



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Maestría en Finanzas

Trabajo final de graduación - “Valuación Shopify”

Autor: Lucas Ramallo

DNI: 40.094.195

Director de trabajo final: Javier Epstein

Buenos Aires, Noviembre 2022



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Maestría en Finanzas

Trabajo final de graduación - “Valuación Shopify”



Autor: Lucas Ramallo

DNI: 40.094.195

Director de trabajo final: Javier Epstein

Buenos Aires, Noviembre 2022

Índice

Glosario	4
1. Resumen ejecutivo	7
2. Descripción del negocio	9
2.1 Apreciación general de la compañía	9
2.2 Historia y desarrollo del negocio	15
2.3 Funcionamiento, productos y servicios	17
2.4 Unidades de negocio y ventas	18
2.5 Evolución histórica del precio de mercado de la acción	24
2.6 Estrategias y perspectivas futuras de la firma	27
2.7 Sustentabilidad	30
3. Análisis de la industria	31
3.1 E-commerce y tendencias globales	31
3.2 Pagos digitales	37
4. Posicionamiento competitivo	45
4.1 Principales empresas	45
4.2 Ventajas competitivas	47
4.3 Riesgos y competencia	50
5. Análisis financiero	52
5.1 Utilidad Bruta	52
5.2 Ganancia Operativa	54
5.3 Ganancia Neta	56
5.4 ROE (Beneficio Neto/Patrimonio Neto)	58
5.5 ROA (EBIT/Activos Totales)	59
5.6 Ratio de liquidez corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	60
5.7 Ratio de solvencia	61
5.8 Rotación de activos	63
5.9 Indicador de gestión - MRR	64
5.10 Comparación con empresas del rubro	66
6. Valuación	68
6.1 Metodología Flujos de Fondos Descontados	68
6.2 Proyección de ventas	69
6.3 Proyección de márgenes	75
6.4 Amortizaciones, depreciaciones y CAPEX	77
6.5 Capital de trabajo	78
6.6 Tasa Impositiva	79
6.7 Tasa de descuento	79

6.8 Valor terminal	85
6.9 Resultado de la valuación por DCF	86
6.10 Metodología múltiplos comparables	87
Bibliografía	92
Anexos	95



Universidad de
San Andrés

Glosario

- API: Interfaz de programación de aplicaciones.
- App Store: es la tienda de aplicaciones digitales de Apple.
- Backend: es un término desarrollo web que hace referencia a un tipo de programación particular, en el que se configuran todos los aspectos lógicos de una página web o aplicación.
- CAGR (Compound Annual Growth Rate): Tasa de crecimiento anual compuesta.
- COVID-19: enfermedad por coronavirus 2019. Es una enfermedad infecciosa causada por el SARS-CoV-2.
- CAPEX: del inglés, capital expenditures. Son inversiones de capital.
- CAPM: del inglés, Capital Asset Pricing Model. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe, que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.
- EBIT (Earnings Before Interests and Tax): Ganancia operativa de la firma antes de intereses e impuestos.
- EBITDA (Earnings Before Interests, Tax, Depreciations and Amortizations): Ganancia operativa de la firma antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones.
- E-Commerce: Comercio electrónico.
- Equity: Valor económico del capital accionario.
- EV: del inglés, Enterprise Value. Es el valor total de una empresa.
- FCFF: del inglés, Free Cash Flow to the Firm. Es el flujo de fondos disponible para la firma.
- Fulfillment: Centro de almacenamiento y cumplimiento.
- GMV: valor bruto de la mercancía.

- Hardware: Parte física de un elemento tecnológico.
- Kd: costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa al tomar deuda financiera, y está expresado como una tasa de interés.
- Ke: costo del capital propio o costo del equity. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.
- MS: Merchant Solutions.
- Online store: negocio en la nube.
- Offline store: negocio físico fuera de la nube.
- Pay: del inglés "pagar".
- POS: punto de venta.
- Q: un trimestre, un cuarto del año.
- ROA: del inglés, return on assets. Significa retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos (EBIT/Total Activos).
- ROE: del inglés, return on equity. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto (Ganancia Neta/Patrimonio Neto).
- Software: Soporte lógico al sistema formal de un sistema informático.
- Shopify Payments: servicio de procesamiento de pagos que brinda Shopify a sus comerciantes.
- Shopify Marketing: servicio donde permite integrar la plataforma con múltiples canales de ventas.
- SS: Subscription Solutions.
- USD: código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos (y de otros países y dependencias).

- WACC: del inglés, Weighted Average Cost of Capital. Es el costo promedio ponderado del capital.
- YoY: año a año.



Universidad de
San Andrés

1. Resumen ejecutivo

Este trabajo se dispone a valorar la empresa de e-commerce canadiense Shopify Inc al 31 de diciembre del 2021. Shopify fue fundada en 2004 y opera en la bolsa de Estados Unidos desde el 2015 bajo el ticker SHOP. Para llevar adelante la valuación se hará un análisis de la industria en la que opera, su posicionamiento competitivo, las tendencias y proyecciones, como también un análisis financiero y económico de la firma.

Tras iniciar sus operaciones en 2004 se transformó en una de las plataformas de e-commerce más utilizadas del mundo a los pocos años, convirtiéndose hoy en día en uno de los líderes del sector. En 2021 fue la segunda empresa con mayor cuota de mercado en Estados Unidos a lo que respecta ventas minoristas de e-commerce, siendo superada únicamente por Amazon. Actualmente es también utilizada como plataforma de pagos.

Con la finalidad de alcanzar el valor del paquete accionario de la empresa se utilizaron dos métodos de valuación detallados a continuación:

- a) Valuación por Flujos de Fondos Descontados: se llevó adelante una proyección a 12 años de las distintas variables de la empresa como ventas, costos, márgenes brutos, resultados, márgenes operativos y otras variables relevantes. Una vez obtenidas las proyecciones, se estimaron los flujos de fondos futuros y se descontaron a una tasa de descuento (WACC). Además, se modelaron 3 alternativas diferentes, un escenario base, uno optimista y uno pesimista. De esta manera se abarcan diferentes escenarios futuros posibles. Esta valuación arroja como resultado un rango de valor de la firma teniendo en cuenta diferentes circunstancias que puedan afectar el futuro de la empresa. Este rango está comprendido entre USD 10.600 millones y USD 21.300 millones. El valor del capital accionario para el escenario base es de USD 21.100 millones, siendo el precio de la acción en este escenario de USD 16,9.

b) Valuación por Comparables o Múltiplos: el múltiplo elegido para esta metodología fue el EV / Ventas. Se identificaron cinco compañías con tasas de crecimiento en ventas similares a Shopify y el resultado que arrojó fue un precio de la acción de USD 39,7. El valor de la firma se encuentra en el rango de USD 34.500 millones y USD 52.900 millones.

Dado que el precio de mercado de la acción al 31 de diciembre del 2021 es de USD 137,74 se concluye que las expectativas de crecimiento y rentabilidad futura de la compañía reflejadas en los precios de mercado por parte de los inversores parecen ser significativamente más optimistas que las utilizadas en el presente documento.



Universidad de
San Andrés

2. Descripción del negocio

2.1 Apreciación general de la compañía

Shopify es un proveedor líder de infraestructura de internet esencial para el comercio, que ofrece herramientas confiables para comenzar, crecer, comercializar y administrar un negocio minorista de cualquier tamaño. Permite diseñar tu tienda online al gusto sin necesidad de tener conocimientos de programación. Shopify ofrece a sus clientes la posibilidad de crear su propia tienda online e integrar funciones como el pago integrado, gracias al desarrollo de un software propio.

Cuenta con más de 100 plantillas de diseño web, especializadas para diferentes sectores, por tanto, ofrece a sus clientes un amplio abanico de posibilidades para el diseño de su web. En definitiva, Shopify ofrece una solución integrada para lanzar, promocionar, vender y gestionar tu negocio en la nube. Esta plataforma fue utilizada por aproximadamente 2 millones de vendedores y 597 millones de compradores realizaron un pedido con los comerciantes de Shopify durante 2021.

La compañía generó ventas por USD 4.612 millones durante el 2021 demostrando un incremento del 57,43% respecto al año anterior. Para el 2020 las ventas fueron de USD 2.929 millones representando un incremento aún mayor en términos porcentuales que el periodo 2020-2021 siendo este un 85,63% respecto al 2019. Por último, en 2019 las ventas alcanzaron un valor de USD 1.578 millones creciendo un 47,05% respecto al año 2018.

A continuación, se podrá observar en el gráfico 1 la evolución de las ventas totales de la firma para el periodo 2017 - 2021. El crecimiento de Shopify para los últimos años fue a tasas altísimas. Debido a las altas tasas de crecimiento, el CAGR para el periodo bajo análisis alcanza un valor de 62%.

Gráfico 1 - Evolución de las ventas históricas de Shopify en millones de USD (2017 - 2021).



Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

El GMV (valor bruto de la mercancía) representa el valor total en USD de la mercadería vendida a través de la plataforma de Shopify. El GMV no representa las ventas obtenidas por la firma, sin embargo, el volumen de GMV es un indicador del éxito de los comerciantes y la solidez de la plataforma. Es un indicador cada vez más utilizado por las grandes empresas de e-commerce. Shopify superó la barrera de los USD 1.000 millones en 2013 a menos de 10 años de su inicio de actividades.

Para el 2021 el valor bruto de la mercancía fue de USD 175.000 millones demostrando un incremento del 47% respecto al año anterior. El mayor incremento de los últimos 5 años se dio del 2019 al 2020 con una tasa del 96% pasando de USD 61.140 millones a USD 119.600 millones.

En el gráfico a continuación se puede ver la evolución del GMV en los últimos 5 años demostrando un crecimiento sostenido año a año al igual que las ventas. El CAGR es muy similar al de las ventas alcanzando un valor del 61% para el periodo 2017-2021.

Gráfico 2 - Evolución del GMV histórico de Shopify en millones de USD (2017 - 2021).

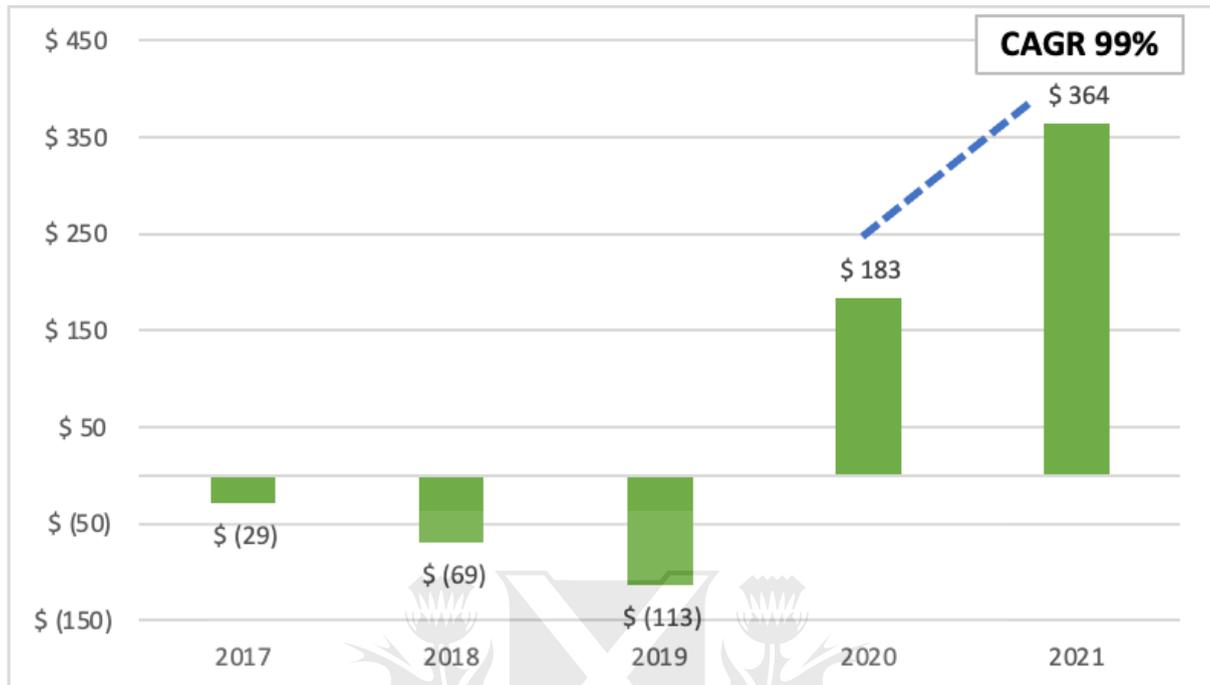


Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

En lo que respecta al EBITDA, Shopify arrojó valores negativos en tres de los últimos cinco años. Recordamos que el EBITDA mide el resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Como se pudo observar en los gráficos anteriores, la firma se encuentra en una etapa de alto crecimiento y con necesidades altas de inversión, por lo que el EBITDA se encuentra deprimido. Para el 2017, 2018 y 2019 los valores fueron negativos y es recién en 2020 y 2021 que finalmente la compañía logra romper el cero y mostrar EBITDA positivo impulsado principalmente por el fuerte incremento en las ventas totales de esos años.

A continuación, se podrá observar en el gráfico 3 la evolución del EBITDA mostrando un crecimiento de casi el 100% entre el año 2020 y 2021 pasando de USD 183 millones a USD 364 millones. Las pérdidas del 2017 al 2019 fueron de USD 29 millones, USD 69 millones y USD 113 millones respectivamente.

Gráfico 3 - Evolución del EBITDA histórico de Shopify en millones de USD (2017 - 2021).

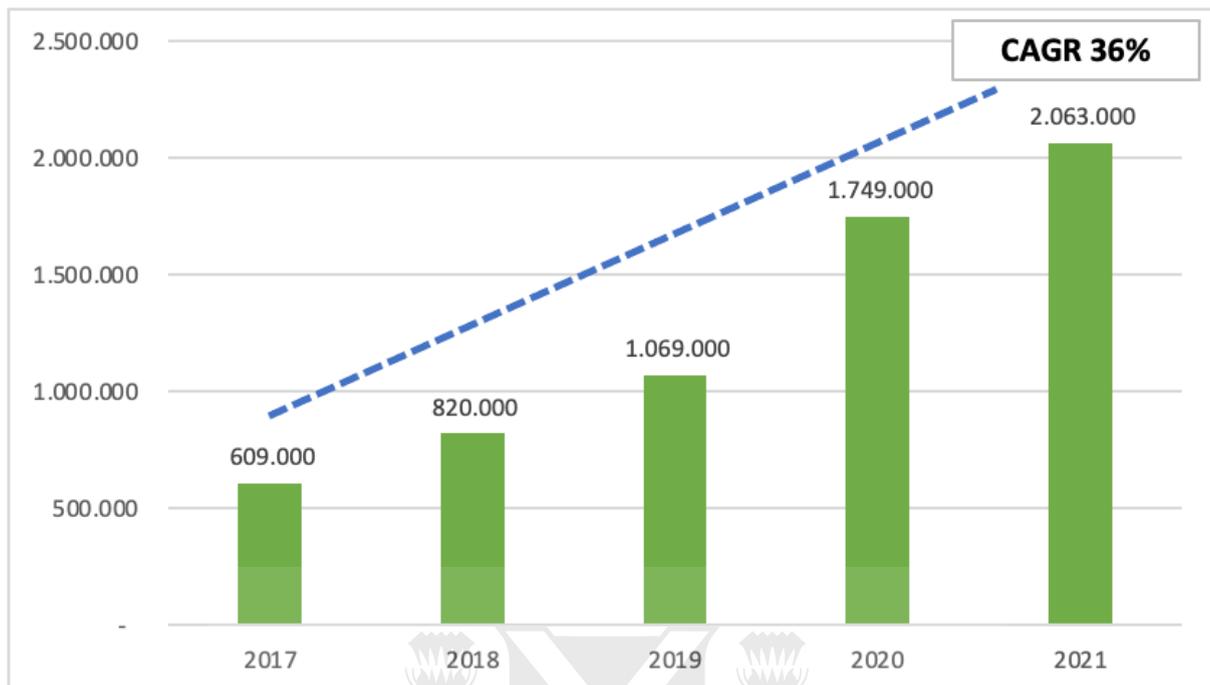


Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

Siguiendo en línea con el crecimiento de los últimos 5 años, los que no fueron la excepción son la cantidad de comerciantes, consumidores y empleados o contratistas de Shopify a lo largo de estos años. Todos estos mostraron un CAGR superior al 35% para el periodo 2017 - 2021.

Por el lado de los comerciantes, 2,03 millones vendieron usando la plataforma Shopify en 2021. El total de comerciantes mostró un incremento del 18% respecto al año anterior. En el gráfico a continuación se podrá observar la evolución de la cantidad de comerciantes año a año mostrando un CAGR de 36%.

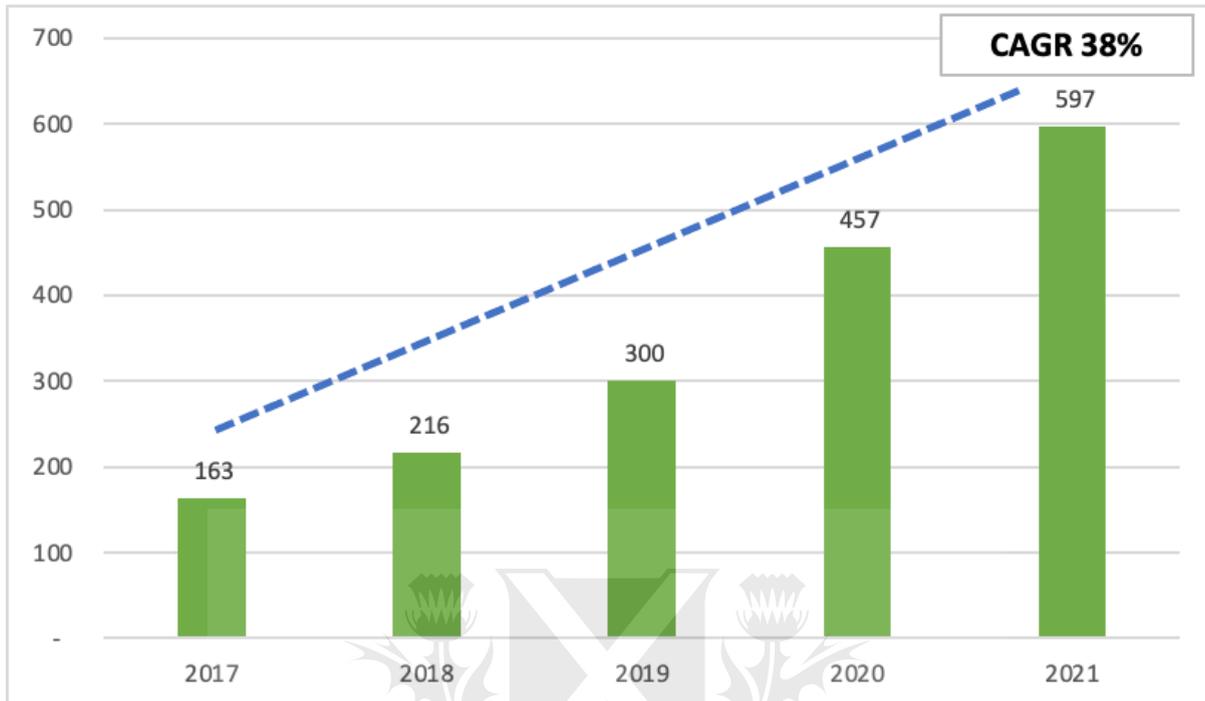
Gráfico 4 - Evolución histórica de los comerciantes de Shopify (2017 - 2021).



Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

En cuanto a los consumidores, 597 millones de personas compraron en una tienda Shopify en 2021. La cantidad de compradores que realizaron un pedido con los comerciantes de Shopify en 2021 aumentó en un 31% respecto al año 2020. En 2020 el crecimiento había sido del 52% respecto al año 2019 siendo este el mayor crecimiento del periodo bajo análisis. A continuación, en el gráfico 5 se puede apreciar la evolución de la cantidad de compradores año a año. Al igual que con los comerciantes, Shopify cada año tuvo más compradores que el año anterior. El CAGR para la evolución de los compradores en el periodo 2017 - 2021 fue de 38%.

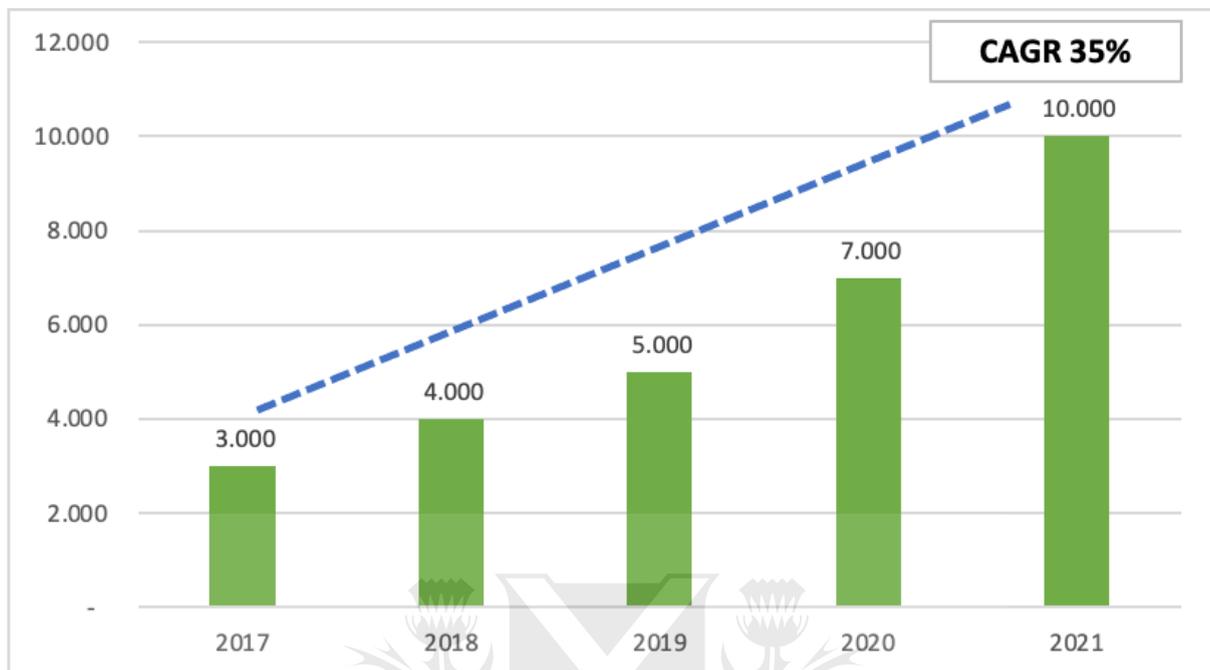
Gráfico 5 - Evolución histórica de los consumidores de Shopify en millones (2017 - 2021).



Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

Por último, Shopify tenía para el 2021 aproximadamente 10.000 empleados y contratistas. La compañía ha aumentado su número de empleados en un 43% durante el año 2021. En el siguiente gráfico se podrá observar como el número de empleados y contratistas fue creciendo todos los años durante el periodo 2017 - 2021 teniendo un total de empleados y contratistas en 2021 que supera el triple de los que había en 2017, dándonos como resultado un CAGR del 35% para los últimos 5 años.

Gráfico 6 - Evolución histórica de los empleados y contratistas de Shopify (2017 - 2021).



Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

2.2 Historia y desarrollo del negocio

Shopify Inc. (Ottawa, Canadá) surge cuando sus fundadores (Tobias Lutke, Scott Lake y Daniel Weinand) intentan crear un e-commerce de tablas de snowboard llamado "Snow Devil" y se encuentran con que el proceso fuera mucho más largo y tedioso de lo que imaginaban. Después de varios intentos y largos días de trabajo lograron crear el portal, pero requirieron de muchos conocimientos técnicos de programación para poder llevarlo a cabo.

El motor que impulsó a crear Shopify fue pensar en qué hubiera pasado si no hubieran tenido los conocimientos necesarios de informática y programación para crear un portal de este tipo. Se dieron cuenta que tenían algo muy valioso entre las manos, una solución de software que permita a otros empresarios gestionar su propia página web.

La empresa fue finalmente lanzada al público en abril del 2006 con el objetivo de hacer del comercio electrónico algo más sencillo, participativo y democrático. Su

propuesta es que cualquier persona, comerciante o marca pueda crear su tienda online de forma sencilla e intuitiva. Esto se logra a base de plantillas y sin necesidad de programar, sin enfrentar los “dolores de cabeza” que tuvieron Lutke, Lake y Weinand allá por 2004.

Apenas un par de años después de su creación, Shopify se transformó en una de las plataformas de e-commerce más utilizadas del mundo. Esta plataforma permite diseñar un portal de comercio digital personalizado sin conocimiento técnico y de manera muy intuitiva. El mayor éxito de la empresa llegó en 2010. Ese año Shopify tuvo la idea de lanzar un concurso conocido como “construir un negocio”, en el que ofrecía USD 100.000 a la tienda online que generara la mayor cantidad de ingresos durante seis meses. Esto originó una carrera de nuevas tiendas que dispararía su penetración en el mercado. Por este concurso, se inscribieron más de 1.400 tiendas, que generaron cerca de USD 3,5 millones de ventas para Shopify con su modelo de suscripción. En los años siguientes, Shopify organizó más concursos de este tipo, y en cada uno de ellos la empresa consiguió cientos o incluso miles de nuevos clientes.

En mayo de 2015, Shopify salió a bolsa, y desde ese entonces no ha dejado de crecer. Los meses siguientes a la salida a bolsa, Shopify anunció asociaciones con empresas muy importantes como Facebook, Instagram, Twitter y Pinterest para habilitar las compras en sus redes sociales.

Durante 2019, Shopify superó a eBay para convertirse en la segunda plataforma de comercio electrónico más grande (después de Amazon) en los Estados Unidos. El 2020 ha sido el año de mayor crecimiento hasta convertirse en la empresa mayor valuada de Canadá. Hoy en día funciona también como plataforma de pagos, uno puede ofrecerle a sus clientes la posibilidad de pagar como quieran y desde cualquier parte del mundo.

2.3 Funcionamiento, productos y servicios

Shopify es muy útil para todo tipo de usuarios. Sirve tanto para marcas que únicamente quieren dedicar su venta online como para marcas que deciden expandirse offline cuando su negocio digital fue un éxito (lo puede hacer a través de Shopify POS). También es útil para negocios offline “de toda la vida” que se quieren apoyar del negocio online para impulsar sus ventas. Además de lo mencionado anteriormente, sirve también para negocios que venden desde redes sociales.

La misión de Shopify es *“Make commerce better for everyone”* lo que en español significa *“Hacer el comercio mejor para todo el mundo”*. La plataforma se adapta a todo tipo de necesidades y segmentos de toda índole, sin importar tamaño o facturación. Funciona como un aliado para los comerciantes o empresas, a medida que los negocios crecen y comienzan a vender más Shopify va a acompañar ese crecimiento mediante mejores funcionalidades en la plataforma de e-commerce.

La compañía cuenta con varios productos y servicios que los iremos mencionando en los párrafos a continuación. El primero es el de negocios en línea. Esta es la razón principal por la cual los comerciantes acuden a Shopify. Como ya se mencionó anteriormente, crear una página de e-commerce puede ser un proceso complicado y tedioso. Shopify ofrece distintos planes acordes a los tamaños y necesidades de cada cliente. Se ofrecen 3 planes de suscripción con distintos precios, primero está el Básico que es el más económico, después el Shopify y por último el Advanced, siendo este último el más costoso. Cabe aclarar que los primeros 14 días siempre son gratis.

Sumado a esto, la firma ofrece en sus plataformas distintas herramientas para crear el nombre, logo, registrar un dominio o almacenar fotos. Por último, con Shopify Markets (lanzado en 2021) lograron ayudar a los comerciantes a expandirse internacionalmente de manera más fácil, ya que permite armar la página en distintos idiomas, crear dominios internacionales y calcular costos de exportación.

Otro importante servicio es el de Payments. Este servicio permite que los comerciantes procesen los pagos tanto de manera online como offline. También, cuentan con el botón “Shop Pay” en sus portales permitiendo al usuario un proceso de salida y pago más ágil y una mejor experiencia de compra. Este servicio adiciona la posibilidad de pago en cuotas y otras opciones de financiamiento para que los comerciantes puedan ofrecer en sus portales.

También se ofrecen servicios de Capital para los comerciantes mejor calificados o más experimentados. Estos podrán gestionar préstamos o adelantos de efectivo que pueden ser utilizados por ejemplo para expansiones, capital de trabajo o campañas de marketing. Además, pueden abrir una cuenta en el banco digital de Shopify permitiéndote manejar su dinero desde ahí mismo.

Shopify provee servicios de Marketing, donde permite integrar la plataforma con múltiples canales de ventas como Facebook, Google, Walmart, eBay y más. Sumado a los servicios anteriores, se encuentran los servicios de Inventario y Almacenamiento, ayudando a los comerciantes a manejar sus inventarios de manera eficiente y ofreciendo servicios de cumplimiento de pedidos a través de sus almacenes inteligentes. Por último, el servicio de Educación apalancado en que, si a los comerciantes les va bien, a Shopify también.

En resumen, Shopify proporciona a las empresas una plataforma de e-commerce de punta a punta con una interfaz multicanal y con gran cantidad de servicios. Los comerciantes tienen la propiedad total de la marca en toda la cadena de valor comercial.

2.4 Unidades de negocio y ventas

Shopify cuenta con dos fuentes de ingreso en su modelo de negocio. Las soluciones de suscripción (SS - Subscription Solutions) y las soluciones para comerciantes (MS - Merchant Solutions) y es bajo esta separación como muestra sus estados de resultados. Tanto las ventas como los costos y resultados están discriminados por ambas unidades de negocio en sus documentos contables y financieros.

Las SS se basan en las suscripciones y las ventas que la compañía genera por las suscripciones y los POS. También genera ventas por las SS por distintas comisiones en la página, la venta de plantillas especiales, aplicaciones, funcionalidades y venta de dominios. Si bien la mayoría de los comerciantes se suscriben a los planes Básico y Shopify, la mayoría del GMV de Shopify proviene de comerciantes que se suscriben a los planes Shopify Plus. Las tasas de retención de comerciantes también son más altas entre los comerciantes con planes de mayor precio.

Los planes de suscripción suelen tener un plazo de un mes, aunque los comerciantes pueden optar por hacer un compromiso anual. Quienes se registran en Shopify Plus inicialmente tienen términos de suscripción anuales o de varios años. Los términos de suscripción se renuevan automáticamente a menos que se notifique de cancelación se proporciona por adelantado. Las cuotas de suscripción se pagan al inicio del período de suscripción aplicable.

Las MS se basan en el uso de la plataforma, donde la compañía genera más ventas cuanto más volumen vendan sus clientes y más pagos se procesan. El ingreso de MS está compuesto principalmente por las comisiones de procesamiento de pagos y se suman también el listado de otras funcionalidades que tiene la plataforma para sus clientes (Shopify Capital, Marketing, Envíos, Email, Mercados etc).

Shopify ofrece una variedad de soluciones comerciales para aumentar las proporcionadas a través de una suscripción para abordar la amplia gama de funcionalidades. Los comerciantes comúnmente requieren, incluida la aceptación de pagos, el envío y el cumplimiento, y la obtención de capital de trabajo. La firma sostiene que ofrecer soluciones comerciales crea un valor adicional para los comerciantes, ahorrándoles tiempo y dinero al crear funciones adicionales disponible dentro de una única plataforma de comercio centralizada, y crea un valor adicional para Shopify al aumentar el uso de los comerciantes de su plataforma.

Principalmente, la firma genera ventas de MS a partir de comisiones de procesamiento de pagos y comisiones de conversión de moneda de Shopify Payments. Como ya mencionamos anteriormente, Shopify Payments es un servicio de procesamiento de pagos totalmente integrado que permite a los comerciantes

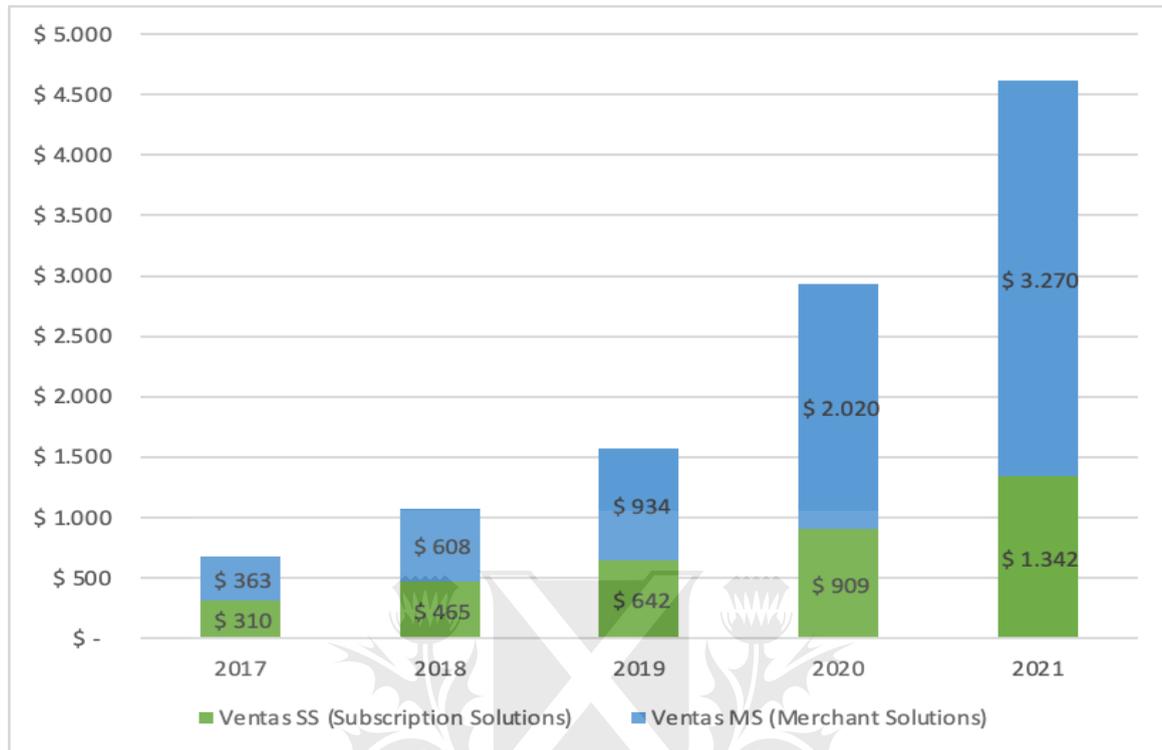
aceptar y procesar tarjetas de pago en línea y fuera de línea. Sumado a esto, está diseñado para impulsar una mayor retención entre los comerciantes. Shopify Payments elimina la necesidad de los comerciantes de establecer y mantener una relación directa con un tercero para el procesamiento de pagos. Le da a los comerciantes acceso a tarjetas de crédito y bajas tasas de procesamiento. Shopify Payments comenzó a funcionar en Estados Unidos y Canadá en 2013. Para el 2021, más de $\frac{2}{3}$ de los comerciantes han habilitado Shopify Payments.

En resumen, las MS generan ventas por los siguientes servicios:

- Shopify App Store - clicks en la app.
- Shopify Capital - préstamos e intereses.
- Shop Pay Installments - comisiones por las transacciones.
- Shopify Balance - comisiones por las transacciones.
- Shopify Shipping - ventas de etiquetas de envío
- Shopify Fulfillment Network - comisiones por servicios de almacenamiento, recolección, empaque, preparación y envío.
- Shopify POS Hardware - venta del hardware.
- Shopify Email - basado en el volumen de mails que se envían.
- Shopify Markets - aranceles, impuestos de importación, conversión de divisas y comisiones de procesamiento de pagos internacionales.

En los gráficos a continuación se verán las ventas totales de la firma segregadas por cada unidad de negocio durante los últimos 5 años. Como se puede apreciar, la composición de las ventas totales fue cambiando con el correr del tiempo. Para el último año la firma tuvo un total de ventas de USD 4.612 millones de los cuales USD 3.270 millones los generó MS y los restantes USD 1.342 millones SS. Esto significa entonces que las ventas fueron distribuidas 70% de MS y 30% de SS.

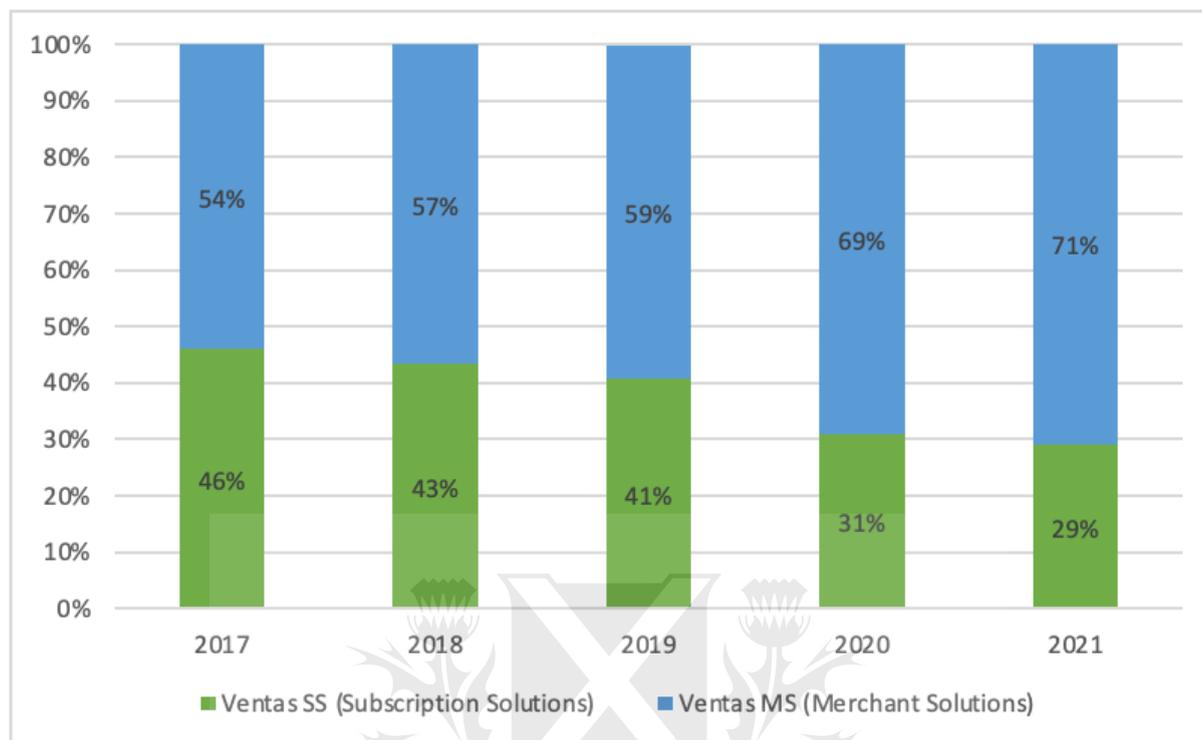
Gráfico 7 - Evolución de las ventas históricas de Shopify en millones de USD por unidad de negocio (2017 - 2021).



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

Se puede observar que las ventas de MS fueron ganando más protagonismo sobre el total de las ventas de la firma con el correr de los años. Para 2017 representaban un 54% del total de las ventas mientras que en 2021 superan el 70%. De esta manera en el 2017 y 2018 la composición de las ventas era prácticamente 50/50 entre ambas unidades de negocio. Esto cambió para los últimos años tres años donde MS representa aproximadamente un 70% de las ventas totales de la firma y SS el 30% restante.

Gráfico 8 - Evolución de la distribución porcentual de las ventas históricas de Shopify por unidad de negocio (2017 - 2021).



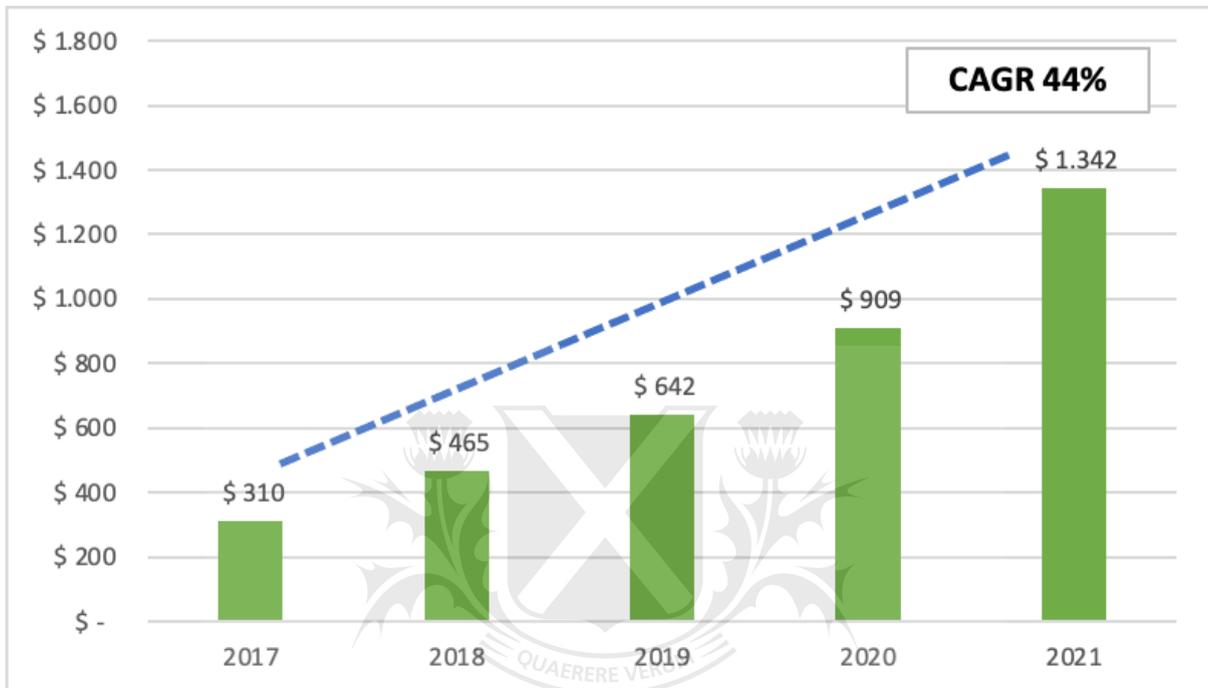
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

En cuanto al crecimiento YoY, durante la pandemia del Covid - 19 varias empresas de e-commerce de todo el mundo crecieron de manera excepcional (profundizaremos en ese tema durante el capítulo de análisis de la industria), mostrando en un año tasas de crecimiento que normalmente lleva varios años y Shopify no fue la excepción. Como ya mencionamos anteriormente el CAGR de las ventas totales de la firma para el periodo 2017 - 2021 fue del 62%.

En cuanto a las ventas por unidad de negocio, se puede observar en los siguientes gráficos que la tasa de crecimiento no fue la misma para ambas. El CAGR de SS fue considerablemente menor a la de MS. Por el lado de las ventas de SS estas muestran un crecimiento del 48% del 2020 al 2021 pasando de USD 909 millones a USD 1.342 millones, el CAGR para los últimos 5 años fue de 44%. Por otro lado, las ventas de MS crecieron un 62% en el último año y habían crecido aún más del 2019 al 2020 con un crecimiento YoY del 116%. Las ventas en 2019 fueron USD 934

millones, luego USD 2.020 en 2020 y por último USD 3.270 millones en 2021. El CAGR de las ventas de MS para el periodo 2017 - 2021 fue de 73%.

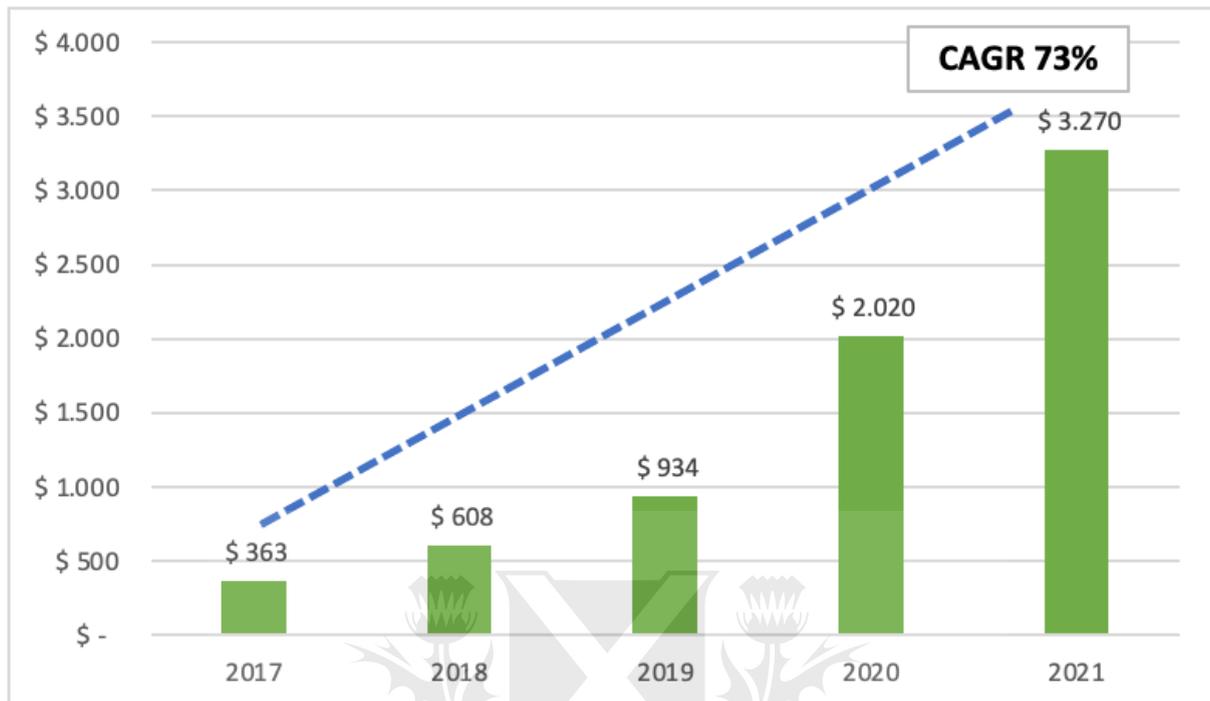
Gráfico 9 - Evolución de las ventas históricas de Shopify SS en millones de USD (2017 - 2021).



Fuente: *Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.*

Universidad de
San Andrés

Gráfico 10 - Evolución de las ventas históricas de Shopify MS en millones de USD (2017 - 2021).



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.

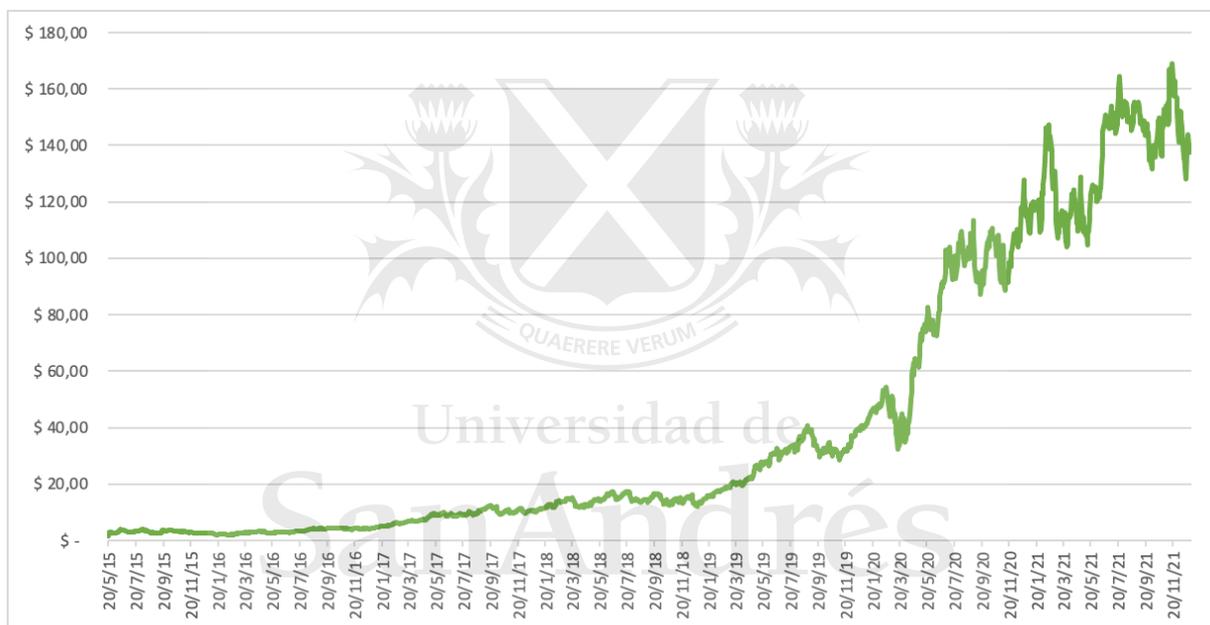
Las ventas de SS se reconocen proporcionalmente durante el período contractual del acuerdo de suscripción (mensual, anual o plurianual), mientras que las ventas de MS se basan en el uso y la mayoría de ellos se reconocen por adelantado. De esta manera las ventas de SS son mucho más predecibles, mientras que las ventas de MS, a pesar de su crecimiento explosivo de los últimos años, generan una mayor volatilidad.

2.5 Evolución histórica del precio de mercado de la acción

Shopify Inc. es una empresa de capital abierto y opera en la bolsa de Estados Unidos NYSE bajo el ticker SHOP desde 20 de mayo de 2015. Su cotización histórica más alta fue de USD 169,06 por acción el día 19 de noviembre de 2021, mientras que su cotización más baja fue el día que salió a la bolsa con un valor de USD 1,70 por acción.

Al 31 de diciembre de 2021, Shopify tenía en circulación un total de 1.247 millones de acciones ordinarias. El precio de la acción cerró ese mismo día en USD 137,74, dando como resultado un capital accionario de USD 171.762 millones. En el gráfico a continuación se observa la evolución histórica del precio de la acción de Shopify desde su salida a la bolsa hasta el 31 de diciembre del 2021. El precio rompe la barrera de los USD 20 a mediados del 2019, 4 años después de su salida a bolsa. Su mayor crecimiento se da durante el año 2020, la acción iniciaba el año con valores apenas superiores a USD 40 y cerraba este con un precio por encima de los USD 100.

Gráfico 11 - Evolución histórica del precio de la acción de Shopify (2015 - 2021)



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance.

La tabla a continuación muestra los cinco principales accionistas de cada tipo, Institucionales y Fondos de Inversión al 31 de diciembre de 2021. Se puede observar que ninguna institución ni fondo posee más del 7% de las acciones.

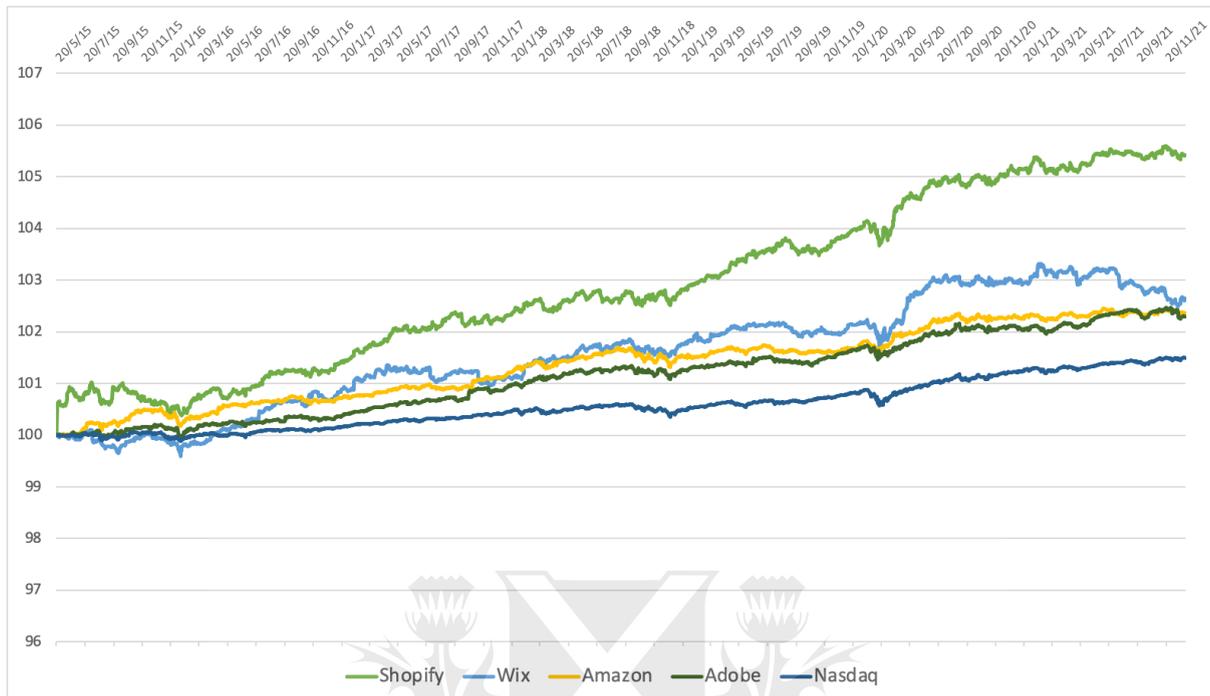
Tabla 1 - Propietarios de Acciones de Shopify al 31 de diciembre de 2021.

	Cantidad de Acciones	% Total Acciones
Instituciones		
Baillie Gifford & Co	64.511.049	5,17%
Morgan Stanley Investment Management Inc	39.433.697	3,16%
Capital Research & Management Co	37.811.970	3,03%
Klister Credit Corp	37.500.000	3,01%
Deer Management Co	35.518.820	2,85%
Fondos de Inversión		
Europacific Growth Fund	40.339.731	3,23%
Growth Fund of America Inc	17.161.049	1,38%
Vanguard International Stock Index	14.937.740	1,20%
Morgan Stanley Inst	9.076.880	0,73%
Vanguard U.S. Growth Fund	9.048.050	0,73%

Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance.

Para evaluar el desempeño de la acción de Shopify desde su salida a bolsa hasta el 31 de diciembre de 2021, se tuvo en cuenta la evolución de la cotización y el retorno total de la misma. Una vez obtenido esto se hizo lo mismo con acciones de la competencia, índices de mercado relevantes para la industria tecnológica y también empresas importantes de ese sector. En el gráfico a continuación se podrá observar la performance diaria de Shopify, Wix, Amazon, Adobe y el ETF QQQ que replica el Nasdaq.

Gráfico 12 - Comparación de retornos acumulados de la acción de Shopify vs Índice Nasdaq y Otros (2015 - 2021)



Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

Como puede observarse, el desempeño del retorno de la acción de SHOP fue superior a las otras 4 firmas e índices bajo análisis durante el periodo mayo 2015 a diciembre 2021. El retorno acumulado de Shopify Inc fue de aproximadamente 540%, la segunda con mayor retorno acumulado fue su competidor Wix con 264%. Le siguen Amazon y Adobe con un retorno acumulado de 230% aproximadamente y por último el Nasdaq con un 150%. Más allá de las diferencias, las 5 acciones analizadas tienen una excelente performance para el periodo en cuestión, esto se debe a que durante los últimos años y puntualmente el 2020 durante la pandemia del covid - 19 las empresas tecnológicas crecieron mucho.

2.6 Estrategias y perspectivas futuras de la firma

Las principales estrategias y planes futuros que tiene Shopify son las siguientes. Por un lado, el plan de expandirse globalmente de inglés "Going Global" y por otro lado "SFN" el Shopify Fulfillment Network que es mejorar la red de centros de distribución de la empresa.

Expansión Global

Esto significa ayudar a los comerciantes a prosperar en sus mercados locales y llegar a compradores a nivel mundial. A través de iniciativas comerciales y de localización de productos, Shopify planea facilitar a los empresarios externos de Norteamérica, para elegir Shopify para iniciar y escalar sus negocios. De esta manera aumentar la visibilidad y los esfuerzos comerciales en estos mercados y trayendo más soluciones de Shopify a estos comerciantes para apoyarlos en sus viajes. También la compañía tiene la intención de hacerlo aún más fácil para comerciantes de todo el mundo y que los comerciantes puedan vender más allá de su frontera con Shopify Markets y otras funcionalidades.

Como ya mencionamos, en septiembre del 2021 Shopify lanzó Shopify Markets para simplificar el comercio internacional para los comerciantes. Además, Shopify anunció que va a haber una asociación con *JD.com* (JD, empresa muy importante de comercio electrónico China con sede en Beijing) en enero del 2022, lo que permitirá a los comerciantes listar sus productos en la plataforma JD Worldwide para el comercio electrónico transfronterizo, más específicamente, en China. La oportunidad para el comercio internacional es grande, especialmente en China, por lo que esta asociación debería ser una excelente oportunidad para Shopify.

El presidente de Shopify, Harley Finkelstein durante la exposición del 4Q 2021 comentó que se estima que el mercado de comercio electrónico de China tendrá un valor de USD 3,3 billones para 2025. Eso es 5 veces más grande que el mercado de EE.UU. Esta integración de canales abre el mercado de China a los comerciantes de Shopify que ahora pueden llegar a los 550 millones de usuarios activos de *JD.com*. Esto les permite también que comiencen a vender rápidamente, brindando un cumplimiento de punta a punta desde los centros de distribución de JD en EE.UU. directamente a los consumidores en China. Por último, esta alianza les proporciona una conversión inteligente de precios a la moneda local basada en tasas de cambio extranjeras y una traducción inteligente de nombres y descripciones de productos.

Sumado a lo mencionado anteriormente sobre su expansión en China. Se espera en 2022 lanzar el hardware del punto de venta con Shopify Payments integrado en Italia y Singapur y también lanzar Shopify Payments en Francia.

Shopify Fulfillment Network

Shopify lanzó SFN en 2019. También adquirió 6 River Systems un proveedor de almacenamiento y soluciones de fulfillment por USD 450 millones, para acelerar sus esfuerzos del SFN. Durante 2021 se continuó con la construcción de las funciones fundamentales para Shopify Fulfillment Network, ofreciendo a sus comerciantes un cumplimiento rápido y simple. Esto le permite a los comerciantes ofrecer una mejor experiencia de compra a sus clientes. Algunas funcionalidades que fueron implementadas son: pronósticos de demanda, alertas críticas, agrupación de productos, configuración de impuestos regionales y notificaciones al personal.

Se abrió un centro de distribución auto operado en Atlanta, desde el cual se comenzó a cumplir con una pequeña cantidad de pedidos de comerciantes de Shopify. También se testeó en este centro de distribución un software de cumplimiento para unificar la red y hacer que las conexiones de los comerciantes en Shopify sean más sólidas y fluidas.

Además, Shopify también ha anunciado su intención de adquirir Deliverr, un proveedor de tecnología de fulfillment de activos ligeros. Esto ayudaría al desarrollo del Shopify Fulfillment Network. La infraestructura de activos livianos de Deliverr complementará y ampliará el alcance de la red de Shopify de centros auto operados de gran capacidad, y mejoraría el posible acceso a una promesa de entrega de dos días en los Estados Unidos a través de todos los canales. Con Deliverr, Shopify fortalecería su capacidad para ofrecer a los comerciantes una gestión de inventario simplificada, un equilibrio de inventario basado en la demanda y una entrega rápida de costa a costa, con un inventario mínimo requerido.

La solución de fulfillment de Shopify aún tiene que ganar una tracción significativa, es importante el desarrollo de este departamento, ya que puede solidificar la

propuesta de valor de Shopify en términos de ser una plataforma de comercio electrónico integrada verticalmente.

2.7 Sustentabilidad

Shopify es una empresa que quiere ver el próximo siglo y ha dado muchos pasos para construir una empresa sostenible, incluyendo comprometerse con la neutralidad de carbono. Como parte de este compromiso, en 2019 deshabilitaron todos los centros de datos y migraron todo a la plataforma de la nube de Google, que funciona 100% con energía renovable. Además de esto, en 2019 Shopify lanzó un fondo de sustentabilidad con la intención de destinar al menos USD 5 millones anuales para financiar lo que Shopify considera que son las tecnologías y proyectos más prometedores e impactantes para combatir el cambio climático.

En 2021, el fondo de sustentabilidad invirtió en compensar la huella de carbono operativa durante el año, comprando certificados de energía renovable para sus oficinas y el hogar de los empleados. También, compraron bonos de eliminación de carbono para eliminar por completo el impacto de las emisiones de carbono del envío de cada pedido en la plataforma durante las compras del Black Friday y Cyber Monday.

Por último, se compensan continuamente todas las emisiones de carbono asociadas con el envío de pedidos realizados con Shop Pay. Shopify brinda a sus comerciantes la capacidad de compensar las emisiones de carbono asociadas con el envío de todos sus pedidos a través de Compensar, una aplicación que fue lanzada en 2020.

3. Análisis de la industria

3.1 E-commerce y tendencias globales

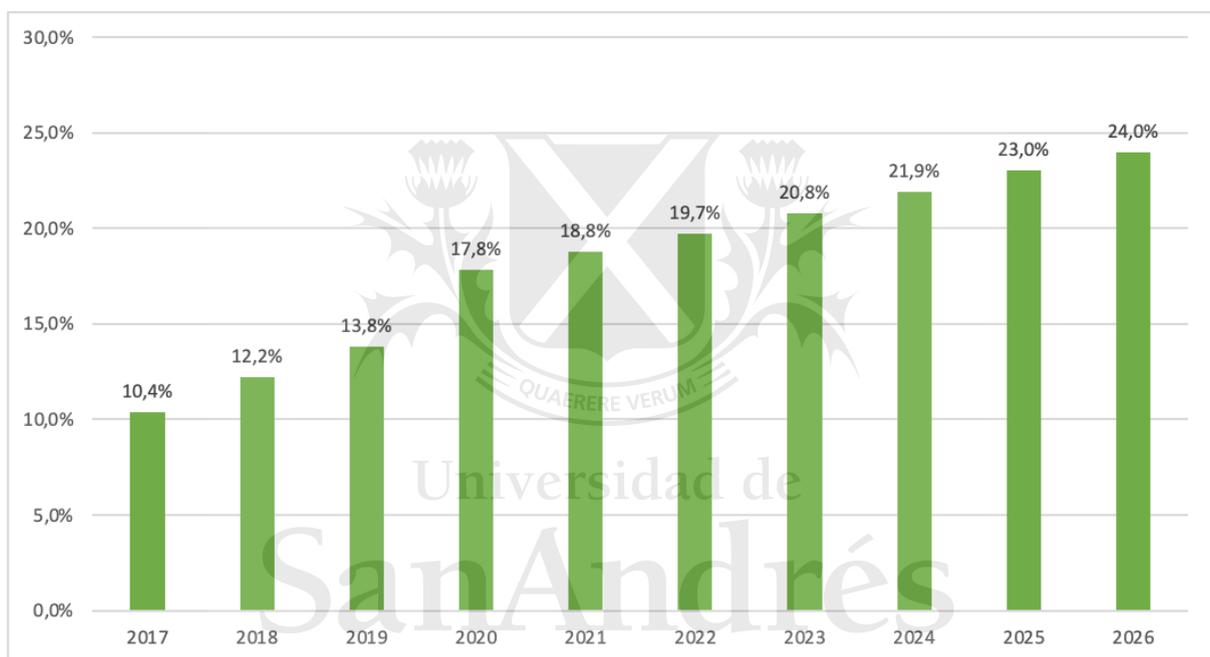
Shopify opera en la industria de e-commerce (comercio electrónico), industria que revolucionó la manera en que la sociedad compra y vende productos y/o servicios. Una plataforma de comercio electrónico es un software integral que permite a las empresas gestionar todas las operaciones relacionadas con la venta online de productos o servicios. Las plataformas de comercio electrónico crean un centro digital centralizado para los datos de productos y clientes, lo que permite a las empresas administrar la información del producto, personalizar el contenido y el diseño de la tienda y procesar transacciones y pagos en línea.

Esta opción de comercio es elegida por los consumidores por varias razones. Una de ellas es que esta metodología de venta ofrece precios más bajos, principalmente porque el manejo de un online store suele ser mucho más económico que un offline store y esto se traslada a los precios de venta. Otra gran ventaja es la accesibilidad y conveniencia, los e-commerce están “abiertos” las 24 hs del día los 7 días de la semana. Se valora también que el cliente puede obtener mucha más información y control del producto o servicio que está por adquirir, ya que abundan las reseñas y calificaciones de los distintos productos. Por último, otra gran ventaja del e-commerce es la cantidad de opciones que se encuentran por cada producto o servicio. Es también un beneficio para los comerciantes, por la posibilidad de hacer su negocio más escalable (prácticamente no hay límites) y de mejorar sus márgenes.

Esta industria creció muchísimo en los últimos años y se espera que siga por el mismo sendero, con el tiempo le va quitando cada vez más cuota de mercado a las ventas minoristas físicas. Un gran salto se dio en el 2020 donde las ventas de e-commerce pasaron de representar el 13,6% del total de ventas minoristas mundiales en 2019 a un valor de prácticamente 18%. Las proyecciones son aún más optimistas esperando que las ventas minoristas de e-commerce alcancen un 24% del total de las ventas minoristas a nivel mundial. Ganando así cada vez más cuota de mercado y quitándole porcentaje a las ventas minoristas físicas.

En el gráfico a continuación se podrá observar la evolución del porcentaje de ventas minoristas de e-commerce a nivel global sobre el total de ventas minoristas durante los últimos 5 años y su proyección para los próximos 5 años. Como bien mencionamos anteriormente las ventas de e-commerce fueron ganando cada vez más protagonismo con el correr del tiempo lo que implicaría un incremento de casi 14 puntos porcentuales en 10 años. Mostrando en 2017 valores cercanos al 10% y estimando un 24% para el 2026.

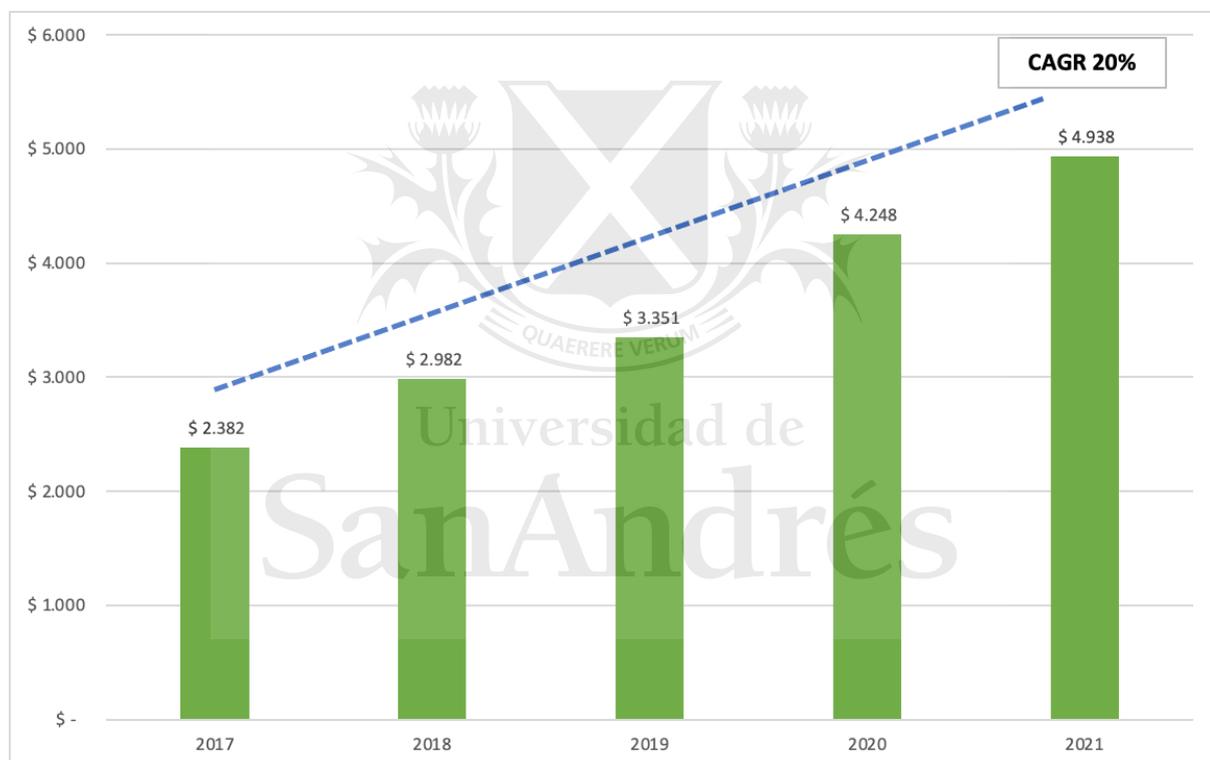
Gráfico 13 - Porcentaje de ventas minoristas e-commerce sobre el total de ventas minoristas a nivel mundial.



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista.

Analizando ahora en términos absolutos, las ventas globales de e-commerce vienen en alza hace ya varios años. En 2017 el total de ventas minoristas alcanzó valores de USD 2.382 mil millones mientras que para 2021 el total ascendió a USD 4.938 mil millones. El mayor crecimiento se dio entre 2019 y 2020 pasando de USD 3.351 mil millones a USD 4.248 mil millones lo que implicó un crecimiento de casi el 27%. Para el 2021 el crecimiento también fue alto pero a una tasa menor, en este caso fue de un 16,2% mostrando en cierto modo una desaceleración. El CAGR para el periodo 2017-2021 fue de un 20%

Gráfico 14 - Evolución de las ventas minoristas globales de e-commerce en miles de millones de USD (2017 - 2021).



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista.

El rápido crecimiento de esta industria puede ser atribuido a varios factores y razones, pero sin duda alguna la pandemia del covid - 19 fue una de ellas. Durante principios del 2020 el mundo entero fue sorprendido por un hecho sin precedentes, una pandemia mundial dejaba al mundo entero vilo. Frente a la incertidumbre y miedo que generaba el virus, los gobiernos tomaron medidas que implicaron cuarentenas y cierres de comercios e industrias enteras obligando a los ciudadanos a quedarse en sus casas. Esto generó cambios en los comportamientos de los

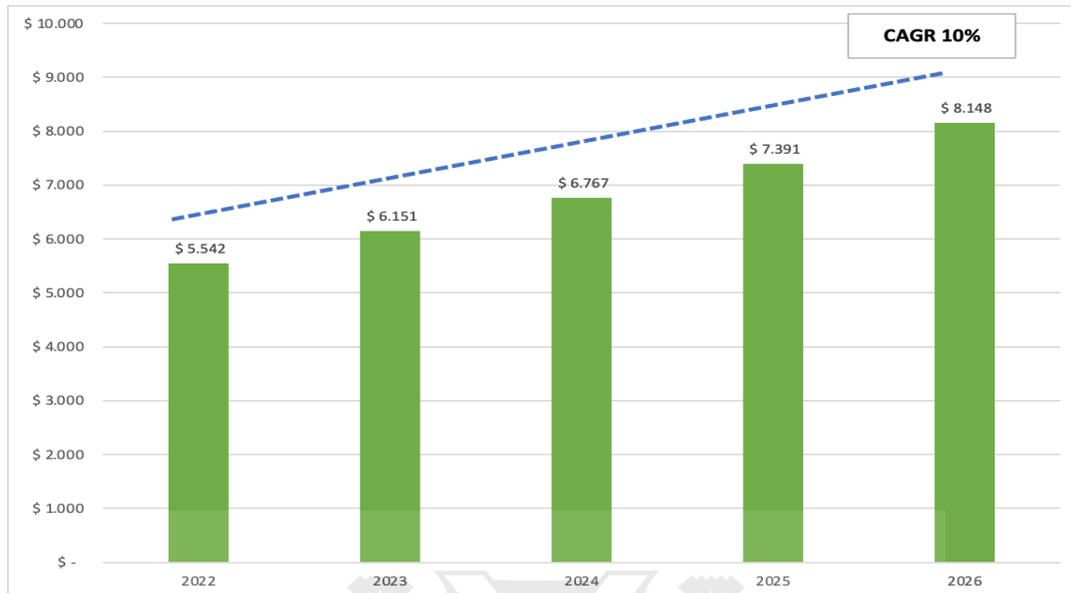
consumidores migrando de negocios offline a online, generando un tráfico en los e-commerce nunca antes visto.

Además, los comerciantes se vieron obligados a migrar a plataformas de e-commerce para adaptarse a los tiempos que corrían. Sumado a esto, es importante tener en cuenta que el 2020 fue un mal año para el comercio global con una caída del 3% del total de las ventas, pero por lo mencionado anteriormente sobre las cuarentenas y distintas medidas que tomaron los gobiernos para combatir la propagación del virus, la industria de e-commerce se vio beneficiada en cierto modo.

Las proyecciones para los próximos 5 años muestran un crecimiento en las ventas globales, pero continúan con esta desaceleración que hemos mencionado anteriormente. Para los años 2023 y 2024 se proyectan crecimientos del 11% y 10% respectivamente mientras que para el 2025 un 9% y por último para 2026 el crecimiento proyectado vuelve a alcanzar los valores del 10%. De todos modos, es importante rescatar que las ventas globales de e-commerce vienen creciendo desde hace por lo menos 10 años. El CAGR para la estimación de ventas de los próximos 5 años 2022-2026 es de 10%, como vemos se espera un CAGR menor que el de los 5 años anteriores 2017-2021.

Universidad de
San Andrés

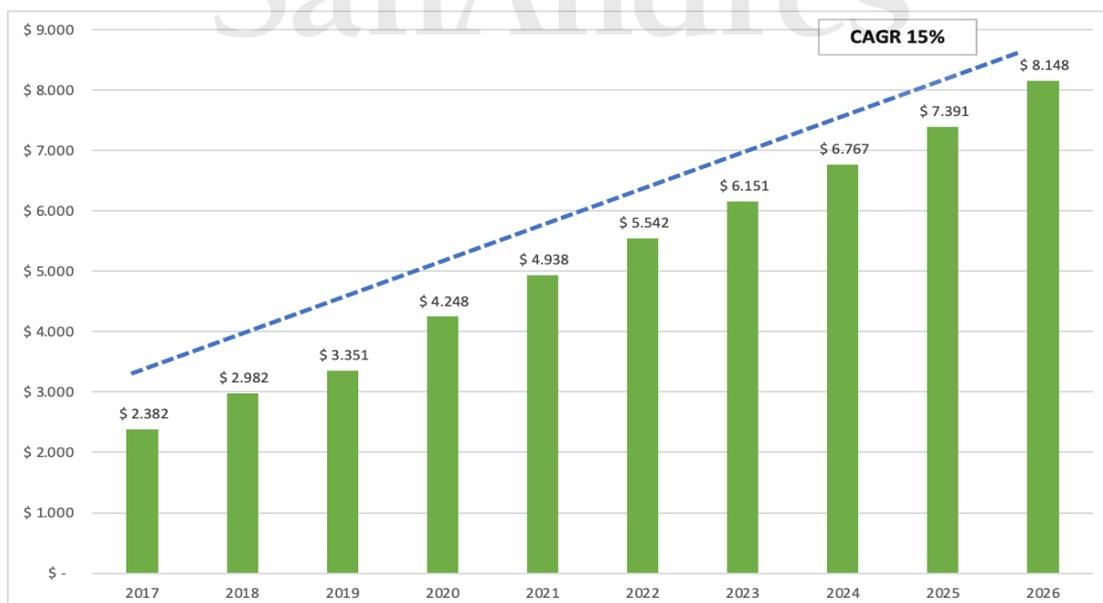
Gráfico 15 - Estimación de la evolución de las ventas minoristas globales de e-commerce en miles de millones de USD (2022 - 2026).



Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista.

Por último, si calculamos el CAGR para los últimos 5 años y le sumamos las estimaciones de los próximos 5 años nos da un crecimiento del 15% para 10 años 2017-2026.

Gráfico 16 - Evolución de las ventas minoristas globales de e-commerce en miles de millones de USD (2017 - 2026).

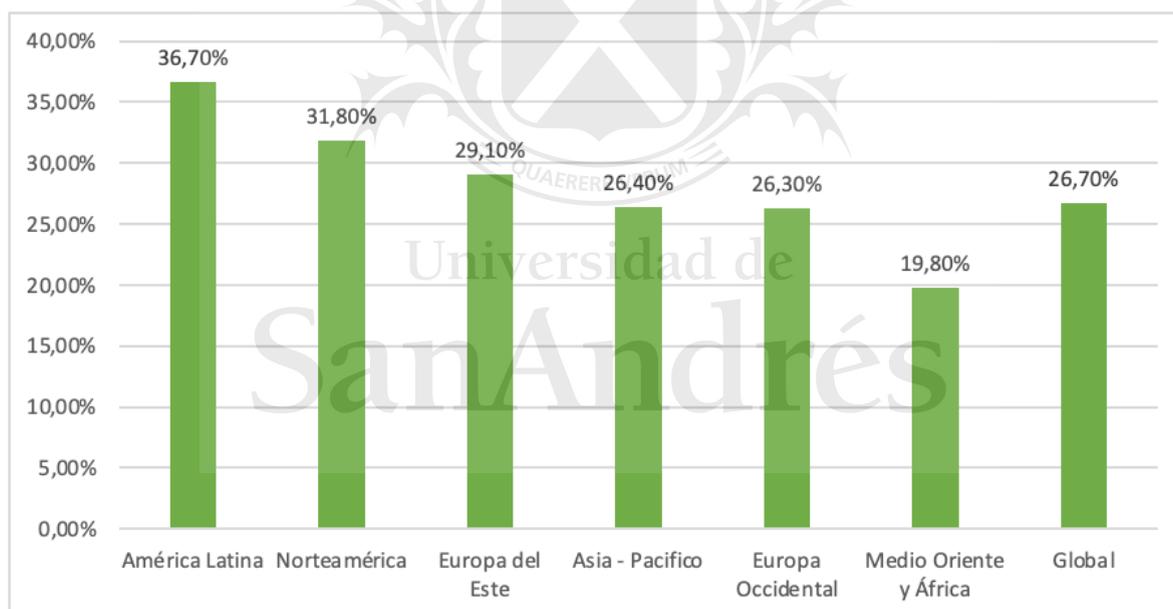


Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista.

Finalmente, para el año 2030 las estimaciones de ventas para el mercado de comercio digital o e-commerce rondan los USD 17.500 mil millones. Si tomamos las ventas del 2021 de USD 4.938 mil millones y calculamos el CAGR a 2030, las ventas de e-commerce globales crecerán a un CAGR del 15% del 2022 al 2030.

Como bien observamos, el mayor crecimiento a nivel global de ventas minoristas de e-commerce se dio durante el 2020. Lógicamente, este crecimiento no fue de igual manera en las distintas regiones del mundo. América Latina es la región que más se destaca creciendo un 36,7% en el 2020 respecto al año anterior. En segundo lugar, Norteamérica (Estados Unidos y Canadá) creció un 31,8% respecto al año anterior y en tercer lugar se encuentra Europa del Este con un 29,1%.

Gráfico 17 - Crecimiento de ventas e-commerce en 2020 por región.

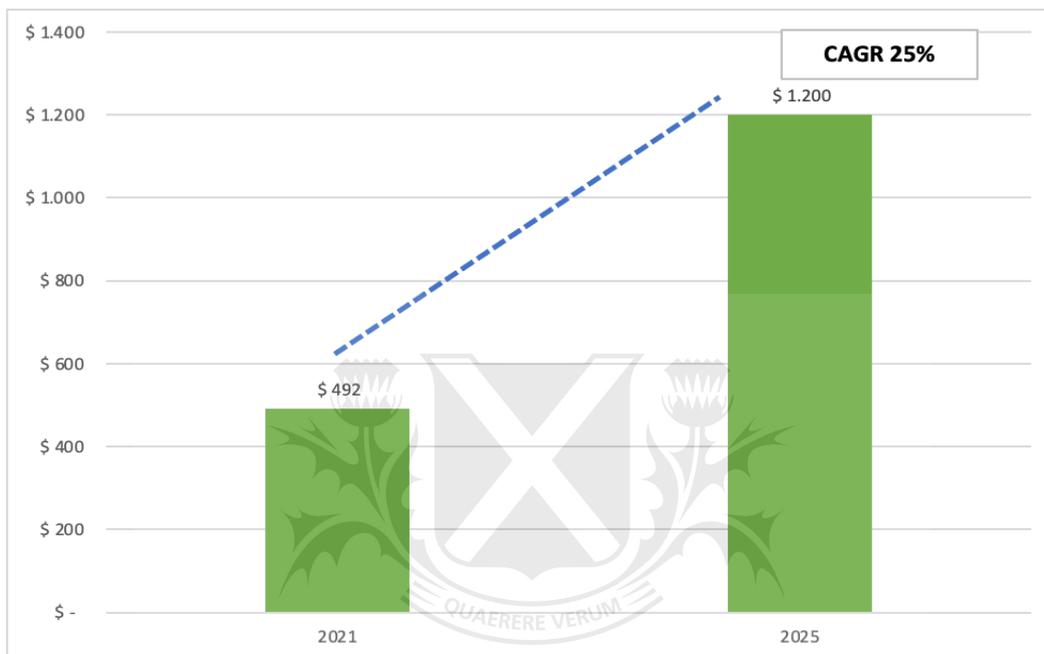


Fuente: Elaboración propia en base al portal de estadísticas Statista.

Sumado a todo lo mencionado anteriormente, se espera también que el e-commerce en las redes sociales crezca en los próximos años. Según Accenture, el e-commerce en las redes sociales va a crecer hasta 3 veces más rápido que el e-commerce tradicional. Pasando de valores de USD 492 miles de millones en 2021 a USD 1.200 mil millones en 2025, creciendo a un CAGR del 25%. Recordamos que Shopify está integrado a diferentes canales como Facebook, Instagram, Tik Tok etc.

Estas redes sociales están cada vez más desarrolladas con funcionalidades de negocios lo que permitirá que los comerciantes tengan mayor tráfico y mejores experiencias de venta a la hora de ofrecer sus productos.

Gráfico 18 - Evolución de las ventas minoristas globales de e-commerce en redes sociales en miles de millones de USD (2021 y 2025).



Fuente: Elaboración propia en base al informe “El futuro de las compras y el comercio en redes sociales” de Accenture.

3.2 Pagos digitales

Una gran fuente de ingreso de Shopify es el procesamiento de pagos a través de sus portales. De lo que respecta a Merchant Solutions, sus principales ingresos los generan las comisiones por el procesamiento de pagos y de conversión de divisas. Por lo que creemos importante mencionar algunos datos e información de la industria de los pagos digitales y su crecimiento en los últimos años.

Al igual que con la industria de e-commerce el año 2020 marcó un hito en el que más de mil millones de personas han realizado pagos a través de dispositivos móviles y/o páginas de internet. Además de los bancos tradicionales y digitales, muchas empresas ya establecidas y de otros rubros han desarrollado sus propias

plataformas de pago para potenciar sus negocios. No solo Shopify lo ha hecho a través de Shop Pay, también las principales empresas de e-commerce en el mundo lo han hecho como es el caso de Amazon Pay (Amazon) o Ali Pay (Alibaba) u otras empresas tecnológicas como Apple con Apple Pay y Google con Google Pay. El foco está siempre en ofrecer la mayor variedad de productos, al menor costo posible y de la manera más sencilla para los usuarios.

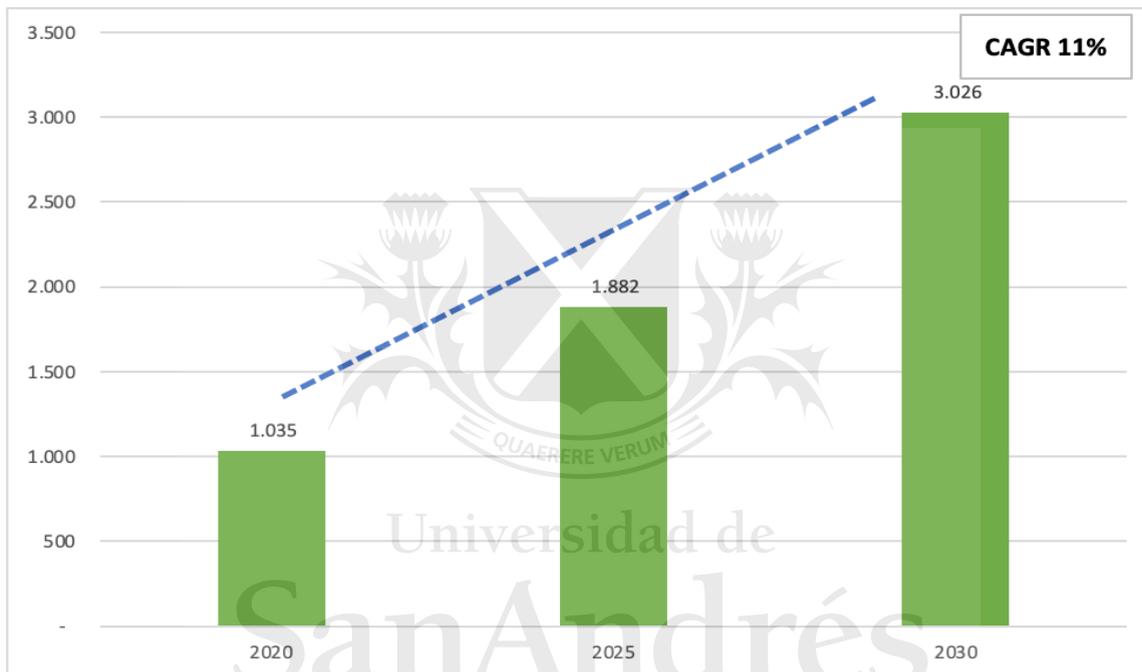
Es un sector que ha llegado para quedarse y que muchas entidades financieras ya han reaccionado para posicionarse como líderes en esta transformación del sector. Por lo tanto, la competencia no solo es entre las empresas digitales, sino que todos los grandes bancos también están destinando una fuerte inversión en el ecosistema digital para no perder el sector de la banca minorista. Esto permite un mayor nivel de competencia y una mejor oferta para los consumidores. Los principales servicios que ofrecen estas empresas (Shopify ofrece la mayoría de ellos) son las soluciones de pagos online, las transferencias entre usuarios, los créditos a personas que están fuera del sistema financiero, soluciones financieras, servicios para empresas, inversiones y seguros. Apoyados en la información que se genera con cada transacción estas compañías también desarrollan sus propios sistemas de calificación crediticia, permitiéndoles acceso al crédito a personas que no pueden acceder por el sistema tradicional.

Como bien dijimos, la industria de servicios financieros se encuentra en medio de una transformación significativa, que al igual que la industria de e-commerce, fue acelerada por la pandemia del COVID-19. Dado el papel clave que juega la digitalización en la vida financiera de más y más personas del mundo, los pagos electrónicos están en el epicentro de esta transformación. Los pagos se están volviendo cada vez más sin efectivo, y el papel de la industria en el fomento de la inclusión se ha vuelto una prioridad significativa. Los pagos también están respaldando el desarrollo de las economías digitales y están impulsando la innovación.

Según un reporte de PwC “Navegando por la matriz de pagos”, el volumen de transacciones sin efectivo será más del doble para el 2030 versus lo que fueron en el 2020. En el siguiente gráfico se puede ver la cantidad de transacciones sin

efectivo en miles de millones para el 2020, 2025 y 2030 a nivel global. El CAGR por los 10 periodos es de un 11%. Mientras que en 2020 hubo 1.035 mil millones de transacciones se espera que en 2025 el número de transacciones ascienda a 1.882 mil millones creciendo un 82%, mientras que el crecimiento para 2030 vs 2025 se espera que sea de un 69% llegando a un total de 3.026 mil millones de transacciones.

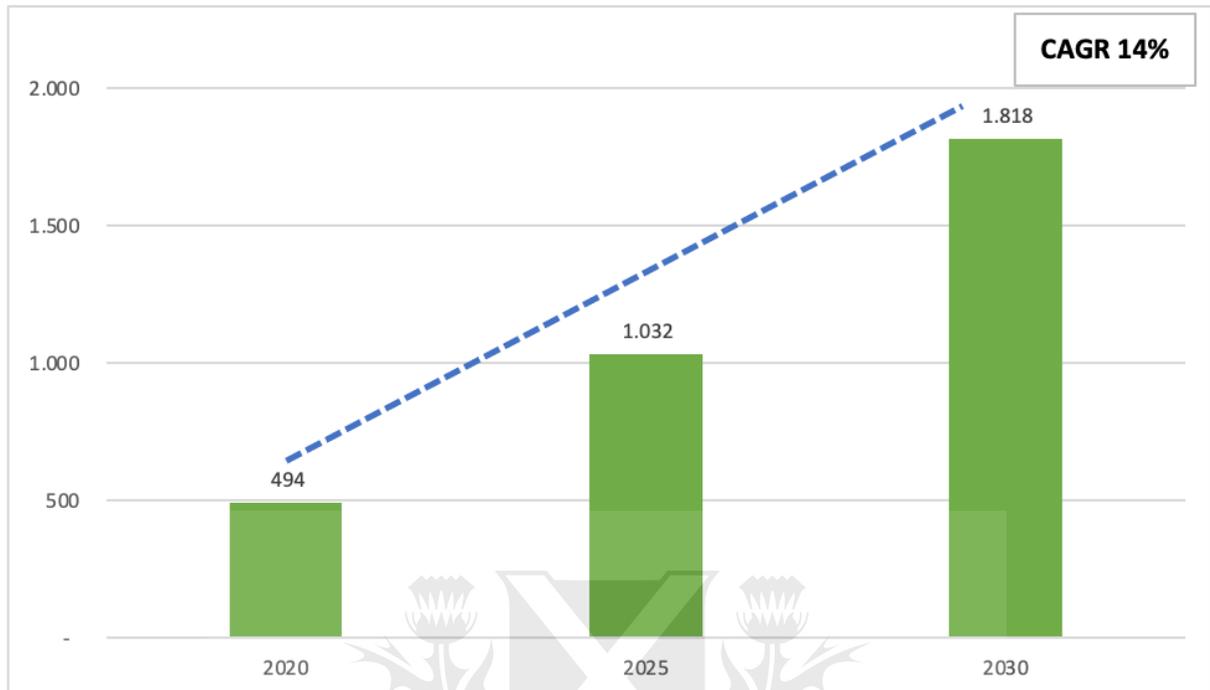
Gráfico 19 - Evolución global de la cantidad de transacciones sin efectivo en miles de millones (2020, 2025 y 2030).



Fuente: Elaboración propia en base al informe “Navegando por la matriz de pagos” de PwC.

El área que tendrá un mayor crecimiento en la cantidad de transacciones sin efectivo es la de Asia Pacífico que pasaría de 494 mil millones de transacciones en 2020 a 1.818 mil millones de transacciones en 2030. Esto implicaría un CAGR del 15% siendo este el mayor de todas las regiones.

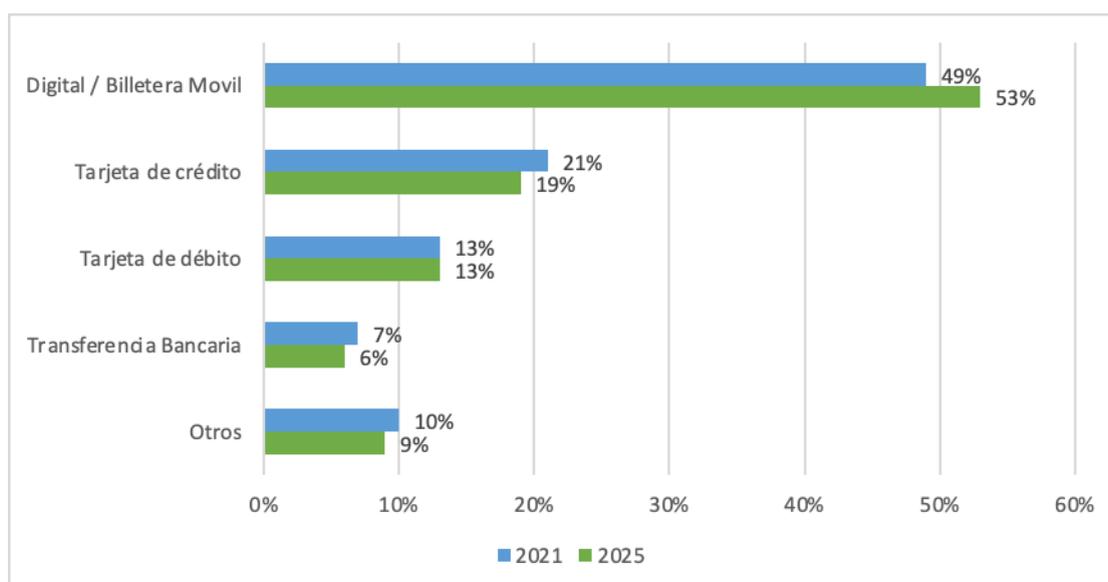
Gráfico 20 - Evolución en Asia-Pacífico de la cantidad de transacciones sin efectivo en miles de millones (2020, 2025 y 2030).



Fuente: Elaboración propia en base al informe “Navegando por la matriz de pagos” de PwC.

Sumado a esto, en el “Reporte global de pagos de la FIS también se proyectan los cambios en los métodos de pago a nivel global para el 2025. En los gráficos que se observan más abajo se pueden apreciar los distintos métodos de pago utilizados de manera global y sus porcentajes tanto para las ventas e-commerce como para las ventas en el punto de venta. Se muestra la distribución de los distintos métodos tanto para 2021 como también su estimación para el 2025.

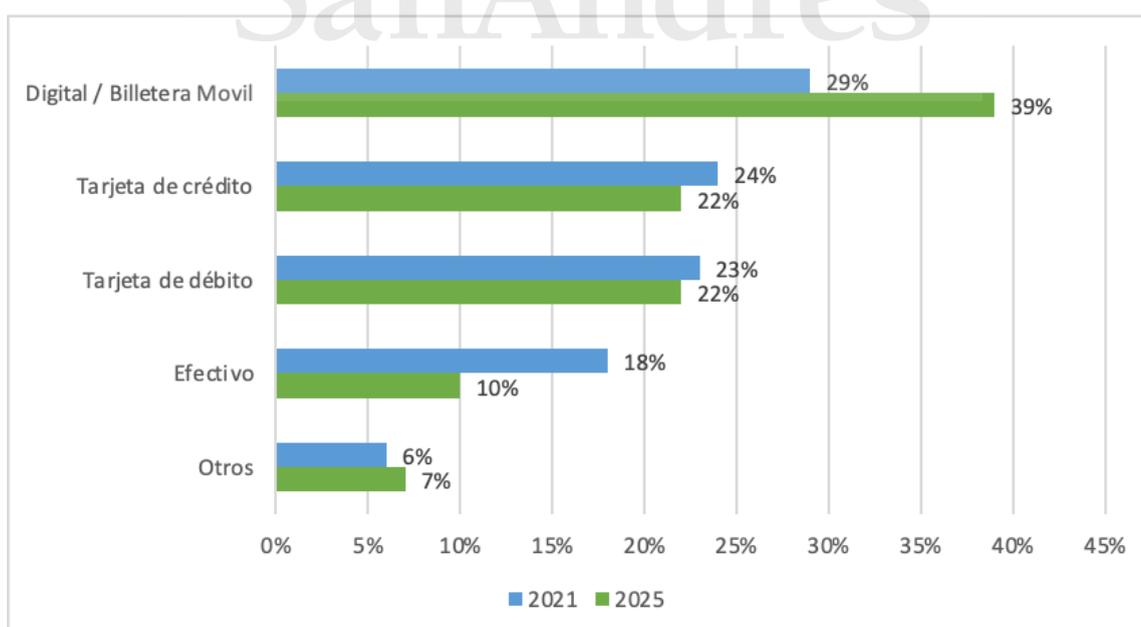
Gráfico 21 - Distribución métodos de pago en ventas e-commerce a nivel global.



Fuente: Elaboración propia en base al Reporte global de pagos - FIS

En las ventas e-commerce se puede ver como líder al pago digital mediante la billetera móvil con casi el 50% de los casos, se espera que para 2025 tome aún más protagonismo alcanzando valores del 53%. Como se puede observar también, el efectivo no está ni dentro de las cuatro opciones más elegidas como por los consumidores como método de pago.

Gráfico 22 - Distribución métodos de pago en punto de venta a nivel global.



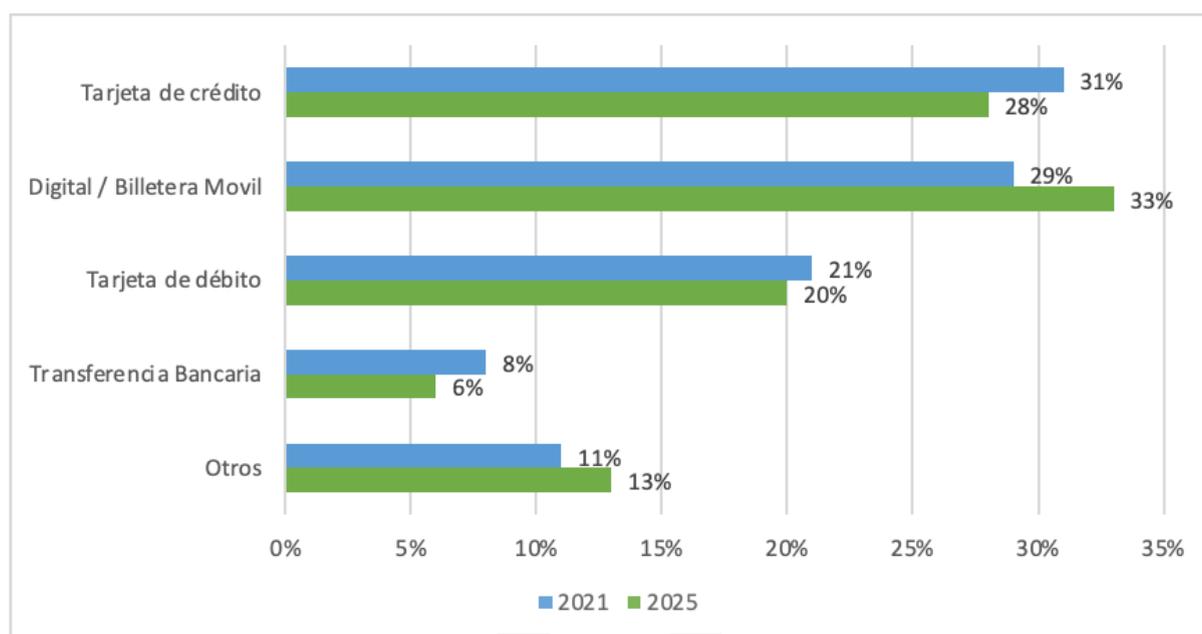
Fuente: Elaboración propia en base al Reporte global de pagos - FIS

Para el caso del punto de venta también el líder en las categorías es el pago digital por billetera móvil con un 29% de los casos y se espera que para el 2025 esto crezca hasta 10 puntos porcentuales llegando a un 39%. Otro dato importante es el uso del cash que en 2021 fue del 18% y se espera que para 2025 pierda protagonismo llegando a valores de apenas el 10%. Por último, el uso de las tarjetas de crédito y débito no se espera que tengan grandes cambios y sigan representando el mismo porcentaje en el total de los pagos.

A lo que respecta a e-commerce en Norteamérica (Estados Unidos y Canadá) las tarjetas de crédito fueron el principal medio de pago de comercio electrónico entre canadienses (50,4%) y estadounidenses (30,2%) en 2021. Las tarjetas de débito representaron un 20,6% del gasto regional en comercio electrónico, representando el 21% en Estados Unidos y el 13,4% en Canadá. A nivel regional, tanto las tarjetas de crédito como de débito se proyectan que vean ligeras disminuciones en la participación para el 2025. En los Estados Unidos habrá un decrecimiento tanto para el crédito (hasta 27,4%) y débito (hasta 20,2%), aunque los valores absolutos de transacción aumentarán.

Quienes ganarán mayor protagonismo y popularidad en los consumidores de comercio electrónico serán las billeteras digitales. Estas representaron un 29,2% de los pagos en 2021 y se espera que superen a las tarjetas de crédito ya en 2022. Para el 2025 la estimación es aún mayor, se espera que representen casi un tercio del gasto regional en comercio electrónico liderado por Apple Pay, Amazon Pay y PayPal.

Gráfico 23 - Distribución métodos de pago en ventas e-commerce en Norteamérica.



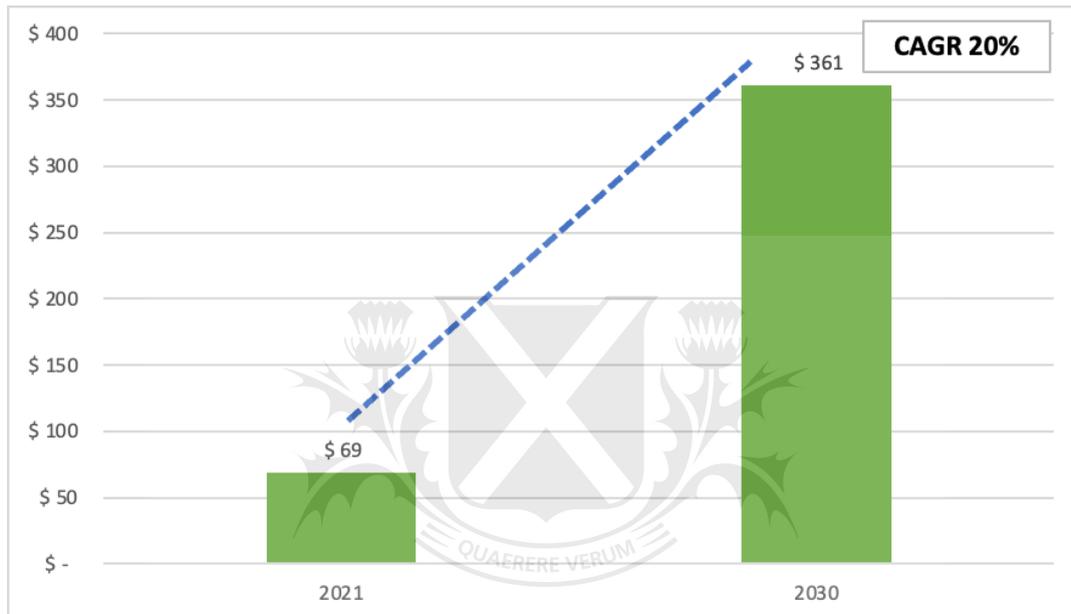
Fuente: Elaboración propia en base al Reporte global de pagos - FIS

Por último, el tamaño del mercado mundial de pagos digitales se valoró en USD 68,6 mil millones en 2021 y se espera que se expanda a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 20% para el 2030. De esta manera alcanzaría valores de USD 361 mil millones en 2030. Esto está impulsado principalmente por el aumento mundial en la preferencia de los clientes por los pagos en tiempo real tal como analizamos en párrafos anteriores. Los proveedores de servicios de e-commerce están haciendo esfuerzos para fortalecer sus posiciones competitivas al pasar de las soluciones tradicionales de tarjeta de crédito y financiamiento al consumidor a soluciones de participación del cliente que aprovechan los pagos digitales.

Las empresas de e-commerce también están haciendo esfuerzos para implementar sus sistemas de punto de venta para expandir sus ofertas en el espacio de pago digital. Por lo que empresas como Shopify o Amazon, están desarrollando sistemas de punto de venta capaces de manejar transacciones en línea y en la tienda. Estos desarrollos están alentando a los bancos a mejorar sus servicios de pago digital para preservar sus posiciones en el mercado. Los organismos gubernamentales de todo el mundo están aumentando el límite de las tarjetas de pago sin contacto, creando nuevas oportunidades de crecimiento para el mercado. Hay muchas

iniciativas impulsadas por los gobiernos alrededor del mundo para mejorar los pagos digitales, intentando llevar la economía al menor uso posible de efectivo. Esto es favorable para la regulación, también ayuda a evitar la evasión de impuestos y poder rastrear el dinero.

Gráfico 24 - Evolución global de los pagos digitales en miles de millones de USD (2021 y 2030).



Fuente: Elaboración propia en base al Reporte mercado de pagos digitales - GVR

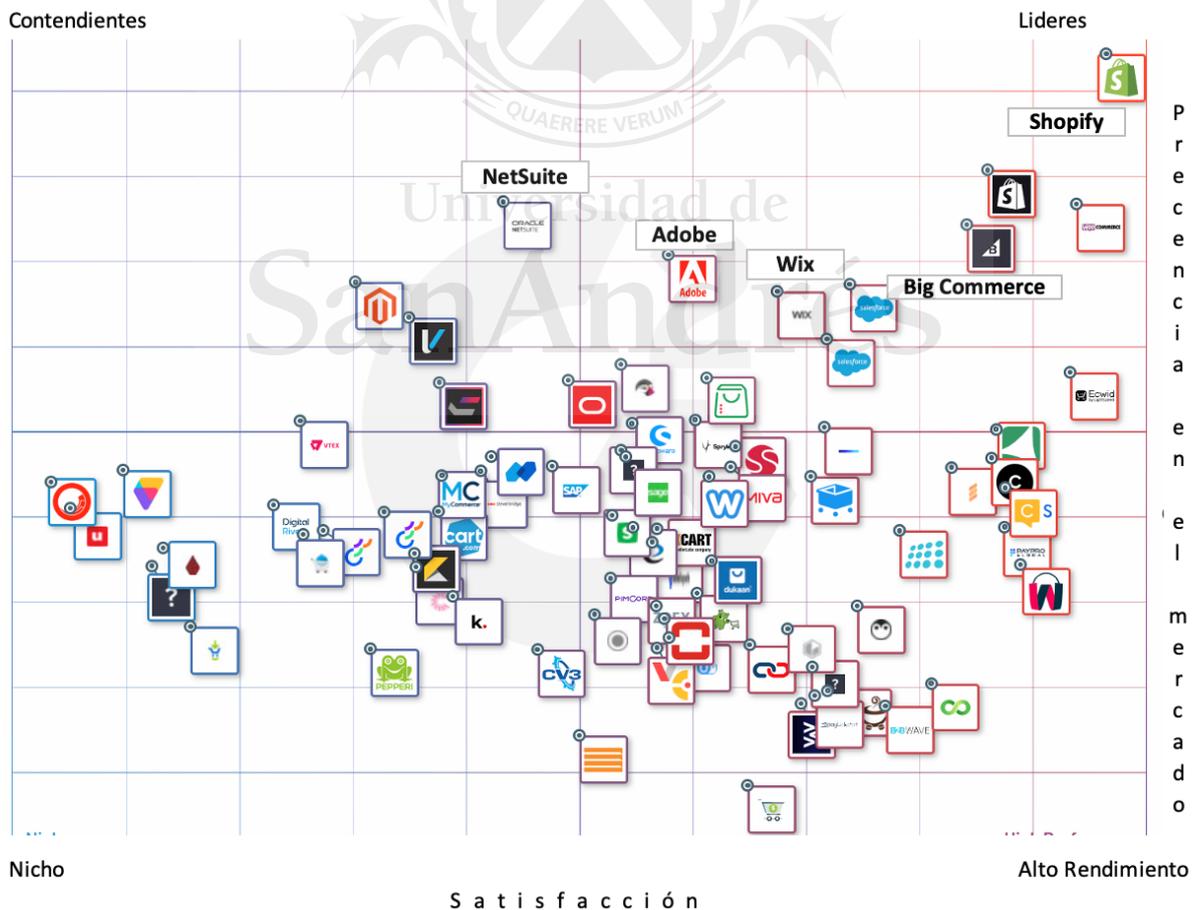
Universidad de
San Andrés

4. Posicionamiento competitivo

4.1 Principales empresas

Es enorme la cantidad de empresas que se pueden encontrar dentro de esta industria. La competencia es feroz y si bien el crecimiento orgánico del negocio permite que crezcan anualmente todas las empresas y a tasas interesantes, la pelea por la participación de mercado se vuelve cada vez más intensa. En cuanto a la competencia y la cuota de mercado, Shopify es reconocido como uno de los líderes en la industria de plataformas de e-commerce. Como lo muestra el gráfico más abajo, Shopify cuenta con una alta satisfacción y presencia en el mercado lo que lo coloca en una posición de líder en la industria.

Gráfico 25 - Posicionamiento de empresas de e-commerce por satisfacción y performance.



Fuente: Reporte mejores plataformas de e-commerce - G2

Sus principales competidores son BigCommerce (BIGC) , Squarespace (SQSP), Wix (WIX), Weebly by Block (SQ) y Magneto by Adobe (ADBE). De todas maneras, Shopify se encuentra bastante por encima de todas ellas. Sumado a esto, Shopify es el portal de e-commerce más buscado en google, por encima de todos sus competidores, eso demuestra no solo que sus soluciones y servicios son mejores sino también la fortaleza de la marca.

A continuación, se detalla una breve descripción de sus principales competidores.

BigCommerce, es una empresa australiana fundada en 2009. Es una plataforma líder de comercio electrónico que permite a los comerciantes de todos los tamaños construir, innovar y hacer crecer sus e-commerce. BigCommerce proporciona a los comerciantes funcionalidad, personalización y rendimiento sofisticados de nivel empresarial con simplicidad y facilidad de uso. Miles de empresas en 150 países y numerosas industrias utilizan BigCommerce para crear atractivas plataformas.

Wix, es una plataforma online que ofrece una serie de herramientas para la creación de sitios web profesionales de forma rápida y sencilla. Gracias a funciones preestablecidas y la elección de plantillas personalizables, se puede construir una página web en muy poco tiempo y con unos resultados de gran calidad.

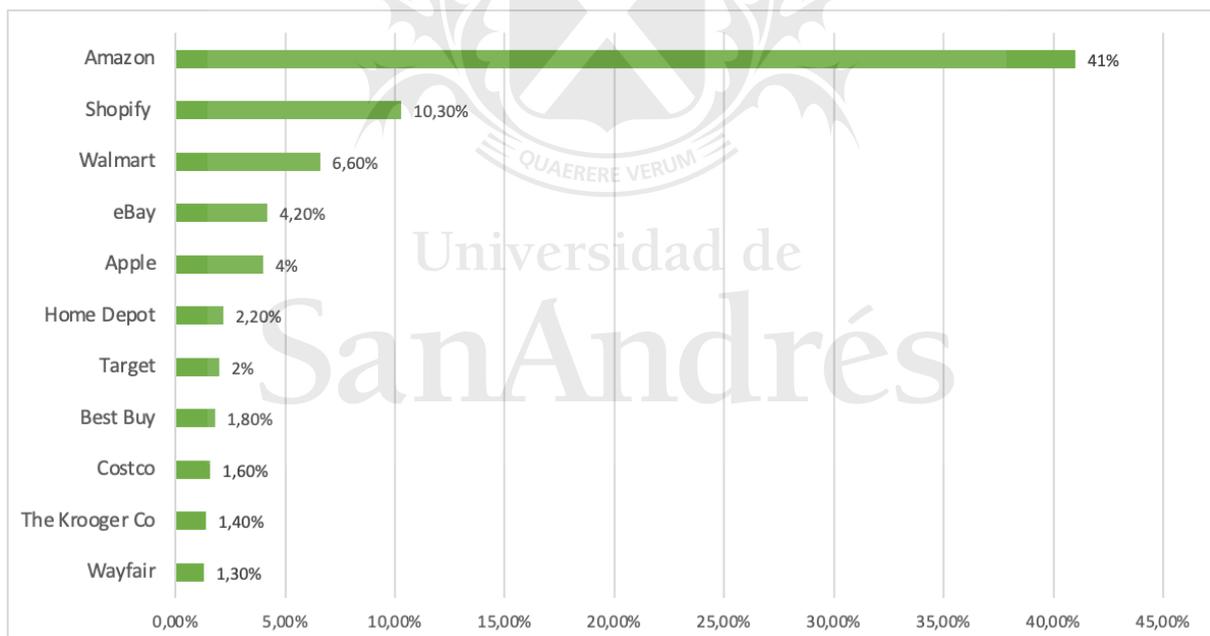
Squarespace, es un creador de páginas web que fue fundado en el 2003 en Estados Unidos y que integra muchas funciones para tu sitio web en un solo lugar. Con Squarespace, uno puede crear un sitio web profesional para su marca personal o negocio en poco tiempo y sin los conocimientos avanzados de desarrolladores web.

Como se puede observar, tanto Shopify como sus principales competidores tienen características y funcionalidades muy similares, por lo que la diferencia sustancial se encuentra en las ventajas competitivas. En la sección a continuación se listan las principales ventajas competitivas con las que cuenta Shopify para hacerle frente a esta feroz competencia.

4.2 Ventajas competitivas

Una gran ventaja competitiva que tiene Shopify es la escala, al momento de escribir este trabajo BuiltWith reportaba un total de 3.924.979 de páginas web proporcionadas por Shopify. Además, fue la empresa con el segundo mayor porcentaje de cuota de mercado en Estados Unidos para las ventas minoristas de e-commerce durante el 2021. En primer lugar, se encuentra nada más y nada menos que el gigante de Amazon con un 41% seguido por Shopify con un 10,30%. Esto vuelve a demostrar la fuerte y competitiva posición de mercado que tiene la compañía incluso estando por encima de grandes empresas como Walmart, eBay, Target o Apple.

Gráfico 26 - Distribución de ventas minoristas en e-commerce por empresa para Estados Unidos en 2021.



Fuente: Elaboración propia en base a información del Investor deck Q1 2022

Otra ventaja competitiva son los efectos de red y el ecosistema que fue generando Shopify a lo largo del tiempo, impulsado también por lo mencionado anteriormente de la escala que tiene la compañía. Este ecosistema consiste en comerciantes, clientes, desarrolladores de software, diseñadores y más socios estratégicos.

Comprende más de 40.000 socios desarrollando un total de más de 8.000 aplicaciones.

Estas aplicaciones permiten integraciones y ayudan a los comerciantes a acelerar su crecimiento. Un ejemplo de esto fue el lanzamiento del programa *Shopify Global ERP* en 2021, que permite a importantes proveedores de ERP como Microsoft, Oracle, NetSuite, Infor, Acumatica, Microsoft Dynamics 365 y Brightpearl crear integraciones directas en Shopify. Esto se vuelve algo fundamental para empresas con un alto volumen de actividad. Un proveedor de ERP (por las siglas en inglés para “Planificación de Recursos Empresariales”) es básicamente un sistema de software que ayuda a gestionar todo su negocio, incluyendo los procesos de finanzas, recursos humanos, fabricación, cadena de suministro, servicios, compras, y más.

Para fomentar un mayor desarrollo de aplicaciones, temas y plantillas, Shopify también actualizó su acuerdo de reparto de ingresos con los desarrolladores. Más específicamente, la participación en los ingresos del primer millón de USD en un año calendario se reducirá a cero. Una vez que se supere el umbral de un millón de USD, Shopify comenzará a cobrar a los desarrolladores un 15% sobre los ingresos posteriores. De esta manera, los desarrolladores están más inclinados a desarrollar aplicaciones y temas específicos de Shopify, lo que refuerza el ecosistema de la plataforma.

Shopify se ha asociado durante los últimos años con varias empresas que podrían amplificar los efectos de la red. Estos son algunos de los desarrollos mencionados en su informe anual 2021:

- Q4 2021: Shopify lanzó el canal de Spotify, lo que permite a los artistas-emprendedores en Spotify conectar sus cuentas de Spotify para artistas con sus tiendas en línea de Shopify, donde pueden sincronizar sus catálogos de productos y exhibir productos directamente en su perfil de Spotify.

- Q3 2021: Shopify presentó TikTok Shopping a los comerciantes, lo que permite a los comerciantes con una cuenta de TikTok para empresas agregar productos que se vinculan directamente con el pago de su tienda en línea.
- Q2 2021: Shopify anunció que Shop Pay estará disponible para todos los comerciantes que venden en los Estados Unidos en Facebook y Google, incluso si no usan la tienda en línea de Shopify.
- Q4 2020: Shopify lanzó el canal TikTok, lo que permite a los comerciantes comercializar sus productos utilizando TikTok for Business. Los comerciantes pueden crear anuncios de video integrados que se reproducen automáticamente entre videos mientras los usuarios se desplazan por su página Para ti.
- 2Q 2020: Shopify presentó el canal de tiendas de Facebook, lo que permite a los comerciantes de Shopify personalizar y comercializar sus vidrieras dentro de Facebook e Instagram a través de las tiendas de Facebook, mientras administran sus productos, pedidos de inventario y cumplimiento directamente dentro de Shopify.
- 2Q 2020: Shopify lanzó el canal Walmart, lo que permite a los comerciantes de Shopify vender sus productos en Walmart.com.

Para concluir con las ventajas competitivas, hablaremos ahora de los costos de cambio. Shopify ofrece la infraestructura de Internet para comerciantes, caracterizada por una interfaz multicanal y un único backend integrado. En otras palabras, Shopify actúa como la columna vertebral o la base, para que las empresas operen un e-commerce. Por lo tanto, será muy difícil reemplazar y lograr los mismos cimientos o bases que se han construido dentro del negocio.

Como en un edificio, una vez que se completa la construcción, es casi imposible reemplazar su estructura. De hecho, habría que demoler el edificio y empezar a construir de nuevo desde cero. En el caso de los e-commerce, cambiar la plataforma de Shopify significa que los comerciantes tienen que cambiar de plataforma, lo que generalmente implica una curva de aprendizaje, gastos innecesarios y una gran pérdida de tiempo.

Dicho esto, una vez que un comerciante usa Shopify y está satisfecho con la plataforma, está más inclinado a permanecer dentro de la misma. Una vez que los comerciantes crecen, inevitablemente optan por funciones más avanzadas (como actualizar sus planes de suscripción de Advanced Shopify a Shopify Plus). A medida que los comerciantes invierten más en la plataforma, los costos de cambio aumentan aún más.

Esto se puede medir en las ventas de Shopify. Las ventas generadas por clientes que ingresaron a la plataforma antes del 2019 van aumentando año a año debido a dos razones: 1) los comerciantes que permanecen en la plataforma gastan más y 2) los comerciantes que gastan más tienen tasas de retención más altas. Por lo tanto, las ventas generadas por los clientes ingresados antes del 2019 aumentaron anualmente a pesar de que algunos comerciantes abandonaron la plataforma. Esto demuestra el poder de los altos costos de cambio. Esto se repite con los comerciantes que ingresaron en 2019, el nivel de ventas generados por estos se incrementó en 2020 y 2021.

Shopify tiene infinitas opciones para seguir creciendo. El lanzamiento de nuevos productos y servicios ampliará el caso de uso de la plataforma de Shopify, atrayendo así a más comerciantes en diferentes geografías, sectores y tamaños. No solo eso, sino que cuantos más productos o servicios incorporen los comerciantes a sus negocios, mayores serán los costos de cambio y más ajustado se vuelve el ecosistema.

4.3 Riesgos y competencia

Desde un punto de vista macroeconómico, uno de los riesgos a los que se enfrenta Shopify es la recesión global. La economía global parece muy frágil en estos momentos con una inflación un tanto descontrolada, aumentos en las tasas de interés y restricciones en la cadena de suministro. La base comercial de Shopify es predominantemente pequeñas y medianas empresas. Una recesión global es un gran riesgo ya que la mayoría de los clientes de Shopify son PYMES que pueden o

no tener los recursos financieros necesarios para sobrevivir a una recesión económica.

Otro riesgo es Amazon y posibles alianzas con sus competidores. La competencia siempre es un riesgo, especialmente cuando está involucrado Amazon, una de las empresas más importantes del mundo. Por ejemplo, Amazon se ha asociado con dos de los competidores de Shopify, Wix y BigCommerce, para permitir que sus comerciantes accedan a la red de fulfillment multicanal de Amazon. Por lo tanto, los comerciantes pueden elegir Wix o BigCommerce en lugar de Shopify, debido a las increíbles propuestas de valor de la red de fulfillment de Amazon (frente a Shopify Fulfillment Network) y Buy with Prime (frente a Shop Pay).

Vale la pena señalar que cada transacción que procesa Amazon no es procesada por Shopify, que nuevamente es uno de los principales generadores de ventas de la compañía. Además, cuanto más volumen procese Amazon, más difícil será para Shopify escalar su propia solución de envío. Lo que pone en peligro la gran iniciativa actual de la empresa.

De todas formas, siempre un riesgo presenta una oportunidad. Shopify podría integrar cualquier nuevo desarrollo de Amazon en sus plataformas, de la misma manera en que integraron la infraestructura que construyó Meta, la infraestructura que construyó Google y la infraestructura que construyó TikTok, y así sucesivamente. Y desde una perspectiva comercial, cuantos más canales existan que sean valiosos para vender, más importantes se vuelven las herramientas de Shopify porque administrar estos canales no es una tarea fácil y la integración del software puede simplificar esto y reducir su complejidad. De esta manera, la firma podría hacer mucho más posible que las pequeñas empresas se involucren en estrategias minoristas complejas que antes hubieran necesitado una gran cantidad de empleados para poder hacerlo.

5. Análisis financiero

El objetivo del presente capítulo es realizar un análisis de los estados financieros, la evolución de los resultados y los principales indicadores de gestión, crédito y actividad de Shopify. De esta manera intentar detectar tendencias que nos permitan proyectar cómo van a evolucionar dichos estados financieros en los próximos años. Para llevar a cabo este análisis se consideraron los últimos siete períodos fiscales de la firma.

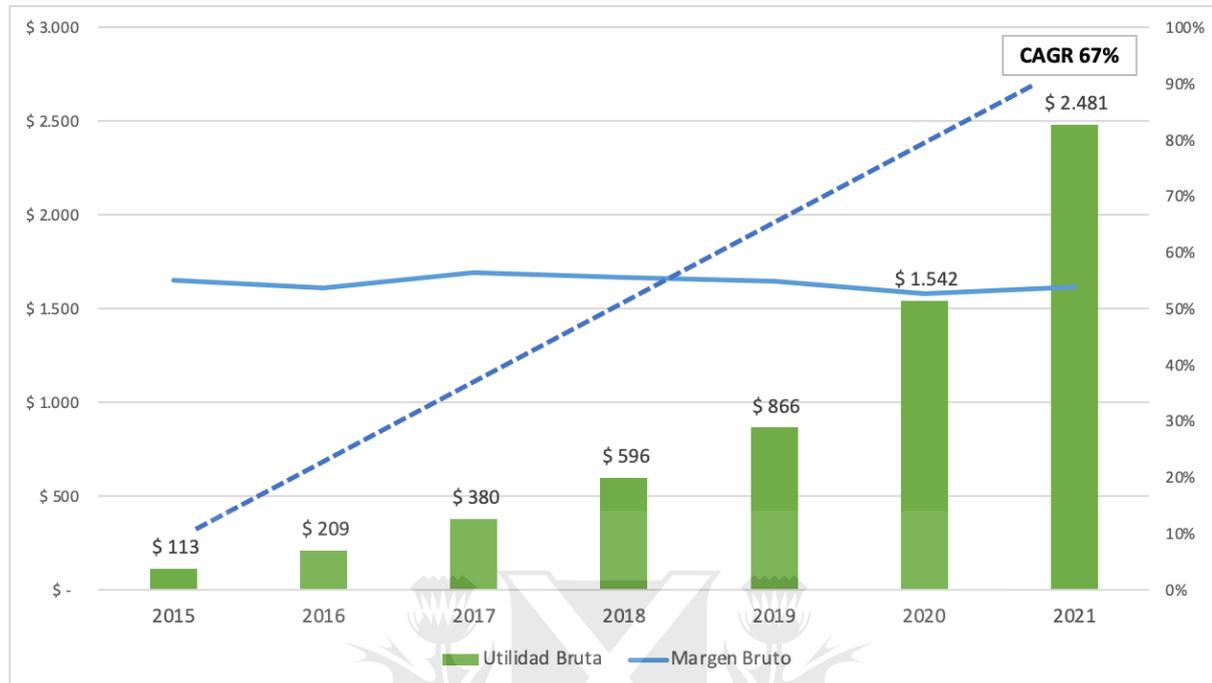
Indicadores de rentabilidad

5.1 Utilidad Bruta

La utilidad bruta es un indicador que nos permite ver cómo maneja la firma los costos directos de los servicios que presta. Es el rendimiento que la compañía genera después de deducir los costos variables directamente asociados a los productos y servicios. Es una primera medida para ver si la compañía es o no rentable, ya que si este margen es negativo sería imposible hacer frente a los demás costos. Si analizamos la utilidad bruta del 2021 fue de USD 2.481 millones mostrando un incremento del 60,95% respecto al 2020. El crecimiento YoY del 2019 al 2020 fue aún mayor alcanzando valores del 78,08% siendo la utilidad bruta para 2019 USD 866 millones y para el 2020 USD 1.542 millones.

Por su parte, el margen bruto para todo el periodo bajo análisis osciló entre el 54% y el 56%. Como se aprecia en el gráfico, fue creciendo año a año la utilidad bruta pero el margen bruto se mantuvo prácticamente igual, lo que demuestra cierta estabilidad en los mismos. Mantenerse siempre en esos márgenes superiores al 50% demuestran un gran potencial de ganancias. En cuanto al CAGR para este indicador, este nos da 67% muy similar al CAGR de las ventas.

Gráfico 27 - Evolución de la Ganancia Bruta y Margen Bruto en millones de USD (2015-2021).



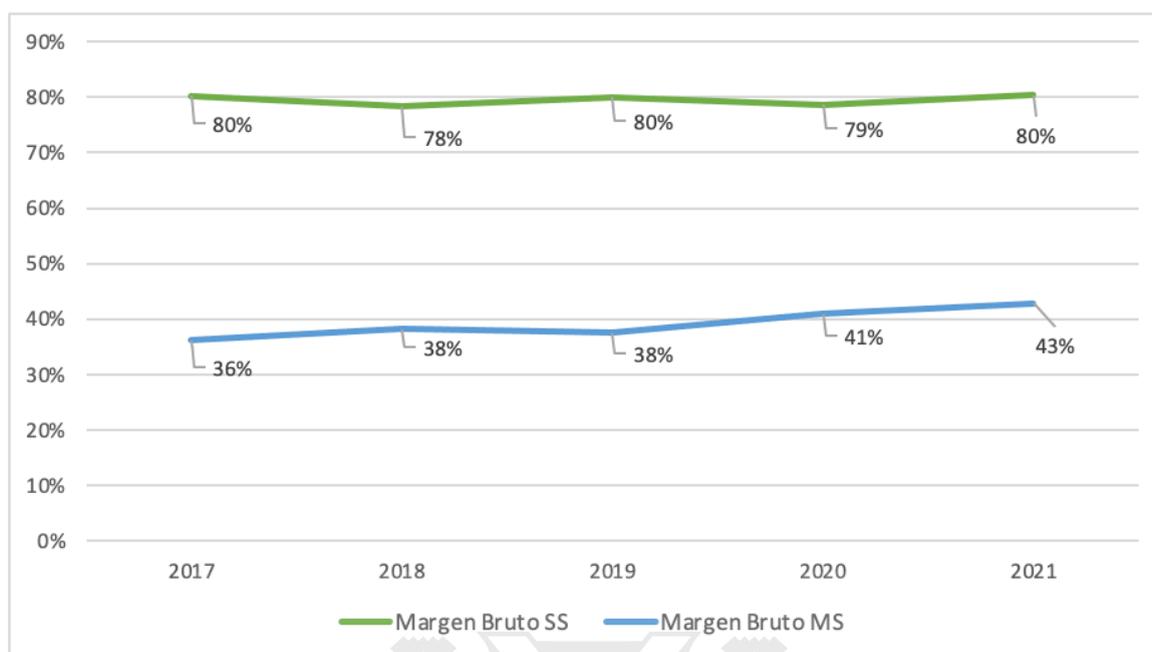
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021.

A continuación, analizaremos los márgenes brutos de ambas unidades de negocio ya que como mencionamos anteriormente, el total de la compañía oscila siempre en entre 54% y 56% pero se compone del margen bruto de SS y MS que son distintos entre sí.

Como se puede ver en el gráfico más abajo, Merchant Solutions tiene un perfil de Margen Bruto mucho más bajo que Subscriptions Solutions, ya que MS incluye servicios como Shopify Fulfillment Network, el hardware POS y Shopify Payments, que tienen modelos de negocio más intensivos en capital en comparación con la naturaleza de Subscription Solutions.

También vale la pena señalar que al igual que con los márgenes brutos totales de la firma, los porcentajes de los márgenes brutos por unidad de negocio también parecen muy estables. Por el lado de las SS para los últimos 5 años osciló entre 78% y 80% mientras que en MS entre 36% y 43%.

Gráfico 28 - Margen bruto por unidad de negocio (2017-2021).



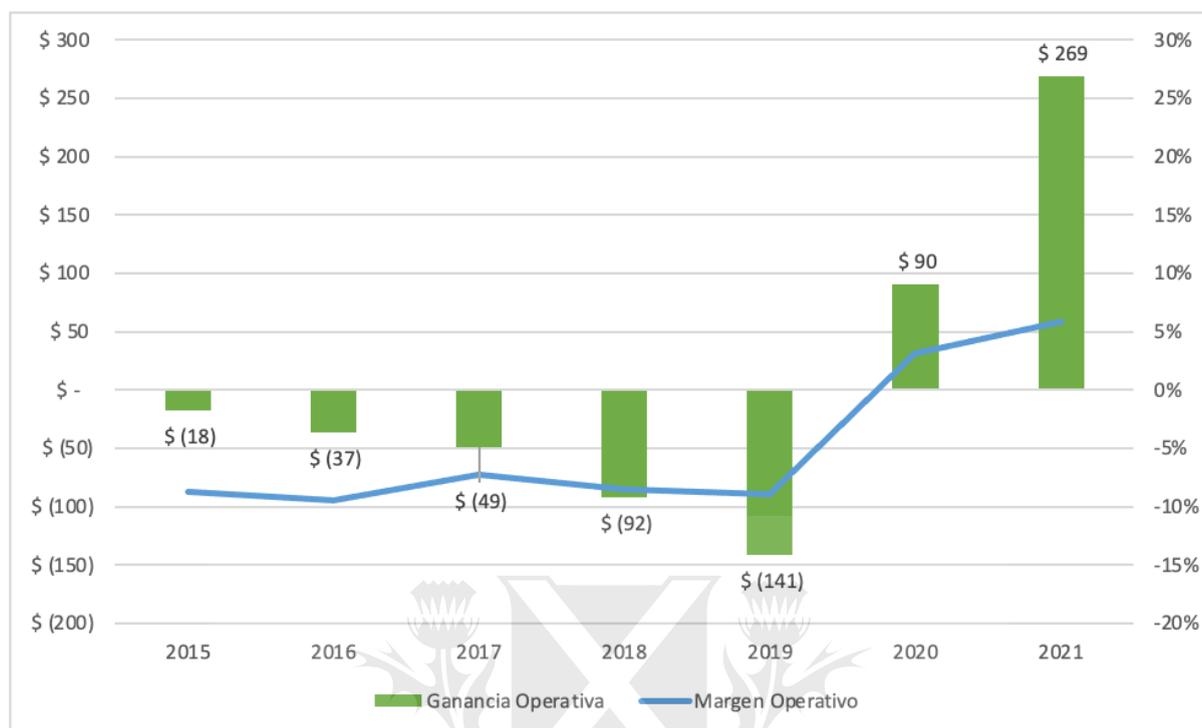
Fuente: *Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021.*

5.2 Ganancia Operativa

A la ganancia operativa a diferencia de la bruta, si se le descuentan todos los gastos operativos, de desarrollo, administrativos y generales. No son descontados los gastos por intereses e impuestos. Lógicamente la ganancia operativa arroja valores menores a la bruta y a diferencia de éste en los primeros años bajo análisis dio negativa. Como se puede ver en el gráfico a continuación, del 2015 al 2019 la ganancia operativa de Shopify fue negativa, siendo el peor de los años el 2019 con USD 141 millones negativos. En cuanto al margen de este indicador, nunca rompió la barrera del 10% negativo, siendo el peor año el 2017 con un 10% y otros 3 años un 9% negativo.

Recién para los años 2020 y 2021 la ganancia operativa muestra valores positivos con USD 90 millones y USD 269 millones respectivamente. El incremento de este indicador del 2020 al 2021 significó un crecimiento del 198%, esto va aparejado al crecimiento en las ventas que tuvo la firma para ese año. Analizando ahora los márgenes para los últimos dos años, fueron 3% en 2020 y 6% en 2021 sobre el total de ventas de ese mismo periodo.

Gráfico 29 - Evolución de la Ganancia Operativa y Margen Operativo en millones de USD (2015-2021).

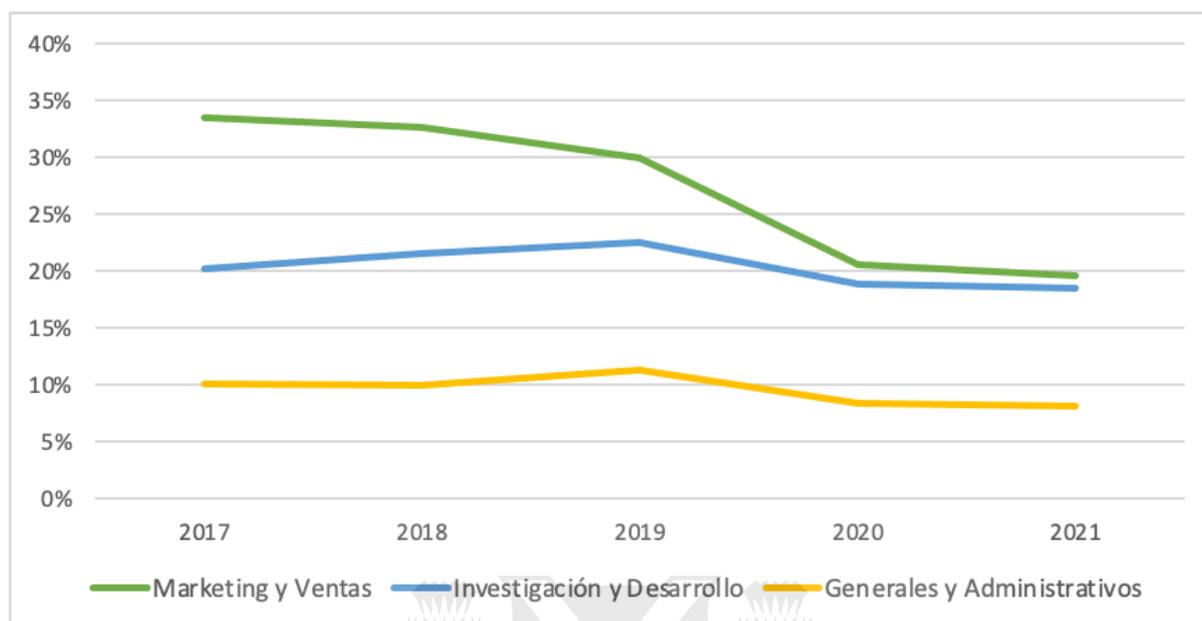


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021

Los tres principales segmentos en los cuales la firma divide sus gastos operativos son: Marketing y Ventas, Investigación y Desarrollo y Generales y Administrativos. La categoría en la que más se gastó para los últimos años fue Marketing y Ventas y en segundo lugar Investigación y Desarrollo. Para M y V se gastaron USD 900 millones en 2021 mientras que para I y D el valor alcanzó los USD 854 millones. Del 2020 al 2021 las tres categorías crecieron un 50% aproximadamente.

Haciendo un análisis porcentual de los distintos gastos operativos sobre el total de las ventas se puede observar que por el lado de los Generales y Administrativos estos rondan siempre el 10%. En cuanto a los de Marketing y Ventas e Investigación y Desarrollo a pesar de su fuerte incremento en 2021, su ratio respecto a las ventas totales se mantuvo en un porcentaje cercano al 20% al igual que en 2020. Los periodos anteriores, Marketing y Ventas ha llegado a representar entre un 30% y 35% de las ventas totales mientras que Investigación y Desarrollo se mantuvo siempre en valores cercanos al 20%.

Gráfico 30 - Ratio Gastos Operativos sobre ventas totales (2017-2021).



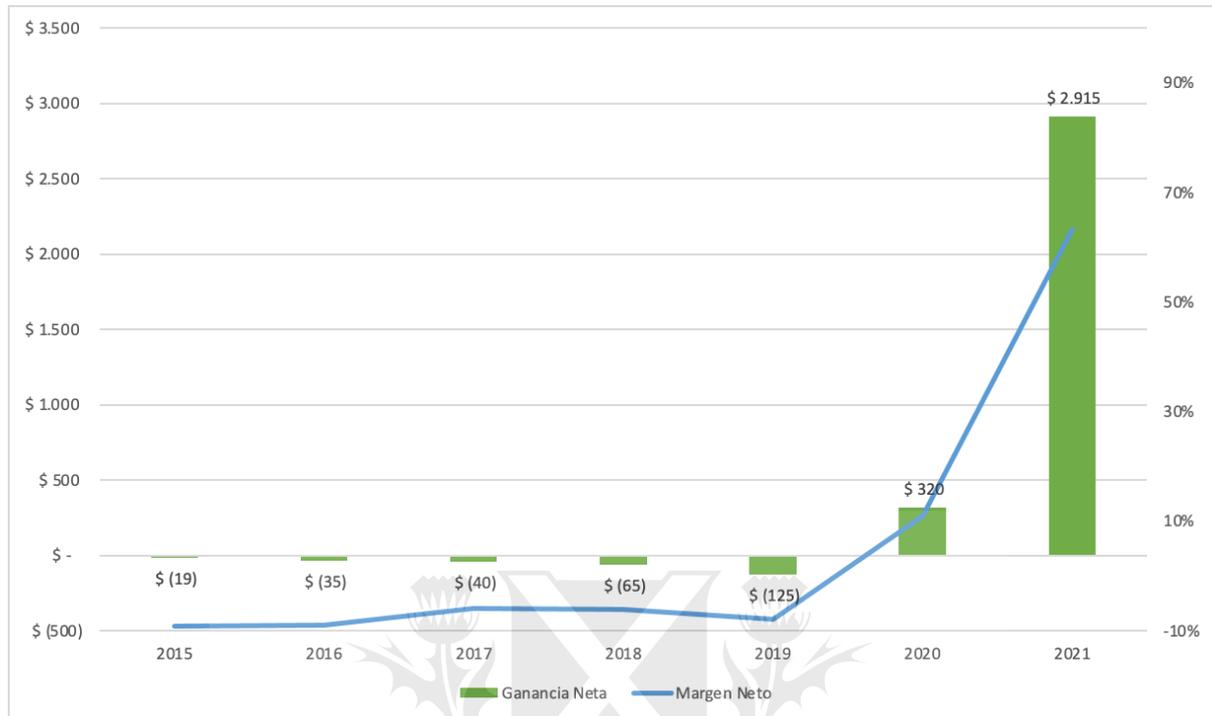
Fuente: *Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021*

5.3 Ganancia Neta

La ganancia neta muestra el resultado final de la firma (pérdida o ganancia) una vez depurado todos los gastos e incluido todos los ingresos. Este indicador sigue la línea que veníamos comentando sobre la Ganancia Operativa, del 2015 al 2019 la firma mostraba pérdidas en sus estados de resultados y es recién en los últimos dos años bajo análisis que reporta ganancias. Es importante observar que las pérdidas no superaron nunca el 10% de las ventas.

Como se puede observar en el gráfico, para el 2020 la firma reportó un total de USD 320 millones de ganancias, mientras que para el 2021 reportó USD 2.915 millones. Esto significó un crecimiento del 812% en un año y un margen neto del 63% sobre las ventas para el año 2021.

Gráfico 31 - Evolución de la Ganancia Neta y Margen Neto en millones de USD (2015-2021)

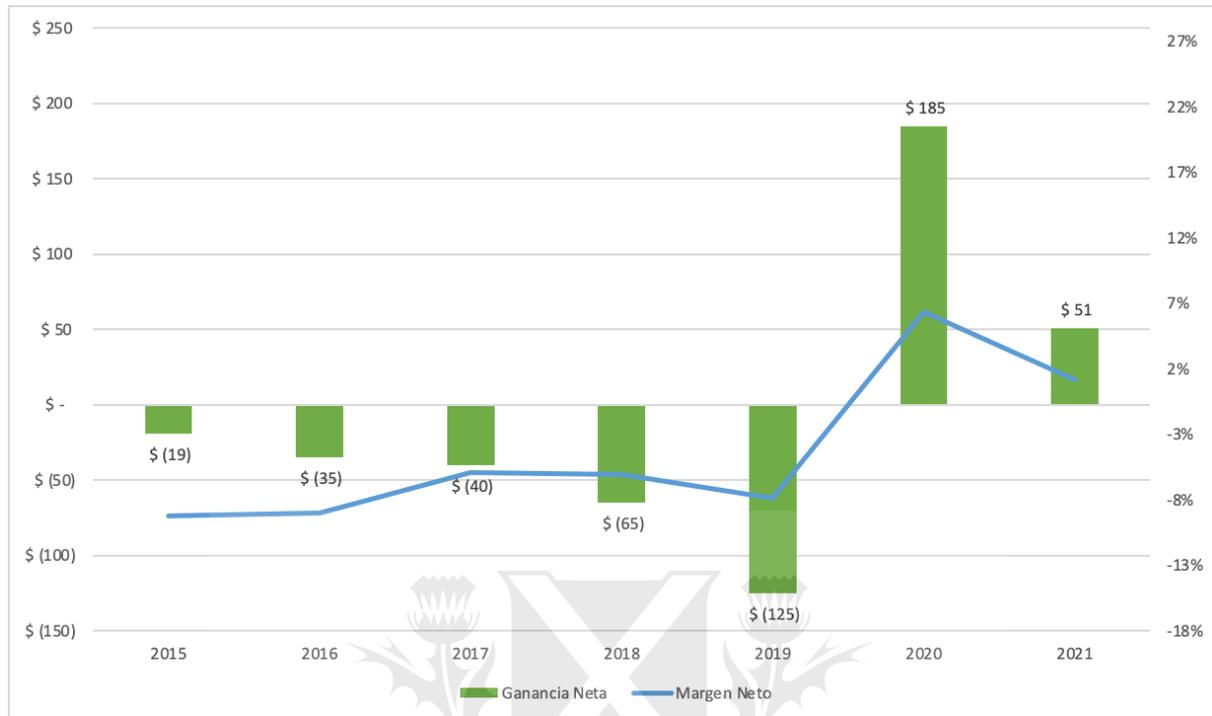


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021

Es importante aclarar que, durante el 2021 Shopify tuvo un ingreso extraordinario por USD 2.860 millones lo que genera un enorme incremento en la ganancia neta de la firma. Este ingreso corresponde a que en noviembre del 2021 venden Flow Commerce a Global-e quedando así el ingreso neto un tanto desdibujado por la venta de esta compañía. En noviembre de 2021, la Compañía recibió una inversión en una empresa privada, Flow Commerce, Inc., como ingreso no en efectivo por contraprestación, como resultado de los servicios que se prestarán en conjunto con una asociación estratégica. En enero de 2022, Flow Commerce, Inc. fue adquirida por Global-E, que es otro socio estratégico de la Compañía. La transacción entre Global-E y Flow Commerce, Inc. resultó en una ganancia realizada para la empresa.

Consideramos que para un mejor análisis, sería acertado sustraer este ingreso extraordinario para así tener un indicador más real del crecimiento en la ganancia neta de la firma.

Gráfico 32 - Evolución de la Ganancia Neta y Margen Neto ajustado en millones de USD (2015-2021)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021

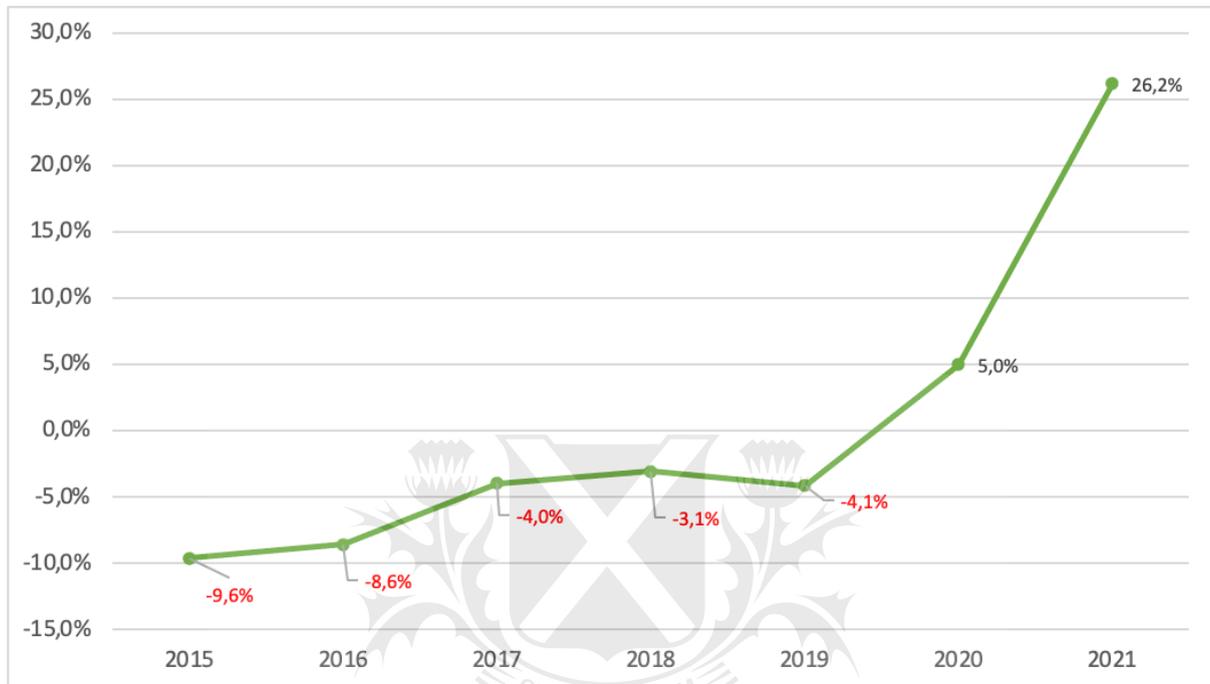
Observamos que ajustando la ganancia neta de la firma el 2021 termina con un valor menor al 2020, pasando de USD 185 millones a USD 51 millones. Luego de los 5 años en negativo Shopify logra tener utilidad neta superior a cero, pero estos siguen siendo aún en niveles muy bajos. En porcentaje sobre ventas ganancia neta del 2020 representan un 6% mientras que los del 2021 apenas un 1%.

5.4 ROE (Beneficio Neto/Patrimonio Neto)

El ROE o rendimiento sobre capital propio es una medida de cuánto está generando la compañía con su patrimonio neto. El ROE es un ratio de rentabilidad que se mide como el resultado neto del ejercicio sobre el patrimonio neto contable. En el caso de Shopify, este se ha ido mejorando en los últimos años llegando al 2021 con su mayor valor y alcanzando valores positivos recién en el 2020. En los años previos al 2020 el ratio mostraba valores negativos generados principalmente por los retornos negativos que tuvo la firma. Para los años 2015 y 2016 el ratio se encontraba en valores cercanos a -10 puntos. Luego para 2017, 2018 y 2019 valores cercanos a -5

puntos y es recién en 2020 cuando el ratio rompe el cero llegando a un valor de 5. Por último, en 2021 su valor alcanzó los 26 puntos, causado principalmente por el alto resultado neto del ejercicio.

Gráfico 33 - Evolución de la tasa de rendimiento ROE de Shopify (2015-2021)

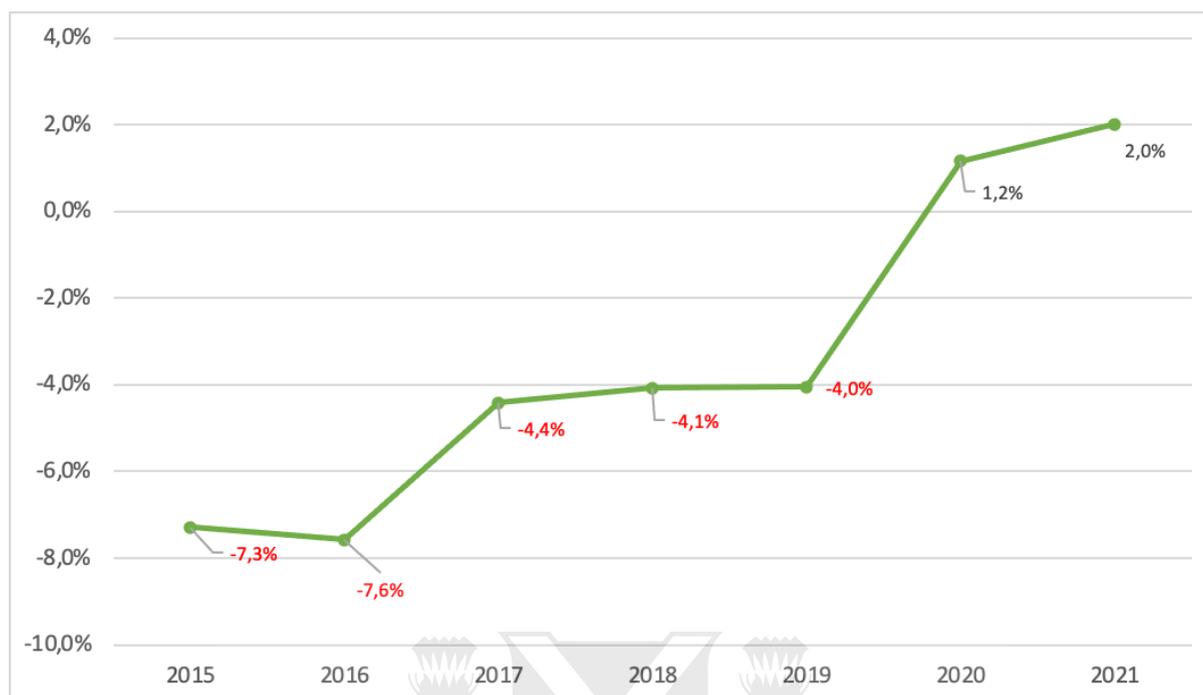


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021

5.5 ROA (EBIT/Activos Totales)

A diferencia del ROE que media el retorno sobre el capital propio, el ROA lo hace sobre los activos totales. Este indicador nos permite ver que rentabilidad genera la compañía con sus activos totales y se calcula utilizando el EBIT. El comportamiento de este indicador para el periodo bajo análisis es muy similar al del ROE durante los primeros años, la razón por la cual estos fueron negativos es también que tanto el resultado neto de la firma como el EBIT para esos años fue negativo. El valor máximo lo alcanza en el 2021 con un total de 2 puntos mientras que para 2020 el valor también había sido positivo pero un tanto menor con un valor de 1,2 puntos.

Gráfico 33 - Evolución de la tasa de rendimiento ROA de Shopify (2015-2021)



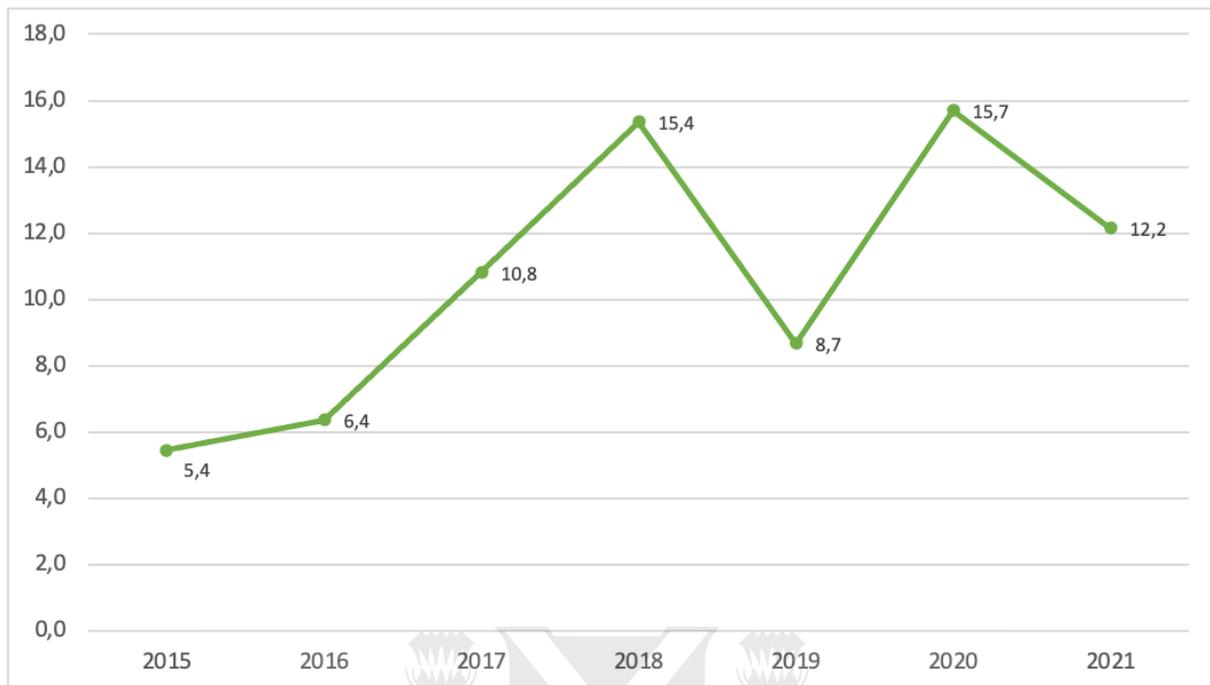
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021

Indicadores de gestión financiera

5.6 Ratio de liquidez corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)

Como bien indica su nombre, el ratio de liquidez corriente mide la liquidez de una empresa, es decir, su habilidad para hacer frente a sus obligaciones financieras en el corto plazo. Su cálculo se da por la división del activo corriente sobre el pasivo corriente y arroja como resultado cuanto activo hay disponible para cada pasivo que tiene la firma. En el gráfico a continuación se puede observar la fuerte liquidez con la que cuenta Shopify, el ratio muestra valores superiores a 5 para todos los períodos bajo análisis e incluso superó los 15 puntos en el 2018 y 2020. Para el último cierre de ejercicio el ratio de liquidez tuvo una leve baja de 15 a 12 puntos, siendo de todos modos un valor muy alto.

Gráfico 34 - Evolución del ratio de liquidez de Shopify (2015-2021)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021

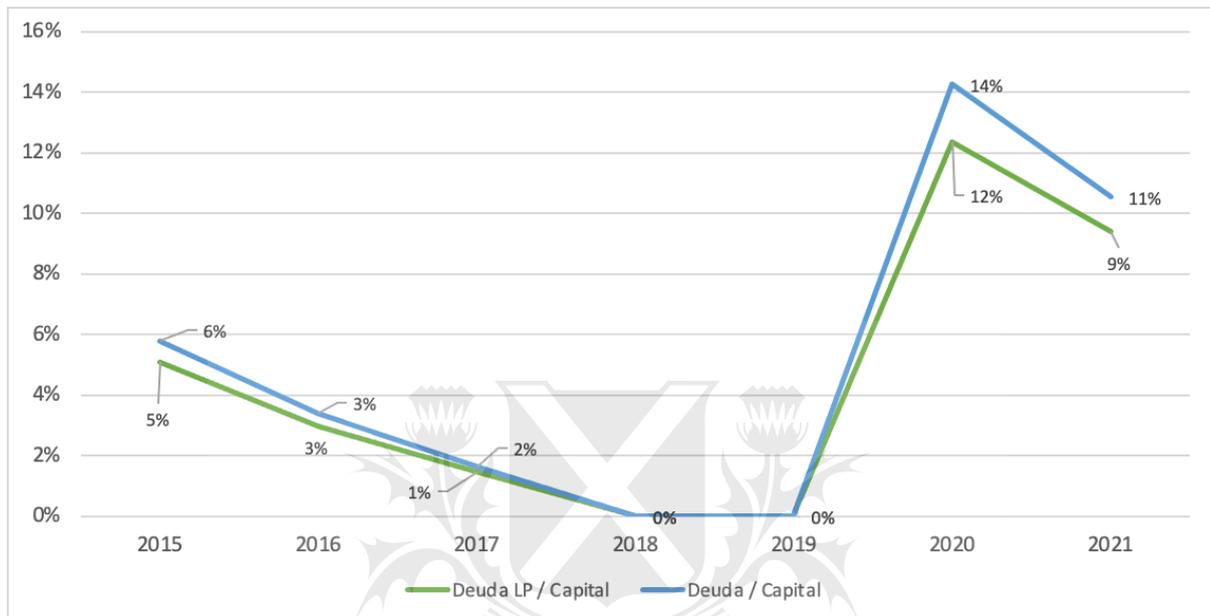
Analizando lo que fue el balance 2021, el activo corriente sumaba un total de USD 8.539 millones de los cuales USD 2.502 millones eran de caja. Solo con la caja la firma podía hacer frente al total de sus pasivos corrientes que sumaban un total de USD 703 millones. Dejando como saldo para el 2021 una posición neta de caja mayor a USD 1.000 millones. Esto demuestra un amplio margen de liquidez y la disponibilidad inmediata de cubrir las obligaciones con el activo líquido ya que se cubre el total de las obligaciones.

5.7 Ratio de solvencia

El ratio de deuda sobre capital (Deuda/Capital) es un ratio de solvencia que mide la proporción de la deuda total sobre el capital empleado por la compañía. El ratio de deuda sobre el capital nos permite saber la proporción de deuda que una compañía emplea para financiar su actividad en relación con el total del capital empleado. Como se puede observar en el gráfico los niveles de deuda tanto a corto como a largo plazo son muy bajos, todos los años se encuentran debajo del 15% de deuda sobre capital. Incluso para el 2018 y 2019 el ratio da cero ya que la firma no contaba con deuda.

Shopify emite poca deuda y además, una vez emitida, mantiene unos niveles de deuda mínimos, por tanto, la firma mantiene una elevada solvencia, al no registrar elevados volúmenes de deuda. Shopify apuesta por la financiación mediante la emisión de acciones, frente a la financiación mediante deuda.

Gráfico 35 - Evolución del ratio de solvencia de Shopify (2015-2021)



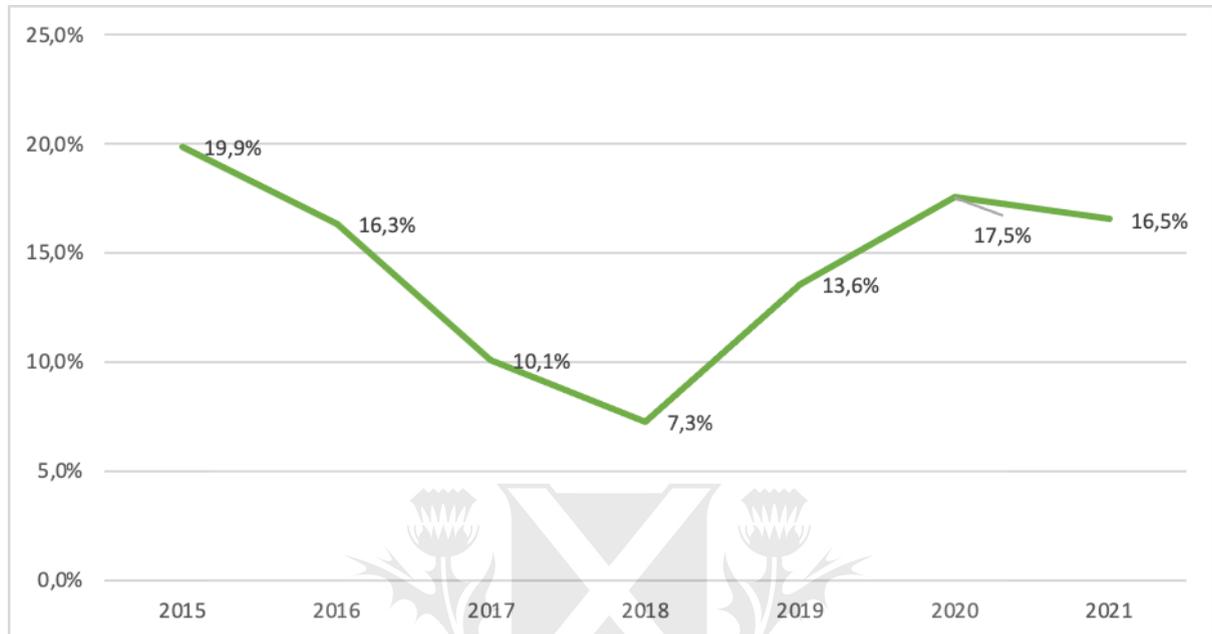
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021

En los últimos años la gran mayoría de las operaciones de Shopify fueron financiadas por financiamiento externo. Los incrementos de capital más recientes fueron:

- Febrero 2021: Emisión de 1,2 millones de acciones a un precio de USD 1.315 por acción. Ingresos brutos de USD 1,6 mil millones.
- Septiembre 2020: Emisión de 1,1 millones de acciones a un precio de USD 900 por acción y convertibles en senior notes en 2025. Ingresos brutos de USD 2 mil millones.
- Mayo 2020: Emisión de 2,1 millones de acciones a USD 700 por acción. Ingresos brutos de USD 1,5 mil millones.

Por último, mantiene el pasivo total muy por debajo del 60% respecto al activo total, siendo un indicador de solvencia a largo plazo.

Gráfico 36 - Evolución del pasivo total / activo total de Shopify (2015-2021)



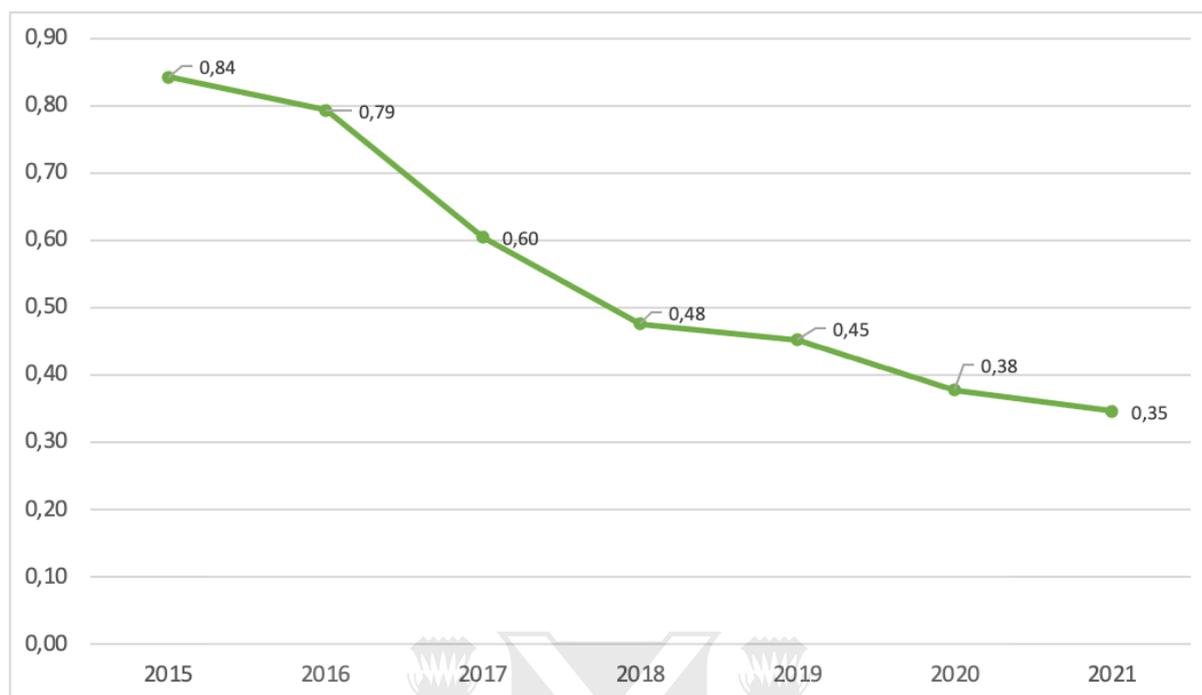
Fuente: *Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021*

5.8 Rotación de activos

La rotación de activos es una ratio que mide el nivel de eficiencia con la que una empresa utiliza sus activos para generar ventas. Indica cuántos USD de ventas genera una empresa por cada dólar que tiene invertido en activos. Cuanto mayor es el ratio se entiende que la empresa es más eficiente a la hora de generar ventas a partir de sus activos.

En el caso de Shopify este ratio fue decayendo con el correr de los años. Para el 2015 se encontraba en 0,8 mientras que en 2021 cayó a niveles de 0,3. Esto se debe a que por más que las ventas fueron creciendo con el correr del tiempo (tal cual analizamos en párrafos anteriores), el activo también creció y lo hizo en mayor medida. Esto genera entonces que el ratio ventas totales / activos totales sea cada vez menor.

Gráfico 37 - Evolución del ratio de solvencia de Shopify (2015-2021)



Fuente: *Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2015-2021*

5.9 Indicador de gestión - MRR

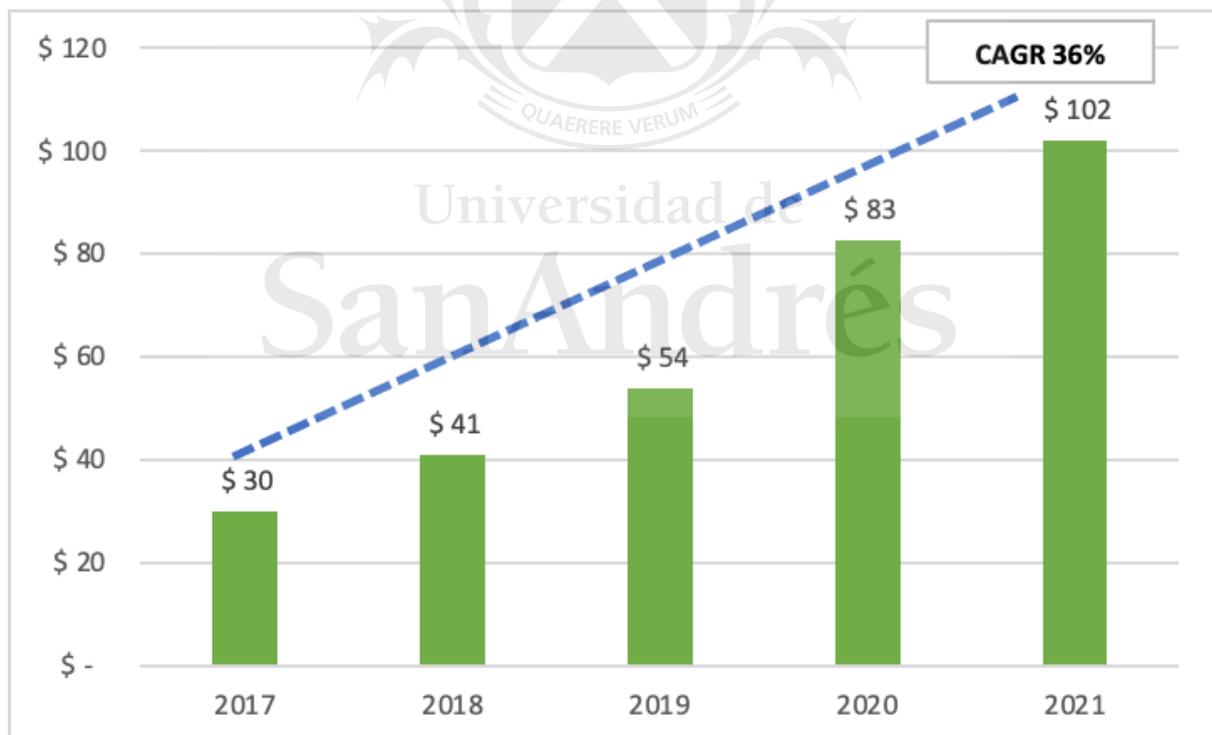
La compañía calcula las ventas mensuales recurrentes MRR (Monthly Recurring Revenue) al final de cada período multiplicando la cantidad de comerciantes que tienen planes de suscripción en la fecha de finalización del período por el promedio del plan de suscripción mensual. Esto excluye las tarifas variables de la plataforma y también los comerciantes en pruebas gratuitas durante la duración de esa prueba.

El MRR permite promediar los diversos planes de precios y períodos de facturación que tiene la firma en un único y consistente número que se puede rastrear a lo largo del tiempo. También se analizan los factores que componen el MRR, específicamente la cantidad de comerciantes que pagan la plataforma y los cambios en el ingreso promedio obtenido de las tarifas del plan de suscripción por comerciante que paga. Además, se utiliza el MRR para pronosticar suscripciones mensuales, trimestrales y anuales.

En 2021 las ventas mensuales recurrentes fueron de USD 102 millones mientras que en 2020 habían sido de USD 83 millones. Esto significó un crecimiento del 23,5% de un año a otro. De todas maneras, el mayor crecimiento de los últimos 5 años se dio del 2019 a 2020 creciendo un 53%. El crecimiento del 2020 fue principalmente impulsado por un incremento en la base de comerciantes gracias a su oferta de prueba gratuita extendida durante los primeros días de la pandemia. Esta oferta duró del 21 de marzo al 31 de mayo del 2020, fueron más de 2 meses de prueba gratuita. Estos comerciantes se mantuvieron en la plataforma transformándose en comerciantes pagos para fin de año.

En el siguiente gráfico se podrá apreciar la evolución de las ventas mensuales recurrentes que antes mencionamos y su CAGR para el periodo que fue del 36%.

Gráfico 38 - Evolución de las ventas mensuales recurrentes históricas de Shopify en millones de USD (2017 - 2021).



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021

5.10 Comparación con empresas del rubro

En las tablas a continuación podemos ver una comparación de ratios del último ejercicio de Shopify (2021) contra sus principales competidores. En primer lugar, se hace una comparación de los ratios de rentabilidad (CAGR Ventas, Margen Bruto, Margen Operativo y ROE) y en segundo lugar se miden ratios crediticios y de deuda (Liquidez y Deuda LP / Capital).

Para el CAGR sobre ventas, todas las empresas bajo análisis tuvieron un crecimiento mayor al 20% en los últimos años lo que demuestra las altas tasas de crecimiento del sector. Shopify se ubica como la firma con mayor CAGR sobre ventas de las analizadas con un 62% seguida por Big Commerce con un 34% casi la mitad del CAGR de Shopify.

En lo que respecta al Margen Bruto se puede ver que están alineadas, todas las compañías bajo análisis muestran este ratio superior al 50% e incluso Big Commerce y Square Space valores cercanos al 80%, siendo Shopify la empresa del rubro con menor Margen Bruto de las analizadas. Para el Margen Operativo la única que muestra un ratio positivo es Shopify ya que las otras 3 empresas bajo análisis tuvieron utilidad operativa negativa. Lo mismo sucede con el ROE, al tener resultados netos negativos, Wix y Big Commerce tienen un ROE negativo.

Analizando ahora el comportamiento de los ratios crediticios, se puede ver que Shopify es el que tiene mayor ratio de liquidez con 12 puntos seguido por Big Commerce con 7. Square Space es la empresa con mayor apalancamiento ya que cuenta con un ratio de liquidez menor a uno y su proporción deuda sobre capital es la mayor de las cuatro.

Tabla 2 - Indicadores de rentabilidad y crediticios de Shopify vs pares del mercado

Empresa	Ratios de rentabilidad			Ratios crediticios		
	CAGR Ventas (2017 - 2021)	Margen Bruto	Margen Operativo	ROE	Liquidez	Deuda LP / Capital
Shopify	62%	53%	9%	26%	12,15	0,09
Wix	31%	61%	-26%	-80%	1,79	0,86
Big Commerce	34%	78%	-35%	-55%	7,24	0,71
Square Space	27%	83%	-31%	-	0,93	1,03

Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de Shopify, Wix, Big Commerce y Square Space.

Analizando ahora el comportamiento de los ratios crediticios, se puede ver que Shopify es el que tiene mayor ratio de liquidez con 12 puntos seguido por Big Commerce con 7. Square Space es la empresa con mayor apalancamiento ya que cuenta con un ratio de liquidez menor a uno y su proporción deuda sobre capital es la mayor de las cuatro.



6. Valuación

Tal como fue mencionado en el resumen ejecutivo el objetivo de este trabajo es realizar una valuación del capital accionario de Shopify Inc. Uno de los métodos que se desarrollará para lograr este objetivo es el de Flujo de Fondos Descontado (DCF) el cual es uno de los más utilizados para realizar valuaciones de firmas y/o proyectos de inversión. Para esto se utilizará la información publicada por la compañía, comunicados de prensa, publicación de resultados y conferencias a accionistas. Dentro del análisis se incluirán datos históricos hasta el año 2021 inclusive, correspondiente al último cierre de ejercicio de la firma.

6.1 Metodología Flujos de Fondos Descontados

Flujo de Fondos Descontados (DCF - por sus siglas en inglés Discounted Cash Flow Model) es un método de valuación que supone que el valor de una empresa equivale al valor presente del flujo futuro de fondos que la empresa espera generar, descontado a una tasa que refleja el costo de financiamiento de esta.

Esta metodología se puede aplicar de diferentes maneras. En un caso se podrían proyectar los flujos de fondos libres al equity (FCFE - Free Cash Flow for the Equity) para luego descontarlos por el costo asociado a dicha fuente de capital (costo del equity). Por otro lado, se puede optar por proyectar los flujos de fondos libres a la firma (FCFF - Free Cash Flow for the Firm), descontarlos al costo medio ponderado del capital (WACC - Weighted Average Cost of Capital) y así encontrar el valor de la firma. Posteriormente se debe deducir del resultado hallado, el valor de la deuda neta de caja y así determinar el valor del capital accionario resultante.

A los fines de este trabajo de valuación, se utilizará el flujo de fondos disponibles para la firma. El FCFF, o flujo de fondos disponibles, es aquel que ha generado la empresa y que se encuentra "libre" para ser distribuido entre los inversores, entendiéndose como tales a los accionistas y a los acreedores. Para llegar a estos flujos "libres" se calcula el flujo de caja de la firma luego del pago de impuestos, gastos operativos y necesidades de reinversión, pero antes del pago de gastos de índole financiera, como el pago de intereses.

Este modelo es más apropiado para obtener una valuación en términos absolutos, ayuda a entender las características subyacentes de la compañía y su historia, y permite identificar cuáles son los drivers de la empresa. Como contrapartida, en comparación con otros métodos de valuación, requiere estimar muchas variables, es muy sensible a pequeñas variaciones y asume que la estructura de capital se va a mantener en el tiempo.

Si bien el modelo de valuación arroja como resultado un único valor para la compañía, los analistas suelen proyectar diferentes escenarios: base, optimista y pesimista, para poder determinar un rango de valuación, que permita eliminar sesgos propios del analista. En este trabajo llevaremos a cabo la proyección de tres escenarios diferentes con el objetivo de determinar un rango de variación de la compañía.

6.2 Proyección de ventas

Se proyectan las ventas de la firma para los próximos 12 años (2022 a 2033). Esta proyección se realizó por unidad de negocios (Subscription Solutions y Merchant Solutions) tal cual la firma presenta sus estados financieros. Como bien analizamos a lo largo de todo el trabajo final, las tasas de crecimiento de los últimos años de las dos unidades de negocio fueron distintas. Las estimaciones seguirán el mismo sendero, teniendo Merchant Solutions un crecimiento mayor en las ventas que Subscription Solutions. Viendo así el ingreso total por ventas como la suma de ambas unidades de negocio con sus respectivos crecimientos.

El incremento en las ventas de la firma se puede dar por varias razones:

- Crecimiento en la base de comerciantes: la firma tiene una gran oportunidad para aumentar el tamaño de la base de clientes. Esto se lograría principalmente inspirando el espíritu empresarial a través de programas de marketing con un enfoque dedicado en la comercialización de productos. También se seguirá invirtiendo en nuevas funcionalidades para impulsar la adopción de Shopify por comerciantes de todo el mundo.

Si bien Shopify plantea que es importante establecer relaciones a principios del ciclo de vida comercial y crecer junto con los comerciantes, también se presentan oportunidades con empresas más grandes que buscan una mejor y más rápida experiencia de comercialización. Las grandes empresas deben innovar para satisfacer las demandas de los compradores que están en constante evolución. Motivo por el cual la firma viene invirtiendo y planea seguir haciéndolo en esfuerzos de ventas directas centradas principalmente en adquirir comerciantes más grandes.

- Crecimiento en los ingresos por cliente: como ya mencionamos en otras oportunidades, los objetivos de Shopify están estrechamente alineados con los objetivos de sus comerciantes. Cuanto más vende un comerciante utilizando la plataforma, es más probable que permanezcan en Shopify más tiempo. También se generan más ingresos a medida que procesan más transacciones, planes de actualización, venta a través de nuevos canales de venta, envío de más productos y uso de soluciones adicionales.

Shopify intenta seguir mejorando su plataforma para ayudar a sus comerciantes a vender más, para esto se utilizarán las iniciativas como Shopify blogs, su comunidad digital, la plataforma de capacitación comercial en línea, Shopify Learn, eventos y reuniones globales. Sumado a eso se llevarán adelante iniciativas exclusivas de aprendizaje y compromiso para educar a los comerciantes sobre cómo pueden tener aún más éxito con Shopify. Los asesores de soporte de Shopify, disponibles las 24 horas del día, los 7 días de la semana, también pueden presentarles a los comerciantes las características de la plataforma.

Por último, se invertirán en esfuerzos comerciales para ayudar a los comerciantes a encontrar más valor en Shopify educándolos acerca de cómo las soluciones de la empresa pueden ayudarlos a continuar con el crecimiento de sus negocios.

- Innovación y expansión de la plataforma: la plataforma está diseñada para apoyar la innovación, la tecnología y los rápidos cambios en el comercio. Durante la última década se ha ampliado constantemente la funcionalidad de la plataforma. Además, al conjunto de soluciones comerciales que Shopify ha

agregado a lo largo del tiempo, se están mejorando continuamente las tecnologías, herramientas, e infraestructura para que los comerciantes no solo puedan seguir el rápido ritmo de los cambios en el comercio, sino también estar entre los primeros en adoptar la innovación comercial.

- Crecimiento y desarrollo del ecosistema: recordamos que una de las ventajas competitivas de Shopify era su rico ecosistema de terceros que incluye desarrolladores de aplicaciones, diseñadores y otros socios que refuerzan la funcionalidad de la plataforma. En 2021, se modificaron los términos y condiciones con los terceros volviéndose más favorables para los socios desarrolladores de aplicaciones. Se redujo la participación en los ingresos del primer millón de USD de ganancias en un año calendario a USD 0 y reteniendo el 15% de los ingresos subsiguientes. Estos términos competitivos aumentan el atractivo de Shopify como plataforma sobre la cual construir y permitir que los socios reinviertan en su propio crecimiento e innovación.

También se organizó una reunión anual conocida como Shopify Unite, para demostrarle a los socios las oportunidades que existen al colaborar en la construcción del futuro comercio tecnológico. Hacer crecer el ecosistema hace que la plataforma de Shopify sea más atractiva y sólida lo que amplía aún más la base de comerciantes y, a su vez, impulsa un crecimiento adicional del ecosistema.

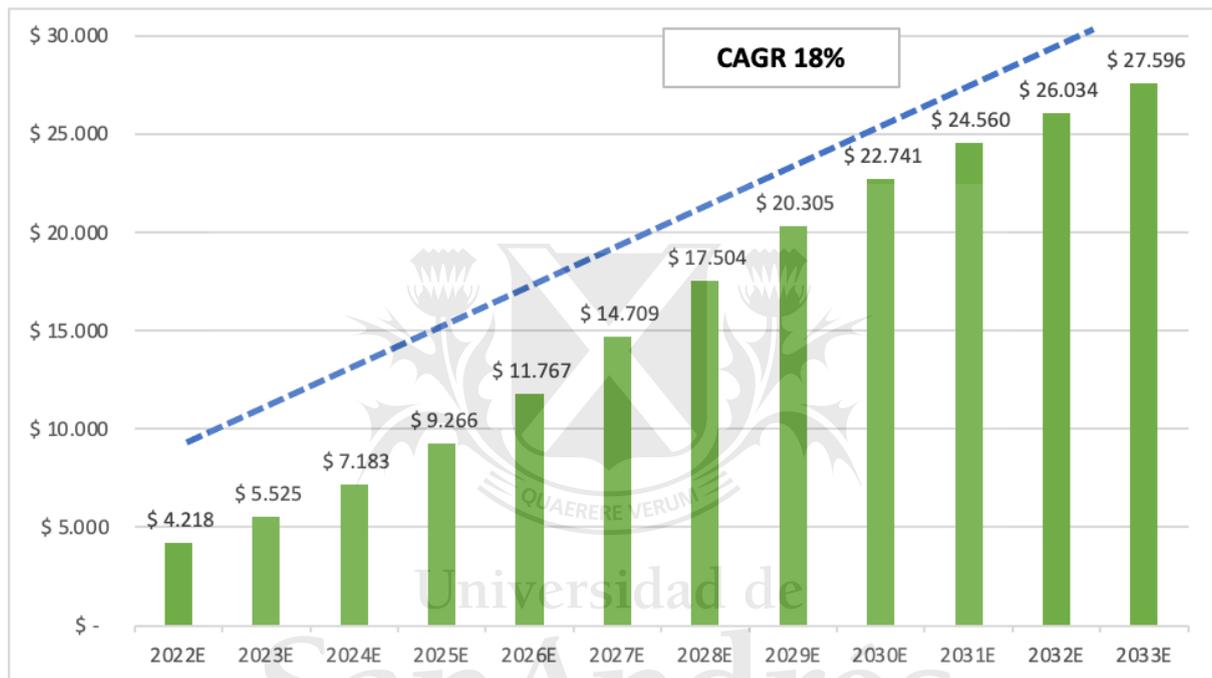
- Construir para el largo plazo: Shopify tiene una cultura de iteración y experimentación con un enfoque en maximizar el valor a largo plazo, y muchas de sus inversiones se realizan pensando en lo que creen que los comerciantes necesitarán dentro de varios años. Estas iniciativas a más largo plazo incluyen la localización de la plataforma para la expansión internacional, la promoción de la marca, la expansión de los servicios existentes, la introducción de nuevas soluciones y la celebración de asociaciones y adquisiciones estratégicas.

En lo que respecta a las proyecciones de la compañía, para 2022 las expectativas contemplan que puedan experimentar un crecimiento más normalizado en el volumen bruto de mercancías (GMV) frente a un entorno macro más medido en

relación con lo que fue el 2021, pero también espera que los cambios de comportamiento adoptados por comerciantes y consumidores que fueron impulsados por COVID-19 continúen ampliando las perspectivas para el emprendimiento y el comercio digital.

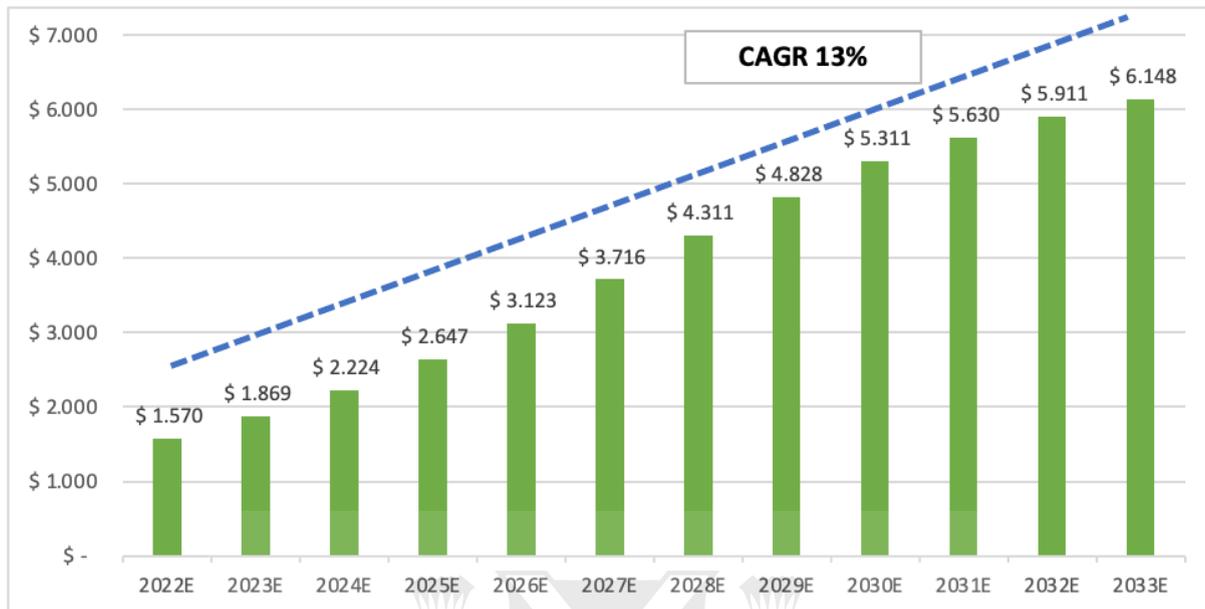
Las proyecciones de ventas se encuentran resumidas en los siguientes gráficos:

Gráfico 39 - Proyección de ventas Merchant Solutions en millones de USD (2022 - 2033) - Escenario Base.



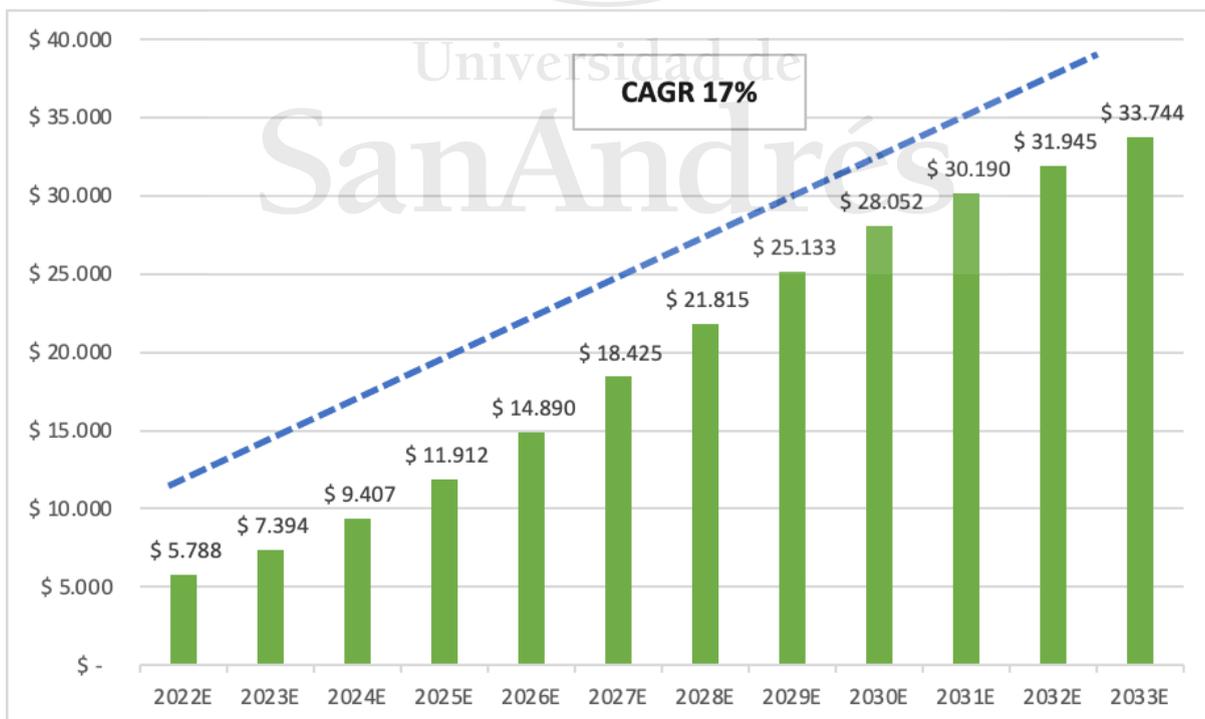
Fuente: elaboración propia en base a estimaciones de la industria

Gráfico 40 - Proyección de ventas Subscription Solutions en millones de USD (2022 - 2033) - Escenario Base.



Fuente: elaboración propia en base a estimaciones de la industria

Gráfico 41 - Proyección de ventas totales en millones de USD (2022 - 2033) - Escenario Base



Fuente: elaboración propia en base a estimaciones de la industria

Como ya se mencionó anteriormente, las tasas de crecimiento difieren según la unidad de negocio. Por el lado de Merchant Solutions se espera una desaceleración en el crecimiento de las ventas, recordamos que durante el 2020 y 2021 las empresas de e-commerce crecieron a tasas altísimas principalmente impulsadas por la pandemia del COVID-19 creciendo en un año lo que normalmente lleva cinco. Razón por la cual a pesar del crecimiento de 116% en 2020 y 62% en 2021, para el 2022 se espera un crecimiento del 29% en las ventas ya que es insostenible crecer al ritmo que lo venía haciendo. Luego para el 2023 y 2024 un crecimiento mayor aún con tasas del 31% y 30% respectivamente. Luego se va a ir desacelerando el crecimiento a una tasa del 6% en los últimos dos años de la estimación. Finalmente, el CAGR para el periodo se estima en un 18,6%. Recordamos que el principal ingreso de las Merchant Solutions es el procesamiento de pagos digitales, industria que se espera que crezca a un CAGR del 20% para el 2030.

El crecimiento de las ventas en Merchant Solutions se verá apalancado en la expansión global, puntualmente en China donde la digitalización de los pagos y la desaparición del efectivo se espera que sea más acelerada que el resto de las regiones. Como vimos en la sección de industria y competencia la evolución de los pagos o transacciones sin efectivo se espera que crezca a una tasa CAGR del 14% en la región Asia pacífico.

En cuanto a Subscriptions Solutions, al igual que con Merchant Solutions los últimos años mostraron un crecimiento en las ventas muy alto el cual consideramos que es insostenible para los próximos años. Frente a la estimación de que el crecimiento del GMV se "normalice", las ventas de Subscription Solutions seguirán el mismo sendero. Por lo tanto, la tasa de crecimiento esperada en ventas para el 2022 es de 17% manteniendo un crecimiento cercano a esos valores durante los primeros años y desacelerando para el final del periodo proyectado. Se proyectan crecimientos del 5% y 4% para los años 2032 y 2033 respectivamente. El CAGR para todo el período proyectado es del 13,2%. Los crecimientos mencionados están alineados con el crecimiento esperado para la industria de e-commerce, el cual se espera un CAGR del 15% para el periodo 2022-2030 y es a esa misma tasa que la industria espera que crezca para el periodo 2017-2026.

Finalmente, las ventas totales que se componen de las ventas de Merchant Solutions más las ventas de Subscription Solutions tienen un CAGR del 17,3% para el periodo proyectado en esta valuación.

6.3 Proyección de márgenes

Gastos Operativos

La firma desglosa los gastos operativos en tres categorías, Marketing y Ventas, Investigación y Desarrollo y Generales y Administrativos. Estos se han mantenido relativamente estables con respecto a las ventas en el periodo 2017 - 2021. Por este motivo, se toma la premisa de utilizar el promedio de estos años y proyectarlo para los primeros años.

Tabla 3 - Gastos Operativos sobre ventas totales.

Año	Marketing y Ventas	Investigación y Desarrollo	Generales y Administrativos
2017	34%	20%	10%
2018	33%	21%	10%
2019	30%	22%	11%
2020	21%	19%	8%
2021	20%	19%	8%
Promedio	27%	20%	10%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021

Las expectativas de la firma sobre los gastos de ventas y marketing es que aumentarán en USD absolutos, pero disminuirán como porcentaje de las ventas totales con el tiempo. Lo mismo se espera para los gastos de investigación y desarrollo, estos aumentarán en USD absolutos a medida que se continúe aumentando la funcionalidad de la plataforma, pero disminuirán como porcentaje de las ventas totales con el tiempo. Por último para los gastos generales y administrativos se espera también que estos aumenten con el tiempo en USD absolutos, pero pueden disminuir como porcentaje de las ventas totales a medida

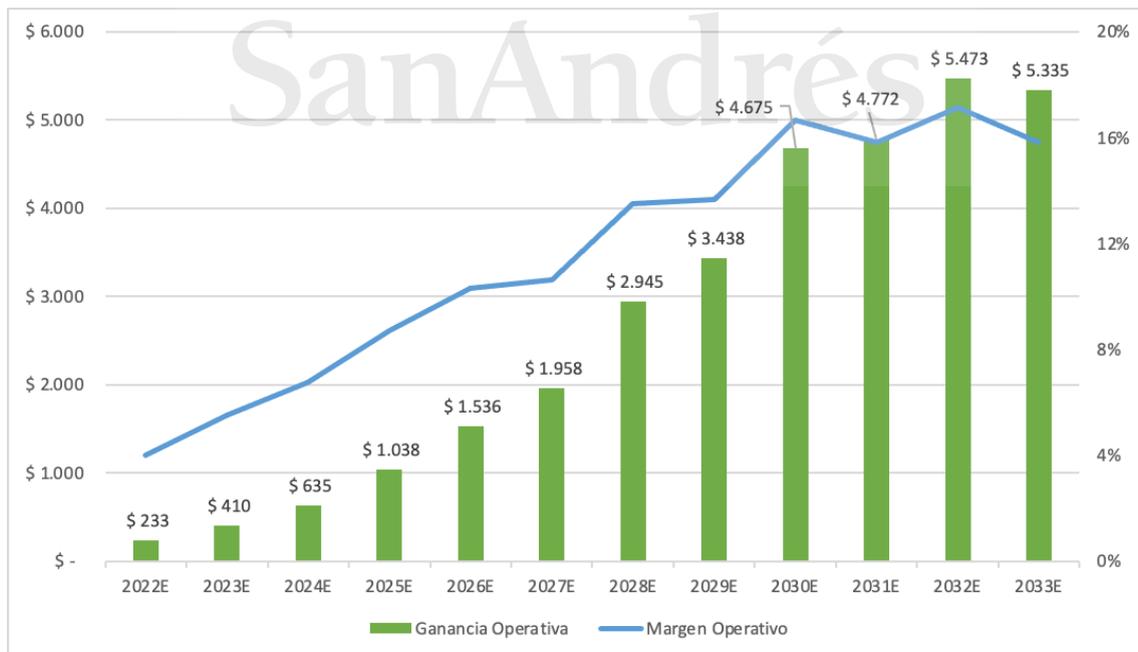
que se ponga el foco en procesos, sistemas y controles que permitan que las funciones de soporte interno se amplíen con el crecimiento del negocio.

Es por esto que como se mencionó anteriormente los primeros años de proyecciones se mantendrá el promedio de los últimos 5 años, mientras que más avanzadas las proyecciones el ratio de gastos operativos sobre ventas irá disminuyendo progresivamente incrementando de esta manera el margen operativo.

Margen Operativo

A continuación se puede observar la evolución del margen operativo EBIT y su porcentaje sobre el total de ventas. El margen EBIT irá creciendo durante los primeros años de la proyección hasta estabilizarse aproximadamente en un 15% sobre ventas a partir del año 2028. El aumento en el margen EBIT será generado principalmente por la disminución en los gastos operativos como ratio sobre ventas tal como se mencionó en los párrafos anteriores.

Gráfico 42 - Proyección de ganancia operativa en millones de USD y margen operativo EBIT (2022-2033) - Escenario Base



Fuente: elaboración propia.

6.4 Amortizaciones, depreciaciones y CAPEX

Las depreciaciones representan la pérdida de valor de los activos fijos (plantas, propiedades y equipos) debido al uso, antigüedad, obsolescencia a lo largo de su vida útil contable. En Shopify los PPE se componen principalmente de equipos de computación, mobiliario y equipo, robots y equipamiento del centro de distribución. Por su parte, las amortizaciones representan la pérdida de valor de los activos intangibles con el paso del tiempo. En Shopify los activos intangibles se componen de tecnología adquirida, desarrollo de software, compra de software, relaciones adquiridas con clientes y otros activos intangibles. Su consideración para la proyección de los flujos adquiere relevancia debido a que permite deducir impuestos. De esta manera, disminuye la presión fiscal sobre la empresa.

Para estimar la tasa de amortizaciones y depreciaciones utilizadas para el cálculo del flujo de fondos libres de la compañía, se utilizó un promedio de los últimos 5 años. Tal como se observa en las tablas a continuación, la tasa promedio de depreciación fue del 17% del PPE bruto. Por el lado de la amortización el promedio de los últimos 5 años es del 16% correspondiendo este porcentaje al parámetro que se utiliza para calcular las amortizaciones en base a los activos intangibles estimados durante el periodo de proyección.

Tabla 4 - Evolución de las depreciaciones en millones de USD y porcentual.

<i>en millones de USD</i>	2017	2018	2019	2020	2021
PPE Bruto	\$ 85,4	\$ 91,8	\$ 157,7	\$ 191,7	\$ 232,9
Depreciación	\$ 16,6	\$ 16,9	\$ 16,8	\$ 38,2	\$ 41,8
Tasa de depreciación	19%	18%	11%	20%	18%
Promedio	17%				

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021

Tabla 5 - Evolución de las amortizaciones en millones de USD y porcentual.

<i>en millones de USD</i>	2017	2018	2019	2020	2021
Intangibles Bruto	\$ 29,6	\$ 48,6	\$ 208,7	\$ 209,0	\$ 235,2
Amortización	\$ 6,8	\$ 10,1	\$ 18,9	\$ 31,9	\$ 24,5
Tasa de amortización	23%	21%	9%	15%	10%
Promedio	16%				

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2017-2021

Para estimar la inversión en activos (o CAPEX) se tuvieron en cuenta tanto los activos ligados al rubro propiedad, planta y equipo como los activos intangibles. En el primer caso, se trata de inversiones en herramientas informáticas, mobiliario y oficinas. Por otro lado, la inversión en activos intangibles hace referencia principalmente al software de uso interno y al desarrollo de las plataformas de la compañía. A priori se supuso que estas inversiones deberían ir en línea con el crecimiento de las ventas, dado que ambos conceptos son necesarios para mantener el devenir del negocio. El promedio de los últimos años fue de aproximadamente 2% sobre las ventas y ese es el ratio que se utilizará para las estimaciones.

6.5 Capital de trabajo

Para el cálculo del capital de trabajo se deben tener en cuenta los inventarios, a eso sumarle las cuentas a pagar y restarle los proveedores. En nuestro caso no contamos con inventarios por lo que solo consideraremos las cuentas a cobrar menos los proveedores.

Tabla 6 - Evolución del capital de trabajo en millones de USD y porcentual.

<i>en millones de USD</i>	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas Totales	\$ 673	\$ 1.073	\$ 1.578	\$ 2.930	\$ 4.612
Cuentas a Cobrar	\$ 69	\$ 133	\$ 241	\$ 422	\$ 668
Proveedores	\$ (95)	\$ (139)	\$ (316)	\$ (438)	\$ (703)
Capital de trabajo	\$ (26)	\$ (5)	\$ (76)	\$ (17)	\$ (35)
Capital de trabajo / Ventas	-4%	-1%	-5%	-1%	-1%
Capital de trabajo / Ventas - Promedio					-2%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Shopify 2020-2021

6.6 Tasa Impositiva

La tasa impositiva a utilizar será del 25%. De los últimos cinco periodos Shopify arrojó pérdidas en tres de ellos y en los que tuvo ganancias tenía saldo a favor por los años en los que periodo. Esto hace imposible el cálculo de una tasa de impuesto a las ganancias implícita. La tasa utilizada será entonces la del impuesto a las ganancias de Canadá.

6.7 Tasa de descuento

El primer paso, a la hora de descontar los flujos, es seleccionar la tasa de descuento apropiada que incorpore tanto el valor tiempo del dinero como también el riesgo de invertir en el negocio. Esta tasa es uno de los elementos clave de la valuación, ya que pequeñas variaciones en la misma pueden resultar en grandes variaciones del valor del activo. Cuando hablamos de la tasa de descuento, es importante diferenciar el *costo de capital* (K_e) que consiste en la retribución esperada por los accionistas, del *costo de la deuda* (K_d) que consiste en la tasa de interés que los acreedores exigen. A la hora de descontar los fondos, vamos a trabajar con la tasa WACC (Weighted Average Cost of Capital) en la cual se debe realizar un promedio ponderado de los retornos requeridos por ambos inversores, tanto accionistas como acreedores financieros, según la participación relativa de cada fuente de financiamiento en la estructura de capital de la empresa.

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Donde:

Ke: Costo del Capital Accionario

Kd: Costo de la Deuda Financiera

E: Valor de mercado del Capital Accionario

D: Valor de mercado de la Deuda Financiera

t: Tasa de Impuesto a las Ganancias

Ke: Costo del Capital Accionario

Para calcular el costo de capital accionario como es habitual, utilizaremos el modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) cuya fórmula es la siguiente:

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

Donde:

Rf: Tasa libre de riesgo.

β : Beta de la acción.

ERP: Prima de riesgo mercado

Como se puede observar en la fórmula, este modelo sostiene que el costo del capital propio es igual al retorno de un activo libre de riesgo más un coeficiente beta, que representa el riesgo sistemático de la compañía, multiplicado por la prima de riesgo del mercado.

Tasa libre de riesgo

Es la tasa a la que un inversor podría colocar sus fondos, libre de riesgo de incobrabilidad. Técnicamente, esto es imposible ya que todos los activos tienen riesgo. En la práctica, esta tasa se asemeja a la de los bonos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos, ya que las probabilidades de default son prácticamente nulas.

La tasa más comúnmente utilizada en la valuación de empresas es la tasa de 10 años de bonos del tesoro de los Estados Unidos. Al 31 de diciembre de 2021 esta tasa era de 1,52%.

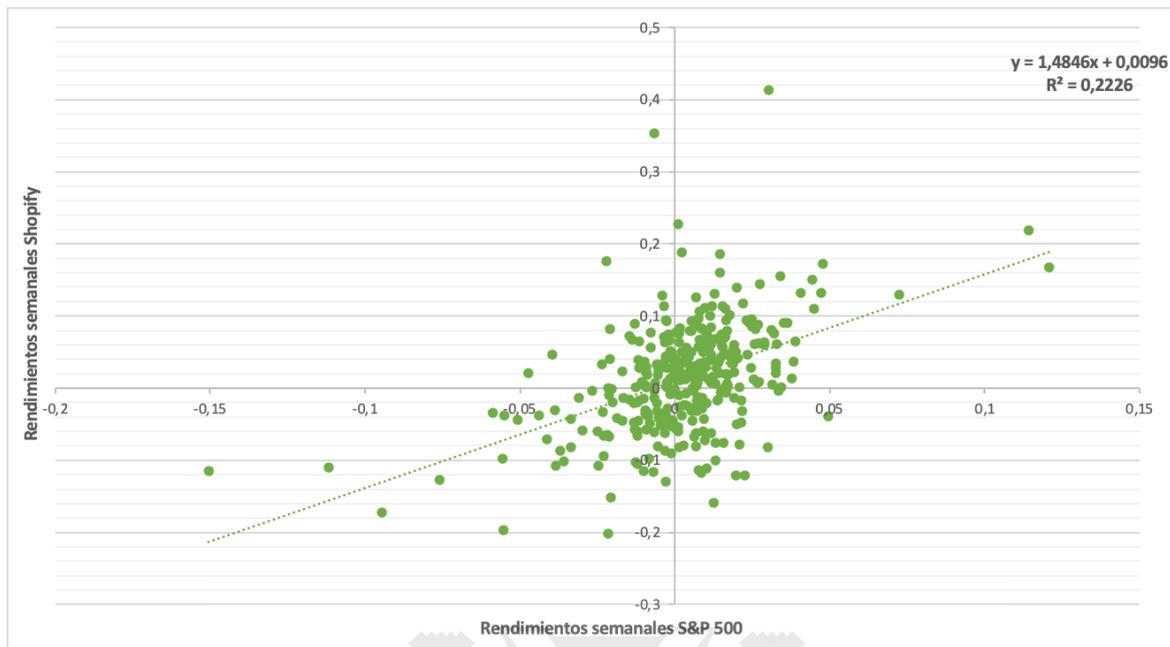
Beta de la acción

El Beta (β) de una acción es una medida de riesgo. Representa el riesgo adicional que una inversión aporta a un portfollio diversificado. Una beta igual a 1, indica que el precio de la acción de Shopify se mueve prácticamente igual que un portfollio de mercado diversificado. A mayor beta (β), mayor “riesgo sistemático” o “riesgo de mercado”, es decir, riesgo que no se puede eliminar. Como la beta se calcula contra un índice de referencia, la medida es un tanto subjetiva, y va a depender del índice que estemos utilizando, el período de tiempo que abarca el cálculo y la frecuencia de los retornos que se tome para realizar el cálculo.

En nuestro caso, utilizamos los retornos históricos semanales de la acción de Shopify comprendidos entre el 18 de mayo de 2015 y el 27 de diciembre de 2021. Con esta información se hizo una regresión de los retornos de Shopify contra los retornos de ese mismo periodo de un índice. El índice que utilizamos como referencia de mercado es el S&P 500. Este cálculo arrojó como resultado un beta de 1,48.

Universidad de
San Andrés

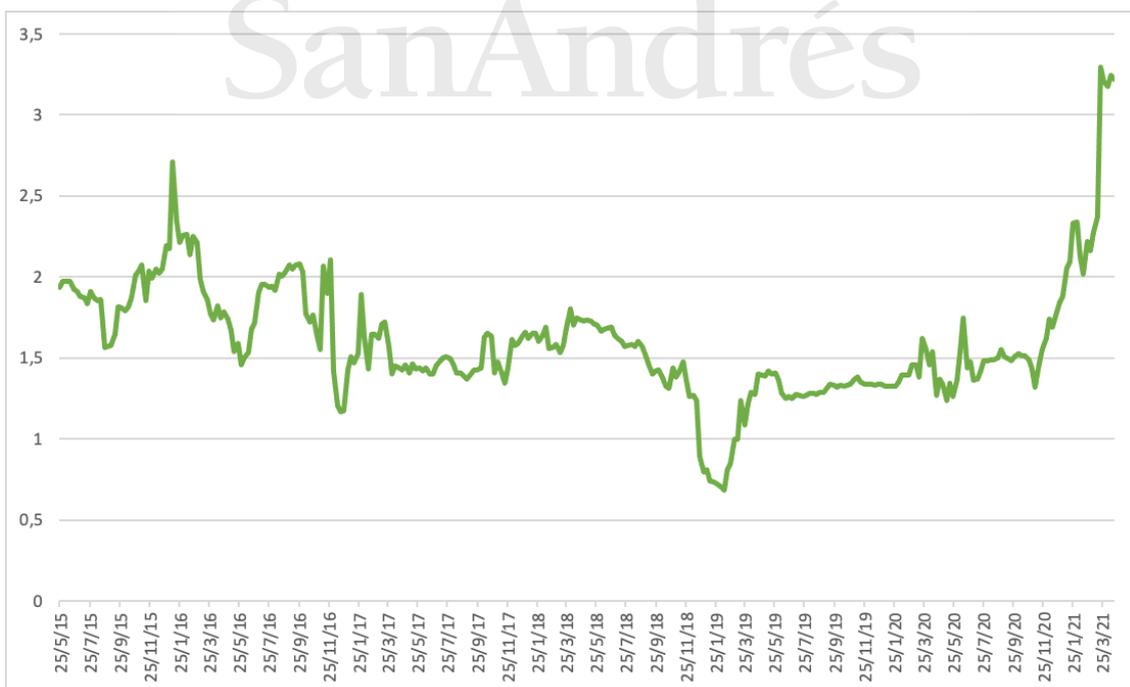
Gráfico 43 - Beta Shopify (Shop) - Retornos semanales Shopify vs S&P 500



Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

A continuación, se podrá apreciar también la evolución del rolling beta anual de Shopify. Este fue calculado también con retornos históricos semanales de Shopify contra los retornos históricos semanales del índice S&P 500.

Gráfico 44 - Rolling Beta anual de Shopify (Shop)



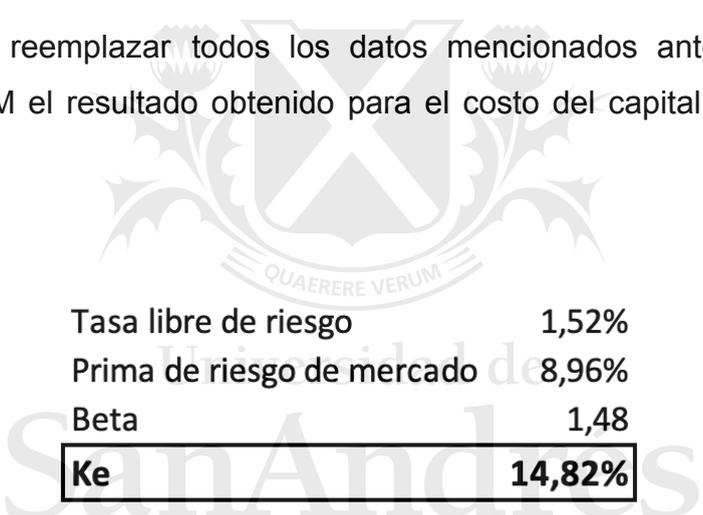
Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

Prima de riesgo de mercado

La ERP representa el retorno excedente que un inversor podría obtener por encima de la tasa libre de riesgo, si decidiera invertir en el mercado accionario. Ahora bien, el mercado comprende múltiples activos financieros, con lo cual se debe optar por escoger un índice de referencia. En nuestro caso, optamos por utilizar el S&P 500.

El periodo utilizado para el cálculo de la prima de riesgo de mercado fue 1961 - 2021, este nos dio como resultado un rendimiento del 10,48%. Una vez obtenido el rendimiento del S&P 500 se le sustrajo la tasa libre de riesgo mencionada anteriormente de 1,52% obteniendo como resultado final una prima de retorno de mercado de 8,96%.

Finalmente, tras reemplazar todos los datos mencionados anteriormente en la fórmula del CAPM el resultado obtenido para el costo del capital accionario es de 14,82%.



Tasa libre de riesgo	1,52%
Prima de riesgo de mercado	8,96%
Beta	1,48
Ke	14,82%

Kd: Costo de la deuda

Como bien analizamos en el capítulo de análisis financiero, los niveles de deuda de la firma son muy bajos e incluso hubo periodos sin deuda como lo fue en el 2018 y 2019. La firma está financiada en su gran mayoría por capital propio, representando la deuda menos de 1% del capital total.

Para el cálculo del Kd se utilizó la tasa del spread de bonos corporativos del mercado de calidad de alto rendimiento de EE. UU. a 10 años a diciembre de 2021. Esta era de un 3,10%, luego se le sumó la tasa libre de riesgo al 31 de diciembre del 2021 de 1,52%. Por último, se multiplicó el resultado obtenido por 1 menos la tasa impositiva quedando un Kd después de impuestos de 3,47%.

Shopify cuenta con un bono convertible con vencimiento en noviembre de 2025. La TIR del bono es negativa al 31 de diciembre con un valor de -5.7%. Es por esto que optamos por utilizar el spread de bonos corporativos de EE. UU.

Spread US 10yr HY	3,10%
Tasa libre de riesgo	1,52%
Tasa impositiva	25,00%
Kd despues de Impuestos	3,47%

Estructura de capital

Para un uso correcto de la ecuación de cálculo del WACC, el valor del capital a considerar no es el de valor de libros, si no el vigente en el mercado. Al 31 de diciembre de 2021, Shopify tenía emitidas un total de 1.247 millones de acciones comunes y su precio al cierre era de USD 137,74. Si multiplicamos la cantidad de acciones por el precio de cierre de la acción obtenemos un total de USD 171.761 millones, que corresponde a la capitalización bursátil de la compañía el cual representa nuestro valor del capital.

Por el lado del valor de deuda, en el balance al 31/12/2021 el total de deuda a largo plazo de la firma era de USD 1.158 millones. Como se puede observar, los niveles de deuda son casi insignificantes en la estructura de capital. Al calcular los ponderadores para el correcto uso de la WACC los mismos nos dan 99% para el capital propio y 1% para la deuda, dejando así casi nulo el efecto del costo de la deuda.

WACC

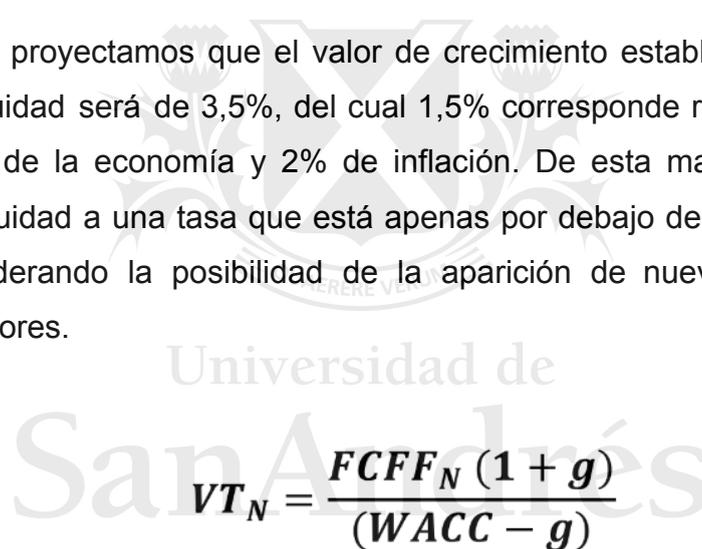
Por último, procedemos a introducir todas las variables calculadas previamente dentro de la fórmula del WACC para obtener el costo del capital, el cual va a ser una variable determinante para descontar los flujos de fondos. El valor obtenido del

costo promedio ponderado del capital es de 14,70%, un valor levemente inferior al Ke.

6.8 Valor terminal

El valor terminal corresponde al valor de los flujos de fondos futuros luego del último período proyectado. Requiere que la compañía crezca a una tasa estable y más madura. Por ese motivo, para calcular el valor terminal debemos definir cuál va a ser la tasa de crecimiento (g) estable de los flujos de fondos. Tanto las ventas como los resultados operativos y el flujo de fondos evolucionan a la misma tasa de crecimiento (g). El valor terminal es muy sensible a esta tasa, y su determinación es considerada un supuesto fuerte en la valuación.

En nuestro caso proyectamos que el valor de crecimiento estable de los flujos de fondos a perpetuidad será de 3,5%, del cual 1,5% corresponde respectivamente al crecimiento real de la economía y 2% de inflación. De esta manera, la empresa crecerá a perpetuidad a una tasa que está apenas por debajo del crecimiento de la economía considerando la posibilidad de la aparición de nuevas tecnologías o nuevos competidores.


$$VT_N = \frac{FCFF_N (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Dónde:

VT_n: Valor Terminal en el momento “N”

FCFF_n: Flujo de Fondos disponibles para la Firma en el momento “N”

WACC: Tasa de Descuento

g: Tasa de Crecimiento esperada del Flujo de Fondos a Perpetuidad

6.9 Resultado de la valuación por DCF

Tabla 7 - Valuación de Shopify por DCF en millones USD

<i>Resultados DCF</i>	Shopify
VP Flujos de Fondos - USD Millones	\$ 15.562
Deuda Neta - USD Millones	\$ 5.561
Valor del Capital - USD Millones	\$ 21.124
Cantidad de Acciones - Millones	1.247
Precio de la accion USD	\$ 16,94

Fuente: elaboración propia

Como se puede apreciar en la tabla, el valor obtenido en el escenario base por el método de DCF es de USD 15.562 millones. Para llegar al valor del capital se le debe sumar la posición neta de caja, que en el caso de Shopify es positiva ya que la caja logra cubrir el total de la deuda e incluso sobra dinero. Una vez sumada la posición neta de caja el valor del capital obtenido es de USD 21.124 millones. Si dividimos el valor del capital por la cantidad de acciones obtenemos un precio por acción de Shopify de USD 16,94 en el escenario base.

A continuación, se expone una tabla en la que pueden apreciarse las variaciones del valor de la acción en los distintos escenarios, pesimista y optimista. El optimista supone un crecimiento en ventas de 2% más respecto al escenario base, mientras que el pesimista supone un crecimiento en las ventas de 2% menos respecto al escenario base. De acuerdo a los resultados obtenidos del análisis de escenarios, el precio de la acción podría oscilar entre los USD 13,02 , y los USD 21,57

Tabla 8 - Valuación de Shopify por DCF en millones USD - Escenarios

<i>Escenarios</i>	Pesimista	Base	Optimista
VP Flujos de Fondos - USD Millones	\$ 10.671	\$ 15.562	\$ 21.340
Deuda Neta - USD Millones	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561
Valor del Capital - USD Millones	\$ 16.232	\$ 21.124	\$ 26.902
Cantidad de Acciones - Millones	1.247	1.247	1.247
Precio de la accion USD	\$ 13,02	\$ 16,94	\$ 21,57

Fuente: elaboración propia

Por último, se encuentran a continuación dos tablas que muestran distintos análisis de sensibilidad. La primera de ellas muestra la sensibilidad frente a cambios en las tasas de crecimiento de ventas suponiendo que no cambia el margen EBIT sobre ventas, se mantienen los del escenario base. La segunda de ellas muestra la sensibilidad frente a cambios en el margen EBIT sobre ventas suponiendo que las ventas se mantienen igual que en el escenario base.

Tabla 9 - Valuación de Shopify por DCF en millones USD - Sensibilidad en ventas

<i>Sensibilidad Ventas</i>	-6%	-4%	-2%	Base	+2%	+4%	+6%
VP Flujos de Fondos - USD Millones	\$ 3.040	\$ 6.534	\$ 10.671	\$ 15.562	\$ 21.340	\$ 28.157	\$ 36.189
Deuda Neta - USD Millones	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561
Valor del Capital - USD Millones	\$ 8.601	\$ 12.095	\$ 16.232	\$ 21.124	\$ 26.902	\$ 33.719	\$ 41.750
Cantidad de Acciones - Millones	1.247	1.247	1.247	1.247	1.247	1.247	1.247
Precio de la acción USD	\$ 6,90	\$ 9,70	\$ 13,02	\$ 16,94	\$ 21,57	\$ 27,04	\$ 33,48

Fuente: elaboración propia

Tabla 10 - Valuación de Shopify por DCF en millones USD - Sensibilidad en margen EBIT

<i>Sensibilidad Margenes Operativos</i>	-6%	-4%	-2%	Base	+2%	+4%	+6%
VP Flujos de Fondos - USD Millones	\$ (1.722)	\$ 4.604	\$ 10.338	\$ 15.562	\$ 20.352	\$ 24.772	\$ 28.875
Deuda Neta - USD Millones	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561	\$ 5.561
Valor del Capital - USD Millones	\$ 3.839	\$ 10.166	\$ 15.899	\$ 21.124	\$ 25.914	\$ 30.333	\$ 34.437
Cantidad de Acciones - Millones	1.247	1.247	1.247	1.247	1.247	1.247	1.247
Precio de la acción USD	\$ 3,08	\$ 8,15	\$ 12,75	\$ 16,94	\$ 20,78	\$ 24,32	\$ 27,62

Fuente: elaboración propia

6.10 Metodología múltiplos comparables

El método de valuación por comparables consiste en determinar el valor de una compañía o firma en forma relativa a otras compañías similares, esto se hace a partir de determinados múltiplos. Se entiende por compañías similares aquellas que operan en la misma industria, con un mismo modelo de negocio y con características financieras similares. Entre las ventajas de la valuación por múltiplos encontramos que reflejan la percepción del mercado en un momento determinado, requieren menor información, son fáciles de obtener y calcular y proveen credibilidad porque reflejan niveles de precios donde se han realizado transacciones

de compra y venta. Además, se pueden comparar compañías con distinta estructura de capital.

Múltiplos utilizados

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados para realizar la valuación por comparables. Los mismos deben ser consistentes, es decir que tanto el numerador como el denominador deben tener relación. Los que se utilizan con mayor frecuencia para determinar un rango de valuación por múltiplos son:

- P/E, por sus siglas en inglés “Price Earning” el cual se calcula como el cociente entre el precio por acción y el beneficio por acción.
- EV/EBITDA, por sus siglas en inglés “Enterprise value”, “Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation”, el cual se calcula como el cociente entre el valor de la compañía y el EBITDA.
- EV/Ventas, por sus siglas en inglés “Enterprise value”, el cual se calcula como el cociente entre el valor de la compañía y las ventas.

En nuestro caso, el más conveniente a utilizar es EV/VENTAS ya que tanto Shopify como sus comparables son empresas jóvenes y con mucho crecimiento. En varias de ellas el EBITDA y el beneficio por acción son negativos, haciendo que la aplicación de esos ratios pierda relevancia. Shopify se encuentra en una etapa de alto crecimiento futuro, con expectativas de ganar cuota de mercado y con necesidades altas de inversión para lograr crecer. Motivo por el cual las ganancias operativas y el EBITDA presentes se encuentran deprimidos y no son representativos de la rentabilidad potencial de la compañía.

Selección de empresas comparables

Tal como mencionamos anteriormente, las empresas tienen que ser similares. Por este motivo los requisitos definidos para encontrar compañías comparables son: ser públicas, que sus acciones sean líquidas y profundas y en nuestro caso que tengan una tasa de crecimiento en ventas para los últimos cinco años similar a la de Shopify.

Las empresas comparables que cumplen con esos requisitos son:

- Mercado Libre
- Alibaba
- Roku
- Teladoc Health
- Twilio

Tabla 11 - Múltiplo EV / Ventas de empresas comparables.

Empresa	CAGR Ventas (2017 - 2021)	EV/Ventas
Mercado Libre	55%	9,52
Alibaba	56%	5,08
Roku	52%	10,37
Teladoc Health	72%	7,39
Twilio	63%	15,15
Promedio		9,50
Mediana		9,52
CAGR Ventas Shopify (2017 - 2021)		62%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Stock Row.

Se buscó el múltiplo EV/VENTAS al 31 de diciembre del 2021. Estas compañías no necesariamente operan en la misma industria que Shopify. Se calculó el promedio y la mediana de los múltiplos bajo análisis obteniendo como resultado 9,50 y 9,52 respectivamente.

EV / Ventas

Como ya vimos, las ventas realizadas de Shopify en 2021 fueron USD 4.612 millones. Se consideró el rango de USD 4.200 millones a USD 5.000 millones y se utilizó el promedio del ratio EV/Ventas, el cual arrojó un valor de 9,5. De esta manera obtuvimos un valor de la firma de USD 43.700 millones.

Tabla 12 - Valor de la firma por EV/Ventas en millones de USD.

Ventas / Multiplo	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5
\$ 4.200	\$ 31.500	\$ 35.700	\$ 39.900	\$ 44.100	\$ 48.300
\$ 4.400	\$ 33.000	\$ 37.400	\$ 41.800	\$ 46.200	\$ 50.600
\$ 4.600	\$ 34.500	\$ 39.100	\$ 43.700	\$ 48.300	\$ 52.900
\$ 4.800	\$ 36.000	\$ 40.800	\$ 45.600	\$ 50.400	\$ 55.200
\$ 5.000	\$ 37.500	\$ 42.500	\$ 47.500	\$ 52.500	\$ 57.500

Fuente: elaboración propia

Luego, al valor de la firma debemos restarle la deuda financiera y sumarle la caja de Shopify para fines del 2021. La posición neta de caja es positiva (la caja supera el total de las deudas) por lo tanto, obtenemos un valor del capital mayor al valor de la firma. Este nos da un total de USD 49.462 millones.

Tabla 13 - Valor del capital de Shopify por EV/Ventas en millones de USD.

Ventas / Multiplo	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5
\$ 4.200	\$ 37.262	\$ 41.462	\$ 45.662	\$ 49.862	\$ 54.062
\$ 4.400	\$ 38.762	\$ 43.162	\$ 47.562	\$ 51.962	\$ 56.362
\$ 4.600	\$ 40.262	\$ 44.862	\$ 49.462	\$ 54.062	\$ 58.662
\$ 4.800	\$ 41.762	\$ 46.562	\$ 51.362	\$ 56.162	\$ 60.962
\$ 5.000	\$ 43.262	\$ 48.262	\$ 53.262	\$ 58.262	\$ 63.262

Fuente: elaboración propia

Una vez obtenido el valor del capital lo único que resta por hacer es dividirlo por la cantidad de acciones en circulación de la firma lo que nos arroja un resultado de USD 39,7 por acción.

Tabla 14 - Valor de la acción de Shopify por EV/Ventas en USD.

Ventas / Multiplo	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5
\$ 4.200	\$ 29,9	\$ 33,2	\$ 36,6	\$ 40,0	\$ 43,4
\$ 4.400	\$ 31,1	\$ 34,6	\$ 38,1	\$ 41,7	\$ 45,2
\$ 4.600	\$ 32,3	\$ 36,0	\$ 39,7	\$ 43,4	\$ 47,0
\$ 4.800	\$ 33,5	\$ 37,3	\$ 41,2	\$ 45,0	\$ 48,9
\$ 5.000	\$ 34,7	\$ 38,7	\$ 42,7	\$ 46,7	\$ 50,7

Fuente: elaboración propia



Bibliografía

Académica

- Brealey, Myers, & Allen. (2017). Principles of Corporate Finance. Mc. Graw Hill.
- Damodaran, Aswath. Investment Valuation, John Wiley & Sons, Inc. (2da Edición) 2002
- Fabozzi, Frank J., 2004, Fixed Income analysis for the Chartered Financial Analyst Program, segunda edición (Frank J. Fabozzi Associates)
- Franklin Allen, Richard A. Brealey y Stewart Myers (2018). Principles of Corporate Finance. Décimo segunda edición.
- James Van Horne, John Wachowicz, Jr (2008). Fundamentals of Financial Management. Thirteen Edition. Prentice Hall.

Informes y reportes

- The 2021 McKinsey Global Payments Report
- Global Payments Report - FIS
- Future of payments - PWC
- The future of shopping and social commerce - Accenture

Información Institucional

- Shopify Annual Report - Formulario 40F (2021, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016 y 2015)

Sitios Web

- Análisis Shopify
<https://zonavalue.com/blog/analisis-y-opinion/analisis-shopify-shop>
- Best ecommerce Platform
<https://www.g2.com/categories/e-commerce-platforms#grid>

- Digital commerce market statistics
<https://www.alliedmarketresearch.com/digital-commerce-market-A14464>
- Digital payment market size
<https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/digital-payment-solutions-market>
- Ecommerce trends 2022
<https://www.forbes.com/sites/forbestechcouncil/2022/03/14/e-commerce-trends-2022-what-the-future-holds/?sh=7042233158da>
- Global retail ecommerce sales
<https://www.statista.com/statistics/379046/worldwide-retail-e-commerce-sales/>
- La historia de Shopify
<https://hipertextual.com/2021/07/shopify-historia>
- Shop key stats
<https://stockrow.com/SHOP>
- Shopify Statistics
<https://backlinko.com/shopify-stores>
- Shopify financial ratios
<https://www.macrotrends.net/stocks/charts/SHOP/shopify/financial-ratios>
- Shopify Inc (SHOP)
<https://finance.yahoo.com/quote/SHOP/financials?p=SHOP>
- The best in commerce
<https://news.shopify.com/the-best-in-commerce-joins-the-best-in-enterprise-shopify-launches-global-erp-program>
- Websites using Shopify

<https://trends.builtwith.com/websitelist/Shopify>

- 10 Year high quality market

<https://fred.stlouisfed.org/series/HQMCB10YR>

- 2021 Shopify statistics

<https://thriveagency.com/news/shopify-statistics-you-should-know-in-2021/>



Universidad de
San Andrés

Anexos

Anexo I - Balance Shopify (2017 - 2021)

	En M US\$				
FYE Dec 31st	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Balance SHOP					
Activos Corrientes					
Caja y Equivalentes	938	1.970	2.455	6.388	7.768
Cuentas por Cobrar	69	133	241	422	668
Otros Activos Corrientes	19	26	46	68	103
Total de Activos Corrientes	1.026	2.129	2.742	6.878	8.539
Activos No Corrientes					
PP&E	50	62	111	92	106
Inversiones a Largo Plazo	-	-	3	173	3.956
Fondo de Comercio	38	64	633	620	740
Total Activos No corrientes	88	126	747	885	4.801
Total Activo	1.114	2.255	3.489	7.763	13.340
Pasivos Corrientes					
Pasivos Corrientes	(95)	(139)	(316)	(438)	(703)
Total Pasivos Corrientes	(95)	(139)	(316)	(438)	(703)
Pasivos No Corrientes					
Pasivos No Corrientes	(18)	(25)	(157)	(924)	(1.504)
Total Pasivos No Corrientes	(18)	(25)	(157)	(924)	(1.504)
Total Pasivos	(112)	(164)	(474)	(1.362)	(2.207)
Patrimonio Neto					
Acciones Comunes	(1.077)	(2.216)	(3.256)	(6.115)	(8.040)
Ganancias Retenidas	123	188	304	(15)	(2.938)
Resultado	(47)	(63)	(64)	(270)	(155)
Total Patrimonio Neto	(1.001)	(2.091)	(3.016)	(6.401)	(11.133)
Total Pasivo + Patrimonio Neto	(1.113)	(2.255)	(3.489)	(7.763)	(13.340)

Anexo II - Balance Shopify en % (2017 - 2021)

FYE Dec 31st	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Balance SHOP					
Activos Corrientes					
Caja y Equivalentes	84,2%	87,4%	70,4%	82,3%	58,2%
Cuentas por Cobrar	6,2%	5,9%	6,9%	5,4%	5,0%
Otros Activos Corrientes	1,7%	1,2%	1,3%	0,9%	0,8%
Total de Activos Corrientes					
Activos No Corrientes					
PP&E	4,5%	2,7%	3,2%	1,2%	0,8%
Inversiones a Largo Plazo	0,0%	0,0%	0,1%	2,2%	29,7%
Fondo de Comercio	3,4%	2,8%	18,1%	8,0%	5,5%
Total Activos No corrientes					
Total Activo					
Pasivos Corrientes					
Pasivos Corrientes	84,3%	84,6%	66,8%	32,2%	31,8%
Total Pasivos Corrientes					
Pasivos No Corrientes					
Pasivos No Corrientes	15,7%	15,4%	33,2%	67,8%	68,2%
Total Pasivos No Corrientes					
Total Pasivos					
Patrimonio Neto					
Acciones Comunes	107,6%	106,0%	108,0%	95,5%	72,2%
Ganancias Retenidas	(12,3%)	(9,0%)	(10,1%)	0,2%	26,4%
Resultado	4,7%	3,0%	2,1%	4,2%	1,4%
Total Patrimonio Neto					
Total Pasivo + Patrimonio Neto					

Anexo III - Estado de Resultados Shopify (2017 - 2021)

In M US\$	En M USD				
FYE Dec 31st	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Ingresos Merchants	363	608	936	2.021	3.270
Ingresos Subscriptions	310	465	642	909	1.342
Ingreso Total	673	1.073	1.578	2.930	4.612
Costo de Ventas Merchants	(232)	(376)	(584)	(1.194)	(1.866)
Costo de Ventas Subscriptions	(61)	(101)	(128)	(194)	(264)
Margen Bruto	380	596	866	1.542	2.481
Ventas, Generales & Administrativos	(270)	(431)	(598)	(743)	(1.152)
Investigacion & Desarrollo	(133)	(226)	(355)	(518)	(819)
Otros Gastos Operativos	(6)	(8)	(25)	(98)	(147)
Total Operating Expense	(409)	(665)	(979)	(1.359)	(2.118)
EBITDA	(29)	(69)	(113)	183	364
D&A	(21)	(23)	(28)	(61)	(65)
EBIT	(49)	(92)	(141)	122	299
Ingresos / Gastos Financieros	9	27	(12)	277	2.390
Ingresos / Gastos Financieros	9	27	(12)	277	2.390
EBT	(40)	(65)	(154)	399	2.689
Impuestos	-	-	29	(79)	226
Resultado Neto	(40)	(65)	(125)	320	2.915

Anexo IV - FCF Base

In M US\$		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
FYE Dec 31st		5.788	7.394	9.407	11.912	14.890	18.425	21.815	25.133	28.052	30.190	31.945	33.744
VentasTotales		5.788	7.394	9.407	11.912	14.890	18.425	21.815	25.133	28.052	30.190	31.945	33.744
<i>% Crecimiento</i>		25,5%	27,7%	27,2%	26,6%	25,0%	23,7%	18,4%	15,2%	11,6%	7,6%	5,8%	5,6%
EBITDA		309	502	748	1.177	1.706	2.166	3.197	3.737	5.023	5.169	5.916	5.821
<i>Margen %</i>		5,3%	6,8%	8,0%	9,9%	11,5%	11,8%	14,7%	14,9%	17,9%	17,1%	18,5%	17,3%
EBIT		233	410	635	1.038	1.536	1.958	2.945	3.438	4.675	4.772	5.473	5.335
Menos: Impuestos		(58)	(102)	(159)	(260)	(384)	(489)	(736)	(859)	(1.169)	(1.193)	(1.368)	(1.334)
<i>Tasa Impuesto</i>		(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)
Mas: D & A		76	92	113	139	170	208	252	299	348	398	442	486
Menos: CAPEX		(116)	(148)	(188)	(238)	(298)	(369)	(436)	(503)	(561)	(604)	(639)	(675)
<i>% de Ingresos</i>		(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)
Menos: (Aumentos) / Reducciones Working Capital		81	32	40	50	60	71	68	66	58	43	35	36
<i>% de Cambio en Ingresos</i>		6,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Unlevered Free Cash Flow		216	284	442	729	1.084	1.379	2.092	2.441	3.352	3.415	3.944	3.849
<i>% Crecimiento</i>		(59,2%)	31,6%	55,5%	65,1%	48,6%	27,2%	51,7%	16,7%	37,3%	1,9%	15,5%	(2,4%)
Valor presente del Unlevered Free Cash Flow													
Tasa de Descuento	Valor Presente												
14,7%	7.861	202	231	313	451	585	648	858	872	1.044	928	934	795

Universidad de
San Andrés

Anexo V - FCF Optimista

In M US\$													
FYE Dec 31st		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Ventas Totales		5.880	7.629	9.858	12.680	16.103	20.247	24.375	28.569	32.458	35.580	38.359	41.285
<i>% Crecimiento</i>		27,5%	29,7%	29,2%	28,6%	27,0%	25,7%	20,4%	17,2%	13,6%	9,6%	7,8%	7,6%
EBITDA		330	557	854	1.364	2.010	2.616	3.895	4.683	6.388	6.842	8.070	8.345
<i>Margen %</i>		5,6%	7,3%	8,7%	10,8%	12,5%	12,9%	16,0%	16,4%	19,7%	19,2%	21,0%	20,2%
EBIT		254	463	739	1.220	1.832	2.395	3.624	4.355	6.001	6.395	7.564	7.780
Menos: Impuestos		(63)	(116)	(185)	(305)	(458)	(599)	(906)	(1.089)	(1.500)	(1.599)	(1.891)	(1.945)
<i>Tasa Impuesto</i>		(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)
Mas: D & A		76	94	115	143	178	221	271	327	387	447	506	565
Menos: CAPEX		(118)	(153)	(197)	(254)	(322)	(405)	(488)	(571)	(649)	(712)	(767)	(826)
<i>% de Ingresos</i>		(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)
Menos: (Aumentos) / Reducciones Working Capital		83	35	45	56	68	83	83	84	78	62	56	59
<i>% de Cambio en Ingresos</i>		6,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Unlevered Free Cash Flow		232	324	517	861	1.298	1.695	2.584	3.106	4.316	4.594	5.467	5.633
<i>% Crecimiento</i>		(56,2%)	39,5%	59,7%	66,7%	50,7%	30,6%	52,4%	20,2%	39,0%	6,4%	19,0%	3,0%
Valor presente del Unlevered Free Cash Flow													
Tasa de Descuento	Valor Presente												
14,7%	10,098	217	263	367	533	700	797	1.059	1.110	1.345	1.248	1.295	1.163

Anexo VI - FCF Pesimista

In M US\$													
FYE Dec 31st		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Ventas Totales		5.696	7.162	8.969	11.180	13.752	16.743	19.489	22.064	24.186	25.547	26.521	27.485
<i>% Crecimiento</i>		23,5%	25,7%	25,2%	24,6%	23,0%	21,7%	16,4%	13,2%	9,6%	5,6%	3,8%	3,6%
EBITDA		288	448	646	999	1.422	1.752	2.564	2.893	3.827	3.729	4.097	3.729
<i>Margen %</i>		5,0%	6,3%	7,2%	8,9%	10,3%	10,5%	13,2%	13,1%	15,8%	14,6%	15,4%	13,6%
EBIT		212	357	536	865	1.259	1.555	2.330	2.620	3.513	3.377	3.710	3.310
Menos: Impuestos		(53)	(89)	(134)	(216)	(315)	(389)	(583)	(655)	(878)	(844)	(927)	(828)
<i>Tasa Impuesto</i>		(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)
Mas: D & A		76	91	111	134	162	196	234	274	314	352	387	419
Menos: CAPEX		(114)	(143)	(179)	(224)	(275)	(335)	(390)	(441)	(484)	(511)	(530)	(550)
<i>% de Ingresos</i>		(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)
Menos: (Aumentos) / Reducciones Working Capital		79	29	36	44	51	60	55	52	42	27	19	19
<i>% de Cambio en Ingresos</i>		7,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Unlevered Free Cash Flow		200	245	369	604	883	1.088	1.646	1.849	2.507	2.401	2.658	2.371
<i>% Crecimiento</i>		(62,2%)	22,6%	50,6%	63,6%	46,3%	23,2%	51,4%	12,3%	35,6%	(4,2%)	10,7%	(10,8%)
Valor presente del Unlevered Free Cash Flow													
Tasa de Descuento	Valor Presente												
14,7%	5,698	187	199	262	373	476	511	675	661	781	652	630	490

Anexo VII - EERR Base

	In M US\$											
FYE Dec 31st	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Estado de Resultados												
Ventas												
Ventas Merchants	4.218	5.525	7.183	9.266	11.767	14.709	17.504	20.305	22.741	24.560	26.034	27.596
% Crecimiento	29,0%	31,0%	30,0%	29,0%	27,0%	25,0%	19,0%	16,0%	12,0%	8,0%	6,0%	6,0%
% del Total de Ventas	72,9%	74,7%	76,4%	77,8%	79,0%	79,8%	80,2%	80,8%	81,1%	81,4%	81,5%	81,8%
Ventas Subscriptions	1.570	1.869	2.224	2.647	3.123	3.716	4.311	4.828	5.311	5.630	5.911	6.148
% Crecimiento	17,0%	19,0%	19,0%	18,0%	18,0%	19,0%	16,0%	12,0%	10,0%	6,0%	5,0%	4,0%
% del Total de Ventas	27,1%	25,3%	23,6%	22,2%	21,0%	20,2%	19,8%	19,2%	18,9%	18,6%	18,5%	18,2%
Ventas Totales	5.788	7.394	9.407	11.912	14.890	18.425	21.815	25.133	28.052	30.190	31.945	33.744
% Crecimiento	25,5%	27,7%	27,2%	26,6%	25,0%	23,7%	18,4%	15,2%	11,6%	7,6%	5,8%	5,6%
Costo de Ingresos Merchants	(2.446)	(3.205)	(4.094)	(5.281)	(6.590)	(8.237)	(9.452)	(10.964)	(11.825)	(12.771)	(13.017)	(13.798)
% de Ventas de Merchants	(58,0%)	(58,0%)	(57,0%)	(57,0%)	(56,0%)	(56,0%)	(54,0%)	(54,0%)	(52,0%)	(52,0%)	(50,0%)	(50,0%)
Costo de Ingresos Subscriptions	(314)	(374)	(445)	(476)	(562)	(669)	(733)	(821)	(903)	(901)	(946)	(984)
% de Ventas de Subscriptions	(20,0%)	(20,0%)	(20,0%)	(18,0%)	(18,0%)	(18,0%)	(17,0%)	(17,0%)	(17,0%)	(16,0%)	(16,0%)	(16,0%)
Margen Bruto	3.028	3.816	4.868	6.154	7.738	9.519	11.630	13.347	15.324	16.518	17.982	18.962
% del Total de Ventas	52,3%	51,6%	51,7%	51,7%	52,0%	51,7%	53,3%	53,1%	54,6%	54,7%	56,3%	56,2%
Ventas, Generales & Administrativos	(1.563)	(1.922)	(2.446)	(2.978)	(3.723)	(4.606)	(5.236)	(6.032)	(6.171)	(6.642)	(6.708)	(7.086)
% del Total de Ventas	(27,0%)	(26,0%)	(26,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(24,0%)	(24,0%)	(22,0%)	(22,0%)	(21,0%)	(21,0%)
Investigacion y Desarrollo	(983)	(1.169)	(1.391)	(1.642)	(1.937)	(2.286)	(2.652)	(3.076)	(3.568)	(4.104)	(4.719)	(5.380)
% del Total de Ventas	(17,0%)	(15,8%)	(14,8%)	(13,8%)	(13,0%)	(12,4%)	(12,2%)	(12,2%)	(12,7%)	(13,6%)	(14,8%)	(15,9%)
Otros Gastos Operativos	(174)	(222)	(282)	(357)	(372)	(461)	(545)	(503)	(561)	(604)	(639)	(675)
% del Total de Ventas	(3,0%)	(3,0%)	(3,0%)	(3,0%)	(2,5%)	(2,5%)	(2,5%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)
Total Gastos Opetativos	(2.719)	(3.314)	(4.119)	(4.977)	(6.032)	(7.353)	(8.433)	(9.611)	(10.301)	(11.349)	(12.067)	(13.141)
% del Total de Ventas	(47,0%)	(44,8%)	(43,8%)	(41,8%)	(40,5%)	(39,9%)	(38,7%)	(38,2%)	(36,7%)	(37,6%)	(37,8%)	(38,9%)
EBITDA	309	502	748	1.177	1.706	2.166	3.197	3.737	5.023	5.169	5.916	5.821
% del Total de Ventas	5,3%	6,8%	8,0%	9,9%	11,5%	11,8%	14,7%	14,9%	17,9%	17,1%	18,5%	17,3%
Depreciación y Amortización	(76)	(92)	(113)	(139)	(170)	(208)	(252)	(299)	(348)	(396)	(442)	(486)
% del Total de Ventas	(1,3%)	(1,3%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,3%)	(1,4%)	(1,4%)
EBIT	233	410	635	1.038	1.536	1.958	2.945	3.438	4.675	4.772	5.473	5.335
% del Total de Ventas	4,0%	5,5%	6,8%	8,7%	10,3%	10,6%	13,5%	13,7%	16,7%	15,8%	17,1%	15,8%
Interest (Expenses) / Income, net	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	233	410	635	1.038	1.536	1.958	2.945	3.438	4.675	4.772	5.473	5.335
% del Total de Ventas	4,0%	5,5%	6,8%	8,7%	10,3%	10,6%	13,5%	13,7%	16,7%	15,8%	17,1%	15,8%
Impuesto a las Ganancias	(58)	(102)	(159)	(260)	(384)	(489)	(736)	(859)	(1.169)	(1.193)	(1.368)	(1.334)
IIGG %	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)
Resultado Neto	175	307	477	779	1.152	1.468	2.209	2.578	3.506	3.579	4.105	4.001
% del Total de Ventas	3,0%	4,2%	5,1%	6,5%	7,7%	8,0%	10,1%	10,3%	12,5%	11,9%	12,9%	11,9%

Anexo VIII - EERR Optimista

	In M US\$											
FYE Dec 31st	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
* Estado de Resultados												
Ventas												
Ventas Merchants	4.283	5.696	7.519	9.850	12.707	16.138	19.527	23.041	26.267	28.894	31.206	33.702
% Crecimiento	31,0%	33,0%	32,0%	31,0%	29,0%	27,0%	21,0%	18,0%	14,0%	10,0%	8,0%	8,0%
% del Total de Ventas	72,8%	74,7%	76,3%	77,7%	78,9%	79,7%	80,1%	80,7%	80,9%	81,2%	81,4%	81,6%
Ventas Subscriptions	1.597	1.933	2.339	2.830	3.396	4.109	4.848	5.527	6.190	6.686	7.154	7.583
% Crecimiento	19,0%	21,0%	21,0%	21,0%	20,0%	21,0%	18,0%	14,0%	12,0%	8,0%	7,0%	6,0%
% del Total de Ventas	27,2%	25,3%	23,7%	22,3%	21,1%	20,3%	19,9%	19,3%	19,1%	18,8%	18,6%	18,4%
Ventas Totales	5.880	7.629	9.858	12.680	16.103	20.247	24.375	28.569	32.458	35.580	38.359	41.285
% Crecimiento	27,5%	29,7%	29,2%	28,6%	27,0%	25,7%	20,4%	17,2%	13,6%	9,6%	7,8%	7,6%
Costo de Ingresos Merchants	(2.484)	(3.304)	(4.286)	(5.615)	(7.116)	(9.037)	(10.544)	(12.442)	(13.659)	(15.025)	(15.603)	(16.851)
% de Ventas de Merchants	(58,0%)	(57,0%)	(57,0%)	(56,0%)	(56,0%)	(56,0%)	(54,0%)	(54,0%)	(52,0%)	(50,0%)	(50,0%)	(50,0%)
Costo de Ingresos Subscriptions	(319)	(387)	(468)	(509)	(611)	(740)	(824)	(940)	(1.052)	(1.070)	(1.145)	(1.213)
% de Ventas de Subscriptions	(20,0%)	(20,0%)	(20,0%)	(18,0%)	(18,0%)	(18,0%)	(17,0%)	(17,0%)	(17,0%)	(16,0%)	(16,0%)	(16,0%)
Margen Bruto	3.077	3.939	5.104	6.556	8.376	10.470	13.006	15.187	17.746	19.485	21.612	23.221
% del Total de Ventas	52,3%	51,6%	51,8%	51,7%	52,0%	51,7%	53,4%	53,2%	54,7%	54,8%	56,3%	56,2%
Ventas, Generales & Administrativos	(1.588)	(1.984)	(2.563)	(3.170)	(4.026)	(5.062)	(5.850)	(6.856)	(7.141)	(7.828)	(8.055)	(8.670)
% del Total de Ventas	(27,0%)	(26,0%)	(26,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(24,0%)	(24,0%)	(22,0%)	(22,0%)	(21,0%)	(21,0%)
Investigación & Desarrollo	(983)	(1.169)	(1.391)	(1.642)	(1.937)	(2.288)	(2.652)	(3.076)	(3.588)	(4.104)	(4.719)	(5.380)
% del Total de Ventas	(16,7%)	(15,3%)	(14,1%)	(12,9%)	(12,0%)	(11,3%)	(10,9%)	(10,8%)	(11,0%)	(11,5%)	(12,3%)	(13,0%)
Otros Gastos Operativos	(176)	(229)	(296)	(380)	(403)	(506)	(609)	(571)	(649)	(712)	(767)	(826)
% del Total de Ventas	(3,0%)	(3,0%)	(3,0%)	(3,0%)	(2,5%)	(2,5%)	(2,5%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)
Total Gastos Opetativos	(2.747)	(3.382)	(4.250)	(5.192)	(6.366)	(7.854)	(9.111)	(10.504)	(11.358)	(12.643)	(13.542)	(14.875)
% del Total de Ventas	(46,7%)	(44,3%)	(43,1%)	(40,9%)	(39,5%)	(38,8%)	(37,4%)	(36,8%)	(35,0%)	(35,5%)	(35,3%)	(36,0%)
EBITDA	330	557	854	1.364	2.010	2.616	3.895	4.683	6.388	6.842	8.070	8.345
% del Total de Ventas	5,6%	7,3%	8,7%	10,8%	12,5%	12,9%	16,0%	16,4%	19,7%	19,2%	21,0%	20,2%
Depreciación y Amortización	(76)	(94)	(115)	(143)	(178)	(221)	(271)	(327)	(387)	(447)	(506)	(565)
% del Total de Ventas	(1,3%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,2%)	(1,3%)	(1,3%)	(1,4%)
EBIT	254	463	739	1.220	1.832	2.395	3.624	4.355	6.001	6.395	7.564	7.780
% del Total de Ventas	4,3%	6,1%	7,5%	9,6%	11,4%	11,8%	14,9%	15,2%	18,5%	18,0%	19,7%	18,8%
Interest (Expenses) / Income, net	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	254	463	739	1.220	1.832	2.395	3.624	4.355	6.001	6.395	7.564	7.780
% del Total de Ventas	4,3%	6,1%	7,5%	9,6%	11,4%	11,8%	14,9%	15,2%	18,5%	18,0%	19,7%	18,8%
Impuesto a las Ganancias	(63)	(116)	(185)	(305)	(458)	(599)	(906)	(1.089)	(1.500)	(1.599)	(1.891)	(1.945)
IIGG %	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)
Resultado Neto	190	348	554	915	1.374	1.796	2.718	3.267	4.501	4.797	5.673	5.835
% del Total de Ventas	3,2%	4,6%	5,6%	7,2%	8,5%	8,9%	11,2%	11,4%	13,9%	13,5%	14,8%	14,1%

Anexo IX - EERR Pesimista

	In M US\$											
FYE Dec 31st	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Estado de Resultados												
Ventas												
Ventas Merchants	4.152	5.356	6.856	8.707	10.884	13.388	15.664	17.856	19.642	20.821	21.653	22.520
% Crecimiento	27,0%	29,0%	28,0%	27,0%	25,0%	23,0%	17,0%	14,0%	10,0%	6,0%	4,0%	4,0%
% del Total de Ventas	72,9%	74,8%	76,4%	77,9%	79,1%	80,0%	80,4%	80,9%	81,2%	81,5%	81,6%	81,9%
Ventas Subscriptions	1.544	1.806	2.113	2.472	2.868	3.355	3.825	4.208	4.544	4.726	4.868	4.965
% Crecimiento	15,0%	17,0%	17,0%	17,0%	16,0%	17,0%	14,0%	10,0%	8,0%	4,0%	3,0%	2,0%
% del Total de Ventas	27,1%	25,2%	23,6%	22,1%	20,9%	20,0%	19,6%	19,1%	18,8%	18,5%	18,4%	18,1%
Ventas Totales	5.696	7.162	8.969	11.180	13.752	16.743	19.489	22.064	24.186	25.547	26.521	27.485
% Crecimiento	23,5%	25,7%	25,2%	24,6%	23,0%	21,7%	16,4%	13,2%	9,6%	5,6%	3,8%	3,6%
Costo de Ingresos Merchants	(2.408)	(3.107)	(3.908)	(4.963)	(6.095)	(7.497)	(8.458)	(9.642)	(10.214)	(10.827)	(10.827)	(11.260)
% de Ventas de Merchants	(58,0%)	(58,0%)	(57,0%)	(56,0%)	(56,0%)	(56,0%)	(54,0%)	(54,0%)	(52,0%)	(52,0%)	(50,0%)	(50,0%)
Costo de Ingresos Subscriptions	(309)	(361)	(423)	(445)	(516)	(604)	(650)	(715)	(773)	(756)	(779)	(794)
% de Ventas de Subscriptions	(20,0%)	(20,0%)	(20,0%)	(18,0%)	(18,0%)	(18,0%)	(17,0%)	(17,0%)	(17,0%)	(16,0%)	(16,0%)	(16,0%)
Margen Bruto	2.979	3.695	4.639	5.771	7.141	8.642	10.380	11.706	13.200	13.964	14.916	15.431
% del Total de Ventas	52,3%	51,7%	51,7%	51,6%	51,6%	51,6%	53,3%	53,3%	54,6%	54,7%	56,2%	56,1%
Ventas, Generales & Administrativos	(1.538)	(1.862)	(2.332)	(2.795)	(3.438)	(4.186)	(4.677)	(5.295)	(5.321)	(5.620)	(5.569)	(5.772)
% del Total de Ventas	(27,0%)	(26,0%)	(26,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(24,0%)	(24,0%)	(22,0%)	(22,0%)	(21,0%)	(21,0%)
Investigación & Desarrollo	(983)	(1.169)	(1.391)	(1.642)	(1.937)	(2.286)	(2.652)	(3.076)	(3.568)	(4.104)	(4.719)	(5.380)
% del Total de Ventas	(17,3%)	(16,3%)	(15,5%)	(14,7%)	(14,1%)	(13,7%)	(13,6%)	(13,9%)	(14,8%)	(16,1%)	(17,8%)	(19,6%)
Otros Gastos Operativos	(171)	(215)	(269)	(335)	(344)	(419)	(487)	(441)	(484)	(511)	(530)	(550)
% del Total de Ventas	(3,0%)	(3,0%)	(3,0%)	(3,0%)	(2,5%)	(2,5%)	(2,5%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)
Total Gastos Opetativos	(2.691)	(3.246)	(3.993)	(4.772)	(5.719)	(6.890)	(7.816)	(8.813)	(9.373)	(10.235)	(10.819)	(11.701)
% del Total de Ventas	(47,3%)	(45,3%)	(44,5%)	(42,7%)	(41,6%)	(41,2%)	(40,1%)	(39,9%)	(38,8%)	(40,1%)	(40,8%)	(42,6%)
EBITDA	288	448	646	999	1.422	1.752	2.564	2.893	3.827	3.729	4.097	3.729
% del Total de Ventas	5,0%	6,3%	7,2%	8,9%	10,3%	10,5%	13,2%	13,1%	15,8%	14,6%	15,4%	13,6%
Depreciación y Amortización	(76)	(91)	(111)	(134)	(162)	(196)	(234)	(274)	(314)	(352)	(387)	(419)
% del Total de Ventas	(1,3%)	(1,3%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,3%)	(1,4%)	(1,5%)	(1,5%)
EBIT	212	357	536	865	1.259	1.555	2.330	2.620	3.513	3.377	3.710	3.310
% del Total de Ventas	3,7%	5,0%	6,0%	7,7%	9,2%	9,3%	12,0%	11,9%	14,5%	13,2%	14,0%	12,0%
Interest (Expenses) / Income, net	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	212	357	536	865	1.259	1.555	2.330	2.620	3.513	3.377	3.710	3.310
% del Total de Ventas	3,7%	5,0%	6,0%	7,7%	9,2%	9,3%	12,0%	11,9%	14,5%	13,2%	14,0%	12,0%
Impuesto a las Ganancias	(53)	(89)	(134)	(216)	(315)	(389)	(583)	(655)	(878)	(844)	(927)	(828)
IIGG %	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)	(25,0%)
Resultado Neto	159	268	402	649	944	1.166	1.748	1.965	2.635	2.533	2.782	2.483
% del Total de Ventas	2,8%	3,7%	4,5%	5,8%	6,9%	7,0%	9,0%	8,9%	10,9%	9,9%	10,5%	9,0%