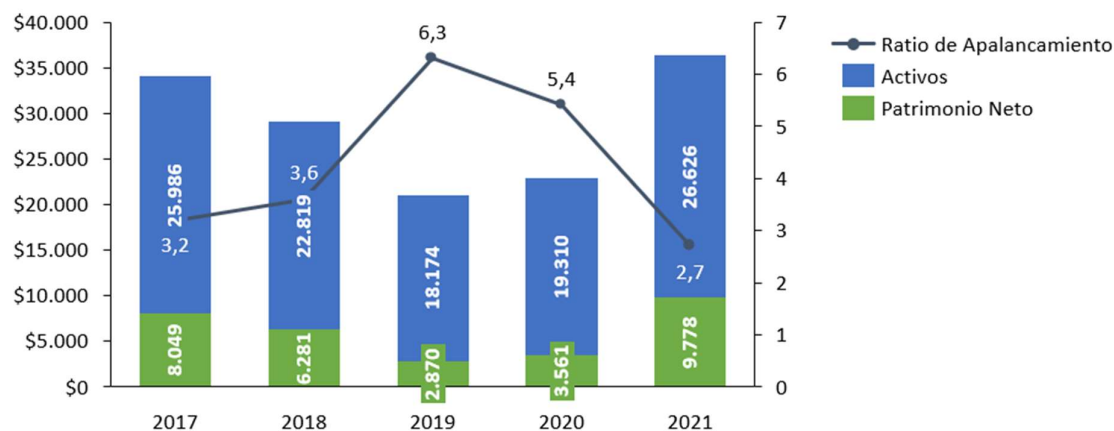


Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay

- **Ratio de cobertura de intereses**

El ratio de Cobertura de Intereses revela que el EBIT de la compañía cubre holgadamente las obligaciones de intereses, puesto que en los últimos años el promedio fue de 7,5 veces el monto de dichas obligaciones. A lo largo de los últimos años se observa que Ebay fue aumentando su capacidad de cobertura de intereses.

Gráfico 33: Ratio de Apalancamiento



/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

- **Ratio de Apalancamiento**

Ebay posee un ratio de apalancamiento muy elevado a lo largo de los últimos 5 años. Si bien en 2021 disminuyó con respecto a años anteriores debido a la participación adquirida de Adevinta, sigue estando muy por encima del 50% que es un porcentaje que los analistas consideran como sano. Esto expone a Ebay a mayores riesgos en cuanto a recesiones económicas o aumento de tasas de interés para poder cubrir sus deudas.

Tabla 19: Ratios de Liquidez de Empresas Comparables

	Ratio de solvencia	Test Ácido	Liquidez
MELI	1,4	1,36	1,5
AMZ	0,96	0,71	1,47
BABA	1,66	1,6	1,72
Ebay	1,58	1,97	1,97
Promedio	1,4	1,41	1,67

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

7 VALUACIÓN

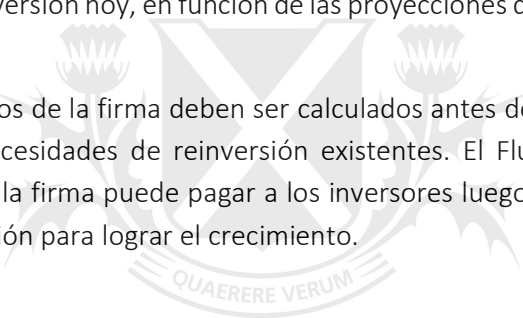
A continuación, se procederá a realizar la valuación de Ebay al 31 de diciembre de 2021. Concretamente, se pretende estimar el valor intrínseco del capital accionario de Ebay. Para ello, se utilizarán las siguientes metodologías:

- Valuación por flujo de fondos descontados (DCF)
- Valuación relativa mediante múltiplos del mercado

7.1 DCF - Flujo de fondos descontados

El flujo de caja descontado (DCF) es un método de valoración utilizado para estimar el valor de una inversión en función de sus flujos de caja futuros esperados. El análisis DCF intenta calcular el valor de una inversión hoy, en función de las proyecciones de cuánto dinero generará en el futuro.

Los flujos de fondos de la firma deben ser calculados antes del pago de la deuda, pero después de todas las necesidades de reinversión existentes. El Flujo de fondos libre es la cantidad de efectivo que la firma puede pagar a los inversores luego de haber cubierto todas las necesidades de inversión para lograr el crecimiento.


$$\begin{aligned} & EBIT (1 - t) \\ & - \text{Inversiones de capital} \\ & + \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ & - \text{Cambios en las necesidades de capital de trabajo que no sean efectivo} \\ & = \text{Flujo de Fondos Libre de la compañía} \end{aligned}$$

Una vez obtenidos los flujos de fondos de la compañía se debe calcular el valor actual de los mismos. Deben prolongarse esos flujos hasta el momento en que la empresa alcanza un estado estacionario (es decir, la TIR de las inversiones marginales necesarias para mantener las ventas se igualaría con el costo del capital, y no agregarían valor a la empresa) Para computar el valor actual se descontarán los flujos al costo de capital de la compañía.

$$\text{Valor Presente} = \frac{FFL_1}{1+r} + \frac{FFL_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FFL_H}{(1+r)^H} + \frac{FFL_{H+1}}{(r-g)}$$

$$VP = \sum_{t=1}^n \frac{FFL_t}{(1+r)^t} + \frac{FFL_{H+1}}{(r-g)}$$

FFL = flujo de fondos libres

r = tasa de descuento = WACC

g = tasa de crecimiento esperada a perpetuidad

Beta

El cálculo del parámetro beta se realizó en función de los datos históricos de los precios del S&P 500 (índice representativo del mercado) y de Ebay. El rango analizado fue de 5 años (2017-2021). A través de los datos obtenidos continuamos a calcular lo siguiente:

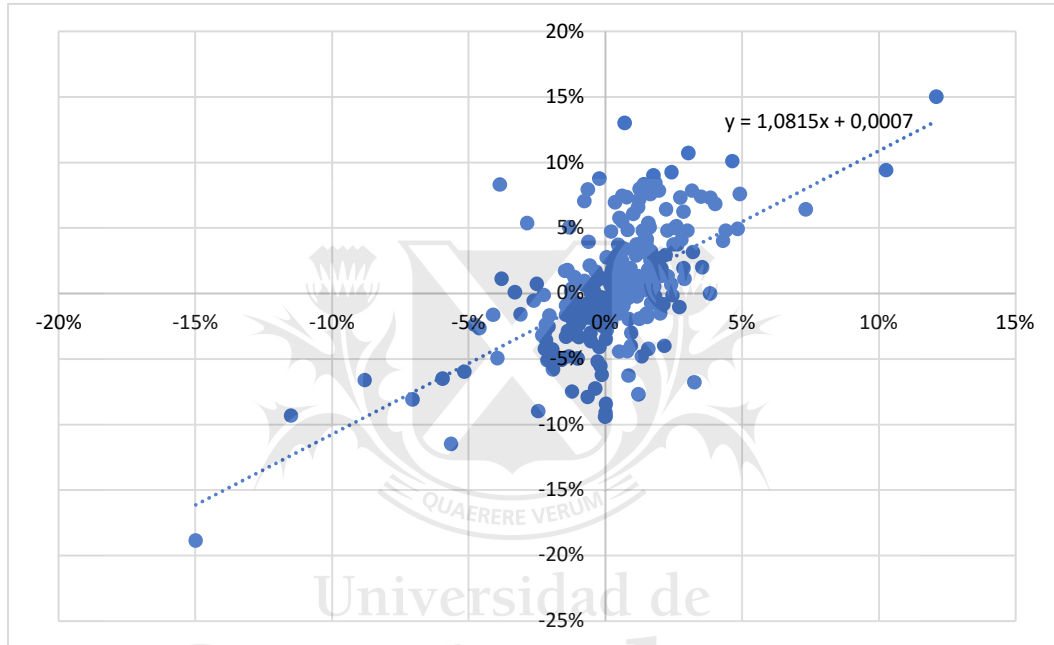
- **Rentabilidad esperada:** Rentabilidad promedio semanal del 0.41%. Varianza: Medición del riesgo
- **Volatilidad:** La desviación estándar de los datos de las distintas comparables. 4.42%. Hay una variabilidad en el comportamiento de los rendimientos de Ebay superior a que el del índice de S&P 500. Podemos asumir que con un 95% de confianza la rentabilidad esperada del 0.41% semanal podría estar 4.42% por arriba o por debajo del comportamiento esperado.
- **Coefficiente de variación:** Distribución de la rentabilidad esperada con respecto a la medición del riesgo volatilidad. Este índice lo podemos ver como una tasa que se comporta mucho más alta en el S&P. La rentabilidad a obtener al invertir en el índice en relación a su riesgo medido por la volatilidad es superior en el índice S&P que en la compañía Ebay. Este coeficiente de variación es deseable que sea mayor. Cuanto más alto, mayor la rentabilidad esperada del activo en relación a su riesgo.
- **Covarianza:** Explica de qué manera la compañía Ebay se comporta en relación con el mercado. La covarianza va a ser más alta en relación con que la dirección de ese comportamiento sea más proporcional en el tiempo. La misma tiene mayor valor siempre y cuando el SPY suba y también lo haga el precio de la compañía Ebay. Esa magnitud será mayor siempre y cuando se muevan en la misma dirección y con una proporción similar.

BETA: Medida de la sensibilidad de las variaciones del precio de la acción Ebay en relación con variaciones en el comportamiento del índice arroja un valor mayor a 1: 1,08.

Gráfico de dispersión

Comportamiento de la acción con respecto al mercado. El mercado se refleja en el eje de las X y acción eje de la Y. X variable del mercado como S&P e Y sería el comportamiento de la acción en la ecuación de regresión lineal.

Gráfico 34: Cálculo Beta con Regresión de Datos Semanales



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

Por otra parte, se realizó el cálculo de Beta del activo Ebay a través de una regresión lineal entre los rendimientos del activo frente a los rendimientos del mercado durante un tiempo o período razonable. Lo anterior implica que la ordenada representa el rendimiento del Activo y la abscisa el rendimiento del Mercado, por lo tanto, la ecuación de la regresión queda de la siguiente forma:

$$R_i = \alpha + \beta \cdot R_M$$

Donde:

R_i : Rendimiento de la inversión i.

α :Intercepto.

β :Pendiente de la línea recta que representa el Beta.

R_M :Rendimiento del mercado

Resultados Regresión

Regression Statistics	
Multiple R	0.575694804
R Square	0.331424507
Adjusted R Square	0.319695113
Standard Error	0.071642724
Observations	59

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.145028451	0.145028451	28.255892	1.84037E-06
Residual	57	0.292562758	0.00513268		
Total	58	0.437591209			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.001626354	0.009753158	0.166751546	0.868155686	-0.017904008	0.021156716	-0.017904008	0.021156716
S&P	1.116138975	0.20997315	5.31562715	1.84037E-06	0.695674995	1.536602954	0.695674995	1.536602954

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value	Unlevered beta corrected for cash
Retail (Online)	60	1.10	8.16%	4.76%	1.04	2.18%	1.07

Tasa Libre de Riesgo

Para obtener una tasa libre de riesgo debemos definir un activo al cual vamos a considerar libre de riesgo y vamos a usar el retorno esperado sobre dicho activo como la tasa libre de riesgo. La tasa libre de riesgo se define como un activo donde el inversor conoce el retorno esperado con certeza para el horizonte de tiempo bajo análisis.

Para poder considerar una tasa como libre de riesgo hay ciertos aspectos a considerar:

- No debe haber riesgo de default, lo que generalmente implica que el activo tiene que ser emitido por el gobierno.
- No debe haber incertidumbre sobre la tasa de reinversión, lo que implica que el activo seleccionado como tasa libre de riesgo no debe realizar pagos intermedios.
- Debe existir una consistencia entre la moneda en la cual se proyectaron los flujos de fondos de la firma y la moneda en la cual esté definida la tasa libre de riesgo. Debe ser una compañía dedicada a la investigación de mercado para inversiones financieras.

A su vez si los flujos están expresados en términos nominales, la tasa libre de riesgo también deberá estar en términos nominales.

En base a lo mencionado previamente, se definió como tasa libre de riesgo a la nota emitida a un plazo de 10 años del tesoro de Estados Unidos. Esta tasa cumple con la mayoría

de los recaudos al ser emitida por un gobierno, en principio, solvente; coherente con el plazo en el que vamos a proyectar los fondos de la compañía, y se encuentra en la misma moneda que los flujos de fondos cumpliendo con el principio de consistencia. La tasa libre de riesgo se definió en 1,5%.

Prima de riesgo

La prima de riesgo es el retorno por invertir en el mercado accionario por encima de la tasa de libre de riesgo.

Se utilizó como referencia el índice S&P 500 del cual se calculó el rendimiento promedio de la serie histórica de los últimos 50 años y de ese total se dedujo la tasa libre de riesgo. La prima de riesgo de mercado utilizada en la valuación fue: 8,04%.

Tabla 20: Prima de Riesgo de Mercado

Prima de Riesgo de Mercado	
Retorno S&P 500 (1971-2021)	9.55%
Tasa Libre de Riesgo	1.51%
Prima de riesgo de mercado	8.04%

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

Costo de capital

El "costo de capital" se define como "el costo de oportunidad de todo el capital invertido en una empresa". Es decir, el retorno esperado de un portafolio compuesto por todos los activos de la empresa. Detrás de la fórmula que se encuentra debajo se calcula cuanto le cuesta a la empresa obtener financiación, ponderando fondos propios y endeudamiento.

Para que una inversión sea rentable, el retorno de la empresa debe ser superior al coste de financiarse. En otras palabras, la rentabilidad anual debe ser superior al WACC.

$$\text{COSTO DEL CAPITAL} = \text{Costo del Equity} * \frac{\text{Equity}}{(\text{Deuda} + \text{Equity})} + \text{Costo de la deuda} * (1 - t) * \frac{\text{Deuda}}{(\text{Deuda} + \text{Equity})}$$

Es importante aclarar que esta metodología no contempla los posibles cambios del capital de la compañía, es decir, considera constante la estructura de financiación de la empresa. Esta es la razón por la cual vamos a calcular el valor de Ebay contemplando otros métodos como valuación por múltiplos y análisis de ratios financieros.

Costo del Capital Propio

Con el objetivo de calcular el costo del capital propio se hará uso del modelo CAPM (siglas en inglés para Capital Asset Pricing Model)

El modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) es un modelo de valoración de activos financieros desarrollado por William Sharpe que permite estimar su rentabilidad esperada en función del riesgo sistemático. Sin embargo, dentro del riesgo total de un activo financiero también se incluye el riesgo no sistemático o diversificable, es decir, el riesgo intrínseco del título en cuestión.

El modelo presume varios supuestos sobre el comportamiento de los mercados y sus inversores:

- **Modelo estático, no dinámico.** Los inversores únicamente toman en consideración un período.
- **Los inversores son aversos al riesgo.** Para inversiones con mayor nivel de riesgo exigirán mayores rentabilidades.
- **Los inversores sólo atienden al riesgo sistemático.** El mercado no genera mayor o menor rentabilidad para los activos por el riesgo no sistemático.
- **La rentabilidad de los activos se corresponde con una distribución normal.** La esperanza matemática, se asocia a la rentabilidad. La desviación estándar, se asocia al nivel de riesgo. Por tanto, los inversores se preocupan por la desviación del activo respecto al mercado en que cotiza. Por ello, se utiliza la Beta como medida de riesgo.
- **El mercado es perfectamente competitivo.** Cada inversor posee una función de utilidad y una dotación de riqueza inicial. Los inversores optimizarán su utilidad en función de las desviaciones del activo con respecto a su mercado.
- La oferta de activos financieros es una variable exógena, fija y conocida.
- **Todos los inversores poseen la misma información** de forma instantánea y gratuita. Por tanto, sus expectativas de rentabilidad y riesgo para cada tipo de activo financiero son las mismas.

Fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de rentabilidad esperada de un activo concreto, acción de Ebay

r_f : Rentabilidad del activo sin riesgo. Si bien todos los activos financieros contemplan cierto riesgo, nos enfocamos en los activos de menor riesgo como por ejemplo los activos de deuda pública. Tasa libre de riesgo.

β : Medida de sensibilidad del activo respecto a su punto de referencia.

$E(r_m)$: Retorno del mercado en que cotiza el activo.

r_{m-r_f} : Riesgo asociado al mercado en que cotiza el activo

r_i-r_f : Riesgo asociado al activo

El costo de capital propio a utilizar en la valuación es: 10,21%

Deuda	\$ 9,082,000,000.00
Capitalización	\$ 43,181,960,000.00
	\$ 52,263,960,000.00

Debt to equity	0.17
Equity to debt	0.83

Precio acción Dic 2021	66.23
Cantidad de acciones Ebay 2021	652,000,000.00

Universidad de
San Andrés

Deuda	\$9.082.000.000
Capitalización	\$43.181.960.000
	\$52.263.960.000

D/(D+E)	0,17
E/(D+E)	0,82

Precio acción Diciembre 2021	\$66,23
Cantidad de acciones Ebay 2021	652.000.000

Costo de la deuda

Luego de haber calculado el costo de capital propio, procedemos a calcular el costo de la deuda. Ebay acumula la mayor parte de su deuda en la emisión de bonos senior emitidos en dólares estadounidenses emitidos bajo legislación americana y a su vez cuentan con liquidez

diaria. Para el costo de la deuda se tomó la TIR del bono senior emitido en dólares del año 2031 al 31/12/2021: 2,68683%.

- Corresponde a la tasa de interés que una firma debe pagar para financiarse
- Está determinada por los siguientes factores:
 - Tasa libre de riesgo
 - Riesgo crediticio
- Es deducible de impuestos
- El objetivo es reflejar cual sería el costo de financiación de la empresa al momento de la valuación.

Estructura de Capital

Para el cálculo de la estructura de capital de Ebay se utilizó el reporte 10K de diciembre 2021. De allí se obtuvo el valor total de la deuda financiera de la empresa a valores contables considerando que no difiere significativamente de los valores de mercado. Sin embargo, el valor del capital propio se tomó a valores de mercado ya que varía en relación con el valor contable.

La estructura de capital utilizada para la valuación de Ebay es: 17% deuda financiera y 83% valor del capital accionario.

WACC – Costo promedio ponderado del capital

Una vez obtenidos los datos del costo de la deuda y del capital, se pudo calcular el costo de capital de la firma:

El valor de la compañía a fines de 2021 fue de US\$45.148,2 millones de dólares en el escenario base, US\$29.154,9 millones de dólares en el escenario pesimista y US\$ 57,519.06 millones de dólares en el escenario optimista. El valor del patrimonio se tomó de acuerdo a la capitalización de mercado ascendiendo a US\$58.054,4 millones de dólares. La tasa de impuestos fue colocada en 21% de acuerdo con las nuevas alícuotas en Estados Unidos. Con los siguientes datos se obtuvo un costo promedio ponderado del capital del 8.80%.

Tabla 21: Datos WACC

Beta Calculado:	1.08
Rf Rate 10 year Treasury Bonds	1.51%
Premium Risk	8.04%
Country Risk	0.00%

Kd	2.68%
Ke	10.21%

WACC	8.80%
-------------	-------

Deuda	\$ 9,082,000,000.00
Capitalizacion	\$ 43,181,960,000.00
	\$ 52,263,960,000.00

Precio accion Dic 2021	\$ 66.23
Cantidad de acciones Ebay 2021	652,000,000.00

Fuente: Elaboración propia

Valor terminal

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

Una vez que llegamos a los flujos de fondos que entendemos ya son normales por lo tanto podemos dejar de proyectar. Procedemos a calcular el valor terminal tomando el último free cashflow (año 10) y lo dividimos por la tasa de descuento (WACC calculada) y le restamos el crecimiento (g) que creemos va a tener la empresa a perpetuidad. Por último, lo traemos a valor presente utilizando el WACC nuevamente para descontarlo.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{Free Cash Flow 1}}{(r - g)}$$

Free Cash Flow 1= Flujo de Caja del próximo período

r = Tasa de Descuento (Costo del Equity o Costo de Capital)

g = Tasa de crecimiento esperada

La tasa de crecimiento a utilizar para el cálculo de valor terminal surge de la relación entre el Producto Bruto interno de Estados Unidos y la inflación esperada. Tomamos la información de Estados Unidos ya que más de un 40% de las operaciones se realizan en ese territorio. En este caso, para el valor de la tasa de crecimiento a perpetuidad se utilizará la tasa de crecimiento de la economía en términos nominales. El crecimiento esperado real es de aproximadamente el 2% y al mismo tiempo se consideró una inflación del 2%. Sin embargo, se consideró para el análisis que Ebay se va a encontrar por debajo del crecimiento real de la economía por lo tanto se utilizó una tasa de crecimiento del 3,5% ($g = 3,5\%$).

7.2 Proyecciones

- **Proyección de ventas:** Se realizó la proyección de ventas para los años 2022 a 2031 del único segmento actual de la firma: plataforma de comercio electrónico. La proyección se realizó en base al análisis histórico de los siguientes factores:

Escenario Base

- Take Rate: El porcentaje del volumen transaccionado que la compañía transforma en ingresos propios se mantuvo alrededor del 12% en los últimos 5 años. La firma actualmente se encuentra reduciendo personal, con un solo segmento de negocios, pero a su vez se encuentra realizando esfuerzos para fidelizar compradores, así como también para ofrecer una experiencia al usuario satisfactoria y el futuro segmento de negocio de billetera virtual de Ebay que de ser satisfactorio permitiría generar mayores ingresos. Para el escenario base se tomó un valor estimado del take rate del 12% que se mantiene prácticamente estable a lo largo de la proyección.
- Cuota de mercado Marketshare: Durante los últimos años la cuota de mercado de Ebay en la industria de comercio electrónico global se mantuvo con tendencia decreciente, así como también la cuota de mercado en la industria de comercio electrónico específicamente de Estados Unidos. En el flujo de fondos se proyectaron los 5 años siguientes con una cuota de mercado decreciente del 0,6% hasta 2024 y para los años 2025 y 2026 se mantuvo el nivel de participación de mercado. La cuota de mercado de Ebay sobre las ventas de comercio electrónico en Estados Unidos fue del 5% aproximadamente en 2021. Tal como se comentó, para los años proyectados se estimó una cuota de mercado decreciente, en base a la variación promedio de los últimos 5 años, acaparando el 4,20% del mercado de comercio electrónico en 2022 y disminuyendo gradualmente el resto de los años hasta alcanzar el 3% del mercado en 2026. El crecimiento promedio de las ventas anualmente es prácticamente nulo tal como se dio de 2020 a 2021. Es importante considerar

que, si bien el CAGR correspondiente a los años 2017 a 2021 es aproximadamente del 7%, el salto se explica en mayor medida por el boom de las ventas en comercio electrónico en la pandemia reflejado en el aumento de ventas de 2020 y 2021.

- **Costo de ventas y margen bruto:** Durante los años 2017 a 2021 la firma mantuvo un costo de ventas con tendencia creciente con un promedio del 24% sobre las ventas. El aumento en el costo de los ingresos netos en 2021 en comparación con 2020 se debió principalmente a un aumento en los costos de procesamiento de pagos a medida que se realizó la transición de los clientes a la plataforma de pagos propia a lo largo de 2021 y generó un impacto desfavorable de los movimientos de divisas en relación con el dólar estadounidense. Se proyectaron costos estables del 24% de las ventas para los últimos años. Si bien Ebay se encuentra realizando esfuerzos para reducir costos como compensaciones de empleados y costos de contratistas, la nueva plataforma de pagos exigirá costos extra en cuanto personal y horas de soporte que permitan cubrir las necesidades de los clientes y así poder satisfacerlos e intentar fidelizarlos. De esta manera Ebay logra mantener un margen bruto del 76% a lo largo de los próximos 10 años.
- **Gastos Operativos:** Los gastos operativos de la firma se mantuvieron dentro del promedio del 50% del total de las ventas en los últimos 5 años.
 - Ventas y Marketing: Este rubro se mantuvo relativamente estable dentro de los últimos 5 años representando aproximadamente el 23% de las ventas.
 - Desarrollo de producto: Este rubro se mantuvo relativamente estable dentro de los últimos 5 años representando aproximadamente el 12% de las ventas. El aumento de costos entre 2020 y 2021 se debe mayormente a costos relacionados con los empleados
 - Generales y administración: Este rubro se mantuvo relativamente estable dentro de los últimos 5 años representando aproximadamente el 10% de las ventas.
 - Provisión por transacciones perdidas: Este rubro se mantuvo relativamente estable dentro de los últimos 5 años representando aproximadamente el 3% de las ventas.
- **Tasa impositiva:** La alícuota del impuesto a las ganancias utilizada es del 21%, equivalente a la tasa de impuesto a las ganancias vigente en Estados Unidos.

- **Depreciaciones:** En el período 2017-2021 la relación entre depreciaciones respecto al total de los activos fijos brutos se mantuvo relativamente estable en un rango entre 9.5% y 10%. Por consiguiente, se proyecta que las depreciaciones representen un 9.7% de los activos fijos depreciables y amortizables, de acuerdo al promedio de los últimos 5 años.
- **Capital de trabajo:** Se espera que el capital de trabajo neto evolucione manteniendo una relación de 5% respecto a las ventas netas. Este valor representa el ratio de capital de trabajo neto promedio de Ebay de los últimos 5 años, y se encuentra en el rango con los índices de las compañías comparables analizadas.
- **CAPEX:** Se estima que evolucione según su relación histórica con las ventas. En este sentido, se proyecta que el ratio CAPEX/Ventas se mantenga en un 2%, coincidiendo con el promedio de los últimos 5 años.

Tabla 22: Resultados de la Valuación por DCF

Escenario	Pesimista	Base	Optimista
Valor de la firma (millones US\$)	34.822,5	47.102,0	66.107,9
Caja y Equivalentes (millones US\$)	1.379	1.379	1.379
Deuda Financiera (millones US\$)	9.082	9.082	9.082
Inversiones	5.391	5.391	5.391
Valor del Patrimonio Neto (millones US\$)	32.510,5	44.790	63.795,9
Cantidad de Acciones	652.000.000	652.000.000	652.000.000
Precio por acción s/modelo	\$49,9	\$68,7	\$97,8
Valor de Mercado de la acción	\$66,2	\$66,2	\$66,2
Variación %	-32,8%	3,6%	32,3%

Fuente: Elaboración propia

Análisis de sensibilidad

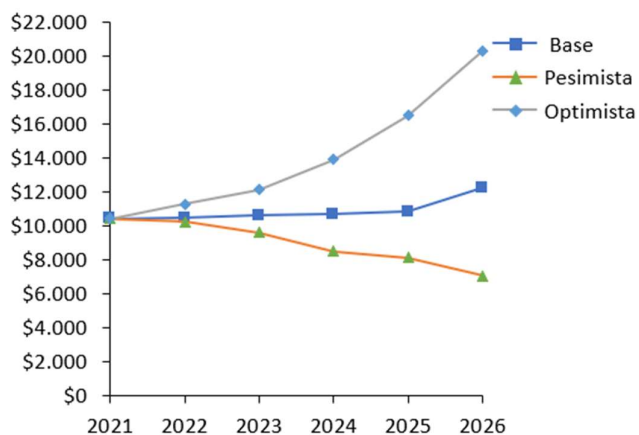
El proceso de análisis de un proyecto de inversión parte de una serie de hipótesis y planteamientos que son, a la vez, base del análisis planteado.

Si la viabilidad del proyecto depende del escenario sobre el que realizo las proyecciones, cualquier desviación respecto a ese escenario de partida haría inválido el análisis o lo alejaría de la conclusión planteada. Es por esto que optamos establecer tres escenarios que permitan visualizar el impacto de fluctuaciones en parámetros relevantes del valor de la compañía.

- Escenario Pesimista:
 - Crecimiento de las ventas: Para los años proyectados se estimó una cuota de mercado global decreciente tal como se mantuvo los 5 últimos años acaparando el 4.75% del mercado en la industria de comercio electrónico en Estados Unidos en 2022 y disminuyendo gradualmente el resto de los años hasta alcanzar el 1.6% del mercado en 2026. Ebay pierde mercado y ventas a lo largo de los años debido a la alta competitividad y baja fidelización de usuarios. A su vez, los clientes que ingresaron en la pandemia no fueron retenidos.
 - El margen operativo se mantiene tal como el promedio de los últimos 5 años, siendo el mismo del 26% en 2026. Esto se debe mayormente al incremento de gastos operativos explicado mayormente por los gastos de marketing.
 - Menor margen bruto al no poder aprovechar al máximo los costos de contratistas y costos de instalaciones.

- Escenario Optimista:
 - Crecimiento de las ventas: Para los años proyectados se estimó una cuota de mercado global decreciente, pero con una menor disminución en relación con los últimos 5 años considerando un aumento de los compradores únicos de Ebay por lo tanto un crecimiento del GMV que le permite mantener la cuota de mercado sobre las ventas en Estados Unidos del 4.10% en 2026. El crecimiento de las ventas anualmente es del promedio del 12% considerando un aumento del volumen de venta por compradores y del número de usuarios.
 - Crecimiento del costo de las ventas: Se proyectaron costos del promedio del 24% anual considerando eficiencia al mantener un margen bruto estable del 76%.
 - El margen operativo se mantiene con la misma eficiencia del año 2021, es decir, se mantiene en el 28% hasta 2026. Esto se debe mayormente a la mejor eficiencia de los gastos de marketing.
 - Aumento del margen bruto al aprovechar al máximo los costos de contratistas y costos de instalaciones.

Gráfico 35: Evolución Ventas por Análisis de Sensibilidad (en US\$ MM)



Fuente: Elaboración propia

7.3 Valuación por Múltiplos

La valuación por múltiplos es una metodología frecuentemente utilizada como complemento del DCF. Consiste en una valuación/estimación del precio de la acción o valor de la firma relativa tomando empresas comparables.

Las empresas comparables que utilizamos para este método de valuación son las que se encuentran debajo en la tabla, todas capturando porción de mercado dentro de la industria de comercio electrónico. Debajo se exponen indicadores de Ebay junto con las empresas comparables elegidas para el análisis.

Tabla 23: Indicadores Ebay y Comparables EV/EBIT

Empresa	Mercado	EV/EBIT	CAGR 2017-2021	ROA	ROE	Ventas 2021	Deuda Finan/EBITDA	EBIT (millones USD)	Margen Operativo	Margen Bruto
Amazon	Nasdaq	61,1x	30%	9%	28%	\$469.822	1,57	\$24.879	3,2%	42,7%
Alibaba	NYSE	14,9x	48%	4,1%	6,4%	\$109.480	1,54	\$13.688	11,3%	36,2%
Mercado Libre	Nasdaq	79,9x	47%	1,2%	19%	\$7.069	3,7	\$441	6,3%	43%
Promedio		51,9x	42%	4,7%	17,9%	\$195.457	2,27	\$13.003	6,9%	40%
Ebay	Nasdaq	9x - 13x	7%	11%	3%	\$10.420	2,66	\$2.923	28%	75%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay y Statista

El múltiplo que escogimos para analizar el precio de Ebay es el de EV/EBIT. La ventaja de este múltiplo es que permite comparar firmas con distinta estructura de capital. Consideramos que es relevante ya que si bien todas las empresas comparables se encuentran dentro de la industria cada una acapara distintos porcentajes dentro del mercado y poseen estructuras de capital distintas.

Los indicadores indican que Ebay se encuentra muy por debajo de las tres empresas comparables ya que, como mencionamos previamente, si bien entre ellas compiten en la industria de comercio electrónico, Ebay posee solamente una línea de negocios, se encuentra perdiendo cuota de mercado en los últimos años y el crecimiento de las ventas es muy bajo en comparación a Mercado Libre, Amazon y Alibaba. Es por esto que se consideró un rango del múltiplo EV/EBIT de Ebay entre 9x y 13x. Los indicadores indican que Ebay tiene mayor similitud con Best Buy, Walmart y Target. Es por esto, que se considera un rango del múltiplo EV/EBIT de Ebay entre 8.5x y 12.5x.

Tabla 24: Ratio EV/EBIT

Empresa	Limite inferior	Punto Medio	Limite Superior
Ratio EV/EBIT	9x	11x	13x
EBITDA Ebay		\$2.923	
EV Ebay	\$26.307	\$32.153	\$37.999
Caja	\$2.000	\$2.000	\$2.000
Inversiones	\$5.391	\$5.391	\$5.391
Deuda	\$9.082	\$9.082	\$9.082
Equity	\$24.616	\$30.462	\$36.308
Acciones en circulacion(millones)	652	652	652
Precio por acción	\$37,8	\$46,7	\$55,7

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Análisis de sensibilidad del valor de la empresa

Debajo se encuentra el análisis de sensibilidad del valor de la acción de Ebay para el rango del múltiplo seleccionado y teniendo en cuenta los distintos valores que podría adoptar el EBIT de Ebay:

Tabla 25: Ratio EV/EBIT Sensibilidad

EV/EBIT	9X	11X	13X
\$2.523	\$32,2	\$39,9	\$47,7
\$2.723	\$34,9	\$43,4	\$51,7
\$2.923	\$37,8	\$46,7	\$55,7
\$3.123	\$40,5	\$50,1	\$59,7
\$3.323	\$43,3	\$53,5	\$63,7

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Podemos ver que los valores que arroja nuestro análisis en el límite superior son los más cercanos al valor obtenido en el escenario base de la valuación por DCF US\$ 68,7 dólares.

Tabla 26: Indicadores Ebay y Comparables EV/Sales

Empresa	Limite inferior	Punto Medio	Limite Superior
Ratio EV/Ventas	2.5x	3.5x	4.5x
Ventas Ebay		\$10.420	
EV Ebay	\$26.050	\$36.470	\$46.890
Caja	\$2.000	\$2.000	\$2.000
Inversiones	\$5.391	\$5.391	\$5.391
Deuda	\$9.082	\$9.082	\$9.082
Equity	\$24.359	\$34.779	\$45.199
Acciones en circulacion(millones)	652,00	652,00	652,00
Precio por acción	37,4	53,3	69,3

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Tabla 27: Ratio EV/Ventas

Empresa	Límite inferior	Punto Medio	Límite Superior
Ratio EV/Ventas	2.5x	3.5x	4.5x
EBITDA Ebay		\$10.420	
EV Ebay	\$26.050	\$36.470	\$46.890
Caja	\$2.000	\$2.000	\$2.000
Inversiones	\$5.391	\$5.391	\$5.391
Deuda	\$9.082	\$9.082	\$9.082
Equity	\$24.359	\$34.779	\$45.199
Acciones en circulacion(millones)	652	652	652
Precio por acción	\$37,4	\$53,4	\$69,3

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

Tabla 28: Ratio EV/Ventas Sensibilidad

EV/Ventas	2.5X	3.5X	4.5X
\$10.020	\$35,8	\$51,2	\$66,6
\$10.220	\$36,6	\$52,3	\$67,9
\$10.420	\$37,4	\$53,3	\$69,3
\$10.620	\$38,1	\$54,4	\$70,7
\$10.820	\$38,9	\$55,5	\$72,1

/// Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10K de Ebay ///

8 REFERENCIAS

8.1 Académica

Brealey, Myers & Allen. Principios de Finanzas Corporativas (Novena Edición). México: McGrawHill, 2009.

Copeland, T. E., Koller, T., Murrin, J., & Copeland, T. E. (2000). Valuation: measuring and managing the value of companies (Vol. 3). New York: Wiley-raw-Hill/Irwin.

Damodaran, Aswath. "What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block". Stern School of Business, New York University, 2008. Web. 10 jun. 2020.

8.2 Reportes y Artículos

- Bloomberg

<https://bloomberg.com>

- Ebay Inc. Reports Better Than Expected First Quarter 2022 Results

<https://www.bloomberg.com/press-releases/2022-05-04/Ebay-inc-reports-better-than-expected-first-quarter-2022-results>

- Ebay Expands Refurbished Offering in Canada

<https://www.bloomberg.com/press-releases/2022-05-26/Ebay-expands-refurbished-offering-in-canada>

- Ebay US Retail Ecommerce Sales Forecasts

<https://www.emarketer.com/forecasts/5f8e4adc8b63e9055c1aa495/59d534d5bfce880068dd6604>

- Ebay Company. Reporte annual.

<https://investors.Ebayinc.com/overview/default.aspx>

- Ebay

<https://Ebayinc.com>

- Ebay Holders – Yahoo Finance

<https://es.finance.yahoo.com/quote/EBAY/holders/>

- EMarketer

<https://www.emarketer.com/>

- Fondo Monetario Internacional

<https://www.imf.org/es/Home>

- Macro Trends

<https://www.macrotrends.net/>

- Reserva Federal de Estados Unidos <https://fred.stlouisfed.org/series/GDP>

- S&P Global. Industry Top Trends 2021.

<https://www.spglobal.com/ratings/en/research-insights/topics/corporate-ratings-industry-top-trends>

- Seeking Alpha

<https://seekingalpha.com>

- Statista

<https://es.statista.com/>

- Yahoo! Finance

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



8.3 Transcripciones de presentación de resultados

- Ebay Inc (EBAY) Q3 2020 Earnings Call Transcript

<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2020/10/28/Ebay-inc-Ebay-q3-2020-earnings-call-transcript/>

- Ebay Inc (EBAY) Q4 2020 Earnings Call Transcript

<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2021/02/04/Ebay-inc-Ebay-q4-2020-earnings-call-transcript/>

- Ebay Inc (EBAY) Q1 2021 Earnings Call Transcript

<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2021/04/28/Ebay-inc-Ebay-q1-2021-earnings-call-transcript/>

- Ebay Inc (EBAY) Q2 2021 Earnings Call Transcript

<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2021/08/11/Ebay-inc-Ebay-q2-2021-earnings-call-transcript/>

- Ebay Inc (EBAY) Q3 2021 Earnings Call Transcript

<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2021/10/27/Ebay-inc-Ebay-q3-2021-earnings-call-transcript/>

- Ebay Inc (EBAY) Q4 2021 Earnings Call Transcript

<https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2021/02/04/Ebay-inc-Ebay-q4-2021-earnings-call-transcript/>



Universidad de
San Andrés

9 ANEXO

ESCENARIO OPTIMISTA

Ebay Company - Optimista	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos por transacciones	\$ 9,794.80	\$ 10,580.61	\$ 11,387.94	\$ 13,073.36	\$ 15,497.38	\$ 19,080.37
Ingresos Publicidad	\$ 625.20	\$ 675.36	\$ 726.89	\$ 834.47	\$ 989.19	\$ 1,217.90
Costo	\$ 2,650.00	\$ 2,645.15	\$ 2,859.10	\$ 3,296.16	\$ 3,956.78	\$ 4,871.58
Rdo Bruto	\$ 7,770.00	\$ 8,610.82	\$ 9,255.73	\$ 10,611.67	\$ 12,529.79	\$ 15,426.68
Ventas y Marketing	\$ 2,170.00	\$ 2,501.86	\$ 2,692.76	\$ 3,137.61	\$ 3,719.37	\$ 4,579.29
Desarrollo de Producto	\$ 1,325.00	\$ 1,560.30	\$ 1,679.36	\$ 1,935.97	\$ 2,294.93	\$ 2,825.52
Generales y de administración	\$ 921.00	\$ 1,022.34	\$ 1,158.18	\$ 1,335.15	\$ 1,582.71	\$ 1,948.63
Provisión por transacciones perdidas	\$ 422.00	\$ 468.44	\$ 579.09	\$ 667.58	\$ 791.36	\$ 974.32
Amortización activos intangibles	\$ 9.00	\$ 9.99	\$ 10.75	\$ 12.40	\$ 14.69	\$ 18.09
Gastos de Operación	\$ 4,847.00	\$ 5,380.35	\$ 5,790.89	\$ 6,675.76	\$ 7,913.55	\$ 9,743.17
EBIT	\$ 2,923.00	\$ 3,230.46	\$ 3,464.84	\$ 3,935.92	\$ 4,616.24	\$ 5,683.51
Impuestos	\$ (613.83)	\$ (969.14)	\$ (1,039.45)	\$ (1,180.77)	\$ (1,384.87)	\$ (1,705.05)
NOPAT	\$ 2,309.17	\$ 2,261.32	\$ 2,425.39	\$ 2,755.14	\$ 3,231.37	\$ 3,978.46
Amortizaciones	\$ 485.00	\$ 575.14	\$ 598.96	\$ 624.36	\$ 651.38	\$ 680.17
Cashflow	\$ 2,794.17	\$ 2,836.46	\$ 3,024.35	\$ 3,379.50	\$ 3,882.75	\$ 4,658.63
WK	\$ (833.60)	\$ (529.03)	\$ (569.40)	\$ (653.67)	\$ (774.87)	\$ (954.02)
+ Variación WK	N/A	\$ 304.57	\$ (40.37)	\$ (84.27)	\$ (121.20)	\$ (179.15)
Cashflow operativo	N/A	\$ 3,141.03	\$ 2,983.99	\$ 3,295.23	\$ 3,761.55	\$ 4,479.48
- CAPEX Operativo	N/A	\$ (230.22)	\$ (247.78)	\$ (264.07)	\$ (281.06)	\$ (299.36)
- CAPEX	N/A					
FCF		\$ 2,910.81	\$ 2,736.21	\$ 3,031.16	\$ 3,480.49	\$ 4,180.13
Valor Terminal						\$ 81,628.38
Valor presente de FCFF - 31/12/2021		\$ 2,675.37	\$ 2,311.48	\$ 2,353.53	\$ 2,483.84	\$ 56,283.72
Valor de la empresa - Ebay 31/12/2021		\$ 66,107.94				
Caja y equivalentes		\$ 1,379.00				
Deuda Financiera		\$ (9,082.00)				
Participación Minoritaria Adevinta		\$ 5,391.00				
Valor del Capital Accionario - Ebay 31/12/2021		\$ 63,795.94				
Cantidad de acciones en circulación		652,000,000.00				
Precio por acción de Ebay		\$ 97.85				

ESCENARIO BASE

Ebay Company - Base	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
		1	2	3	4	5
Ingresos por transacciones	\$ 9,794.80	\$ 9,813.51	\$ 9,943.58	\$ 10,020.69	\$ 10,172.18	\$ 11,494.56
Ingresos Publicidad	\$ 625.20	\$ 626.39	\$ 634.70	\$ 639.62	\$ 649.29	\$ 733.70
Costo	\$ 2,650.00	\$ 2,662.18	\$ 2,665.73	\$ 2,686.40	\$ 2,651.26	\$ 2,995.92
Rdo Bruto	\$ 7,770.00	\$ 7,777.73	\$ 7,912.55	\$ 7,973.91	\$ 8,170.20	\$ 9,232.33
Ventas y Marketing	\$ 2,170.00	\$ 2,174.15	\$ 2,202.96	\$ 2,326.65	\$ 2,470.04	\$ 2,791.14
Desarrollo de Producto	\$ 1,325.00	\$ 1,327.53	\$ 1,345.13	\$ 1,462.16	\$ 1,484.26	\$ 1,677.22
Generales y de administración	\$ 921.00	\$ 922.76	\$ 934.99	\$ 942.24	\$ 956.48	\$ 1,080.83
Provisión por transacciones perdidas	\$ 422.00	\$ 422.81	\$ 428.41	\$ 431.73	\$ 438.26	\$ 495.23
Amortizacion activos intangibles	\$ 9.00	\$ 9.02	\$ 9.14	\$ 9.21	\$ 9.35	\$ 10.56
Gastos de Operación	\$ 4,847.00	\$ 4,856.26	\$ 4,920.62	\$ 5,171.99	\$ 5,358.39	\$ 6,054.98
EBIT	\$ 2,923.00	\$ 2,921.47	\$ 2,991.93	\$ 2,801.92	\$ 2,811.81	\$ 3,177.35
Impuestos	\$ (613.83)	\$ (613.51)	\$ (628.30)	\$ (588.40)	\$ (590.48)	\$ (667.24)
NOPAT	\$ 2,309.17	\$ 2,307.96	\$ 2,363.62	\$ 2,213.52	\$ 2,221.33	\$ 2,510.11
Amortizaciones	\$ 485.00	\$ 575.41	\$ 598.11	\$ 620.99	\$ 644.22	\$ 670.46
Cashflow	\$ 2,794.17	\$ 2,883.37	\$ 2,961.73	\$ 2,834.51	\$ 2,865.55	\$ 3,180.57
WK	\$ (833.60)	\$ (522.00)	\$ (528.91)	\$ (533.02)	\$ (541.07)	\$ (611.41)
+ Variacion WK	N/A	\$ 311.60	\$ (6.92)	\$ (4.10)	\$ (8.06)	\$ (70.34)
Cashflow operativo	N/A	\$ 3,194.97	\$ 2,954.81	\$ 2,830.41	\$ 2,857.49	\$ 3,110.23
- CAPEX futuro segmento de negocio	N/A					
- CAPEX Operativo	N/A	\$ (233.01)	\$ (236.10)	\$ (237.93)	\$ (241.53)	\$ (272.93)
Flujo de Fondos Disponibles	N/A	\$ 2,961.96	\$ 2,718.71	\$ 2,592.47	\$ 2,615.96	\$ 2,837.30
Valor Terminal	N/A					\$ 55,406.02
Valor presente de FCFF - 31/12/2021		\$ 2,722.38	\$ 2,296.70	\$ 2,012.92	\$ 1,866.87	\$ 38,203.10
Valor de la empresa - Ebay 31/12/2021		\$ 47,101.96				
Caja y equivalentes		\$ 1,379.00				
Deuda Financiera		\$ (9,082.00)				
Participación Minoritaria Adevinta		\$ 5,391.00				
Valor del Capital Accionario - Ebay 31/12/2021		\$ 44,789.96				
Cantidad de acciones en circulación		652,000,000.00				
Precio por acción de Ebay		\$ 68.70				

ESCENARIO PESIMISTA

Ebay Company		1	2	3	4	5
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos por transacciones	\$ 9,794.80	\$ 9,619.39	\$ 9,028.74	\$ 7,975.26	\$ 7,625.43	\$ 6,626.16
Ingresos Publicidad	\$ 625.20	\$ 614.00	\$ 576.30	\$ 509.06	\$ 486.73	\$ 422.95
Costo	\$ 2,650.00	\$ 2,476.48	\$ 2,324.42	\$ 2,078.66	\$ 1,987.48	\$ 1,762.28
Rdo Bruto	\$ 7,770.00	\$ 7,756.91	\$ 7,280.62	\$ 6,405.66	\$ 6,124.68	\$ 5,286.83
Ventas y Marketing	\$ 2,170.00	\$ 2,456.57	\$ 2,305.74	\$ 2,036.70	\$ 1,947.36	\$ 1,656.93
Desarrollo de Producto	\$ 1,325.00	\$ 1,196.05	\$ 1,122.61	\$ 991.62	\$ 948.13	\$ 823.88
Generales y de administración	\$ 921.00	\$ 1,063.23	\$ 997.95	\$ 839.09	\$ 802.28	\$ 711.24
Provisión por transacciones perdidas	\$ 422.00	\$ 336.73	\$ 316.05	\$ 279.17	\$ 266.93	\$ 231.95
Amortización activos intangibles	\$ 9.00	\$ 23.74	\$ 22.28	\$ 19.68	\$ 18.82	\$ 16.35
Gastos de Operación	\$ 4,847.00	\$ 5,076.32	\$ 4,764.63	\$ 4,166.26	\$ 3,983.52	\$ 3,440.35
EBIT	\$ 2,923.00	\$ 2,680.59	\$ 2,515.99	\$ 2,239.39	\$ 2,141.17	\$ 1,846.48
Impuestos	\$ (613.83)	\$ (562.92)	\$ (528.36)	\$ (470.27)	\$ (449.64)	\$ (387.76)
NOPAT	\$ 2,309.17	\$ 2,117.66	\$ 1,987.64	\$ 1,769.12	\$ 1,691.52	\$ 1,458.72
Amortizaciones	\$ 485.00	\$ 572.63	\$ 592.23	\$ 612.02	\$ 630.52	\$ 647.20
Cashflow	\$ 2,794.17	\$ 2,690.29	\$ 2,579.87	\$ 2,381.14	\$ 2,322.04	\$ 2,105.92
WK	\$ (833.60)	\$ (511.67)	\$ (480.25)	\$ (424.22)	\$ (405.61)	\$ (352.46)
+ Variacion WK	N/A	\$ 321.93	\$ 31.42	\$ 56.04	\$ 18.61	\$ 53.15
Cashflow operativo	N/A	\$ 3,012.22	\$ 2,611.28	\$ 2,437.18	\$ 2,340.64	\$ 2,159.07
- CAPEX Operativo	N/A	\$ (228.41)	\$ (214.38)	\$ (189.37)	\$ (181.06)	\$ (157.33)
- CAPEX Nuevo segmento de negocio	N/A					
Flujo de Fondos Disponibles	N/A	\$ 2,783.82	\$ 2,396.90	\$ 2,247.81	\$ 2,159.58	\$ 2,001.74
Valor Terminal	N/A					\$ 39,089.35
Valor presente de FCF - 31/12/2021		\$ 2,558.65	\$ 2,024.84	\$ 1,745.30	\$ 1,541.18	\$ 26,952.56
Valor de la empresa - Ebay 31/12/2021		\$ 34,822.53				
Caja y equivalentes		\$ 1,379.00				
Deuda Financiera		\$ (9,082.00)				
Participación Minoritaria Adeventa		\$ 5,391.00				
Valor del Capital Accionario - Ebay 31/12/2021		\$ 32,510.53				
Cantidad de acciones en circulación		652,000,000.00				
Precio por acción de Ebay		\$ 49.86				

RESULTADOS DE LOS ESCENARIOS SENSIBILIZADOS

Escenario	Pesimista	Base	Optimista
Valor de la firma (millones US\$)	\$ 34,822.53	\$ 47,101.96	\$ 66,107.94
Caja y Equivalentes (millones US\$)	\$ 1,379.00	\$ 1,379.00	\$ 1,379.00
Deuda Financiera (millones US\$)	\$ (9,082.00)	\$ (9,082.00)	\$ (9,082.00)
Participación Minoritaria Adevinta	\$ 5,391.00	\$ 5,391.00	\$ 5,391.00
Valor del Patrimonio Neto (millones US\$)	\$ 32,510.53	\$ 44,789.96	\$ 63,795.94
Cantidad de Acciones	652,000,000.00	652,000,000.00	652,000,000.00
Precio por acción s/modelo	\$ 49.86	\$ 68.70	\$ 97.85
Valor de Mercado de la acción	\$ 66.23	\$ 66.23	\$ 66.23
Diferencia %	-32.82%	3.59%	32.31%

Activos	2017	2018	2019	2020	2021
Activos Corrientes:					
Efectivo y equivalentes	\$ 2,120.00	\$ 2,202.00	\$ 901.00	\$ 1,101.00	\$ 1,379.00
Inversiones de corto plazo	\$ 3,743.00	\$ 2,713.00	\$ 1,850.00	\$ 2,392.00	\$ 5,944.00
Cuentas a cobrar	\$ 696.00	\$ 712.00	\$ 555.00	\$ 362.00	\$ 98.00
Cuentas de clientes y fondos por cobrar				\$ 290.00	\$ 681.00
Activos corrientes mantenidos para la venta			\$ 195.00		
Otros activos corrientes	\$ 1,185.00	\$ 1,499.00	\$ 1,064.00	\$ 780.00	\$ 1,009.00
Activos corrientes de operaciones discontinuadas			\$ 141.00	\$ 2,265.00	\$ -
Total activos corrientes	\$ 7,744.00	\$ 7,126.00	\$ 4,706.00	\$ 7,190.00	\$ 9,111.00
Inversiones de largo plazo	\$ 6,331.00	\$ 3,778.00	\$ 1,275.00	\$ 833.00	\$ 2,575.00
Propiedad planta y equipo (neto)	\$ 1,597.00	\$ 1,597.00	\$ 1,460.00	\$ 1,292.00	\$ 1,236.00
Fondo de comercio	\$ 4,773.00	\$ 5,160.00	\$ 4,533.00	\$ 4,285.00	\$ 4,178.00
Activos intangibles (neto)	\$ 69.00	\$ 92.00	\$ 39.00	\$ 12.00	\$ 8.00
Arrendamiento Operativo			\$ 583.00	\$ 430.00	\$ 289.00
Activos por impuestos diferidos	\$ 5,199.00	\$ 4,792.00	\$ 3,980.00	\$ 3,537.00	\$ 3,255.00
Inversion capital accionario Adevinta				\$ -	\$ 5,391.00
Activo de garantía			\$ 281.00	\$ 1,051.00	\$ 444.00
Otros activos	\$ 273.00	\$ 274.00	\$ 133.00	\$ 131.00	\$ 139.00
			\$ 878.00		
Activos a largo plazo de operaciones discontinuadas			\$ 306.00	\$ 549.00	\$ -
Activos totales	\$ 25,986.00	\$ 22,819.00	\$ 18,174.00	\$ 19,310.00	\$ 26,626.00
Pasivo					
Paivos corrientes:					
Deuda de corto plazo	\$ 781.00	\$ 1,546.00	\$ 1,020.00	\$6	\$ 1,355.00
Cuentas a pagar	\$ 330.00	\$ 286.00	\$ 229.00	\$ 278.00	\$ 262.00
Cuentas de clientes y fondos a pagar				\$ 379.00	\$ 707.00
otros activos corrientes	\$ 2,134.00	\$ 2,335.00	\$ 2,097.00	\$ 1,767.00	\$ 1,848.00
Ingresos diferidos	\$ 137.00	\$ 170.00	\$ 129.00	\$ 98.00	\$ 79.00
Impuestos a pagar	\$ 177.00	\$ 117.00	\$ 169.00	\$ 167.00	\$ 371.00
Pasivos corrientes para la venta			\$ 163.00		
Pasivos corrientes de operaciones discontinuadas			\$ 259.00	\$ 1,307.00	\$ -
Total pasivos corrientes	\$ 3,559.00	\$ 4,454.00	\$ 4,066.00	\$ 4,002.00	\$ 4,622.00
Pasivos por arrendamiento operativo			\$ 461.00	\$ 316.00	\$ 200.00
Pasivos por impuestos diferidos	\$ 3,424.00	\$ 2,925.00	\$ 2,355.00	\$ 2,368.00	\$ 3,116.00
Deuda de largo plazo	\$ 9,234.00	\$ 7,685.00	\$ 6,738.00	\$ 7,740.00	\$ 7,727.00
Otros pasivos	\$ 1,720.00	\$ 1,474.00	\$ 1,353.00	\$ 1,260.00	\$ 1,183.00
Pasivos a largo plazo mantenidos para la venta			\$ 305.00		
Pasivos a largo plazo de operaciones discontinuadas			\$ 26.00	\$ 63.00	\$ -
Total pasivos	\$ 17,937.00	\$ 16,538.00	\$ 15,304.00	\$ 15,749.00	\$ 16,848.00
Patrimonio Neto					
Acciones, \$0.001 valor par; 3,580 acciones autorizadas; 594 and 684					
Acciones en circulacion	\$ 2.00	\$ 2.00	\$ 2.00	\$ 2.00	\$ 2.00
Aportes de los accionistas	\$ 15,293.00	\$ 15,716.00	\$ 16,126.00	\$ 16,497.00	\$ 16,659.00
Acciones propias al costo, 1,121 and 1,021 shares	\$ (21,892.00)	\$ (26,394.00)	\$ (31,396.00)	\$ (36,515.00)	\$ (43,371.00)
Utilidades retenidas	\$ 13,929.00	\$ 16,459.00	\$ 17,754.00	\$ 22,961.00	\$ 36,090.00
Otros resultados acumulados	\$ 717.00	\$ 498.00	\$ 384.00	\$ 616.00	\$ 398.00
Total Patrimonio Neto	\$ 8,049.00	\$ 6,281.00	\$ 2,870.00	\$ 3,561.00	\$ 9,778.00
Total pasivo y patrimonio neto	\$ 25,986.00	\$ 22,819.00	\$ 18,174.00	\$ 19,310.00	\$ 26,626.00

En millones de dólares					
	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos netos	8,009.00	8,650.00	8,636.00	10,271.00	10,420.00
Costo de ingresos netos	1,853	2,023	2,136	2,473	2,650
Resultado Bruto	6,156	6,627	6,500	7,798	7,770
Gastos operativos:					
Marketing	2,107	2,576	2,368	2,639	2,170
Desarrollo de Productos	951	1,051	976	1,087	1,325
Generales y administrativos	979	979	1,005	1,003	921
Provision por transacciones perdidas	240	247	262	331	422
Amortizacion intangibles	27	22	28	27	9
Total Gastos Operativos	4,304	4,875	4,639	5,087	4,847
Resultado operativo	1,852	1,752	1,861	2,711	2,923
Ganancia (perdida) en inversiones de capital y derivados, neto					(2,365)
Intereses y otros, neto	12	497	(112)	709	(160)
Ingresos de operaciones continuas antes de impuestos	1,864	2,249	1,749	3,420	398
Provision de impuesto a las ganancias	(3,861)	(121)	(233)	(878)	(146)
Ingresos por operaciones continuas	\$ (1,997)	\$ 2,128	\$ 1,516	\$ 2,542	\$ 252
Ingresos por operaciones discontinuadas neto de impuesto	0	402	270	3,125	13,356
Resultado Neto	\$ (1,997)	\$ 2,530	\$ 1,786	\$ 5,667	\$ 13,608