



Universidad de
San Andrés

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

Trabajo final de graduación

Valuación de Mercado Libre, Inc

Autores: Carlos Canda y Giuliano Mana

DNIs: 42.076.995 / 42.375.851

Director de Tesis: Gabriel Basaluzzo

Buenos Aires, Argentina. 14/02/2023

1) Resumen Ejecutivo	2
2) Descripción de la compañía	3
a) Breve repaso de la historia	3
Evolución de Ventas e Ingresos	7
Desempeño de la Acción	8
b) La empresa y sus negocios	9
c) Perspectiva de la Empresa	22
3) Análisis de la Industria	23
a. Tendencia del comercio electrónico	23
b. Tendencia de Pagos Digitales	26
c. Líderes del comercio electrónico.	28
d. Indicadores Macroeconómicos de la región	29
4) Posicionamiento competitivo	31
a) Sector E-Commerce	31
b) Sector Pagos Digitales	33
5) Análisis financiero	36
a. Segmento Ventas Online	36
b. Monetización del Marketplace	39
c. Monetización de Mercado Pago	40
d. Márgenes y rentabilidad	41
e. Liquidez y fuentes de financiamiento	45
f. Comparación con los Competidores	46
6) Valuación por Flujo de Fondos Descontados	47
Free Cash Flows to Firm (FCFF)	48
Tasa de Descuento	51
Valor Terminal	53
Resultados	54
7) Valuación por Múltiplos	56
a. Conclusión	58
8) Anexo	60
a) Escenario Base	60
Flujo de Fondos de la Empresa	60
b) Escenario Optimista	60
Flujo de Fondos de la Empresa	60
c) Escenario Pesimista	60
Flujo de Fondos de la Empresa	60
9) Bibliografía	61

Libros	61
Vínculos	61
Artículos y Entrevistas	62

1) Resumen Ejecutivo

El propósito del presente trabajo consiste en la realización de un análisis financiero y la valuación del capital accionario de Mercado Libre. Esta última se realizó por medio de dos metodologías: Método de Flujos Descontados y Valuación por Múltiplos de Empresas Comparables. Para ello se empleó bibliografía pertinente en estos tópicos.

Por medio del método de Flujos Descontados, se buscó obtener el valor intrínseco de la compañía para, de esa manera, poder determinar si la acción subyacente está sobrevaluada o subvaluada. Por otra parte, el Método de Valuación por Múltiplos de Empresas Comparables permite discernir si, dentro de este aglomerado de empresas de la industria, la empresa cotiza por encima de la media o por debajo.

La capitalización bursátil de Mercado Libre obtenida con el Método de Flujos Descontados es de 60,9 mil millones de dólares, implicando que el actual precio de 770,99 USD por acción se encuentra infravalorado en un 36%.

Por otra parte, la Valuación por Múltiplos de Empresas Comparables arroja una capitalización de mercado para Mercado Libre de 42 mil millones de dólares, implicando que la empresa se encuentra infravalorada en un 7%.

2) Descripción de la compañía

a) Breve repaso de la historia

Cofundada por Marcos Galperín, actual presidente ejecutivo, y Hernán Kazah, Mercado Libre comenzó siendo una plataforma de subastas en línea donde se podían intercambiar todo tipo de productos.

En 1999, Marcos Galperín se encontraba estudiando para obtener un MBA en Stanford mientras trabajaba en Repsol. A principios de ese año, Repsol es adquirida por YPF y el departamento en el cual Marcos Galperín se encontraba, cerró. De esa manera, se queda sin trabajo y, maravillado con el boom del internet, se le ocurre la idea de crear un *marketplace* digital para América Latina. En marzo de ese año, luego de realizar una investigación de mercado, Galperín se percata de que para llevar a cabo su proyecto iba a necesitar una gran cantidad de capital, del cual no disponía. Por esta razón, recurre a Jack McDonald, uno de sus profesores de Stanford, quién le organiza una reunión con John Muse, que era el cofundador de HM Capital-Partners. Luego de esta reunión, Muse queda fascinado con la idea y decide invertir en el proyecto.

Transcurrido el primer cuatrimestre de 1999, Galperin le comenta su idea a Hernán Kazah, a quien conoció en Standford, y deciden emprender con el proyecto de manera conjunta. Es en agosto de ese año cuando registran la marca, regresan a Argentina y lanzan la web mercadolibre.com.ar, que fue el primer sitio de subasta en línea de Latino América para intercambiar todo tipo de artículos.

En septiembre de este año, se realizó la primera ronda de inversión en la cual participó HM Capital Partners, quienes colocaron un total de 7.5 Millones USD a la financiación de Mercado Libre. En el año 2000 estalla la crisis tecnológica, lo que casi ocasiona el cierre de la empresa, pero la administración decide realizar una segunda ronda de inversión para poder continuar con las operaciones. En la misma, participaron diferentes entidades financieras, entre ellas JP Morgan y Goldman Sachs. Mercado Libre obtuvo un total de 46.5 Millones USD para su financiación, lo que le permitió continuar en el mercado.

En Octubre del 2001, Ebay, una de las principales empresas de subastas de Estados Unidos, adquiere el 20% de Mercado Libre, convirtiéndose en su principal accionista. Posteriormente, Mercado Libre tomó las operaciones de Ibazar de Brasil y ambas compañías proceden a formar una sociedad exclusiva. Este resultó ser un acuerdo muy fructífero para la empresa argentina, ya que incluía una cláusula de no competencia hasta 2006. Esto le permitió a Mercado Libre acrecentar su influencia en el sector sudamericano, y empezar a

posicionarse como un futuro líder del sector. Ebay, mantuvo la totalidad de su posición accionaria hasta 2016, cuando decidió vender el 100% de su tenencia.

En el año 2003, la empresa nota que para que las compra-venta en su plataforma tengan un crecimiento exponencial, era necesario que los cobros, que en esa época eran vía fax, sean más ágiles y demoren menos tiempo. Por lo cual, decidió crear Mercado Pago, una herramienta de pagos electrónicos permitió agilizar las transacciones entre los usuarios.

En noviembre de 2005, adquiere operaciones de deRemate.com en Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú, Puerto Rico, Uruguay y Venezuela. En diciembre de ese año, la empresa consiguió alcanzar el primer millón de dólares de ganancias gracias a la expansión regional que le permitió esta adquisición.

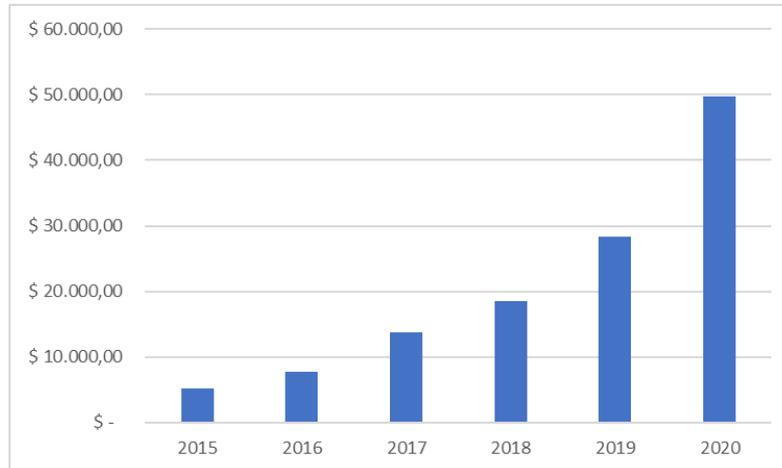
El 10 de agosto de 2007, ocurre un hito histórico en la bolsa norteamericana. Esa es la fecha en la que Mercado Libre realiza la Oferta Pública Inicial en el Nasdaq bajo las siglas MELI, convirtiéndose en la primera empresa latinoamericana en cotizar en dicho índice. Se emitieron 16 Millones de acciones a un precio inicial de 18 dólares. La acción cerró la jornada con una cotización de 28.5 dólares, implicando una capitalización bursátil para Mercado Libre de 1.3 Mil Millones USD y 50 Millones USD para la financiación de la empresa.

En el año siguiente, Mercado Libre adquiere la totalidad de deRemate.com por un total de 40 Millones USD. Transcurridos 3 años, el cofundador Hernán Kazah decide dejar su cargo para fundar Kaszek Venture Capital. En 2013, la empresa crea Mercado Envíos, unidad de negocio encargada de la distribución de productos transados por medio de la plataforma.

Comienza una década de prosperidad para la empresa argentina y para 2017, alcanza el millón de productos vendidos en un día. La subsiguiente media década consistió de hitos fundamentales para Mercado Libre, tanto para sus tenedores accionarios como para la empresa misma. En primer lugar, la acción MELI se apreció hasta un 1200% fruto del rumbo tomado por la compañía. La misma, se enfocó en el crecimiento de Mercado Pago, por lo cual la cantidad de usuarios, transacciones y volumen de pagos incrementó aceleradamente. En el segundo trimestre de 2018 decidió lanzar en su aplicación de Mercado Pago el código QR para facilitarles a empresarios el cobro a clientes por medio de la aplicación. Medidas como esta generaron que el uso de la herramienta de pagos se volviese masivo, dado que la gente ya no necesitaba usar tarjetas para pagar ni llevar billetera, sino que simplemente desde su celular en segundos podía comprar lo que quisiera. Esto hizo que Mercado Libre modificase su modelo de negocios, poniendo un mayor foco en la parte de pagos digitales. Tal es así, que el volumen total de pagos a través de la plataforma se multiplicó hasta casi por 10 en el

periodo 2015-2020, pasando de 5.187 Millones U\$S a 49.757 Millones U\$S como podemos apreciar en la figura 1:

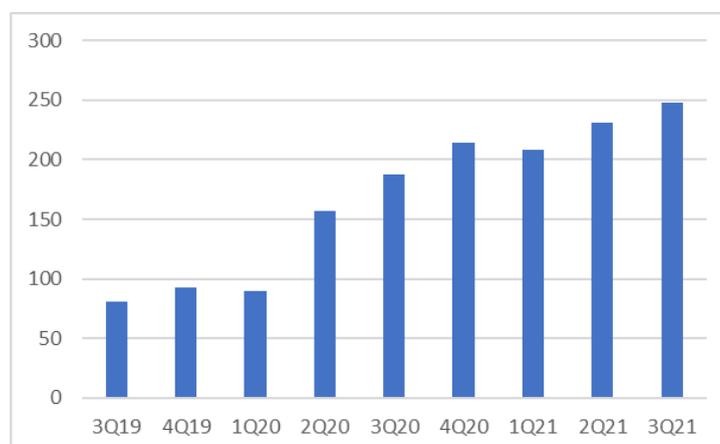
FIGURA 1: VOLUMEN TOTAL DE PAGOS (EN MILLONES DE U\$S)



Fuente: Mercado Libre Annual Reports

Por otra parte, Mercado Libre hizo también énfasis en la rama logística. Invirtieron miles de millones de dólares en infraestructura, centros de distribución a lo largo de Sudamérica, flotas de aviones para materializar la ruta de envíos y acortar distancias recorridas, eficientizando y acelerando la distribución de productos. En el transcurso de 4 años, se redujo el tiempo de entrega de un promedio de 4 días a un promedio de menos de 24 horas a día de hoy. En el figura 2 se observa la evolución de la cantidad de envíos de Mercado Envíos:

FIGURA 2: PRODUCTOS ENVIADOS POR MERCADO ENVÍOS (EN MILLONES)



Fuente: Reportes Trimestrales de Mercado Libre

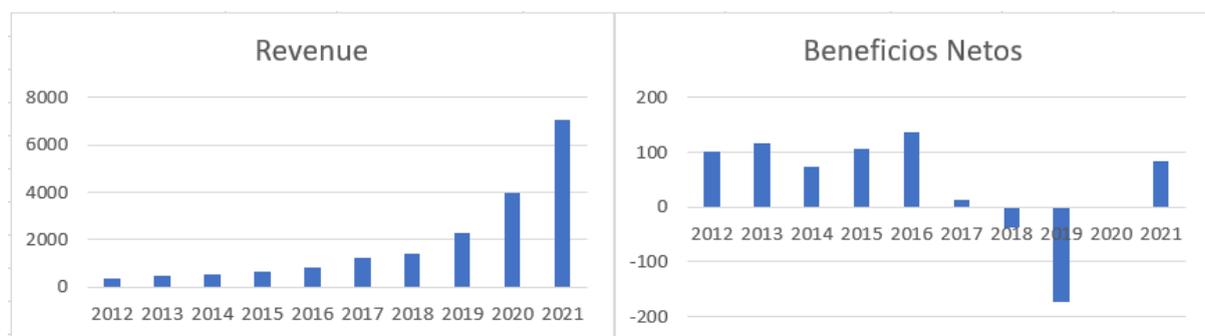
En el año 2020 transcurrió la pandemia del COVID-19, se vivió un año caracterizado por el cierre generalizado de las economías de los países, y gran parte de los sectores económicos se vieron severamente afectados por las medidas políticas tomadas por los gobiernos. Sin embargo, así como hubieron sectores afectados, otros se vieron beneficiados como fue el caso de las empresas de pagos digitales, de servicios en la nube, de ciberseguridad y de comercio en línea. Dado que, la mayoría de estas empresas actúan sin necesidad de que gran parte de sus empleados trabajen de forma presencial, por lo que pudieron ejecutar sus actividades comerciales con total normalidad. Además, estas empresas empezaron a tener un rol clave en la economía y la sociedad, ya que le solucionaron necesidades inmediatas a la gente. Como fue el caso de Mercado Libre, la sociedad no podía salir de sus casas para realizar las compras y, esta empresa, les brindó la solución de poder comprar lo que quisieran y recibirlo en el mismo día, mientras atravesaban un contexto complicado. En adición, cuando la pandemia fue avanzando y la gente ya podía salir de su casa pero con mucha precaución y protocolos, el QR de Mercado Pago fue una gran solución, ya que los restaurantes, kioscos y otros pequeños comercios fueron capaces de cobrarle a sus clientes sin la necesidad de tener ningún tipo de contacto físico, ni la necesidad de pasarse objetos, y así evitar lo más posible el contagio.

El año en cuestión derivó en un crecimiento abrupto de los ingresos de las empresas de estos sectores enumerados previamente. El 2020 fue el mejor de Mercado Libre hasta la fecha, alcanzando su récord de ventas brutas a través de la plataforma, alcanzando los 3.97 Mil Millones USD y el año en el que más crecieron sus ventas respecto a las del año fiscal previo, con un crecimiento del 73%.

Actualmente, con Marcos Galperín como CEO, Mercado Libre en el tercer trimestre de 2021 contó con un total de 78.7 Millones de usuarios únicos, consiguió un volumen bruto de mercaderías vendidas de 7.3 Mil Millones USD a través de la plataforma, con ventas de 260 Millones de productos. Por otra parte, Mercado Pago fue la herramienta utilizada para transar 20.8 Mil Millones USD, de los cuales, 7.4 Mil Millones USD fueron por adentro de la plataforma de Mercado Libre y 13.4 Mil Millones USD directamente por la plataforma de Mercado Pago. De esta manera, Mercado Libre se ha posicionado como claro líder de la región, teniendo operaciones en 18 países. Dentro de los mismos se encuentra Brasil que representa aproximadamente el 50% de los ingresos de la empresa, Argentina, Perú, Chile, México, etc.

Evolución de Ventas e Ingresos

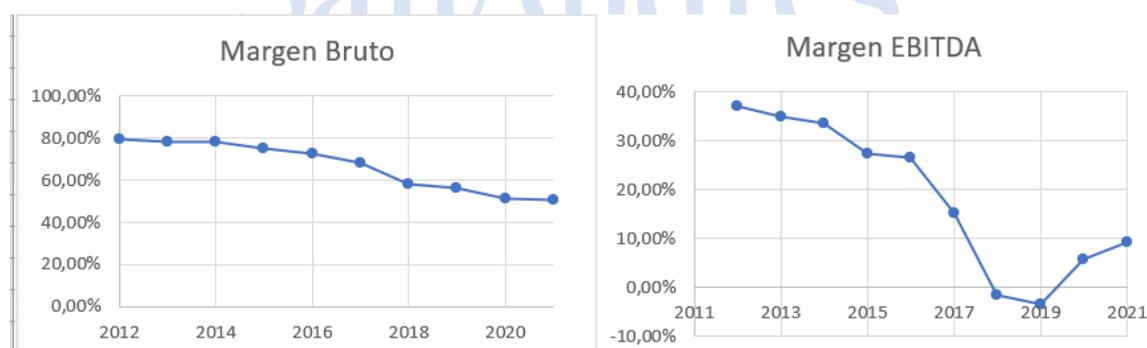
FIGURA 3: EVOLUCIÓN VENTAS Y BENEFICIOS



Fuente: Koyfin, elaboración propia

En el año 2013, una década anterior de la realización de este documento, Mercado Libre reportó unas ventas brutas de 373 millones de dólares, con una utilidad generada de 101 Millones de dólares, a la vez que poseía un margen bruto de 79,8% y un Margen *EBITDA* de 37.1%. Transcurrida una década, hacia fines del año fiscal 2021, Mercado Libre reportó unas ventas brutas de más de 7 Mil Millones de dólares, unos ingresos netos de 83 millones, un margen bruto del 50% y un Margen *EBITDA* del 9.24%.

FIGURA 4: EVOLUCIÓN MÁRGENES



Fuente: Koyfin, elaboración propia

En estos 10 años, la compañía multiplicó por casi 20 veces las ventas brutas. Estas cifras implican una tasa de crecimiento anual compuesto del 34%. A su vez, es destacable el deterioro de todo tipo de márgenes financieros y la abrupta aceleración de las ventas en el año 2020 y 2021. El primero de estos dos es explicable por el gran aumento en los costos operativos y directos de la empresa, producto de las inversiones realizadas en Mercado Envíos

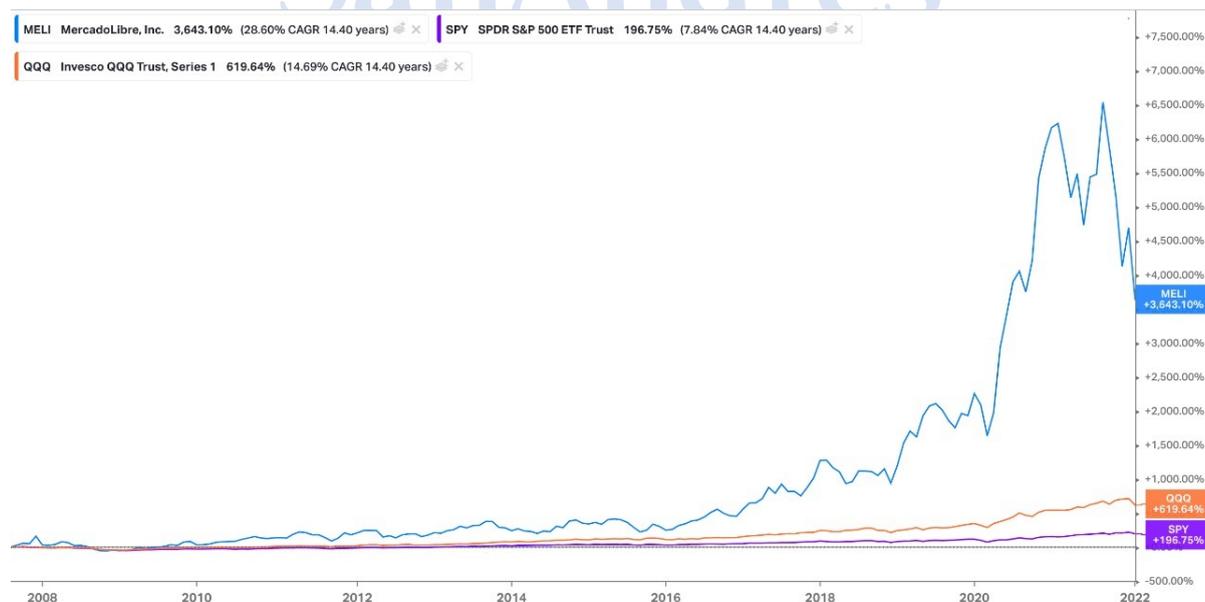
y el aumento en la cantidad de empleados que trabaja en la empresa. El segundo punto destacado viene explicado por la crisis del COVID-19. El cierre generalizado actuó de acelerador de distintas industrias, dentro de las cuales se encuentra el comercio electrónico, por lo que Mercado Libre se vio fuertemente beneficiada. Por otra parte, al haber invertido en la infraestructura necesaria para disponer de su propio servicio de logística, la cantidad de usuarios pertenecientes al ecosistema fue en aumento.

Desempeño de la Acción

En la figura 5 se pueden observar distintas variables. En primer lugar, la línea azul representa el rendimiento de la acción MELI desde que fue listada en el Nasdaq en 2007. De la misma forma, ambas líneas restantes representan el rendimiento que los índices más populares tuvieron en el respectivo período. Por un lado, la línea naranja representa el índice del Nasdaq, replicado por su etf QQQ. Por el otro lado, la línea de color violáceo representa el rendimiento del ETF SPY, que replica el comportamiento del índice S&P500.

Desde la *IPO* de Mercado Libre, su acción obtuvo un rendimiento acumulado del 3600%, mientras que el S&P500 y el Nasdaq rindieron 196% y 619% respectivamente. Se podría concluir que la acción MELI ha tenido un fenomenal rendimiento, de compararse contra los más comunes *benchmarks*.

FIGURA 5: DESEMPEÑO HISTÓRICO DE LA ACCIÓN Y PRINCIPALES ÍNDICES



Fuente: Koyfin, elaboración propia

b) La empresa y sus negocios

Mercado Libre comenzó en la década del 2000 sus operaciones con una sola unidad de negocio, centrada plena y exclusivamente en el comercio electrónico. Inició como una plataforma de subastas en línea pero con el paso del tiempo se fue transformando en un *marketplace* digital por el cual se compran y venden bienes, y aún se puede subastar. Esta evolución se inició en la década del 2010, cuando la compañía comenzó a tomar una serie de medidas para reducir la fricción entre compradores y vendedores, con el objetivo de hacer más simple el comercio digital y fomentar a nuevas personas a adentrarse en el mismo y descubrir sus beneficios. De esta manera, deciden lanzar Mercado Pago que, si bien se crea en 2003, el verdadero énfasis en la herramienta de pagos digitales comienza a partir del 2018, cuando lanzan al mercado el código QR que le permitió a los negocios cobrar sin necesidad de un *posnet*, y al comprador pagar con su celular en un instante y sin la necesidad llevar consigo las tarjetas de crédito físicas. Mercado Pago es una aplicación para que compradores y vendedores puedan realizar una transferencia monetaria de forma 100% digital y de manera casi inmediata, en un principio era utilizado para cobrar las compraventas realizadas en el *marketplace*, pero hoy en día también lo usan las pequeñas empresas y negocios para cobrar sus ventas de forma independiente. Hoy en día, se usa más de forma externa al *marketplace* que dentro del mismo. Alineados con este objetivo, es que deciden lanzar Mercado Shops y Mercado Libre Publicidad. Mercado Shops es un servicio que le ofrece Mercado Libre a los vendedores mediante el cual les crean su propia tienda virtual personalizada, la promocionan y están conectados a un servidor online para que la página esté operativa. Mercado Libre Publicidad fue lanzada en 1999 como Mercado Clics y le permite a vendedores promover sus marcas y productos a una audiencia calificada.

El lanzamiento de Mercado Envíos en 2013 implicó un servicio adicional a compradores y vendedores consistente en la distribución de los productos vendidos. Mercado Libre instaló centros de distribución por toda Latinoamérica e hizo las debidas inversiones para acelerar el envío de los productos a la vez que acortar distancias entre centros de distribución y todos los potenciales clientes. Un claro ejemplo de estas inversiones, fue la reciente compra de una flota de 4 aviones en Brasil por un total de 700 Millones USD que le permitió entregar pedidos en todo el territorio brasilero en menos de 24 horas.

Por último, Mercado Pago lanzó una serie de herramientas financieras que le permiten al usuario tener una experiencia completa dentro de la aplicación, mediante el cual los usuarios pueden pagar directamente utilizando la aplicación, sin la necesidad de tarjetas

físicas ni firmas. Luego crean Mercado Fondo, este es un fondo común de inversión que está gestionado por la propia empresa, y le permite al usuario invertir su liquidez en instrumentos de renta fija en pesos a través de la aplicación de manera rápida y sencilla. Posteriormente crean Mercado Crédito. En esencia, permite a poseedores de tiendas virtuales en Mercado Libre, adelantar cobros y tomar préstamos para invertir en sus propios negocios, es decir tener alternativas para manejar sus finanzas de la mejor manera posible y poder crecer. A su vez, otorga micropréstamos a compradores en Mercado Libre.

FIGURA 6: ECOSISTEMA



Fuente: Mercadolibre

En la figura 6 se encuentra ilustrado de una manera más gráfica la segmentación de negocios de Mercado Libre. El visualizar cómo se nutre el ecosistema en su totalidad permite evaluar el funcionamiento de la empresa a la vez que dilucidar el común denominador respecto a todas las unidades de negocio presentes en el mismo.

Observando los distintos servicios que ofrece la compañía, se puede ver cómo se busca minimizar la fricción entre compradores y vendedores, y, de esta forma, tratar de que más gente aborde las aplicaciones de Mercado Libre. La misión de la compañía consta de lo siguiente: “Nuestros esfuerzos se centran en habilitar el comercio electrónico y los pagos digitales y móviles en nombre de nuestros clientes mediante la entrega de un conjunto de soluciones tecnológicas en toda la cadena de valor del comercio.”, cita textual que se encuentra en la página web de Mercado Libre.

La compraventa de un producto consta del intercambio de un derecho de propiedad del vendedor a cambio de uno del comprador. En este caso, el vendedor ofrece un producto y el comprador ofrece dinero. Mercado Libre es un intermediario en este intercambio, y tiene como objetivo primordial que este intercambio sea realizado con la menor cantidad de

recursos empleados tanto por comprador como vendedor. Para ello, provee todas las herramientas para que se lleve a cabo de la manera más eficaz y sencilla posible, como desarrollaremos a continuación.

En primer lugar, se requiere de un vendedor que quiera vender un cierto producto, por esta razón Mercado Libre ofrece dos alternativas para el vendedor, la primera consiste en publicar el producto en el sitio web mercadolibre.com.ar, alternativa que suelen optar las personas que quieren vender algo de manera ocasional o circunstancial. La segunda alternativa está enfocada en las empresas que quieren vender sus productos a través de la plataforma, el vendedor puede crear una tienda virtual por medio de Mercado Shops y publicar todos sus productos a través de la misma.

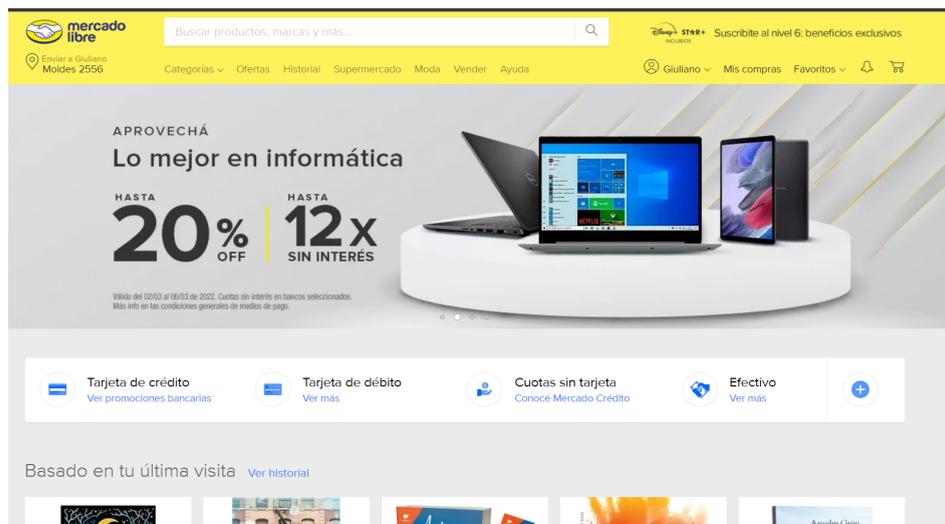
Una vez realizada la venta por medio de Mercado Libre el vendedor requiere de una herramienta para poder cobrar el dinero generado por la venta de su producto, dicho problema es resuelto con la creación de Mercado Pago, permitiendo tanto a las personas bancarizadas, como a las que no lo están, realizar esta transacción. Posterior al acuerdo de compraventa alcanzado entre oferente y ofertante se debe realizar la debida entrega del producto, siendo que la compra es efectuada de forma digital. Es aquí donde Mercado Envíos se añade a la ecuación. Por medio de esta unidad de negocio, Mercado Libre ofrece al vendedor la entrega del producto ofrecido de forma rápida y segura. Por último, en caso de que el comprador no cuente con el capital necesario para realizar la compra o el vendedor quisiera adelantar el cobro de su venta, Mercado Libre ofrece como solución Mercado Crédito, otorgando préstamos en ambos casos, a una tasa ajustada al historial de cada persona.

Todas estas unidades de negocios con las que cuenta Mercado Libre proveen a participantes del ecosistema todas las herramientas necesarias para concretar la compraventa, el cobro, la entrega de un producto y el financiamiento, en caso de ser necesario. El objetivo de la empresa fue que todas estas unidades de negocios tengan sinergia entre sí para facilitarle a ambos participantes la realización de esta compraventa. En este nexo se encuentra el valor agregado que ofrece la compañía y es la aparente razón por la cual continúa ganando tracción como líder en comercio electrónico a través de Latinoamérica.

El principal componente del ecosistema de Mercado Libre es el *Marketplace* “mercadolibre.com.ar”. Es esto así ya que fue inicialmente, y aún continúa siéndolo aunque con menor ímpetu, el responsable de atraer a la gran cantidad de usuarios que ahora se sirven de las herramientas provistas por la compañía. La empresa ofrece a sus usuarios tanto publicar productos para vender en la plataforma como comprar productos publicados. En caso de que

se realice una compraventa, Mercado Libre retiene un porcentaje del dinero utilizado para el pago del producto, pasando a ser esta la ganancia de la compañía por el servicio prestado. Esta métrica es conocida como *Take Rate* y en el caso de Mercado Libre, era de 8% en 2014 y aumentó hasta 19% a fines de 2020. A continuación se expondrá el funcionamiento de la plataforma.

FIGURA 7: INTERFAZ MARKETPLACE (PÁGINA WEB)



Fuente: Mercadolibre.com.ar

La figura 7 revela la plataforma que actúa de eje en este entramado de servicios digitales. Se destacarán de esta plataforma el buscador que ofrece y el servicio de ventas que se encuentra debajo del mismo. La utilización del buscador permite a los usuarios inferirle al sistema, de manera rápida, aquel producto o servicio que atrajo la atención de la persona y por el cual se encuentran en la plataforma. De otra manera, si el comprador desconoce el producto en particular que busca, se le provee de “categorías” por cuyo medio puede segmentar su búsqueda a productos de una cierta característica. Por otra parte, la pestaña que permite al usuario vender un producto luce de la siguiente manera.

FIGURA 8: UTILIZACIÓN DEL SERVICIO

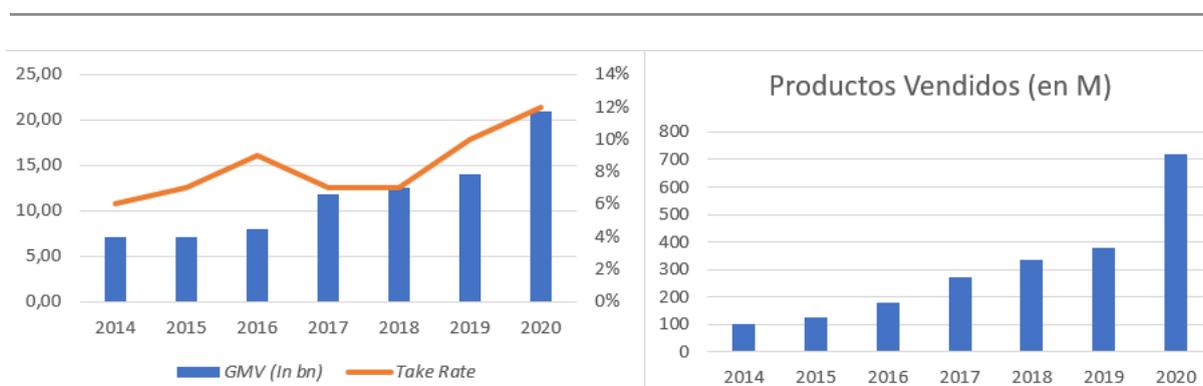


Fuente: Mercadolibre.com.ar

Como se observa en la figura 8, se categorizan las ventas como productos, vehículos, inmuebles y servicios. Es decir, puede el vendedor ofertar un artículo perteneciente a los segmentos previamente mencionados. Los servicios que uno puede brindar son profesionales, de asesoramiento legal y contable, belleza y cuidado personal, comunicación y diseño, cursos y clases, *delivery*, entre otros.

Al incrementarse la base de usuarios del *marketplace*, incrementó con ella la cantidad de bienes transados, el volumen bruto de mercancías producto de la compraventa, derivando en un mayor ingreso implícito a la empresa. A continuación presentaremos las distintas métricas tanto gráfica como explicativamente.

FIGURA 9: VOLUMEN, TAKE RATE Y PRODUCTOS VENDIDOS (en millones a excepción del *take rate*)



Fuente: Mercado Libre *Investor Presentation*, elaboración propia

En la figura 9 se expone la evolución de una dualidad de variables. En primer lugar, en el hemisferio izquierdo, se encuentra representado el GMV (Valor de Mercadería Vendida), que hace referencia al volumen en dinero al que equivalen los productos vendidos por medio de la plataforma. Inicialmente en la serie, el GMV era de 7.08 Mil Millones de dólares en 2014, mientras que al finalizar la misma, ya para 2020, el volumen de las transacciones había incrementado casi un 200%, alcanzando la cifra de 20.92 Mil Millones de dólares. En el lado opuesto del mismo gráfico se encuentra ilustrada la serie subyacente a la cantidad de artículos vendidos por medio del *Marketplace*. Es notoria la correlación entre ambas series de datos siendo que a mayor cantidad de productos transados por medio de la plataforma, tiende a ser mayor el volumen de dinero implícito. En 2014 se vendieron 101 Millones de artículos, mientras que, a finales de esa misma década, la cifra fue de 719 Millones. Esto implicó un incremento de poco más del 600% para lo que respecta al período.

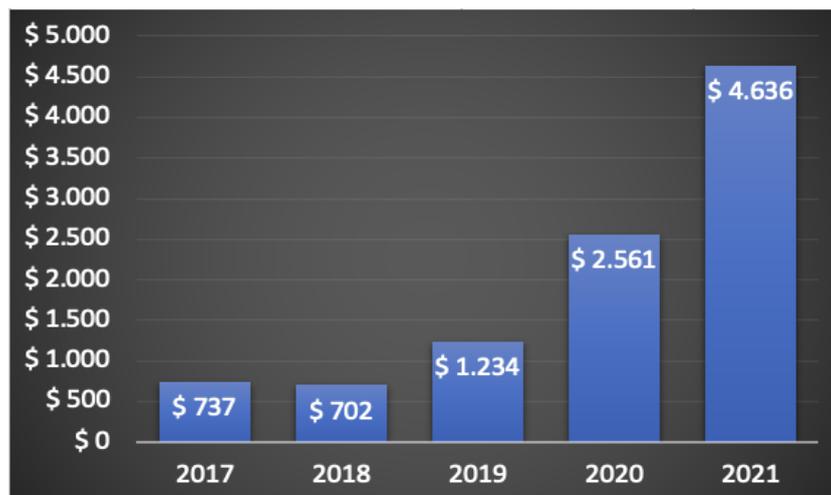
FIGURA 10: NÚMERO DE COMPRADORES ÚNICOS ACTIVOS (EN MILLONES DE US\$)



Fuente: Mercado Libre y Statista, elaboración propia

En la figura 10 se exhibe la cantidad de compradores únicos dentro de la plataforma en el período 2012-2021. De la misma forma, se observa una correlación positiva con los gráficos de la anterior imagen por ser la cantidad de compradores únicos los responsables de la cantidad de productos vendidos y con ello, el volumen de ventas correspondiente al monto en dólares equivalente a los productos transados. En 2012, Mercado Libre contaba con 16.9 Millones de compradores únicos activos y hoy en día cuentan con 139 Millones, es decir que multiplicaron por 10 la base de compradores únicos activos en menos de una década.

FIGURA 11: VENTAS ANUALES DEL MARKETPLACE (EN MILLONES DE U\$S)



Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

De esta manera, al incrementarse la cantidad de usuarios de la plataforma y con ello la cantidad de transacciones realizadas, dado que Mercado Libre cobra en porcentaje a las transacciones realizadas, aumenta también los ingresos brutos de la institución de forma casi lineal.

En 2021, Mercado Libre obtuvo 7.069 Mil Millones de dólares en ingresos brutos. De esta cifra, el x% corresponde a ingresos por medio del *marketplace*, mientras que el porcentaje restante corresponde a demás servicios provistos.

El segundo componente del ecosistema de Mercado Libre es la herramienta de pagos digitales, Mercado Pago, concebida con el objetivo de “democratizar el dinero en América Latina”. Se destacarán cuatro 4 integraciones particulares que pretenden revelar el funcionamiento de Mercado Pago.

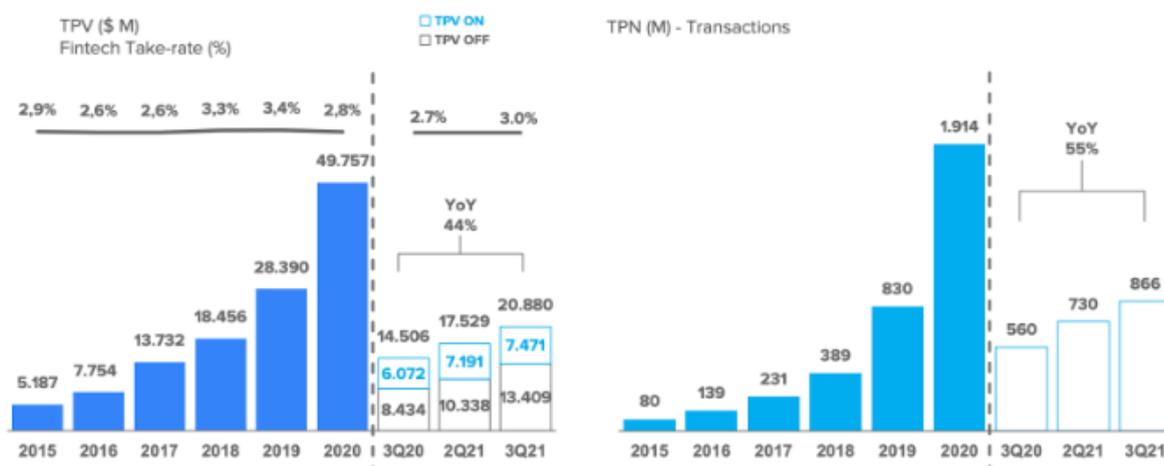
En primer lugar, Mercado Pago fue creado en 2003 y ya en 2004 ofrecía a los usuarios la posibilidad de realizar el debido envío y cobro de dinero por la compraventa realizada en el *marketplace*. En 2015 se creó el PoS (*Point of Sales*) de Mercado Pago, permitiéndole a mercaderes en tiendas físicas, realizar cobros digitales. En 2017, se crea Mercado Crédito, una extensión de Mercado Pago que ofrece tanto a vendedores como compradores, préstamos y financiamiento con el fin de ayudar a compradores a concretar la debida compra y a vendedores a escalar su negocio. Por último, en 2018 finaliza el desarrollo y lanzamiento de la aplicación de este servicio financiero, y en cuya *app* se encontraban disponibles las herramientas provistas por la segmento financiero de Mercado Libre, a la vez que agregaron

el llamado Mercado Fondo, permitiendo a usuarios de la aplicación la colocación en fondos comunes de inversión en moneda local.

Actualmente, Mercado Libre lleva a cabo sus operaciones financiero digitales por todo Latinoamérica, incluyendo Argentina, Brasil, Chile, Uruguay, Colombia, Venezuela, Perú y México.

Mercado Pago, en el tercer cuatrimestre del año 2021 alcanzó los 31,2 Millones de usuarios. En el siguiente gráfico, que a su vez se subdivide en dos, se expone la evolución de Mercado Pago en lo concerniente a distintas métricas. El gráfico de la izquierda hará referencia a la evolución del volumen total de pagos y el de la derecha a la cantidad de transacciones realizadas en los debidos años.

FIGURA 12: MÉTRICAS DE MERCADO PAGO



Fuente: Mercado Libre *Investor Presentation*

Ambas métricas expuestas en la figura 12, muestran una clara tendencia alcista en las métricas de mercado pago en los últimos 5 años. Por un lado, el volumen total de pagos era en un principio de 5,18 mil millones de dólares, para terminar la década por un total de 49,7 Mil Millones de dólares, con un crecimiento de hasta casi 10 veces, o, un crecimiento anual compuesto del 57%. Por otro lado, las transacciones vieron un incremento desde las 80 millones de transacciones en 2015 hasta las 1.914 Millones transacciones en 2020, implicando un crecimiento del 2300% o un crecimiento anual compuesto del 88%.

Sin embargo, es crucial exhibir las fuentes de las cuales proviene el volumen procesado. En el respectivo año, un 42% de las transacciones fueron realizadas dentro de la plataforma de Mercado Libre, mientras que el porcentaje restante fue realizado por fuera de la

misma. Fuera de Mercado Libre, Mercado Pago posee un potencial mercado mayor al que tendría de operar únicamente como integración de la plataforma de comercio electrónico. De esa manera, resultan mayores los potenciales ingresos que la empresa puede generar y, al tener mayores márgenes financieros que los ingresos generados por medio de la plataforma, puede inferir directamente en los múltiplos y cotización bursátil de la compañía.

En la misma corriente, Mercado Crédito otorgó hasta 20 Millones de créditos en 2020, por un volumen total de 682 Millones de dólares. Estos créditos son utilizados tanto por compradores para financiar una compra como por vendedores para escalar su negocio. En este año, un 7.5% del volumen total de pagos dentro de la plataforma correspondió a préstamos otorgados por Mercado Crédito.

Podemos llegar a la conclusión de que esta sinergia de servicios ofrecidos por Mercado Libre impulsan a vendedores como a compradores a formar parte del ecosistema. El comercio electrónico presenta ciertas capas de complejidad tanto a compradores como a vendedores y es justamente la propuesta de Mercado Libre atisbar con el objetivo de solucionar todas estas tramas. Tal es así que la principal herramienta que la empresa ofrece a vendedores regulares o no casuales es Mercado Shops.

Esta unidad de negocio permite a los usuarios crear su propia página de ventas virtuales dentro de la plataforma de Mercado Pago ofreciendo distintas facilidades bajo dos tipos de modalidades. La primera modalidad es gratuita y permite a los usuarios crear dicha página de forma básica. La segunda modalidad que ofrece esta tecnología se obtiene a cambio de una suscripción mensual y provee a los usuarios de múltiples herramientas.

FIGURA 13: FUNCIONES DE *MERCADO SHOPS*

Mercado Envíos	 Mercado Envíos FULL, Flex, Colecta y Dropshipping	✓
	 Descuento en envíos gratis	Hasta 50% de descuento
Tráfico	 Product Ads de Mercado Ads	Hasta un 90% de descuento en tráfico a tu Shop
	 Google Shopping	Te regalamos un crédito para que impulses tu campaña*
Mercado Pago	 Transacciones protegidas	✓
	 Point Smart para tu tienda física	100% bonificado
Mercado Shops	 Publicaciones	Sin límites
	 Chat de ayuda	✓
	 Promociones	✓
	 Cupones	✓
	 Stock compartido en Mercado Libre y tu Shop	✓
	 Integración con Google y Facebook	✓

Fuente: Mercadoshops.com.ar

Podemos observar en la figura 13 las funciones con las que *Mercado Shops* cuenta, incluyendo solución logística, mantenimiento digital de la página, capacidad de almacenamiento ilimitada, administración de ventas y productos junto con manejo de *stock*, integración de medios de pagos digitales, promociones por medio de distintas redes sociales de Facebook, entre otros.

Se podría decir que Mercado Shops es el punto de convergencia de todo el entramado de tecnologías creadas y ofrecidas por Mercado Libre. De esta manera, vincula las soluciones ofrecidas por Mercado Pago, Mercado Libre como página web, Mercado Envíos, Publicidad y Mercado Crédito.

FIGURA 14: CANTIDAD DE PYMES QUE VENDEN POR MERCADO LIBRE

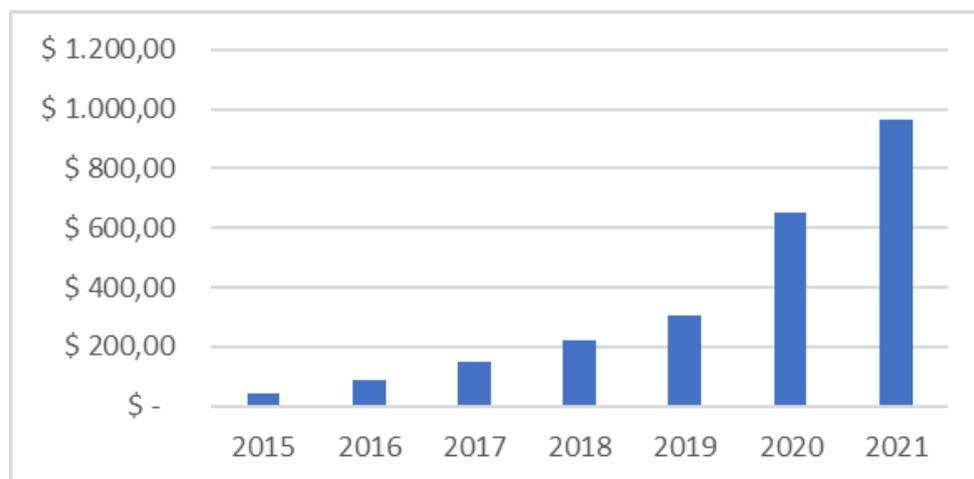


Fuente: Mercado Libre

Mercado Libre es un importante jugador a nivel latinoamericano en lo que al PBI continental respecta. Con las herramientas ofrecidas a mercaderes, se contabilizan hasta más de quinientas mil pymes vigentes y operativas en la plataforma de comercio electrónico, implicando una creación de valor de hasta miles de millones de dólares para estos empresarios. Es de destacar la fuerte prevalencia y presencia de Mercado Libre en Brasil, responsable de poco menos del 50% de los ingresos de la compañía.

Pasada la primera mitad de la década de 2010, Mercado Libre comenzó a invertir fuertemente en el brazo logístico, Mercado Envíos. La empresa pretendía ofrecer a los vendedores la posibilidad de contar con un servicio de *delivery* integrado en la plataforma.

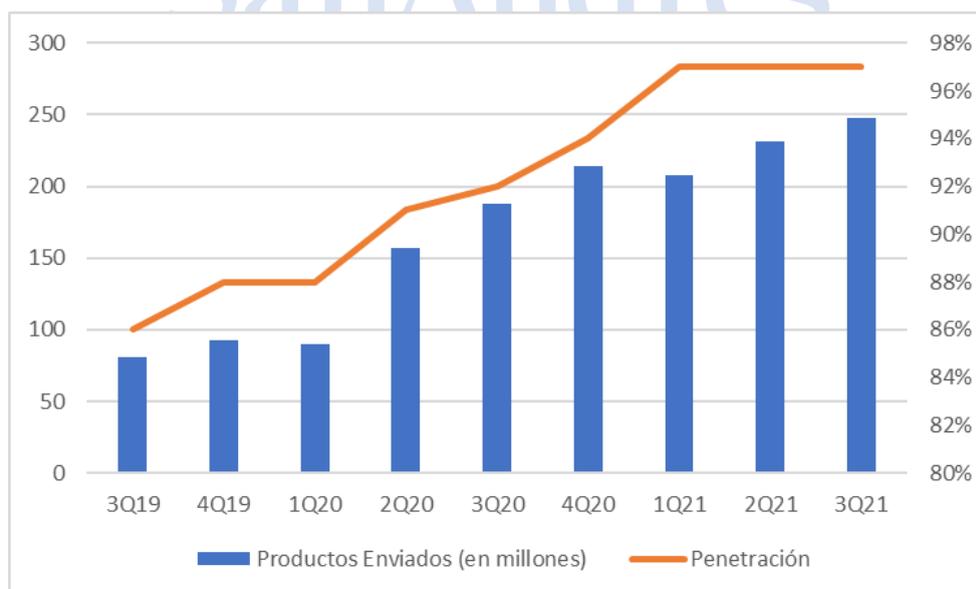
FIGURA 15: CANTIDAD DE PRODUCTOS ENTREGADOS (EN MILLONES)



Fuente: Statista 2022, elaboración propia

En el año 2015, prácticamente el primer año en vigencia de Mercado Envíos, se lograron distribuir hasta 45 millones de productos. A medida que transcurrieron los años, las inversiones en infraestructura, centros de distribución, mecanismos variados como flotas de aviones, comenzaron a ganar tracción y reflejarse en los resultados. Para el año 2021, Mercado Envíos había logrado realizar la distribución de un total de 962 Millones de productos.

FIGURA 16: MÉTRICAS DE MERCADO ENVIOS



Fuente: Mercado Libre *Investor Presentation*

La figura 16 resalta con mayor detalle, no solo la cantidad de productos enviados por medio de Mercado Envíos desde 2019 hasta 2021 segmentado en trimestres, sino también la penetración que la rama logística tuvo con respecto a la plataforma de comercio electrónico. En el primer trimestre fiscal de 2019 se distribuyeron hasta 63 millones de productos, o un 81% de todos los productos transados por la plataforma mercadolibre.com.ar. Sin embargo, a fines del año fiscal de 2021, el equivalente a 221 Millones de productos fueron facilitados por Mercado Envíos, correspondiente al 97% de la cantidad de bienes vendidos por el *marketplace*.

Por último, Mercado Libre ofrece a vendedores que utilizan el *marketplace*, Mercado Libre Publicidad. Este servicio permite a mercaderes exponer sus negocios a una audiencia calificada para así darse a conocer y atraer una mayor audiencia.

FIGURA 17: UTILIZACIÓN DE MERCADO LIBRE PUBLICIDAD

Aumentá tus ventas con Product Ads

Creá una campaña de publicidad en un solo clic y llegá a compradores interesados en lo que vendés.

[Empezar ahora](#)

Lanzá tu campaña en un solo clic
Crearemos anuncios con tus publicaciones y elegiremos cuándo mostrarlos para darte los mejores resultados.

Expandí los límites de tu negocio
Tus anuncios serán vistos por compradores que hagan búsquedas relacionadas a tus productos.

Seguí de cerca los resultados
Contarás con información detallada de ventas, visitas, ingresos e inversión acumulados.

Tomá el control de tu negocio
Podés cambiar tu presupuesto y pausar o activar tu campaña cuando quieras.

Fuente: Mercado Libre

La figura 17 ilustra el funcionamiento de Mercado Publicidad. En primer lugar, permite al usuario/vendedor lanzar su propia campaña de manera sencilla a esta audiencia calificada, aquella que citó en el motor de búsqueda un producto relacionado al propio del vendedor. A su vez, esta tecnología cuenta con su propio servicio de trazabilidad, siendo que permite al usuario acceso a distintas métricas y detalles relacionados al servicio prestado. Tal

es así que ofrece información detallada de ventas, visitas, ingresos e inversión acumulada y permite también pausar la publicidad a criterio personal.

c) Perspectiva de la Empresa

Como está expuesto en la presentación realizada por Mercado Libre a sus inversores, lo que se busca es ofrecer a los clientes la posibilidad de realizar transacciones digitales, sean de comercio electrónico o pagos digitales. Para ello, la empresa creó este artilugio, una composición de distintas tecnologías que justamente permite y facilita a las personas este tipo de labores.

No únicamente permite la transacción “per sé”, sino que reduce fricción y agrega valor en toda la cadena de valor, desde la creación de la tienda virtual hasta la distribución del producto.

En los pasados años, la competencia en los sectores que Mercado Libre compite se ha enardecido y se acrecienta constantemente. Nuevos jugadores mundiales y regionales desarrollaron su propio producto de pagos digitales, amenazando el futuro *market share* de Mercado Libre. A su vez, empresas como Sea Limited empiezan a avistar la potencialidad que el mercado latinoamericano ofrece y por cuya razón decidieron insertarse en el mismo.

Si la intención de la empresa es mantenerse como el incuestionado líder en los sectores a los que pertenece, debe hacer especial hincapié en mantenerse a la vanguardia de la innovación y en continuar acentuando las ventajas competitivas que ya lleva.

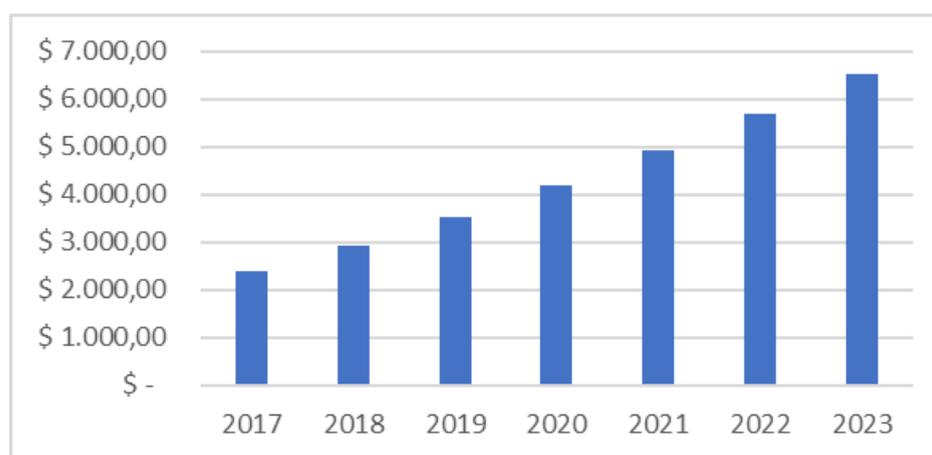
3) Análisis de la Industria

a. Tendencia del comercio electrónico

Para el debido análisis de la industria se debió, en primer lugar, identificar y explicar la industria a la que Mercado Libre pertenece. A su vez, se hizo la debida mención y profundización respecto a la locación geográfica en la que Mercado Libre opera por los contrastes que pueden haber al intentar compararla con empresas que posean un modelo de negocio similar pero operen en una región completamente distinta.

La empresa pertenece a una industria que se originó con la creación del internet en los 90 y aún hoy no aparenta haber alcanzado su apogeo.

FIGURA 18: VENTAS GLOBALES EN LÍNEA (EN TRILLONES DE USD)



Fuente: *eMarketer*, elaboración propia

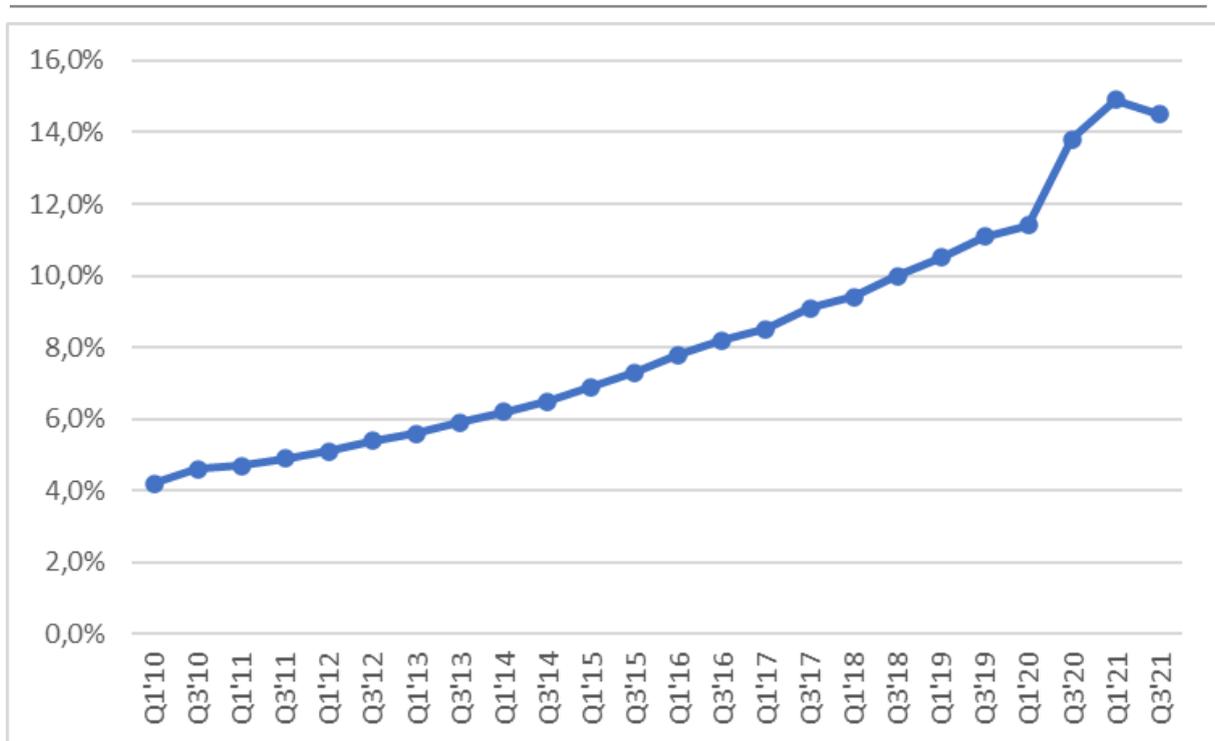
La figura 18 expone las ventas globales alcanzadas por las empresas de comercio electrónico en los últimos 5 años y, a su vez, propone una proyección para los años venideros. Este tipo de proyecciones representa el común denominador de la expectativa general en lo que al futuro del *e-commerce* respecta. A simple vista se denota la fuerte tendencia alcista en las ventas totales realizadas por medio del comercio electrónico a nivel mundial. En estos últimos 5 años (2017-2021), casi que se triplicaron los ingresos brutos generados por ventas en línea, alcanzando así un impresionante CAGR (tasa de crecimiento anual compuesto) del 19.9% y aparentaría no estar más que acelerándose.

Esta es una industria en la cual la satisfacción del usuario es muy importante, lo cual tiende a favorecer a las grandes empresas porque tienden a tener una mejor red de logística e infraestructura, permitiéndoles colocar precios más competitivos que sus pares. Aquella

empresa que pueda ofrecer un mejor producto/servicio a un menor precio, es a quien el consumidor final recurrirá, ya que los costos de hacer un pedido en línea en una plataforma diferente no son altos. Esto explica en pequeña porción por qué la expansión hacia mercados ya dominados es altamente complicada y de bajo beneficio esperado.

Por otro lado, otra de las métricas que uno podría utilizar para intentar identificar la tendencia de la industria es el grado de adopción por parte del público, en este caso el estadounidense.

FIGURA 19: VENTAS ONLINE COMO PORCENTAJE DE VENTAS TOTALES (US)



Fuente: Statista 2022, elaboración propia

Como se puede observar, este mecanismo de compraventa ha tenido un crecimiento acentuado, cada año representando un mayor porcentaje sobre las ventas totales. Si bien el mismo está compuesto por datos estadounidenses, réplica a la práctica perfección el caso latinoamericano y también mundial. Esta métrica es de particular relevancia siendo que cada transacción realizada por medio de estos *marketplaces*, conlleva a un ingreso en la empresa prestamista del servicio, aumentando así las ventas generales de la industria. A mayor adopción, mayor será el ingreso para esas corporaciones, mayor será la inversión para conseguir un mayor grado de adopción y continúa el ciclo.

FIGURA 20: VENTAS MINORISTAS ONLINE Y PROYECCIONES



Fuente: Statista *Digital Market Outlook*

En la figura 20 podemos observar el comportamiento pasado del volumen de ventas alcanzado por el comercio electrónico en los principales países de Latinoamérica y también de Mercado Libre. Al igual que en el gráfico de Estados Unidos, se denota la tendencia alcista y la proyección ofrecida promete un continuo crecimiento de mercado en el futuro cercano. Algo a destacar es la esperada desaceleración en el crecimiento del volumen de ventas. Esto se debe al fuerte impulso que el coronavirus dio al sector, conformando una mayor base de ventas sobre la cual crecer y, por la ley de los grandes números, se converge hacia una menor tasa de crecimiento cuanto mayor sea la base sobre la cual expandirse.

El mercado del *e-commerce* es verdaderamente inmenso, siendo que no hay límites de transacciones ni los hay (o hay pocos) de cantidad de pedidos. El único limitante se hace presente cuando se ensancha la brecha entre la cantidad de transacciones y la logística disponible. Por otra parte, los *marketplaces* digitales suelen contar con continua disponibilidad, aumentando aún más el público *target*.

b. Tendencia de Pagos Digitales

FIGURA 21: TRANSACCIONES DIGITALES GLOBALES POR REGIÓN



Fuente: Quantalooop

En la figura 21 se aprecia la evolución en la cantidad de transacciones realizadas por todos los medios de pago excluyendo el efectivo en los últimos 5 años. En el mismo, se encuentra a su vez segmentado el volumen acorde a los distintos sectores del mundo. Se nota un sostenido crecimiento multisectorial, con fuerte aceleración en 2021 producto del covid-19, pero una aceleración que pareciera mantenerse al menos y que puede derivar en una aún mayor aceleración también. Se destaca también la agresiva aceleración y crecimiento sostenido de países en desarrollo, dentro de los cuales se incluyen los latinoamericanos. Con un CAGR global del 12.7% en el respectivo período, es fácilmente deducible que el sector tuvo un alto crecimiento. Una aceleración sobre estos niveles nominales ya obtenidos implicaría un importantísimo grado de dinero transado vía estos medios.

FIGURA 22: COMPRAS GLOBALES CON TARJETA DE CRÉDITO



Fuente: WEO, World Bank, Nilson, corporate reports, Bernstein estimates.

En la figura 22 se revela tanto el volumen en dólares transaccionado por medio de pagos digitales, como también la penetración de las tarjetas de crédito como medios de pago. Nuevamente nos referimos a la adopción por parte del público general siendo que, a mayor adopción, mayor será el dinero transaccionado y mayor será el ingreso para el prestamista del servicio. En este último año, el mundo alcanzó la marca de 20 Trillones pagados por estos medios, marca histórica. De ambas métricas resaltamos la acentuada tendencia alcista y sostenida. No es esto de menor relevancia siendo que el hecho de que una empresa esté posicionada en mercados en constante crecimiento, inevitablemente atraerá un mayor flujo de capitales hacia la misma.

El mercado de pagos digitales es uno al cual cualquier empresa que ofrezca el producto puede apuntar siempre y cuando, tanto comprador como vendedor, cuenten con la herramienta y puedan acordar utilizar una moneda incluida en las respectivas billeteras. Es por ello que el Mercado Total Disponible (*Total Addressable Market*) es inmenso (trillones de dólares), ya que se apela a una audiencia mundial, al igual que con el comercio electrónico pero, al tener mayores márgenes de ganancia, el mercado de pagos digitales promete mayores beneficios. Es pertinente destacar la alta correlación entre ambos mercados porque ambos forman parte de la revolución digital que está tomando parte en el siglo XXI, en la cual Mercado Libre es un activo participante.

Por último, en estos últimos años, Mercado Libre añadió como complemento la opción para que vendedores tomen créditos para con la empresa, a los mismos los otorgan en base al riesgo crediticio que presentan, medido con un sistema de inteligencia artificial que recaba datos de los vendedores por medio de la plataforma de MELI y en base a ello, decide. Si bien Mercado Créditos fue desarrollado e implementado hace relativamente poco tiempo, es un negocio que, de prosperar, puede implicar un giro rotundo en el ecosistema completo.

c. Líderes del comercio electrónico.

Como toda industria, en el comercio electrónico hay empresas que lideran a nivel mundial. Aquellas son la clara prueba de la escalabilidad y el alcance que se puede tener si se consigue una posición dominante en el comercio electrónico. Dentro de las mismas se encuentran ejemplos como Amazon y Alibaba. Ambas se caracterizan por cosechar decenas y centenares de miles de millones de dólares en ingresos brutos. Al momento en que el crecimiento se torna estable y amenaza con un estancamiento, dichas empresas buscan escalar sus negocios mediante la expansión a mercados con menor desarrollo, menos competidores, donde la tasa de crecimiento es potencialmente mayor.

Amazon, quien domina el hemisferio occidental, reportó en 2021 haber alcanzado los 496 mil millones de dólares en ventas brutas. Fundada en 1994 con intenciones de ser un *marketplace* digital para la comercialización de libros, Amazon fue evolucionando hasta llegar a convertirse en el principal referente en lo que al comercio electrónico respecta a nivel mundial. Sin embargo, es importante destacar que la empresa en menudas ocasiones logró continuar creciendo mediante adquisiciones e inserciones en nuevos mercados. Esta opcionalidad es una característica recurrente en las grandes empresas y que, bien realizada, conlleva a un crecimiento indefinido, como es el caso de Google, Apple por ejemplo. De esta manera, Amazon logró posicionarse como principal competidor en el sector de transmisión en vivo. A su vez, es el principal proveedor de servicios de nube por medio de Amazon Web Services.

Por otra parte, Alibaba domina el hemisferio oriental y reportó haber obtenido 717 mil millones de dólares en ingresos brutos en 2021. Creada en 1999 por Jack Ma junto a un grupo de amigos, la empresa logró posicionarse con el paso de las décadas como principal referente a lo que la industria compete. Mediante su gran cuota de mercado en China y alcance en distintas partes de Asia y demás partes del mundo, Alibaba es un líder mundial en comercio electrónico. Sin embargo, el crecimiento de la empresa no es únicamente debido a la

escalabilidad que obtuvo el *marketplace* digital, sino también a los servicios en paralelo creados para complementar al mismo. Tal es el caso de Alipay, un servicio de pagos digitales creado por el grupo Alibaba. Dentro de estos ejemplos se encuentra Aliexpress, unidad de negocio pensada para que las marcas chinas hagan llegar sus productos a clientes de todo el mundo. Por último, se realiza la debida mención de Alibaba Cloud, servicio que permite a Alibaba ofrecer poder computacional a aquellos que lo requieran.

Ambas compañías tienen en común ciertos atributos que pueden ser plasmados en Mercado Libre. La correcta ejecución a la hora de expandirse a nuevos mercados, como también el continuo lanzamiento de nuevos productos permitió a Amazon y a Alibaba transformarse en las marcas más relevantes de la historia de la humanidad. Las cualidades recién destacadas permitieron a Mercado Libre convertirse en líder regional y, de potenciarse, le permitirán escalar su negocio aún más.

d. Indicadores Macroeconómicos de la región

TABLA 1: INFLACIÓN ANUAL POR PAÍSES

	2017	2018	2019	2020	2021
Argentina	25,68%	34,28%	53,55%	42,20%	50,59%
Brasil	3,45%	3,67%	3,73%	3,21%	7,70%
México	6,04%	4,90%	3,64%	3,40%	5,37%
Chile	2,18%	2,32%	2,25%	3,04%	3,10%

Fuente: Statista, elaboración propia

Se tomaron como referencia los principales países en los que Mercado Libre opera. Esta variable puede incidir en los distintos negocios por afectar el flujo de caja, el valor del inventario, el dinero que posee la empresa en efectivo y equivalentes, la tasa de interés de cada país, afectando la deuda tomada o que pueda tomar la empresa, entre otros. La inflación en América Latina en general tuvo tendencia al alza la pasada década, al igual que en el resto del mundo pero mayor gravedad. Brasil es el país de donde Mercado Libre obtiene el 50% de sus ingresos. En el mismo se observaba una estabilidad en torno al 3,5% hasta el nuevo pico realizado en 2021 de 7,7%

TABLA 2: VARIACIÓN ANUAL DEL PBI POR PAÍSES

	2017	2018	2019	2020	2021
Argentina	2,81%	-2,60%	-2,02%	-9,90%	10,30%
Brasil	1,30%	1,80%	1,40%	-4,10%	4,60%
México	2,10%	2,20%	-0,10%	-8,20%	4,80%
Chile	1,20%	3,70%	0,90%	-5,80%	11,70%

Fuentes: Statista y El Economista, elaboración propia

La capacidad productiva, el consumo, la inversión y demás variables macroeconómicas en los últimos años se vieron severamente afectados por la crisis del coronavirus. Por esta razón, los países seleccionados en el período en cuestión poseen dos datos anormales. En 2020 se observa una caída abrupta y en 2021 una recuperación tan acelerada como la caída.

Previo a 2020 y 2021, México y Chile se mantenían por encima del 2% de crecimiento anual. El crecimiento de los países en donde Mercado Libre opera es bueno para la empresa dado que cuanto mayor es el crecimiento, mayor será el salario mínimo y el ingreso medio, permitiendo gastar más dinero. No se detecta tendencia alguna en ambos países sino estabilidad en torno al 2%.

Brasil, país del cual Mercado Libre obtiene cerca del 50% de sus ventas, presentó un crecimiento del pbi estable alrededor de 1,5% en los primeros 3 años de la muestra. En 2020 y 2021, al igual que la mayor parte del resto del mundo, tuvo un grave decrecimiento para luego mostrar una acentuada recuperación. Al ser la economía brasileña de mayor dimensión que la de sus pares, es normal que muestre un crecimiento por debajo de la media de los demás países. Esto es así porque cuanto mayor sea la base sobre la cual crecer, menor tenderá a ser el crecimiento. Resulta de vital importancia que Brasil continúe expandiendo su economía para que Mercado Libre, al ir ganando cuota de mercado, pueda obtener mayores beneficios de los que pudiese obtener a día de hoy.

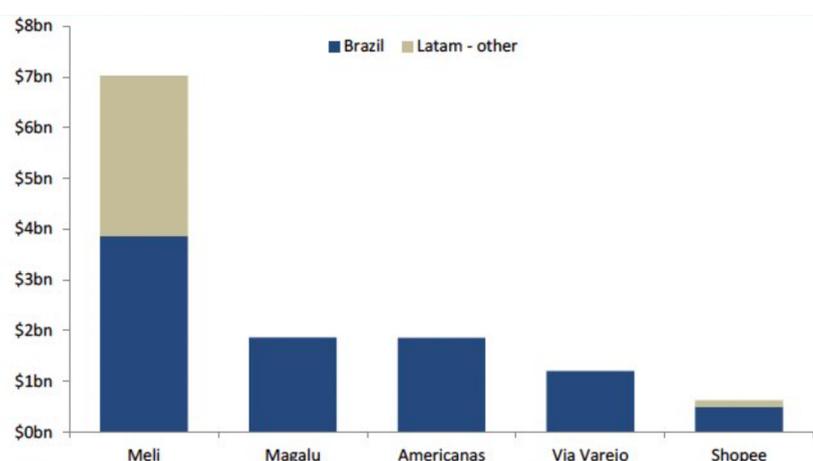
Por último, Argentina exhibe la mayor volatilidad en cuanto a variación del PBI de la muestra. En el lapso estudiado, predominó el decrecimiento. Si de alguna forma se solucionan los problemas geopolíticos que dañan la percepción de Argentina, la misma podría comenzar a atraer capitales en mayor cantidad y comenzar un ciclo económico alcista que podría beneficiar de gran manera a Mercado Libre por ser quien domina el mercado.

4) Posicionamiento competitivo

Mercado Libre opera en distintas industrias, previamente mencionadas. Aquellas dos que representan un mayor porcentaje sobre las ventas totales son comercio electrónico y servicios financieros digitales. Los productos que Mercado Libre ofrece a participantes del ecosistema de comercio electrónico proveen un 64% de las ventas brutas. Por otra parte, el sector de pagos digitales representa el restante 36%.

a) Sector *E-Commerce*

FIGURA 23: VOLUMEN DE PRODUCTOS VENDIDOS POR EMPRESA (LATAM)



Fuente: Statista

SanAndres

Mercado Libre es el actual y distante líder en el comercio electrónico de Latinoamérica. El gráfico muestra el valor bruto de mercadería vendida de las empresas dominantes a través de sus plataformas. A su vez, se divide el volumen acorde al realizado en Brasil, región principal, y en otras partes del continente. Mercado Libre duplica el del segundo contendiente, Magalu, posicionándose como principal referente. A su vez, en el resto de Latinoamérica no hay empresa que siquiera compita con la cantidad de volumen de mercadería comprado en el *marketplace* de Mercado Libre. Por medio de la misma, se transaccionan hasta 3 Mil Millones de dólares cuando, el segundo y más cercano competidor, Shopee, apenas alcanzó 100 Millones de dólares.

Otras métricas que pueden utilizarse para evaluar el posicionamiento competitivo de Mercado Libre pueden ser la cantidad de descargas y de usuarios que tiene la respectiva aplicación.

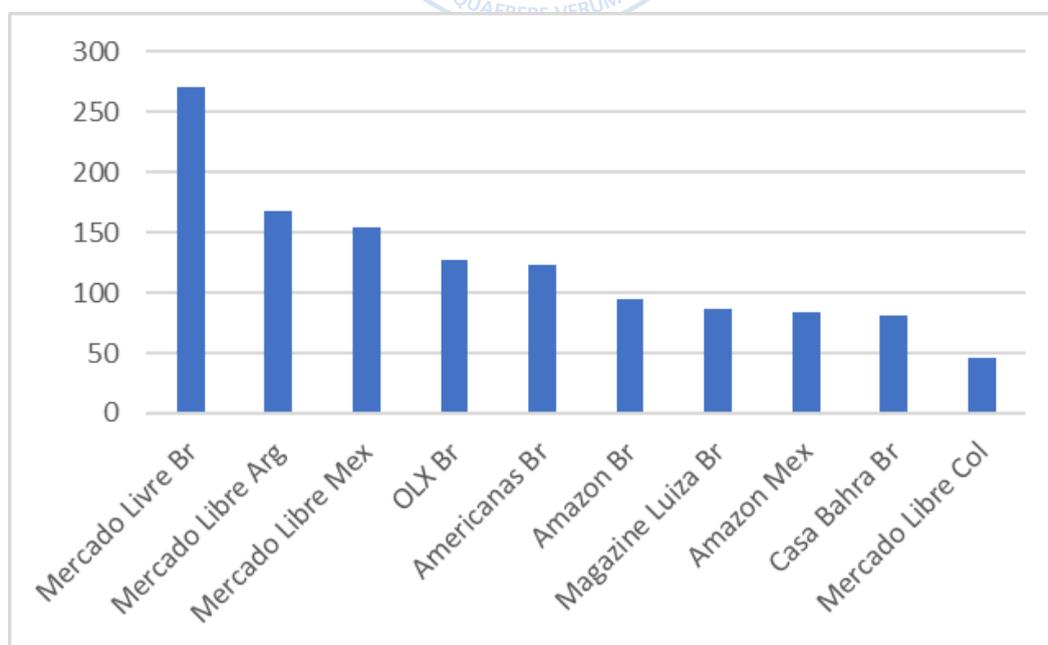
FIGURA 24: TOP 10 APLICACIONES POR USUARIOS ACTIVOS

#1		Shopee	#6		Americanas
#2		Amazon	#7		Riachuelo
#3		Mercado Libre	#8		Casas Bahia
#4		AliExpress	#9		Facily
#5		Magazine Luiza	#10		Dafiti

Fuente: Aptopia - Agosto

Esta imagen muestra el top 10 en Latinoamérica de las aplicaciones de *e-commerce* tomando como referencia los usuarios activos mensuales que tuvieron en agosto de 2021. En esta categoría, Mercado Libre está en el tercer puesto.

FIGURA 25: NÚMERO DE VISITAS POR PÁGINA DE VENTAS ONLINE (EN MILLONES)



Fuente: Statista

En la misma línea de pensamiento, el previo gráfico de barras exhibe un *ranking* de las páginas de comercio electrónico con mayor número de visitas en América Latina en 2021. Se observa el absoluto liderazgo de Mercado Libre en esta métrica.

Mercado Libre posee los tres primeros puestos en cuanto a dominios particulares a través de América Latina, cada uno refiriendo a un país distinto, Brasil, Argentina y México. A su vez, la empresa logró posicionarse en el puesto 10 con el *marketplace* de Colombia.

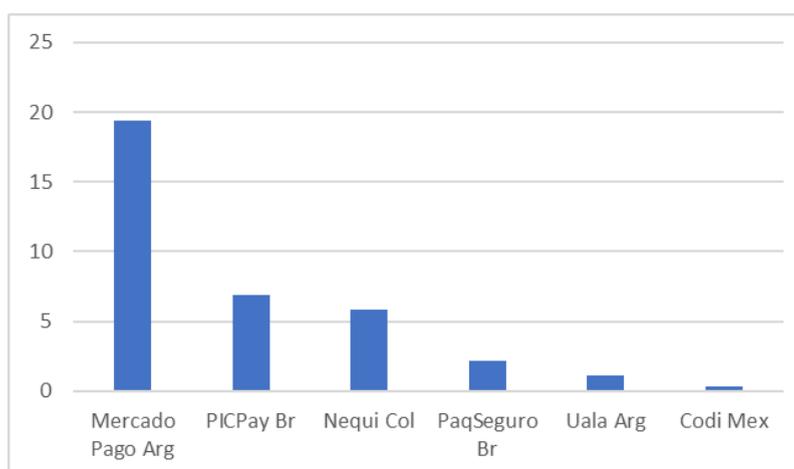
Además, ofrece una hipótesis para la explicación de aquello que permite a Mercado Libre dominar la región para ser el auténtico líder. A grandes rasgos, la cantidad de negocios o Pequeñas y Medianas Empresas que utilicen la plataforma, determina la cantidad de compradores que utilizarán la misma. Esto se explica por el lógico argumento de que, cuanto más diversidad de productos se encuentren en el *marketplace*, mayor será la cantidad y diversidad de compradores potenciales.

Se revela un aproximado de 517 Mil pequeñas y medianas empresas que operan en Mercado Libre. La mayoría de ellas pertenece a Brasil y no es coincidencia siendo que es el país de donde la compañía obtiene mayores ventas.

b) Sector Pagos Digitales

Mercado Libre está inserto en la industria de pagos digitales por medio de su unidad de negocio financiera, Mercado Pago. A modo de primera comparación, se expondrá una imagen que devela el Número de visitas a plataformas de pagos móviles y digitales en América Latina en enero de 2022

FIGURA 26: NÚMERO DE VISITAS POR APLICACIÓN DE PAGOS DIGITALES (EN MILLONES)



Fuente: Statista 2022, elaboración propia

A simple vista se observa, al igual que en el sector del comercio electrónico, el absoluto predominio del producto de Mercado Libre. En enero de 2022, las visitas obtenidas

por Mercado Pago fueron de hasta 2,8 veces más que las de su más cercano competidor. Las mismas totalizaron 19,4 Millones de visitas, mientras que PicPay consiguió 6,9 Millones.

En la posterior imagen se encuentran ilustrados distintas métricas para los principales países en donde Mercado Pago opera. La primera de ellas es la cuota de mercado en el respectivo país, la segunda es el porcentaje de usuarios activos respecto al total de cuentas y, por último, la cantidad de sesiones mensuales por usuario.

FIGURA 27: APLICACIONES DE PAGOS DIGITALES MÁS USADAS (JULIO 2019)

	<i>Market Share</i>	<i>Active Users</i>	<i>Sessions per user</i>
Argentina			
-Mercado Pago	16,5%	65,2%	20,9
-Paypal	0,7%	26,9%	4
-Todo Pago-PEI	0,5%	20,0%	3
Brazil			
-Samsung Pay	6,5%	31,3%	12
-Mercado Pago	4,4%	67,6%	22,2
-Google Pay	1,9%	45,2%	15,4
-Paypal	0,9%	34,8%	2,7
Mexico			
-Samsung Pay	6,8%	29,3%	3,7
-Paypal	1,9%	26,3%	9,1
-Mercado Pago	1,7%	46,1%	12,4
-Cashi (Walmart)	0,1%	35,4%	3,8

Fuente: Ogury, Sep 11, 2019

En Argentina, Mercado Pago lidera con mucha distancia. Por otra parte, si bien no posee la mayor cuota de mercado en ambos países restantes, sí se denota la preferencia de los usuarios en usar la aplicación. Esto se infiere a partir del porcentaje de usuarios activos y de las sesiones por usuario, donde Mercado Pago obtiene los mejores resultados.

A modo de conclusión en cuanto al posicionamiento competitivo, se puede alegar que Mercado Libre posee un sitio dominante en toda la región. En la mayoría de países, un liderazgo absoluto. Sin embargo, la competición se está haciendo más ardua con el paso del tiempo. Empresas como Amazon están comenzando a asentarse y solidificar su estructura en el mercado Brasileiro. De la misma manera, Sea Limited se insertó en el mercado Brasileiro en 2019 y ya figura dentro de las 10 firmas de *e-commerce* con mayor impacto.

Por otra parte, en el sector de pagos digitales, Mercado Pago dirige el mercado latinoamericano. De momento no hay competidores fuertes en la región pero, al ser una industria con un gran crecimiento proyectado, lo más probable es que aparezcan empresas intentando obtener una parte de la cuota de mercado.

Ambas industrias están ligadas a la tecnología y son altamente competitivas en todas partes del mundo. Es por esta razón que para que Mercado Libre sostenga su posición de líder, debe mantenerse a la vanguardia y continuar innovando y lanzando productos o herramientas que faciliten el uso de los mismos a los usuarios.



Universidad de
San Andrés

5) Análisis financiero

El análisis financiero de la empresa está realizado en base a los estados contables presentados en el período 2017-2021. En cuanto a, tipo de cambio, se tomaron los datos de apertura de enero en cada respectivo año. Todos los números están consolidados en dólares a menos que se indique lo contrario.

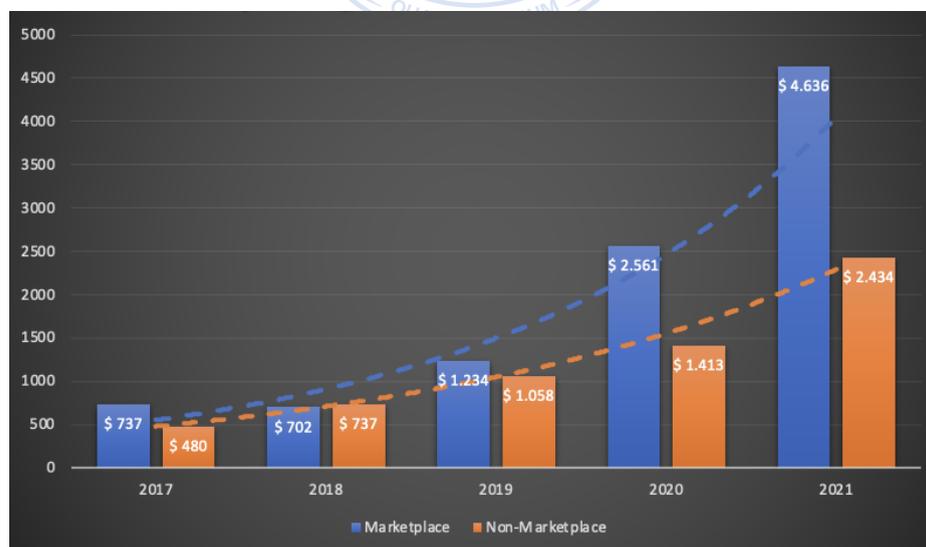
TABLA 3: TIPOS DE CAMBIO

	2017	2018	2019	2020	2021
Argentina (Ars/USD)	15,87	18,64	37,65	59,81	84,08
Brasil (BRL/USD)	3,25	3,30	3,88	4,01	5,19
México (MXN/USD)	20,68	19,66	19,65	18,93	19,88

Fuente: es.investing.com, elaboración propia

a. Segmento Ventas *Online*

FIGURA 28: VENTAS POR SEGMENTO



Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

Las ventas obtenidas por medio del *marketplace* superaron los 4.5 mil millones de dólares en 2021, implicando un crecimiento anual compuesto del 58,3%. Esta unidad de negocio representaba el 60% de los ingresos de la compañía en 2017, mientras que, en 2021, los ingresos vía *marketplace* representaron un 65% de la totalidad de la firma.

Por otra parte, las ventas obtenidas por medios aparte del marketplace fueron de 2.434 millones de dólares en 2021. En 2017, las mismas eran de 480 millones de dólares por lo que las ventas por estos medios tuvieron un crecimiento anual compuesto del 50%. Hacia fines del período en cuestión, representaban el 40% de los ingresos totales de la compañía.

El hecho de que el porcentaje de ganancias de Mercado Libre correspondiente al sitio web haya ido en aumento puede deberse a varios motivos. Entre ellos, Mercado Envíos en Brasil y en Argentina, el coronavirus, publicidad. La gran ejecución del desarrollo de infraestructura y logística en los distintos países, principalmente Brasil, permitió a una gran cantidad de nuevos usuarios, insertarse con facilidad en la plataforma como vendedores. A su vez, el coronavirus fue un gran acelerador en la adopción de las tecnologías disruptivas. Si bien dentro de ellas se encuentran tanto los pagos digitales como el comercio electrónico, este último fue quien recibió el principal impulso en la región latinoamericana. En definitiva, se observa el rápido y continuo crecimiento en ambos negocios y, dadas las condiciones reunidas y las proyecciones del sector, se esperaría que el crecimiento continúe.

TABLA 4: VENTAS POR PAÍS

	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
Brasil	\$ 1.323,6	\$ 868,2	\$ 1.298,5	\$ 2.194,0	\$ 3.906,6	31,07%
Argentina	\$ 589,8	\$ 376,6	\$ 414,7	\$ 980,3	\$ 1.531,0	26,93%
México	\$ 136,1	\$ 109,1	\$ 235,8	\$ 575,2	\$ 1.174,4	71,40%
Otros	\$ 107,0	\$ 87,8	\$ 101,0	\$ 224,0	\$ 456,4	43,71%

Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

Mercado Libre registra ingresos desde una gran cantidad de países en Latinoamérica. Más del 90% de los mismos está concentrado en los tres principales, expuestos en el cuadro; Brasil, Argentina y México.

Brasil es responsable del 55% de la totalidad de ingresos de la firma. En el período selecto, se triplicaron los ingresos en este sector, implicando una tasa de crecimiento anual compuesto del 31%. Para fines de 2021, Mercado Libre registra haber obtenido casi 4 mil millones de dólares del país brasilero cuando, en 2017, los mismos eran de 1.323 Millones.

En el año 2021, se reportaron 1.531 millones de dólares realizados en ventas en Argentina. Esta cifra representó el 21,6% de los ingresos brutos de Mercado Libre. A su vez, implicó una tasa de crecimiento anual compuesto del 26,9% para el lapso analizado, con unas ventas de 589 Millones de dólares al principio del mismo.

El sector que reportó un mayor y acelerado crecimiento dentro de los analizados es el mexicano. Alcanzando un 71,4% de crecimiento anual compuesto, las ventas inicialmente eran de 136 millones para terminar en 1.174 Millones de dólares al final de esta media década.

Por último, los ingresos provenientes del complemento de países donde Mercado Libre opera alcanzaron la cifra de 456,4 Millones en 2021. Estas ventas acordaron el 6,4% de la totalidad de la firma.

Las principales variables a destacar del cuadro son las siguientes:

- En primer lugar, el muy acelerado crecimiento de las ventas realizadas en México, lo cual se debe a dos motivos. Principalmente, la inversión en infraestructura y logística en la extensión de este dominio pero, también se debe a la menor base imponible sobre la cual crecer. Al ser bajos los ingresos provenientes de este país al inicio del período, resulta más sencillo crecer en mayor medida. Lo mismo ocurre con los denominados “otros” países en el período.
- Se destaca el hecho de que un solo país representa más del 50% de los ingresos de la compañía, Brasil. Esto es así dada la inversión en centros de distribución realizada anteriormente en este sector.
- Por último, se realza la tendencia a la diversificación del protagonismo en los ingresos. Inicialmente, Brasil y Argentina eran responsables de casi el 90% de ingresos de Mercado Libre. Sin embargo, hacia fines de esta media década, ambos países representaron el 77% de los ingresos. Esto es positivo para la empresa porque desliga un riesgo de concentración que podría ser potencialmente afectado por factores macroeconómicos de esa respectiva región.

b. Monetización del Marketplace

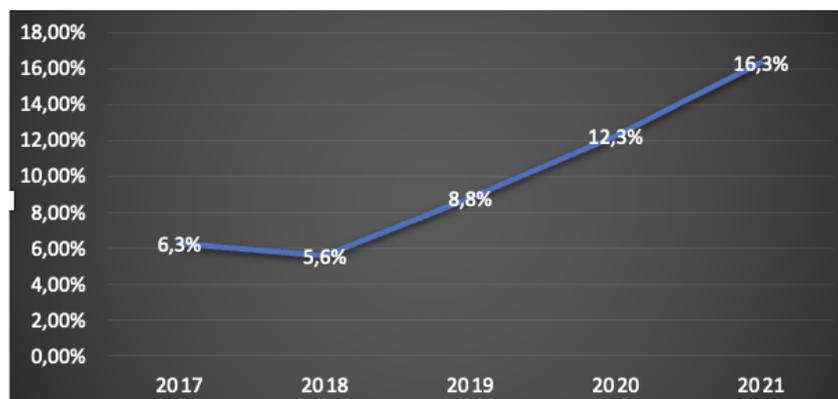
FIGURA 29: MONETIZACIÓN DEL MARKETPLACE



Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

En la figura 29 se observa el volumen de mercadería vendida por medio del *marketplace* y los ingresos brutos que generaron para la compañía. Principalmente se destaca la tendencia alcista y la fuerte aceleración generada por el covid. A su vez, cómo Mercado Libre logró aumentar los ingresos brutos en mayor medida que el volumen de mercadería, expuesto en el siguiente gráfico.

FIGURA 30: INGRESOS SOBRE VOLUMEN DE VENTAS TOTAL



Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

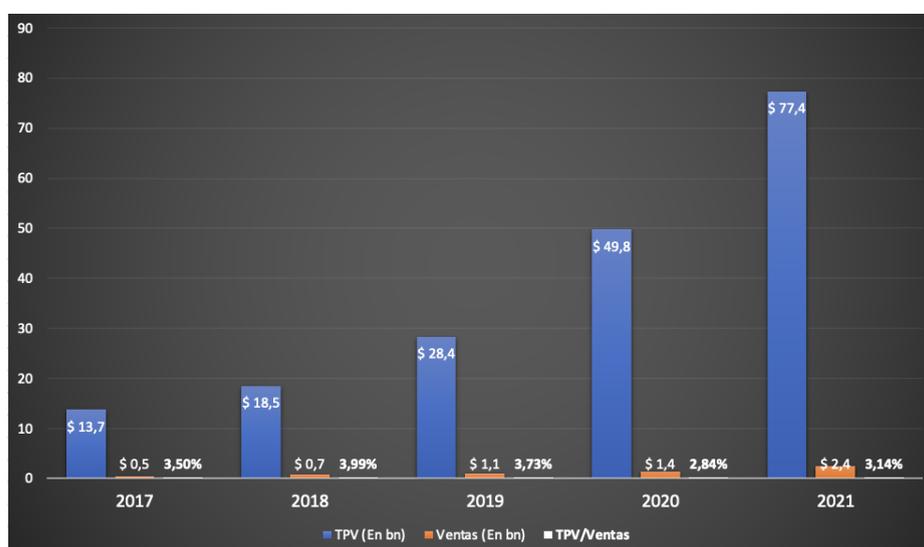
La figura 30 exhibe el porcentaje de ventas brutas obtenidas por Mercado Libre por cada dólar de mercadería transado por su plataforma. Por ejemplo, a principios del período,

por cada dólar de mercadería vendida, la empresa generaba 0.06 dólares en ingresos brutos. Sin embargo, hacia fines de 2021, por cada dólar de mercadería transada, Mercado Libre generó 0.16 dólares.

Esta tendencia alcista y casi triplicación del dinero que genera Mercado Libre en base al volumen, es altamente positiva. Esto es así siendo que devela la capacidad de la compañía para escalar el negocio y la ventaja competitiva que tiene. El principal motivo por el que esta métrica fue al alza es el aumento de la comisión que cobra Mercado Libre a sus usuarios.

c. Monetización de Mercado Pago

FIGURA 31: MONETIZACIÓN DE MERCADO PAGO



Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

La figura 31 ilustra el Volumen Total de Pagos y las ventas brutas obtenidas por Mercado Libre en cada respectivo año. Destaca el acelerado crecimiento de ambos parámetros, multiplicándose por más de 5 veces en el período en cuestión. El volumen total de pagos comenzó siendo de 13 mil millones de dólares y, al término del período, fue de 77 Mil Millones. Por otra parte, las ventas brutas de Mercado Libre fueron de 480 Millones de dólares en 2017 y en 2021 de más de 2.400 Millones. A diferencia del segmento del marketplace, en este no se presenta una tendencia a obtener mayores ingresos brutos cuanto mayor volumen de pagos, expuesto a continuación.

La relación Volumen Total de Pagos divididas las ventas brutas de Mercado Libre presentan la ausencia de tendencia. El hecho de que esta métrica presente una lateralización y

no una tendencia alcista no es alarmante. Esto se debe a la estrategia de Mercado Pago de, primero alcanzar una gran base de usuarios para luego ir aumentando poco a poco la comisión por el uso de su red.

TABLA 5: MÉTRICAS OPERATIVAS

(En Millones)	2017	2018	2019	2020	2021
Usuarios Unicos Activos	\$ 37,7	\$ 55,5	\$ 74,2	\$ 132,5	\$ 139,5
Volumen de Ventas (US\$)	\$ 11.749,3	\$ 12.504,9	\$ 13.997,4	\$ 20.926,8	\$ 28.350,9
Productos Vendidos	\$ 270,1	\$ 334,7	\$ 378,9	\$ 719,3	\$ 1.014,3
Productos Entregados	\$ 150,7	\$ 221,7	\$ 306,9	\$ 649,2	\$ 962,3

Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

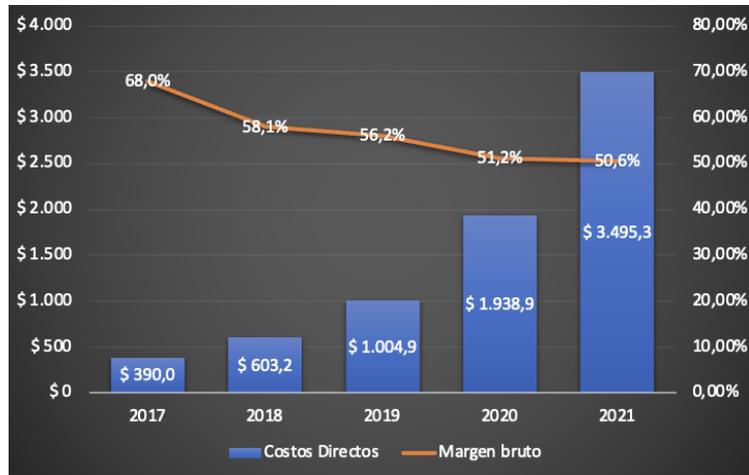
En línea con los parámetros analizados anteriormente, las métricas operativas también presentaron un incremento abrupto en el período seleccionado.

d. Márgenes y rentabilidad

Los costos directos de Mercado Libre incluyen el mantenimiento de servidores, la realización de los puntos de venta físicos vendidos, cargo de procesamiento de las operaciones pagadas con Mercado Pago, costos de cobranza e impuestos. A su vez, Mercado Envíos también es considerado un costo directo de la empresa y se define en el porcentaje de penetración que la red tiene en el *marketplace*. En el año 2021, Mercado Envíos tuvo una penetración del 89% es decir que, en casi todos los casos, la empresa debía incurrir en este costo. Si bien la suscripción que se abona mitiga el costo, la red de envíos aún no genera beneficios.

A continuación se encuentran representados de manera gráfica los costos variables o directos junto con su respectivo margen bruto en los años analizados. Los costos directos presentan un abrupto aumento debido al costo asociado a Mercado Envíos. Con ello se reduce también el margen bruto de beneficios. Sin embargo, esta herramienta de logística que Mercado Libre ofrece le permitió escalar aún más el negocio y llegar a más vendedores y usuarios.

FIGURA 32: COSTOS DIRECTOS Y MARGEN BRUTO

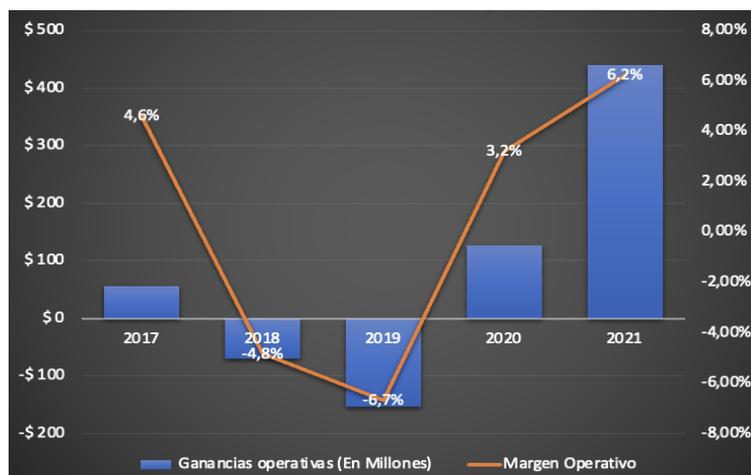


Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

Dentro de los costos operativos de Mercado Libre se encuentran el desarrollo de productos y tecnología, ventas y marketing; y gastos generales y administrativos. El primero de ellos se compone principalmente de depreciaciones, amortizaciones y costos de proveedores de servicios tecnológicos. El segundo incluye el costo del programa Protección al Comprador y campañas publicitarias tanto digitales como físicas. Y, el último de ellos implica aquellos en los que incurre para llevar a cabo la gestión pero no están relacionados con el ciclo de producción como pueden ser alquileres, compensación por medio de salarios, depreciación, entre otros.

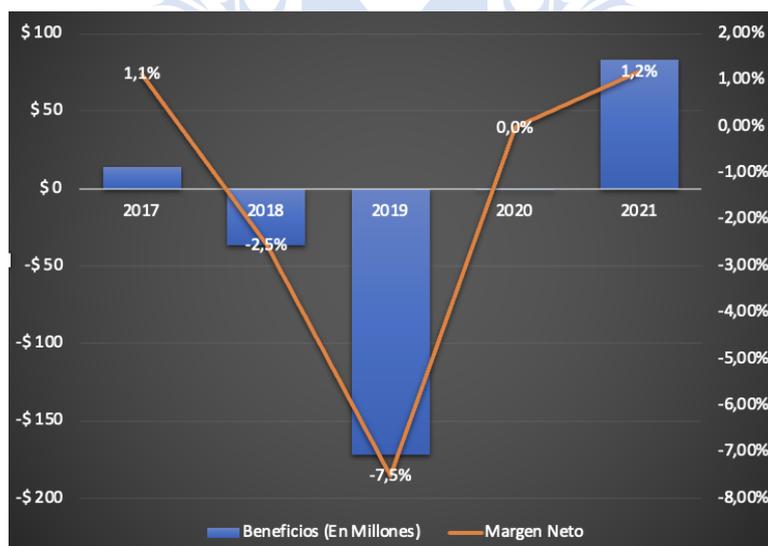
En las siguientes figuras se encuentran ilustradas tanto la evolución de las ganancias operativas como de las netas. Ambos gráficos están acompañados por los márgenes tanto operativo como neto que se presentaron en los respectivos años.

FIGURA 33: EVOLUCIÓN DE MARGEN Y GANANCIAS OPERATIVAS



Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

FIGURA 34: EVOLUCIÓN MARGEN Y BENEFICIOS NETOS



Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

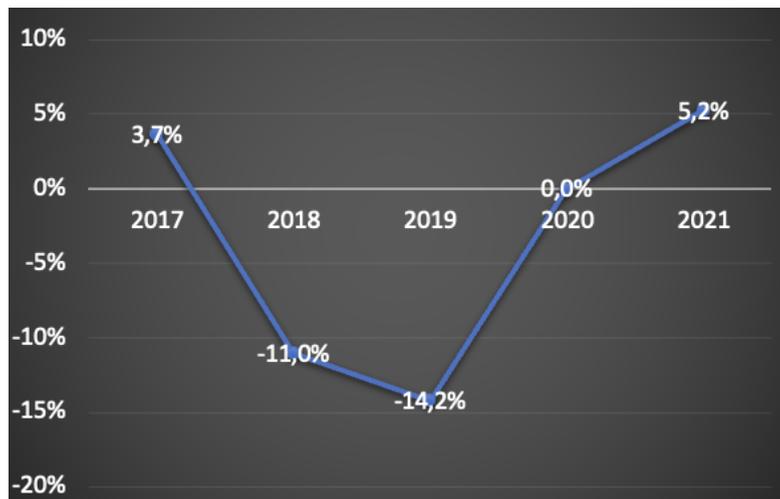
Se observa un comportamiento similar de tendencia bajista hasta 2019 y repunte hacia 2021. Este comportamiento se explica por un gran aumento en los gastos generales y administrativos, a la vez que aumentaron los costos directos de manera significativa, principalmente explicado por costos fijos asociados y salarios.

Una gran parte de los costos totales de Mercado Libre son fijos, aunque, en los últimos 5 años, los costos directos no hicieron más que aumentar. Si bien los ingresos brutos de la empresa crecieron de manera vertiginosa, el incremento en los costos directos fue mayor en términos relativos. Como previamente se mencionó, esto está especialmente vinculado a

Mercado Envíos. Con el desarrollo de la infraestructura logística, el margen bruto de Mercado Libre se fue deteriorando y, con ello, el margen de ganancias operativo en un principio y neto. Los costos variables representan un 32% de los ingresos brutos de la compañía en 2017 y pasaron a ser del 49% de los mismos en 2021.

En definitiva, se observa el agravado deterioro del margen bruto de la empresa, perdiendo hasta casi 2000 puntos básicos en el período seleccionado. Por otra parte, hasta 2019, los márgenes restantes insinuaban un comportamiento similar pero, una vez realizados estos relevantes gastos, los márgenes volvieron a estabilizarse en los niveles de 2017. Sin embargo, se destaca que el margen neto de Mercado Libre era superior al 15% hacia el año 2015 por lo que, un retorno hacia esos niveles no resultaría anormal.

FIGURA 35: EVOLUCIÓN DEL ROE



Fuente: Mercado Libre, elaboración propia

La figura 35 ilustra de manera gráfica la evolución del Retorno Sobre el Capital (*Return on Equity*) de Mercado Libre desde 2017 hasta 2021. Esta métrica se obtiene dividiendo los ingresos netos de la compañía por el patrimonio neto que posee. En el mismo se observa un declive desde 2017 hasta 2019 y luego un ascenso hacia 2021. Este comportamiento es principalmente explicable por los beneficios que la compañía generó o, en el caso de 2018 y 2019, la pérdida neta que sufrió. A su vez, se analizó a continuación el ROE con el modelo Dupont. El objetivo es descomponer la métrica financiera en Margen Neto, Rotación de Activos y Apalancamiento. De esta manera se puede definir si un mayor rendimiento sobre el patrimonio es producto de mejores resultados o si está impulsado por una toma de deuda.

TABLA 6: ROE Y MODELO DUPONT

	2017	2018	2019	2020	2021
ROE	3,65%	-11,04%	-14,22%	-0,04%	5,23%
Margen Neto	1,13%	-2,54%	-7,50%	-0,02%	1,18%
Rotación de Activos	0,73	0,64	0,48	0,61	0,70
Apalancamiento	5,14	6,65	2,30	3,95	6,59

Fuente: Mercado Libre, Elaboración propia

El ratio de apalancamiento de Mercado Libre era de 1,6 aproximadamente hasta 2013, luego pasó a ser de 3,1 en 2016 y, como se observa en el cuadro, en 2021 fue de 6,59. Es decir que por cada 6,59 dólares de activos, 1 de ellos fue financiado con patrimonio neto mientras que el resto con deuda. Por otra parte, la rotación de activos se mantuvo razonablemente estable en el transcurso de la pasada década.

e. Liquidez y fuentes de financiamiento

El principal requerimiento de caja de Mercado Libre fue capital de trabajo para fondar las actividades de financiamiento que ofrecen a través de Mercado Pago. A su vez, necesitaron caja para inversiones de capital con el objetivo de mejorar la infraestructura tecnológica, el *software* de las aplicaciones, las adquisiciones de otras empresas, fondar el negocio de créditos, mejorar la logística de Mercado Envíos y pagar los intereses de las deudas financieras.

Las principales inversiones de capital que se realizaron fueron las siguientes. En 2020, contrataron servicios en la nube por un total de 824 Millones de dólares a pagar en 5 años arrancando en 01/10/2021 y 108 Millones a pagar en 3 años arrancando en 17/09/2021. Además, en 2021, para mejorar la velocidad de entrega y la logística del negocio de Mercado Envíos tuvieron gastos de alquiler por 597,5 Millones de dólares y otros gastos por 60,9 Millones.

El fondeo de las actividades de financiamiento que se ofrece en Mercado Pago y Mercado Crédito se realizó principalmente a través del descuento de los pagos de las tarjetas de crédito y préstamos contraídos a través de SPE 's creados en Brasil, Méjico y Argentina. Además, obtuvieron financiamiento mediante certificados de depósitos y letras financieras.

Por otra parte, para financiar el crecimiento de las iniciativas de la red de pagos, expandir la capacidad logística, impulsar la adopción de los servicios que la compañía ofrece y para fines corporativos generales, levantaron un total de 1.966 Millones de dólares por

medio de la emisión de acciones comunes y preferenciales que se realizaron el 15/03/2019 y 29/03/2019, respectivamente.

Al 31 de Diciembre del 2021, la principal fuente de liquidez eran 2.792 Millones de dólares de caja y equivalentes e inversiones de corto plazo, los cuales excluyen 602 Millones que están invertidos como garantía en el Banco Central de Brasil para ciertos préstamos.

TABLA 7: GENERACIÓN DE FLUJO DE CAJA

(En Millones)	2017	2018	2019	2020	2021
Efectivo Neto de Operaciones	\$ 269,0	\$ 230,9	\$ 451,1	\$ 1.182,6	\$ 965,0
Efectivo Neto de Inversiones	\$ (22,6)	\$ (672,5)	\$ (1.447,8)	\$ (252,2)	\$ (1.596,5)
Efectivo Producido por el Negocio	\$ 246,4	\$ (441,6)	\$ (996,7)	\$ 930,4	\$ (631,5)
Efectivo Neto de Financiamiento	\$ (50,9)	\$ 608,9	\$ 2.021,0	\$ 242,3	\$ 1.925,0
Efecto del Tipo de Cambio en el Efectivo	\$ (41,3)	\$ (90,9)	\$ (37,6)	\$ (115,8)	\$ (153,8)
Aumento del Efectivo Neto	\$ 154,2	\$ 76,4	\$ 986,7	\$ 1.056,9	\$ 1.139,7

Fuente: Mercado Libre, Elaboración propia

f. Comparación con los Competidores

Mercado Libre forma parte de dos industrias principales por lo que cuenta con dos tipos de competidores. Por el lado del comercio electrónico, compite con aquellas empresas que ofrezcan un servicio similar, como puede ser Amazon, Lazada, Sea Limited, todas ofreciendo servicios en Brasil. En la tabla 8 se realizó una comparación financiera y operativa con líderes en el sector a nivel mundial.

TABLA 8: COMPARACIÓN CON COMPETIDORES

		Mercado Libre	Amazon	eBay	Alibaba
Negocio	País de origen	Argentina	Estados Unidos	Estados Unidos	China
	Países de operación	8	245	190	240
	Empleados	29500	1600000	12700	259316
	Marketplace	B2C-C2C	B2C-C2C	B2C-C2C	B2C-C2C
Métricas operativas y financieras	Usuarios Activos Únicos (en Millones)	139,50	310,00	159,00	882
	GMV (en Miles de Millones U\$S)	28,4	600,00	87,40	1128,40
	Ventas (en Miles de Millones U\$S)	7,069	469,822	8,89	717,289
	Margen Bruto	50,56%	42,03%	74,57%	41,51%
	Margen Neto	1,18%	7,10%	130%	7,86%
	Market cap (en Miles de Millones U\$S)	46,01	1180	27,25	255,53
Ratios 2021	ROE	-0,04%	28,81%	3,78%	14,73%
	Patrimonio Neto/ Activos circulantes	18,74%	85,56%	107,30%	167,09%
	EV/ EBITDA	63,40%	21,1	9,9	20,2

Fuente: Elaboración Propia

6) Valuación por Flujo de Fondos Descontados

En el presente trabajo, se realizará una valuación de Mercado Libre por el método de descuento de flujos de fondos descontados. Para ello, se debe obtener una proyección de cómo serán dichos flujos, así como también estimar una tasa de descuento para los mismos. Los mismos consisten en los flujos de caja que se espera la empresa obtenga, posterior a cubrir los gastos operativos, las necesidades de reinversión e impuestos y antes del pago a tenedores de deuda o *equity*.

Por último, se construirán tres escenarios en base a su probabilidad y favorabilidad de ocurrencia:

- Escenario base: Crecimiento sostenido de usuarios en todo el ecosistema de Mercado Libre y con ello, de las ventas. A su vez, los márgenes de la empresa se mantienen constantes. Se expandirá sobre el escenario base en las siguientes páginas.

- Escenario optimista: Se espera que Mercado Libre capture una mayor cuota de mercado del comercio electrónico en Latinoamérica dado el fuerte posicionamiento competitivo que otorga Mercado Envíos. De la misma manera, producto de las inversiones que la empresa está realizando en México, se podría esperar un acelerado crecimiento en este país, contribuyendo fuertemente al incremento en las ventas totales. Por otra parte, siendo que el ecosistema de Mercado Libre está compuesto por una gran variedad de elementos y herramientas ofrecidas, la empresa podría, de tener estos últimos demanda por parte de los clientes, aumentar la *take rate* por cada venta ocurrida a través del *marketplace*. Finalmente, Mercado Pago toma mayor impulso y se convierte en la principal fuente de ingresos de la empresa, aumentando así sus márgenes y tendiendo estos hacia los de las empresas de pagos digitales.

- Escenario pesimista: Ambas unidades de negocio de Mercado Libre pierden cuota de mercado. Por una parte, esto conlleva a que el *marketplace* pase a tener una decreciente cantidad de usuarios y, a modo de respuesta, se esperaría que la empresa reduzca su *take rate*. Este recurso sería empleado si Mercado Libre quisiera combatir esta falta de demanda por parte de sus clientes, lo cual, en tal escenario, pasaría. Por otra parte, Mercado Pago pierde no solo clientes, sino que la cantidad de transacciones por cliente también se reduce. De esta forma, Mercado Pago pierde cuota sobre las ventas totales de la empresa y que los costos variables del *marketplace* son mayores a los de la solución de pagos digitales, el margen operativo de la empresa tendería a aumentar, pero en mucha menor medida.

Free Cash Flows to Firm (FCFF)

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} * (1 - T) + \text{Depreciaciones} - \text{CapEx} - \Delta \text{Capital de Trabajo}$$

$$\text{EBIT} = \text{Revenue} - \text{Cost of sales} - \text{Operative Expenses}$$

En cuanto al *Revenue*, en el escenario base se espera que las ventas continúen creciendo rápidamente pero desacelerando paulatinamente. Esto se debe a varias razones.

En primer lugar, la penetración de internet en latinoamérica continuará en aumento. Por otra parte, las inversiones realizadas en Mercado Envíos deberían continuar atrayendo usuarios al *marketplace* y que, por el efecto de red, la gente que utilice Mercado Pago irá en aumento.

TABLA 9: CRECIMIENTO ESPERADO USUARIOS

	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	TCAC '17-'21	TCAC '22-'26
Usuarios de internet LATAM (millones)	472,90	498,87	526,26	555,15	585,63	0,05	0,05
Usuarios Únicos Activos MELI	155,69	173,77	193,94	216,45	241,58	0,39	0,12

Fuente: Elaboración Propia

A su vez, a continuación se reportan distintas tasas de crecimiento esperado en comercio electrónico y pagos digitales. Se estima que Mercado Libre presente un crecimiento mayor al de la industria porque así fue el caso y las inversiones que realizó en los pasados años lograron acrecentar su ventaja competitiva.

TABLA 10: CRECIMIENTO ESPERADO COMERCIO ELECTRÓNICO

	Ventas Globales en Línea (eMarketer)	Ventas en Línea Br (Statista)	Ventas en Línea Arg (Statista)	Ventas en línea Mex (Statista)
Comercio Electrónico CAGR esperado 2021-25	11,50%	20,70%	20,70%	16,70%

Fuente: Elaboración Propia

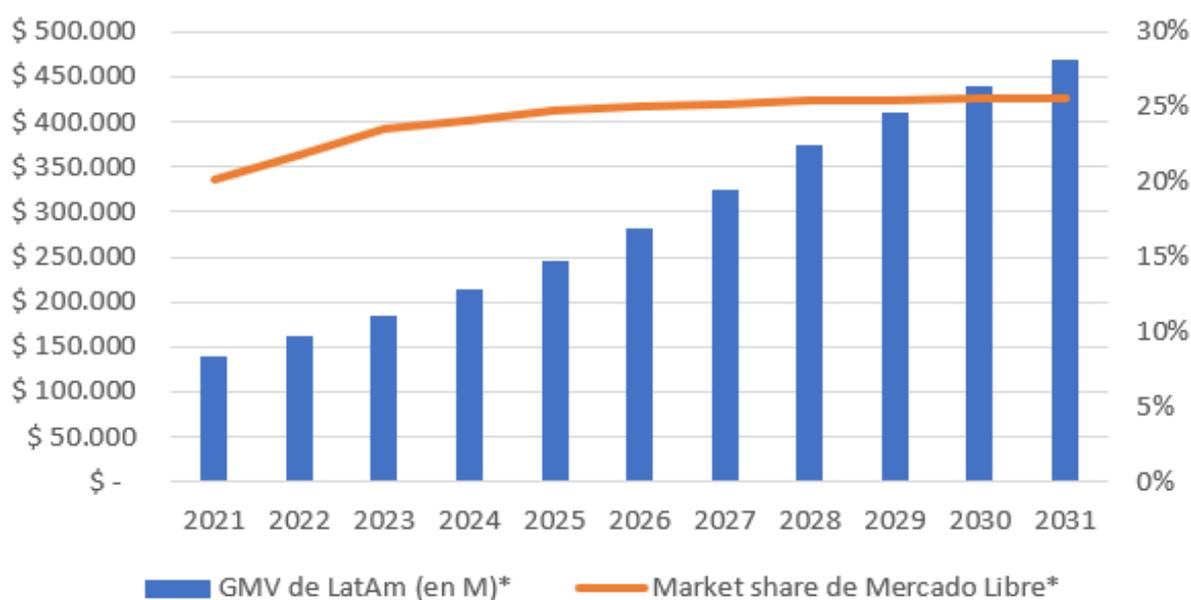
TABLA 11: CRECIMIENTO ESPERADO PAGOS DIGITALES

Latinoamérica	
Pagos Digitales CAGR esperado 2021-25	15,70%

Fuente: Elaboración Propia

Utilizando el *GMV* de latinoamérica presentado por Statista a la vez que la cuota de mercado que Mercado Libre posee, se procedió a construir la proyección de ambas variables para la década venidera. Para la proyección del *GMV* esperado en latinoamérica se utilizaron las estimaciones presentadas en la tabla 10, implicando un crecimiento del 15% anual compuesto hasta 2028 para luego desacelerar paulatinamente hacia 2031. Dada la baja penetración del comercio electrónico en la región a comparación con las más desarrolladas, es lógico que el crecimiento exceda el global. Por otra parte, para la estimación de la cuota de mercado de la empresa se tuvo en cuenta un análisis retrospectivo. El incremento de la inversión en infraestructura logística y demás soluciones por parte de Mercado Libre le ha permitido históricamente capturar cuota de mercado y se espera que esta tendencia continúe siendo que se espera un mayor valor agregado para los usuarios de la plataforma y mayor penetración logística en la región.

FIGURA 36: PROYECCIÓN E-COMMERCE LATAM

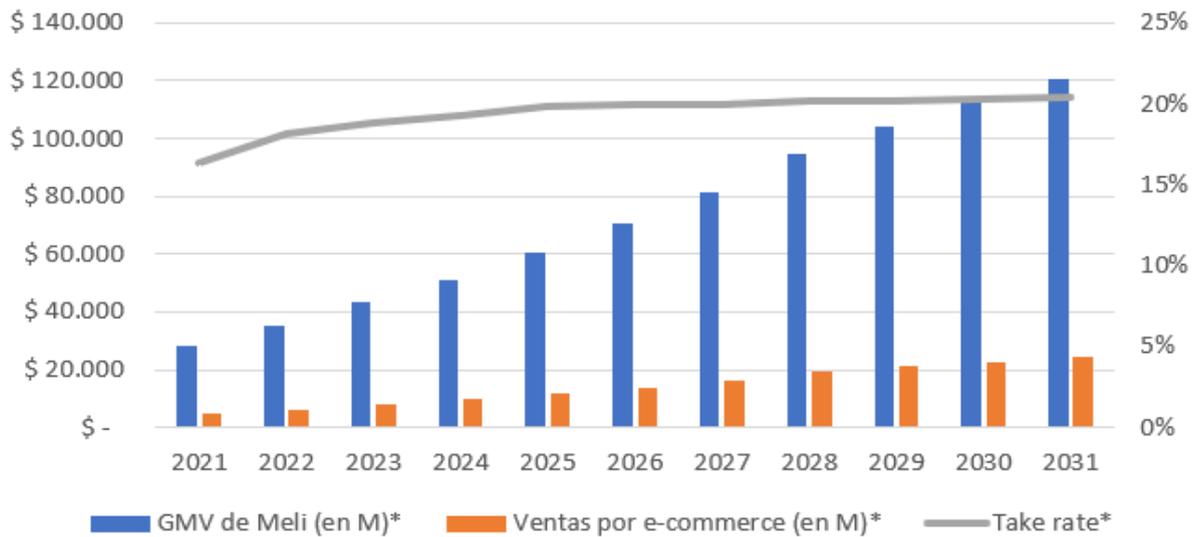


Fuente: Statista y Mercadolibre, elaboración propia

Con ambas variables se calcula el *GMV* propio del *marketplace* en cada año. Obtenido este dato, solo restaría estimar la *take rate* que Mercado Libre emplearía cada año para saber así qué tantas ventas produce con el volumen de la plataforma. Para la estimación de la *take rate* se tuvo en cuenta, en primer lugar, aquella que Amazon emplea, que es de 25-40% acorde a numerosas fuentes. A mayor cantidad de soluciones que la empresa posee y que el usuario emplea, mayor es la *take rate* que el *marketplace* puede cobrar. Por ello mismo, a medida que

transcurra el tiempo y Mercado Libre aumenta la cantidad de soluciones a la vez que mejore las ya disponibles, se espera que la *take rate* aumente paulatinamente.

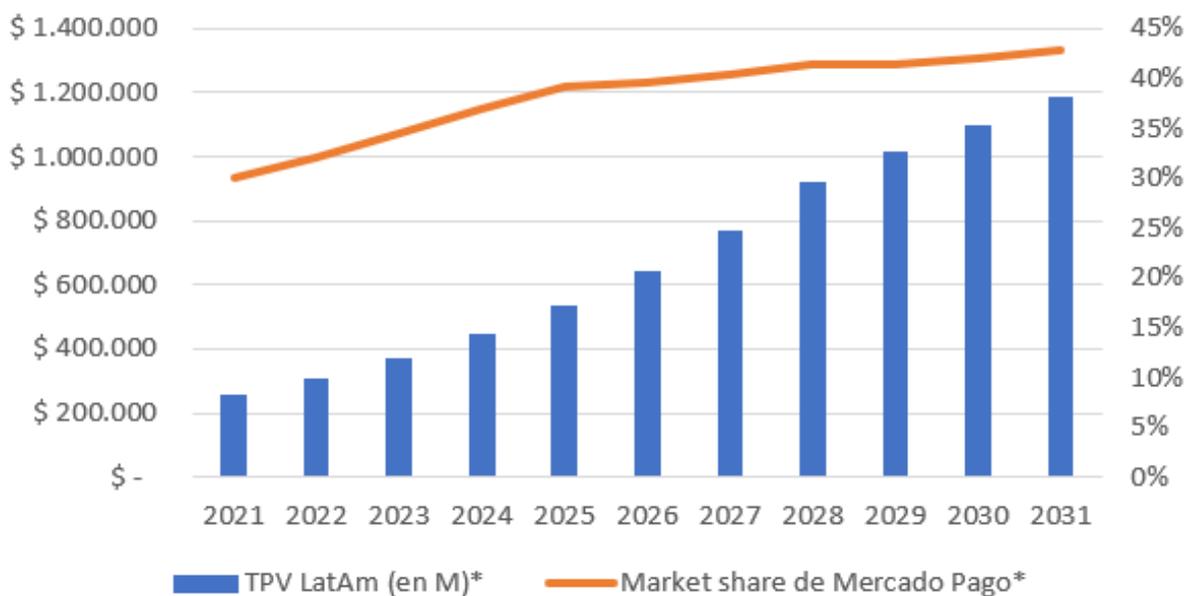
FIGURA 37: PROYECCIÓN VENTAS DE MERCADO LIBRE



Fuente: Statista y MercadoLibre, elaboración propia

De la misma manera, para la unidad de negocio de pagos digitales se respetó una estructura similar. En primer lugar, se reconstruyó el *total payment volume* de latinoamérica en 2021 con distintas fuentes, y se calculó la cuota de mercado de Mercado Pago. Luego, la proyección del *TPV* está basada en la cifra presentada en la tabla 11. Por último, se esperaría que la cuota de mercado de Mercado Pago aumente por la dinámica de esta industria, siendo una en la que, cuando se está desarrollando el mercado, el principal jugador acapara gran parte del mismo.

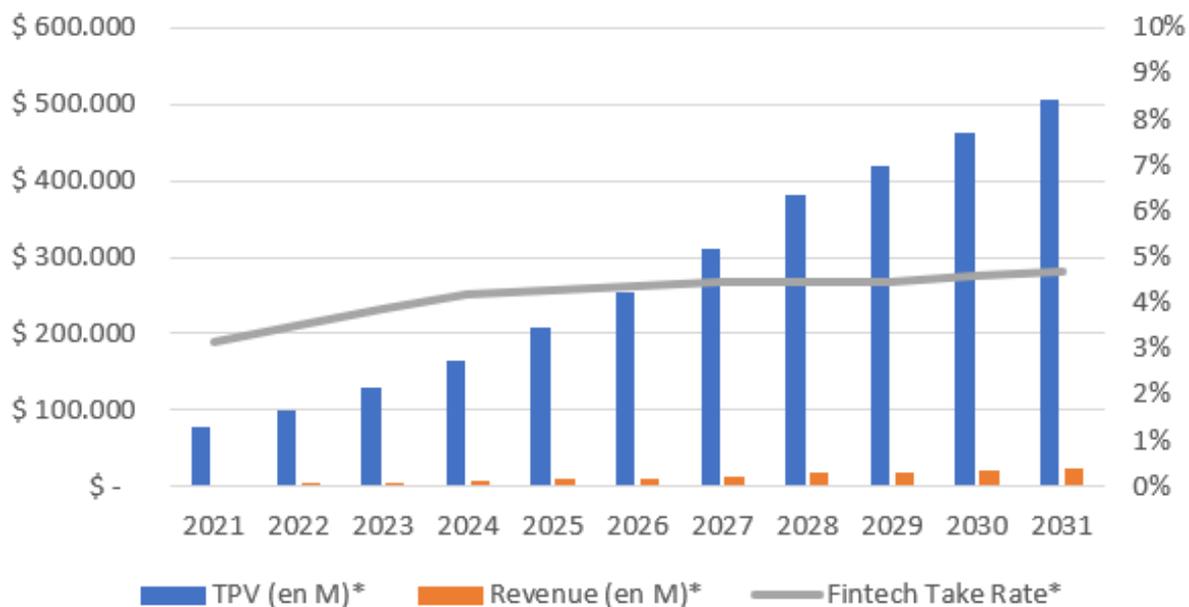
FIGURA 38: PROYECCIÓN PAGOS DIGITALES EN LATAM



Fuente: Statista, elaboración propia

Nuevamente, en línea con la anterior proyección, teniendo la estimación del volumen de pagos de Mercado Pago y la *take rate* que la empresa cobra por transacción, se puede llegar a la estimación de las ventas que generaría esta unidad de negocio. Como consecuencia del incremento en soluciones ofrecidas por Mercado Pago a sus usuarios, la empresa debería tender a aumentar su *take rate* con el tiempo, aunque no sobrepasando niveles del 5% pues sería un *pricing power* fuera de lo normal.

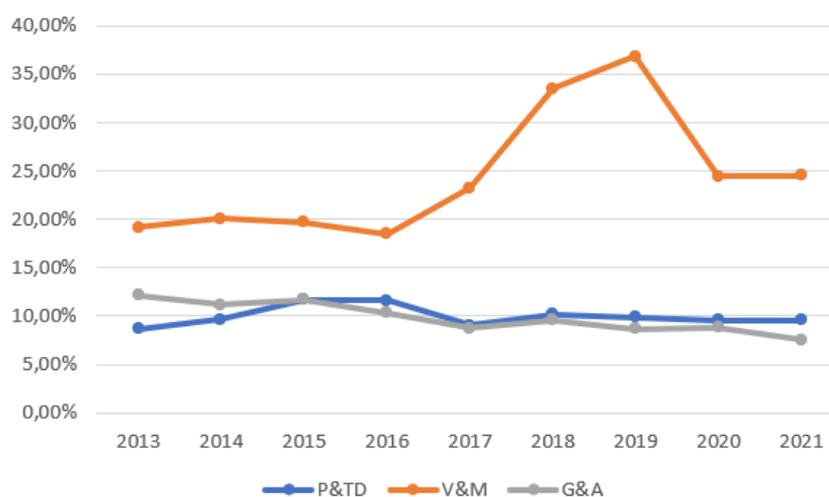
FIGURA 39: PROYECCIÓN VENTAS DE MERCADO PAGO



Fuente: Statista, elaboración propia

Por estas razones, hasta 2025 se esperaría que las ventas continúen al ritmo actual pero desacelerando para luego establecerse en un crecimiento constante del 20% hasta 2028. Llegado este año, se estima que la empresa crecerá al 10% anualmente hasta 2031 por haber escalado lo suficiente como para que el crecimiento se dificulte. Una vez llegado 2031, se estima que crecerá a la par de la economía, al 2.8% a perpetuidad, por lo que se procederá a calcular el valor terminal.

FIGURA 40: GASTOS OPERATIVOS 2013-21 COMO PORCENTAJE DE VENTAS



Fuente: 10-Ks Mercado Libre, elaboración propia

Los gastos operativos en Producto y Desarrollo de Tecnología (P&TD) tendieron a bajar levemente desde el 2015 como porcentaje de las ventas, por lo que se espera que continúen su leve trayectoria. Los gastos Generales y Administrativos (G&A) estaban por encima del 10%, pero transcurrido el año 2015 se mantuvieron en torno al 8%, por lo que se espera que se mantengan estables en ese porcentaje de las ventas. Finalmente, los gastos en Ventas y Marketing (V&M) tuvieron una década muy variable, oscilando en torno al 20% hasta 2016 donde comenzaron a subir hasta un 40% de las ventas en 2019. Luego bajaron drásticamente y se mantuvieron alrededor del 25% en 2020 y 2021. Se esperaría que se mantenga en este porcentaje.

Como se expuso, en el transcurso de la década, se espera que Mercado Pago crezca a un ritmo más acelerado que el *Marketplace*. Se estima que esto favorecerá el margen EBIT de la empresa dadas las características fundamentales de la industria y los márgenes operativos que presentan Visa, PayPal y Fiserv.

TABLA 12: Márgenes Operativos de por Segmento

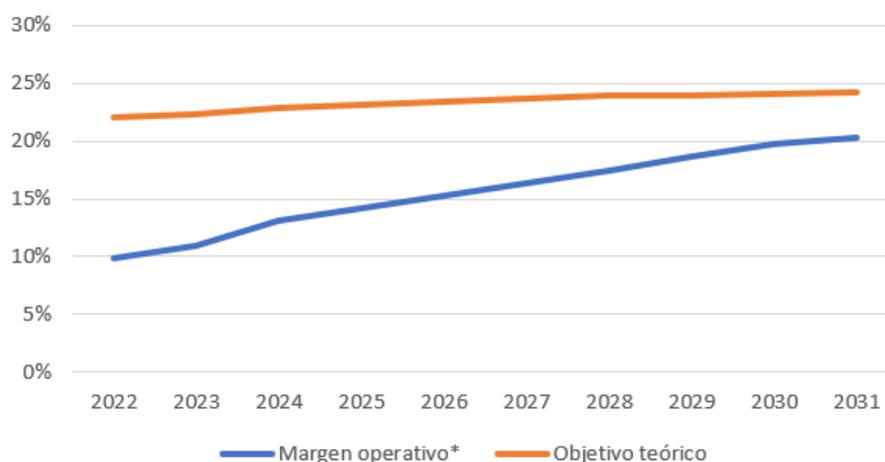
Digital Payments				
	Visa	Paypal	Fiserv	Promedio
Margen Operativo	65,8%	17,0%	14,2%	32,3%

E-Commerce				
	Amazon	Alibaba	eBay	Promedio
Margen Operativo	5,3%	15,3%	28,4%	16,3%

Fuente: Koyfin, elaboración propia

La previa tabla ilustra los márgenes operativos de empresas pertenecientes a la industria de pagos digitales y de comercio electrónico. El promedio de ambas se utilizó a modo de objetivo teórico de Mercado Libre. Se esperaría que el margen operativo de la empresa tendiera hacia este, a medida que madura y optimiza su estructura de costos. Finalmente, haciendo un promedio ponderado entre la cuota de ventas de cada unidad de negocio de Mercado Libre y el margen operativo que tendría de estar optimizada, se construyó la curva que refleja el margen operativo teórico al que se espera la empresa tendería. Asimismo, el siguiente gráfico también ilustra la proyección realizada.

FIGURA 41: PROYECCIÓN MARGEN OPERATIVO



Fuente: Elaboración propia

En la tabla 9 se expondrá la proyección. *Revenue*, *Cost of Sales* y *Operative Expenses*, están nominados en Miles de Millones de dólares.

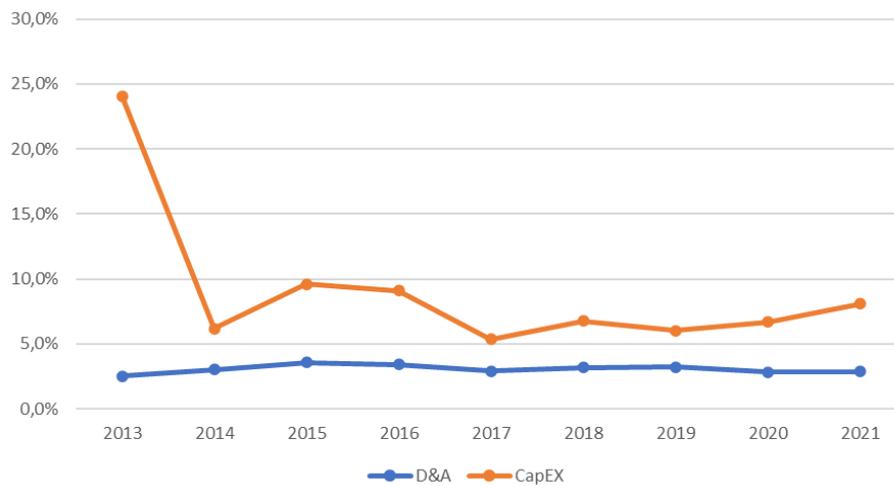
Tabla 13: Proyección del Escenario Base

Proyección Escenario Base	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Revenue	\$ 9,85	\$ 13,18	\$ 16,78	\$ 20,98	\$ 25,17	\$ 30,20	\$ 36,24	\$ 39,87	\$ 43,86	\$ 48,24
Cost of sales	-\$ 4,73	-\$ 6,19	-\$ 7,55	-\$ 9,23	-\$ 10,82	-\$ 12,69	-\$ 14,86	-\$ 15,95	-\$ 17,10	-\$ 18,57
Gross Profit	\$ 5,12	\$ 6,99	\$ 9,23	\$ 11,75	\$ 14,35	\$ 17,52	\$ 21,38	\$ 23,92	\$ 26,75	\$ 29,67
Product and technology development	-\$ 0,95	-\$ 1,25	-\$ 1,58	-\$ 1,95	-\$ 2,31	-\$ 2,75	-\$ 3,26	-\$ 3,55	-\$ 3,86	-\$ 4,19
Sales and Marketing	-\$ 2,41	-\$ 3,23	-\$ 4,11	-\$ 5,14	-\$ 6,17	-\$ 7,40	-\$ 8,88	-\$ 9,77	-\$ 10,74	-\$ 11,82
General & Administrative expenses	-\$ 0,79	-\$ 1,05	-\$ 1,34	-\$ 1,68	-\$ 2,01	-\$ 2,42	-\$ 2,90	-\$ 3,19	-\$ 3,51	-\$ 3,86
Operating Income	\$ 0,98	\$ 1,45	\$ 2,20	\$ 2,98	\$ 3,85	\$ 4,95	\$ 6,34	\$ 7,42	\$ 8,64	\$ 9,80

Fuente: Elaboración Propia

La forma en la que se procedió con las depreciaciones, amortizaciones, *Capital Expenditure* e Impuestos será detallada a continuación.

FIGURA 42: CAPEX, DEPRECIACIONES y AMORTIZACIONES COMO PORCENTAJE DE VENTAS



Fuente: Koyfin, elaboración propia

Las depreciaciones y amortizaciones vienen dadas por las plantas y equipos que posee la empresa. Como se puede observar, esta variable representó el 3% de las ventas brutas en la última década y se espera que continúe en esa proporción.

Por otra parte, la figura 37 ilustra que en la pasada década, el *Capital Expenditure* osciló entre el 5 y 10% luego de 2014, con una media del 6% de las ventas. Se espera que continúe en torno a esa cifra.

La variación en capital de trabajo en la pasada década osciló entre el -3% y 3% de las ventas brutas de la empresa, con excepción de 2021 donde fue 15%. No hay clara tendencia subyacente por lo que la variación en capital de trabajo se mantendrá en un constante -1% que es donde se encuentra el promedio de los últimos años.

Por último, en cuanto a los impuestos, se decidió utilizar 35% siendo que es el que en mejor medida se ajusta a la presentada en la pasada década.

Tabla 14: Flujo de Fondos

Flujo de fondos (En miles de millones de dólares)										
Ventas totales	\$ 9,85	\$ 13,18	\$ 16,78	\$ 20,98	\$ 25,17	\$ 30,20	\$ 36,24	\$ 39,87	\$ 43,86	\$ 48,24
Ganancia Bruta	\$ 5,12	\$ 6,99	\$ 9,23	\$ 11,75	\$ 14,35	\$ 17,52	\$ 21,38	\$ 23,92	\$ 26,75	\$ 29,67
Ganancia Operativa	\$ 0,98	\$ 1,45	\$ 2,20	\$ 2,98	\$ 3,85	\$ 4,95	\$ 6,34	\$ 7,42	\$ 8,64	\$ 9,80
impuestos (35%)	\$ 0,29	\$ 0,44	\$ 0,66	\$ 0,89	\$ 1,16	\$ 1,49	\$ 1,90	\$ 2,23	\$ 2,59	\$ 2,94
Depreciaciones y amortizaciones	\$ 0,30	\$ 0,40	\$ 0,50	\$ 0,63	\$ 0,76	\$ 0,91	\$ 1,09	\$ 1,20	\$ 1,32	\$ 1,45
CapEx	\$ 0,59	\$ 0,79	\$ 1,01	\$ 1,26	\$ 1,51	\$ 1,81	\$ 2,17	\$ 2,39	\$ 2,63	\$ 2,89
variación de capital de trabajo	\$ 0,10	\$ 0,13	\$ 0,17	\$ 0,21	\$ 0,25	\$ 0,30	\$ 0,36	\$ 0,40	\$ 0,44	\$ 0,48
Flujo de fondos	\$ 0,29	\$ 0,49	\$ 0,87	\$ 1,25	\$ 1,69	\$ 2,26	\$ 2,99	\$ 3,60	\$ 4,30	\$ 4,93

Fuente: Elaboración Propia

Tasa de Descuento

La valuación por el método de flujos descontados reside en obtener el flujo de fondos futuro de la empresa en cuestión para luego obtener el valor presente de estos flujos. Este se obtiene por medio de una tasa que mide el valor tiempo del dinero. Para ello utilizaremos el WACC o, *Weighted Average Cost of Capital*, basado en la siguiente ecuación donde:

- Ke es el costo del capital propio
- Kd es el costo de la deuda
- E es el valor del *equity* de Mercado Libre
- D es el valor de mercado de la deuda de Mercado Libre

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

Para obtener Ke, se utilizó el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) que se rige por la siguiente ecuación.

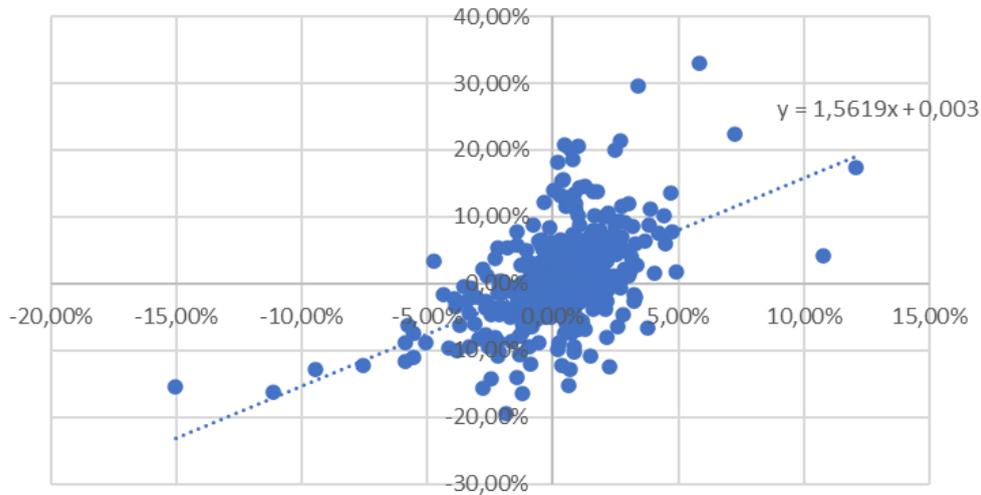
$$K_e = R_F + (R_m - R_F) \times \beta$$

Cost of Equity = Risk Free Rate + (Market Risk Premium) X Beta

A continuación se explica cómo se obtuvieron las variables.

- I. *Risk Free Rate*: para la tasa libre de riesgo se utilizará como referencia el rendimiento del bono del tesoro americano a 10 años, la cual, al 31 de Diciembre del 2021 se encuentra en 1,51%.
- II. *Market Risk Premium*: Será la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y la tasa libre de riesgo. La primera de estas dos variables será representada por el rendimiento anual promedio que el S&P500 ha tenido históricamente, 10.49%. De esta manera, la prima de riesgo es 8.98%
- III. Beta: El cálculo del Beta se realizó a partir de una regresión lineal entre el rendimiento de Mercado Libre y el rendimiento del S&P500 en los últimos diez años. El resultado es de 1.56, debajo se encuentra la regresión.

Figura 43: Regresión Lineal



Fuente: Elaboración Propia

- IV. D (Deuda): El valor de mercado de la deuda de Mercado Libre fue de 3.298 millones de dólares al cierre del año fiscal 2021.
- V. E (*Equity*): El valor de mercado del capital propio de Mercado Libre fue de 1.531 millones de dólares al término del año fiscal 2021
- VI. k_d : Para el costo de la deuda de Mercado Libre serán tenidas en cuenta las notas garantizadas emitidas en 2021 con fecha de vencimiento en 2031, a una tasa del 3,125%.

Tabla 15: VARIABLES

Risk Free	1,51%
Market Return	10,49%
BETA	1,56
Debt (en millones)	\$ 3.298,00
Equity (en millones)	\$ 1.531,00
Cost of Debt (k_d)	3,13%
Cost of Equity (k_e)	15,52%
Tax Rate	35%
WACC	6,31%

Fuente: Elaboración Propia

Una vez obtenidas todas las variables que conforman la ecuación, se procedió a calcular el WACC de Mercado Libre, cuyo resultado fue, como se puede observar, 6,31%.

Valor Terminal

La pieza restante para completar la valuación es el Valor Terminal de Mercado Libre. Engloba todos los flujos futuros de la empresa una vez que su crecimiento se torna estable y constante.

Para el cálculo del Valor Terminal se utilizó el modelo de *Gordon Growth*, que asume un crecimiento perpetuo de los flujos de fondos libre a una tasa estable. Este modelo está basado en la siguiente ecuación.

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

G representa la tasa de crecimiento estable a perpetuidad que poseerá Mercado Libre. Como no se encuentran disponibles proyecciones para ambas variables macroeconómicas hacia 2032, se optó por utilizar las proyecciones realizadas para Estados Unidos, hacia los cuales, a medida que los países crezcan, deberían tender. En base a ambas variables, el crecimiento nominal a perpetuidad se estimó en 2,8%.

Tabla 16: VARIABLES Y VALOR TERMINAL

	2031	
Ventas totales	\$	48,24
Ganancia Operativa	\$	9,80
Impuestos (35%)	\$	2,94
Depreciaciones y amortizaciones	\$	1,45
CapEx	\$	2,89
Variación de capital de trabajo	\$	0,48
Flujo de fondos	\$	4,93
Flujo de fondos descontados	\$	2,67
Valor al término en 2031	\$	78,34
Valor al término en 2021	\$	42,50

Fuente: Elaboración Propia

Resultados

A continuación, en la tabla 16 podemos visualizar los resultados obtenidos. Dentro del anexo, se encuentran los tres escenarios formulados en mayor detalle.

Tabla 17: Escenarios

Escenarios (en millones)	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Valor teórico de la empresa	\$ 27.317,62	\$ 54.339,84	\$ 81.827,00
Capitalización de mercado		\$ 38.840,00	
Diferencia %	42,39%	-28,42%	-52,47%
Valor teórico acción	\$ 541,48	\$ 1.077,10	\$ 1.621,94
Precio por Acción		\$ 770,99	
Diferencia %	42,39%	-28,42%	-52,47%

Fuente: Elaboración Propia

Para la formulación del escenario base se contempló un crecimiento similar al de la pasada década, unos mayores márgenes brutos dada la penetración de Mercado Pago y unas depreciaciones, gastos de capital, gastos generales y administrativos, gastos en producto y desarrollo, similares a los presentados en los últimos años.

La diferencia con el escenario pesimista es que en este último se prevé una menor tasa de crecimiento, producto de una mayor competencia, una menor de lo esperada penetración de Mercado Pago, reduciendo los márgenes de beneficio y, un aumento en los gastos en ventas y marketing, dada la mayor publicidad que deberá hacerse por haber una mayor competencia.

De la misma forma, la diferencia con el escenario optimista es una mayor tasa de crecimiento en ventas, dada por una mayor penetración de las ventas electrónicas en Latinoamérica, una mayor y más acelerada participación de Mercado Pago, aumentando los márgenes de beneficio y, como en este escenario se prevé que Mercado Libre sea líder del sector y la región, se esperaría que los gastos en ventas y marketing declinen.

En conclusión, se puede observar que la acción de Mercado Libre está un 28,42% infravalorada en el escenario base.

7) Valuación por Múltiplos

Si bien el método de flujo de fondos descontados es aquel al que mejor prestigio se le otorga en lo que a valuación de empresas respecta, es fundamental complementarlo con un análisis un tanto paralelo. La valuación por múltiplos propone dar cuenta de la existencia de firmas similares a la objetivo y apalancarse de la forma en que el mercado ya las categoriza. El poner precio a firmas similares implica que el mercado está también asignando un precio a los propios *financials* de tal firma. De esta manera, asumiendo similitud entre los pares y Mercado Libre, uno puede extrapolar la mirada que el mercado tiene de este arquetipo de empresas y calcular cuánto valdría la empresa objetivo de encontrarse en *fair value* respecto a sus comparables.

A la hora de seleccionar las empresas comparables, por no haber competidores o pares directos en Latinoamérica listados en el Nasdaq o NYSE, se procedió con la selección de posibles pares a nivel internacional. Dentro de ellos se encuentran eBay, Amazon, Alibaba y Sea Limited.

Una vez seleccionadas las empresas comparables, se debe decidir qué múltiplos utilizar para realizar la valuación. Para ello, se optó por *Enterprise Value/EBITDA* y *Enterprise Value/Sales*.

TABLA 18: CRITERIO DE SELECCIÓN PARA EMPRESAS COMPARABLES

	Opera en Brazil	Comercio Electrónico	Pagos Digitales	Servicios de Logística	Margen Bruto Mayor 50%	FCF Positivo
Mercado Libre	X	X	X	X	X	X
Alibaba	X	X	X	X		X
Amazon	X	X	X	X		
Sea Limited	X	X	X	X		
eBay	X	X			X	X

Fuente: Elaboración Propia

Resulta crucial no solo comparar a los pares en términos financieros. El libro “Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables”, escrito por Pablo Fernández, indica la relevancia de incluir variables comparativas relevantes al modelo de negocio y la geografía de la empresa objetivo. En este caso, se optó por analizar si los comparables operan en la región de la cual Mercado Libre deriva más del 50% de sus ventas, si poseen una unidad de negocio de comercio electrónico y pagos digitales, y si ofrecen servicios de logística. Finalmente, la naturaleza financiera de sus operaciones puede, en cierta medida, inferirse a partir del margen bruto al cual las empresas

operan y si tienen un flujo de efectivo positivo. Cabe destacar, sin embargo, que no todas las empresas deben cumplir con todos los requisitos, pues no existen empresas idénticas.

TABLA 19: COMPARACIÓN DE MÉTRICAS FINANCIERAS CON SUS PARES

	Mercado Libre	eBay	Amazon	Alibaba	Sea Limited
EV/Ventas	4,9	3,3	2,6	3,7	4,7
EV/EBITDA	53,9	9,2	17,2	14,3	-
P/E (NTM)	115,8	12,1	56,5	18,4	-
Crecimiento Ventas	77,92%	17,16%	13,99%	29,83%	127,51%
Margen Bruto	50,50%	74,57%	42,14%	37,32%	39,13%
Margen EBITDA	9,24%	33,21%	11,66%	16,54%	-13,10%
Margen Neto	1,18%	130,59%	4,48%	7,86%	-20,56%

Fuente: Elaboración Propia

TABLA 20: COMPARACIÓN CON EL PROMEDIO DE LA INDUSTRIA

	Promedio	Mercado Libre
EV/Ventas	3,58	4,90
EV/EBITDA	13,57	53,90
P/E	29,00	115,80
Crecimiento Ventas	47,12%	77,92%
Margen Bruto	48,29%	50,50%
Margen EBITDA	12,08%	9,24%
Margen Neto	30,59%	1,18%

Fuente: Elaboración Propia

Una vez obtenido el promedio de la industria, se puede estimar el precio de la acción o la capitalización de mercado que debería tener la empresa, de cotizar igual que sus pares. En este caso se tomó el múltiplo *EV/EBITDA* para la valuación. Analistas esperan que Mercado Libre tenga un *EBITDA* de 942 millones de dólares en el año fiscal 2022, cuya cifra se utilizará. En base al *EBITDA* estimado y la cotización de sus pares, Mercado Libre debería tener una capitalización Bursátil de entre 12,78 Mil Millones de dólares. Es decir, se encuentra un 200% sobrevaluada aproximadamente, con una actual capitalización bursátil de 40 mil millones de dólares. Si bien parece una diferencia abrumadora, es completamente plausible dado el bajo interés de Mercado Libre en maximizar sus márgenes de beneficio por concentrarse en continuar con su acelerado crecimiento.

Tabla 21: VALUACIÓN POR EBITDA

		EBITDA (millones)					
		\$ 850,00	\$ 900,00	\$ 950,00	\$ 1.000,00	\$ 1.050,00	
EV/EBITDA	16	\$ 13.600,00	\$ 14.400,00	\$ 15.200,00	\$ 16.000,00	\$ 16.800,00	
	15	\$ 12.750,00	\$ 13.500,00	\$ 14.250,00	\$ 15.000,00	\$ 15.750,00	
	14	\$ 11.900,00	\$ 12.600,00	\$ 13.300,00	\$ 14.000,00	\$ 14.700,00	
	13	\$ 11.050,00	\$ 11.700,00	\$ 12.350,00	\$ 13.000,00	\$ 13.650,00	
	12	\$ 10.200,00	\$ 10.800,00	\$ 11.400,00	\$ 12.000,00	\$ 12.600,00	

Fuente: Elaboración Propia

A su vez, se realizó el mismo procedimiento pero con el múltiplo EV/Ventas. De la misma forma que en la valuación anterior, se utilizó la estimación de ventas hechas por distintos analistas. Se esperan unas ventas de 10,49 Mil Millones de dólares de Mercado Libre en el año fiscal 2022. Acorde a estas estimaciones y a los múltiplos que poseen los comparables de Mercado Libre, la capitalización de mercado de la empresa debería ser de 37,6 Mil Millones de dólares. El valor actual de la empresa, de 40 Mil Millones de dólares, se ajusta a la mitad del rango estipulado.

Es de nuestro parecer que el resultado obtenido por medio de la valuación por EV/EBITDA discrepa drásticamente con las demás metodologías empleadas. A su vez, el mismo se encuentra fuera de foco.

Cuando se utiliza un múltiplo correspondiente al estado de resultados, para que se llegue a un resultado lógico, la empresa debería estar optimizada para tal nivel del estado de resultados. Se entiende a la optimización como un estado en el que la empresa pertinente no incurre en gastos ni en inversiones extraordinarias, o al menos aquellos que implican un desfase con respecto a la fase de negocio en la que se encuentra. Por su parte, Mercado Libre estuvo optimizada para todos los niveles de *profitability* hasta 2015-16 pero, a partir del año 2017, la empresa se vio inmersa en una fase de inversión completa. Principalmente, dada la peculiaridad de que parte de los costos de los centros de logística se contabilizan como costo de ventas, el margen bruto se ve afectado. Sin embargo, al ser estos gastos eventos únicos o fijos en gran parte, no permiten al EBITDA de Mercado Libre estar optimizado como para ser evaluado apropiadamente.

En respuesta a ello, se optó por utilizar un ratio de ajuste, el cual consistió en observación y comparación con competidores. Muchas veces se da el caso de que particulares empresas cotizan a múltiplos más altos con respecto a la competencia y que esta diferencia se sostiene en el tiempo. En el caso de Mercado Libre, se observó el período 2017-2021 con el

objetivo de entrever si este era el caso de la empresa. Desafortunadamente, en los años 2018 y 2019, el EBITDA de la compañía fue negativo, por lo que no se le puede aplicar la valuación EV/EBITDA. Por último, en el año 2020 ocurrió un evento de carácter anormal, como lo fue la pandemia, por lo que fue considerado un *outlier* y se quitó de la muestra por sesgar el resultado.

En definitiva, los años 2017 y 2021 fueron los utilizados para analizar a qué múltiplos cotizaba Mercado Libre con respecto a sus pares. En el caso de 2017, el múltiplo EV/EBITDA de Mercado Libre era 2.74 veces mayor al de los comparables mientras que, en 2021, 3.74 veces. Se decidió emplear un promedio simple y el resultado fue 3,07. Finalmente, aplicando el ratio de ajuste al EV/EBITDA de Mercado Libre, es decir, multiplicando por 3,07, se llega al resultado de que el *fair value* de la empresa, ajustado, es de 39,29 mil millones de dólares.

Tabla 22: VALUACIÓN POR VENTAS

		Ventas (millones)					
		\$ 9.500,00	\$ 10.000,00	\$ 10.500,00	\$ 11.000,00	\$ 11.500,00	
EV/Ventas	7	\$ 66.500,00	\$ 70.000,00	\$ 73.500,00	\$ 77.000,00	\$ 80.500,00	
	6	\$ 57.000,00	\$ 60.000,00	\$ 63.000,00	\$ 66.000,00	\$ 69.000,00	
	5	\$ 47.500,00	\$ 50.000,00	\$ 52.500,00	\$ 55.000,00	\$ 57.500,00	
	4	\$ 38.000,00	\$ 40.000,00	\$ 42.000,00	\$ 44.000,00	\$ 46.000,00	
	3	\$ 28.500,00	\$ 30.000,00	\$ 31.500,00	\$ 33.000,00	\$ 34.500,00	

Fuente: Elaboración Propia

a. Conclusión

En el presente trabajo se han expuesto las distintas características que hacen de Mercado Libre la empresa que hoy es. Se ha explicado el liderazgo y ventaja que la empresa posee en la región en la que opera. A su vez, se ha segmentado y detallado el modelo de negocio con el cual se rige y cómo la evolución del mismo fue tomando forma. De la misma manera, se conjeturó acerca del potencial futuro crecimiento que Mercado Libre puede tener, dadas las distintas unidades de negocio que posee. Se podría esperar una década de prosperidad dadas las inherentes industrias a las que pertenece y el crecimiento que se espera de ellas.

Considerando lo anteriormente mencionado, se procedió a realizar una evaluación de Mercado Libre en base a un descuento de los flujos futuros previstos y a los múltiplos que

cotizan las empresas comparables. A continuación, en la tabla 16, se encuentran los resultados del trabajo.

Tabla 23: COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS CON EL VALOR ACTUAL

Método	Flujos descontados	Múltiplos
EV proyectado (Miles de millones)	\$ 54,34	\$ 42,00
EV actual (Miles de millones)	\$ 39,00	\$ 39,00
Diferencia	-28%	-7%

Fuente: Elaboración Propia

La empresa Mercado Libre, bajo el ticker MELI, se encuentra infravalorada en un 36% si se realiza una valuación por el método de flujos descontados. Por otra parte, se encuentra un 7% infravalorada, basado en una valuación por múltiplos de empresas comparables.



8) Anexo

a) Escenario Base

Flujo de Fondos de la Empresa

(En Miles de Milones de Dólares)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas totales	\$ 9,85	\$ 13,18	\$ 16,78	\$ 20,98	\$ 25,17	\$ 30,20	\$ 36,24	\$ 39,87	\$ 43,86	\$ 48,24
Ganancia Operativa	\$ 0,98	\$ 1,45	\$ 2,20	\$ 2,98	\$ 3,85	\$ 4,95	\$ 6,34	\$ 7,42	\$ 8,64	\$ 9,80
impuestos (35%)	\$ 0,29	\$ 0,44	\$ 0,66	\$ 0,89	\$ 1,16	\$ 1,49	\$ 1,90	\$ 2,23	\$ 2,59	\$ 2,94
Depreciaciones y amortizaciones	\$ 0,30	\$ 0,40	\$ 0,50	\$ 0,63	\$ 0,76	\$ 0,91	\$ 1,09	\$ 1,20	\$ 1,32	\$ 1,45
CapEx	\$ 0,59	\$ 0,79	\$ 1,01	\$ 1,26	\$ 1,51	\$ 1,81	\$ 2,17	\$ 2,39	\$ 2,63	\$ 2,89
variación de capital de trabajo	\$ 0,10	\$ 0,13	\$ 0,17	\$ 0,21	\$ 0,25	\$ 0,30	\$ 0,36	\$ 0,40	\$ 0,44	\$ 0,48
Flujo de fondos	\$ 0,29	\$ 0,49	\$ 0,87	\$ 1,25	\$ 1,69	\$ 2,26	\$ 2,99	\$ 3,60	\$ 4,30	\$ 4,93
Flujo de fondos descontados	\$ 0,27	\$ 0,43	\$ 0,72	\$ 0,98	\$ 1,24	\$ 1,57	\$ 1,95	\$ 2,21	\$ 2,48	\$ 2,67

Suma Flujos Descontados	\$ 11,84
Valor Terminal	\$ 42,50
EV ESCENARIO BASE	\$ 54,34

b) Escenario Optimista

Flujo de Fondos de la Empresa

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas totales	\$ 10,34	\$ 13,84	\$ 17,62	\$ 22,90	\$ 27,94	\$ 34,09	\$ 41,59	\$ 46,58	\$ 52,17	\$ 58,43
Ganancia Operativa	\$ 1,08	\$ 1,74	\$ 2,61	\$ 3,89	\$ 5,37	\$ 6,96	\$ 8,99	\$ 10,62	\$ 12,52	\$ 14,73
impuestos (35%)	\$ 0,38	\$ 0,61	\$ 0,91	\$ 1,36	\$ 1,88	\$ 2,43	\$ 3,15	\$ 3,72	\$ 4,38	\$ 5,15
Depreciaciones y amortizaciones	\$ 0,31	\$ 0,42	\$ 0,53	\$ 0,69	\$ 0,84	\$ 1,02	\$ 1,25	\$ 1,40	\$ 1,57	\$ 1,75
CapEx	\$ 0,62	\$ 0,83	\$ 1,06	\$ 1,37	\$ 1,68	\$ 2,05	\$ 2,50	\$ 2,79	\$ 3,13	\$ 3,51
Variación de capital de trabajo	\$ 0,10	\$ 0,14	\$ 0,18	\$ 0,23	\$ 0,28	\$ 0,34	\$ 0,42	\$ 0,47	\$ 0,52	\$ 0,58
Flujo de fondos	\$ 0,29	\$ 0,58	\$ 0,99	\$ 1,62	\$ 2,37	\$ 3,16	\$ 4,18	\$ 5,04	\$ 6,05	\$ 7,24
Flujo de fondos descontados	\$ 0,27	\$ 0,51	\$ 0,82	\$ 1,26	\$ 1,75	\$ 2,19	\$ 2,72	\$ 3,09	\$ 3,49	\$ 3,93

Suma Flujos Descontados	\$ 16,11
Valor terminal	\$ 67,52
EV Optimista	\$ 83,63

c) Escenario Pesimista

Flujo de Fondos de la Empresa

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas totales	\$ 9,36	\$ 12,52	\$ 15,94	\$ 19,13	\$ 22,57	\$ 26,64	\$ 31,43	\$ 33,94	\$ 36,66	\$ 39,59
Ganancia Operativa	\$ 0,88	\$ 1,25	\$ 1,69	\$ 2,14	\$ 2,66	\$ 3,30	\$ 4,24	\$ 4,79	\$ 5,39	\$ 6,06
impuestos (35%)	\$ 0,31	\$ 0,44	\$ 0,59	\$ 0,75	\$ 0,93	\$ 1,16	\$ 1,49	\$ 1,68	\$ 1,89	\$ 2,12
Depreciaciones y amortizaciones	\$ 0,28	\$ 0,38	\$ 0,48	\$ 0,57	\$ 0,68	\$ 0,80	\$ 0,94	\$ 1,02	\$ 1,10	\$ 1,19
CapEx	\$ 0,56	\$ 0,75	\$ 0,96	\$ 1,15	\$ 1,35	\$ 1,60	\$ 1,89	\$ 2,04	\$ 2,20	\$ 2,38
Variación de capital de trabajo	\$ 0,09	\$ 0,13	\$ 0,16	\$ 0,19	\$ 0,23	\$ 0,27	\$ 0,31	\$ 0,34	\$ 0,37	\$ 0,40
Flujo de fondos	\$ 0,20	\$ 0,31	\$ 0,46	\$ 0,63	\$ 0,83	\$ 1,08	\$ 1,50	\$ 1,75	\$ 2,04	\$ 2,36
Flujo de fondos descontados	\$ 0,19	\$ 0,28	\$ 0,38	\$ 0,49	\$ 0,61	\$ 0,75	\$ 0,98	\$ 1,08	\$ 1,18	\$ 1,28

Suma Flujos Descontados	\$ 5,93
Valor terminal hoy	\$ 21,98
EV PESIMISTA	\$ 27,91

9) Bibliografía

Libros

- Bruns, William. Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis. Harvard Business School, 2004
- Fernandez, Pablo. Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables.
- Fernandez, Pablo. Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos.
- Damodaran, Aswath. Investment Valuation Tools and techniques for determining the value of any asset.
- Mary Buffet, David Clark. Warren Buffet and the Interpretation of Financial Statements

Vínculos

- <https://app.koyfin.com/>
- <https://app.koyfin.com/fa/00000000-bc2f-4395-abce-161f8023d0c9/eq-ah6pa9>
- <https://app.koyfin.com/fa/00000000-2cfe-4f65-a319-b024e5955d01/eq-ah6pa9>
- <https://www.mercadolibre.com.ar/>
- <https://investor.mercadolibre.com/financial-information/quarterly-results>
- <https://seekingalpha.com/>
- <https://www.investopedia.com/ask/answers/042415/what-average-annual-return-sp-500.asp#:~:text=Key%20Takeaways,its%201957%20inception%20through%202021.>
- <https://app.koyfin.com/estimates/ert/eq-ah6pa9>
- <https://es.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>
- <https://www.statista.com/>
- <https://www.emarketer.com/>

- <https://www.emarketer.com/content/how-mercado-pago-is-reshaping-mobile-payments-in-latin-america>
- <https://www.emarketer.com/chart/230832/select-mobile-payment-apps-used-by-mobile-app-users-argentina-brazil-mexico-ranked-by-market-share-july-2019>
- <https://www.focus-economics.com/fe/38506/Argentina>
- <https://www.mercadolibre.com.ar/institucional/somos/historia-de-mercado-libre>
- <https://es.wikipedia.org/wiki/MercadoLibre>
- <https://repositorio.udesa.edu.ar/jspui/bitstream/10908/12148/1/%5BP%5D%5BW%5D%20M.%20Fin.%20Carpinelli%2C%20Melina.pdf>

Artículos y Entrevistas

- <https://lexlatin.com/noticias/mercadolibre-primeros-bonos-sustentables-emision>
- <https://seekingalpha.com/research/38067716-from-growth-to-value/5587036-spaces-fintech-talk-mercadopago-seamoney-upstart-square-paypal-and-others>
- <https://seekingalpha.com/research/38067716-from-growth-to-value/5487162-potential-multibagger-19-part-1-mercado-libre>
- <https://seekingalpha.com/research/38067716-from-growth-to-value/5488259-potential-multibaggers-19-part-2-mercado-libres-mission-competition-risks-moat-and>
- <https://seekingalpha.com/research/38067716-from-growth-to-value/5488431-potential-multibagggger-19-part-3-mercado-libre-and-potential-multibagger-features>
- <https://seekingalpha.com/article/4449377-mercadolibre-and-sea-limited-southeast-asias-finest-takes-on-latams-e-commerce-behemoth>
- <https://negociosdigitalesmovistar.com/es-ar/caso-de-exito/mercado-libre-lidera-el-comercio-electronico-en-america-latina/>