



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Licenciatura en Finanzas

Trabajo de Graduación

Valuación de PayPal Holdings, Inc.

Autores: Alexia Hansen y Ruth Belén Carrizo

Números de legajo: 30108 y 30297

Mentor: Alejandro E. Loizaga

Buenos Aires, Argentina

Agosto de 2023

Índice

Resumen	5
1. Descripción del negocio	8
a. Historia de PayPal	8
i. Adquisiciones	9
b. Operación del negocio	11
i. Soluciones para comerciantes	12
ii. Soluciones para consumidores	12
c. Evolución financiera de PayPal	14
d. Planes de crecimiento	21
2. Análisis de la industria	23
a. Características de la industria	23
b. La digitalización y otras tendencias globales	24
c. Competidores y líderes por país	26
i. American Express Company	26
ii. Block, Inc.	27
iii. Fidelity National Information Services, Inc.	27
iv. Fiserv, Inc.	28
v. Mastercard Incorporated	28
vi. Visa Inc.	29
d. Factores que influyen a la industria	29
3. Posicionamiento competitivo	35
a. Comparación con los competidores	35
b. Cinco fuerzas de Porter	36

i. Competencia en la industria	37
ii. Amenaza de nuevos competidores	38
iii. Poder de negociación de los proveedores	38
iv. Poder de negociación de los clientes	39
v. Amenaza de productos sustitutos	39
c. Análisis FODA	40
i. Fortalezas	41
ii. Oportunidades	42
iii. Debilidades	43
iv. Amenazas	44
4. Análisis financiero	45
a. Ingresos	45
i. Descomposición y crecimiento de los ingresos	45
ii. Métricas clave del crecimiento del ingreso	50
iii. Descomposición por país	55
b. Ratios de actividad	57
i. Ratios de rotación	57
ii. Capital de trabajo	58
iii. Inversión en capital	59
c. Ratios crediticios	63
i. Deuda e intereses	63
ii. Ratios de liquidez, deuda sobre patrimonio neto y cobertura de intereses	65
d. Ratios de rentabilidad	67
i. Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones	68

ii. Tasa impositiva efectiva	69
iii. Utilidad neta	70
iv. Ratios de rentabilidad	71
5. Valuación	72
a. Enfoque de ingresos	73
i. Modelo de flujos de caja descontados	73
ii. Flujos de caja de la firma	74
a. Ingresos	75
b. Ganancias antes de intereses e impuestos	78
c. Tasa impositiva	78
d. Inversión de capital	79
e. Depreciación	79
f. Variación de capital de trabajo	80
iii. Tasa de descuento	81
a. Tasa de impuestos	81
b. Deuda	81
c. Capital	82
d. Costo de la deuda	82
e. Costo del capital	82
iv. Valor terminal	85
v. Precio final	86
b. Enfoque de mercado	87
i. Precio sobre ganancias por acción	89
ii. El valor de la empresa sobre las ganancias antes de intereses, impuestos,	

depreciaciones y amortizaciones	90
6. Riesgos	91
a. Riesgos de seguridad y fraude	91
b. Riesgos legales y de cumplimiento	91
c. Riesgos financieros y económicos	92
d. Riesgos operacionales	93
7. Conclusión	94
Bibliografía	98
Apéndices	100
Apéndice A. Los estados financieros consolidados de PayPal al 31 de diciembre desde el 2018 hasta el 2022.	100
Apéndice B. Modelo de regresión lineal de mínimos cuadrados ordinarios para los ingresos de PayPal.	105
Apéndice C. El crecimiento anual de los ingresos, las métricas, el EBITDA y la utilidad neta de PayPal del 2018 al 2020.	106
Apéndice D. El valor de ingresos y de las métricas de PayPal para trimestres del 2019 y al 2022.	106
Apéndice E. Expectativas de crecimiento de ingresos para PayPal y sus competidores, según analistas de S&P Global Intelligence.	108
Apéndice F. Las proyecciones de PayPal para el modelo de flujos descontados bajo los tres escenarios al 31 de diciembre de 2022, en millones de dólares.	108
Apéndice G. Otras fórmulas utilizadas.	110

Resumen

El avance de la tecnología en las últimas décadas ha posibilitado la implementación de soluciones digitales a una variedad de segmentos. Este proceso dio luz a las denominadas *fintech*, empresas que usan la tecnología para brindar servicios financieros o que ofrecen servicios tecnológicos a las empresas financieras. Además de la creación de nuevas compañías con estas características, muchas empresas ya establecidas decidieron formar parte del segmento *fintech* al modificar o expandir su oferta de productos y servicios.

PayPal Holdings, Inc. es una empresa que se inició con la idea de ofrecer un servicio de pagos digital. Actualmente opera en más de 200 países, brindando soluciones financieras a consumidores y comerciantes, principalmente. Aunque sus operaciones se concentran en transacciones, también ofrece soluciones de otros tipos como productos crediticios o gestión de riesgos. Además, ha realizado varias adquisiciones de marcas como parte de su estrategia de crecimiento.

A lo largo de su trayectoria PayPal ha presentado un crecimiento exponencial de su precio por acción, llegando a su pico en el 2021 debido al aumento del uso de los pagos digitales gracias al surgimiento del COVID-19. Sin embargo, por no cumplir con las expectativas de crecimiento de ingresos del mercado, los inversores perdieron confianza en la empresa y sus acciones cayeron drásticamente. A fines del 2022, PayPal tuvo un precio por acción de 71,22 dólares estadounidenses.

En el presente informe se realiza la valuación de PayPal al 31 de diciembre del 2022 y se compara el valor calculado con su precio de mercado en la misma fecha. Para ello, en la primera sección se hace un estudio de la historia de la empresa, su negocio, los productos y servicios que ofrece, y sus planes de crecimiento, para poder entender principalmente cómo funciona la compañía y ver sus planes a futuro.

La siguiente sección contempla la industria del sector financiero-tecnológico, haciendo

foco en las empresas que ofrecen servicios de pago digitales. Se hace un análisis de las características de la industria, cómo evolucionó el proceso de la digitalización, los competidores importantes de PayPal dentro del sector, y se determinan los factores que influyen en el crecimiento de la industria.

En tercer lugar, se analiza el posicionamiento de PayPal respecto a sus competidores principales dentro del sector. Dentro de la sección se compara la cuota de mercado de PayPal con los de las otras empresas. Después, se utilizan los modelos de cinco fuerzas de Porter y FODA (fuerzas, oportunidades, debilidades y amenazas) para entender mejor el funcionamiento de la compañía.

Luego se procede a realizar un análisis financiero de la entidad, particularmente sus ingresos y sus ratios de actividad, crediticios y de rentabilidad. A su vez, se comparan esos valores con los de otras empresas en el mismo sector, para comprender mejor el posicionamiento de PayPal en el mercado.

En quinto lugar, se realiza la valuación de la compañía utilizando dos métodos distintos: el enfoque de ingresos y el enfoque de mercado. En el primer caso se proyectan los flujos que la empresa podría generar en los próximos diez años, según tres escenarios distintos (base, pesimista y optimista), considerando un valor terminal que contempla los flujos de los años siguientes. Luego, se descuentan los flujos y el valor terminal a valor presente, utilizando una tasa de descuento, para determinar el valor de Paypal. En cuanto al enfoque de mercado, se determinan los múltiplos de P/E (*Price to Earnings*, precio sobre ganancias por acción) y EV/EBITDA (*Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, el valor de la empresa sobre la ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) de los competidores de la entidad y se comparan factores relacionados para encontrar posibles rangos de los múltiplos de PayPal. De tal manera, se realiza una valuación relativa de la compañía, al comparar empresas con negocios similares.

Finalmente, se contemplan los posibles riesgos de seguridad y fraude; legales y de cumplimiento; financieros y económicos; y operacionales a los que está expuesta la empresa y en la conclusión se discute si se recomienda la inversión en PayPal teniendo en cuenta su precio de mercado y el precio calculado en este trabajo.



Universidad de
San Andrés

1. Descripción del negocio

a. Historia de PayPal

PayPal Holdings, Inc. es parte del segmento financiero-tecnológico y busca ofrecer soluciones digitales para operaciones de pago. Tiene servicios destinados a comerciantes o consumidores para funcionar como *checkout* (proceso de compra), procesamiento de pago, billetera digital, y otras cosas más. Principalmente, sus ingresos provienen de comisiones sobre transacciones de cierto tamaño de volumen de pago total o cuando una operación contempla más de una moneda. Sin embargo, también percibe ingresos relacionados a otras operaciones como por sus colaboraciones con socios o tasas sobre productos crediticios que ofrecen a sus clientes.

En 1998 fue fundada la empresa Confinity Inc., por Max Levchin, Peter Thiel y Luke Nosek, que se dedicaba a la seguridad de pagos móviles. Confinity trabajó con la idea de un servicio de pago digital, dando inicios a lo que llegaría a representar PayPal a futuro. Luego, en el 2000 la compañía fue fusionada con X.com, un banco online fundado por Elon Musk, Harris Fricker, Christopher Payne y Ed Ho. Esta nueva empresa fusionada de California se terminó nombrando PayPal y se volvió pública en el 2002, con una oferta pública inicial de 13 dólares por acción bajo las siglas "PYPL". Sin embargo, poco tiempo después se volvió una subsidiaria de Ebay.

Se tomó la decisión de realizar una escisión corporativa en el 2015 para que PayPal pueda enfocarse mejor en el mercado en el que opera. Luego de la separación, PayPal se convirtió en una empresa independiente nuevamente y terminó valiendo más que Ebay. Mantuvieron un acuerdo de cinco años, según el cual Ebay seguiría recibiendo servicios financieros de PayPal, pero en julio del 2020 terminó el acuerdo y la compañía finalizó su vínculo sin que se genere un impacto negativo sobre sus ingresos.

Con el tiempo PayPal fue mejorando su oferta de productos y servicios, especialmente, a

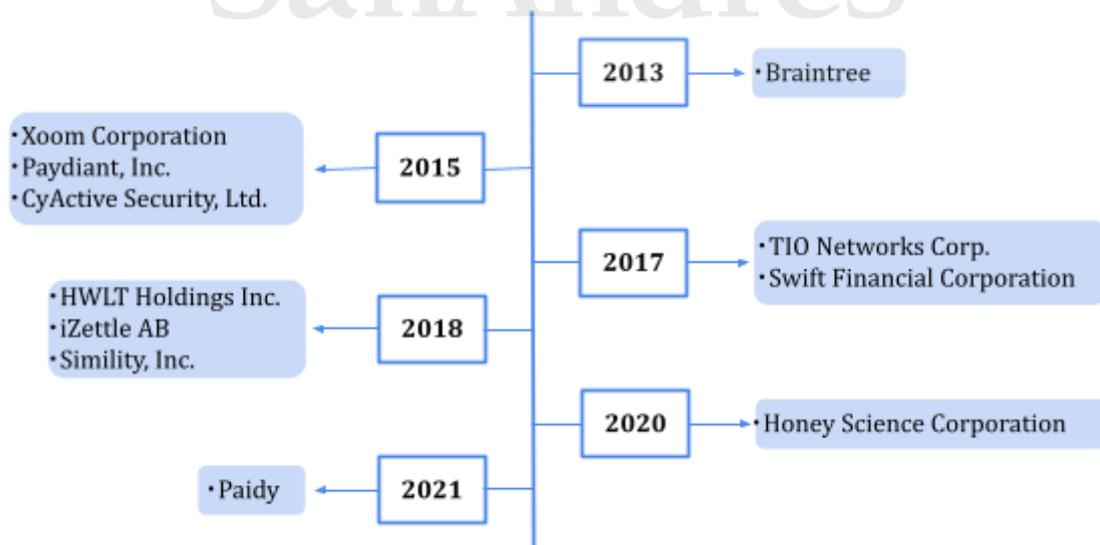
través de la adquisición de empresas. Estos incluyen servicios de pago diferido, financiación promocional, pagos por móviles, y billeteras digitales, entre otros. A su vez, esto le permitió expandirse globalmente a nuevos mercados. También, PayPal ha formado varias asociaciones estratégicas a lo largo de los años. Algunas de las empresas conocidas son Visa, Bank of America, JPMorgan Chase, American Express, FIS y varias más.

i. Adquisiciones

PayPal es una marca reconocida mundialmente que compite con otras empresas importantes desde hace más de 20 años. A finales del 2022 la entidad operaba en más de 200 países, trabajaba con 25 monedas, tenía 29,900 empleados y 435 millones de cuentas activas. Su sede principal se encuentra en San José, California, pero tiene subsidiarias en Estados Unidos, Canadá, Brasil, Luxemburgo, Japón, Singapur y Australia.

A lo largo de los años, PayPal ha comprado compañías que le han servido como métodos de ampliación para poder tener una mayor cuota de mercado, asimilación rápida de nuevas tecnologías o mejoras en seguridad.

Figura 1. Las adquisiciones más importantes de los últimos diez años.



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

En el 2013, PayPal fortaleció su cartera de soluciones con la adquisición de Braintree por 713 millones de dólares, para mejorar su oferta de servicios de pagos móviles a comerciantes y consumidores. Braintree tan solo un año antes había adquirido a la compañía Venmo que se dedicaba a servicios de pagos móviles. Una vez que forma parte de PayPal, Venmo se convierte en la billetera digital más popular para estudiantes universitarios y pequeñas empresas por su simpleza de uso.

Xoom se especializa en transacciones electrónicas y fue adquirida en el 2015 por PayPal por un total de 1,1 mil millones de dólares. Esta compra de Xoom fue para ampliar su oferta de servicios, mejorar su propuesta de valor para clientes y crecer su participación en el mercado internacional de remesas. Con esta adquisición se facilita el envío transfronterizo de dinero a un menor costo que con servicios tradicionales. Paydiant y CyActive también fueron adquiridas en el mismo año. La primera para desarrollar su servicio de pagos en móviles y la segunda para tener mejor seguridad de la información.

Como se puede ver en la Figura 1, durante el 2017 se realizaron dos adquisiciones distintas por 421 millones de dólares. Por un lado, TIO Networks Corp. funciona como una procesadora de pagos de facturas y le permitió a PayPal ampliar su escala de operaciones y mejorar su participación en el mercado de pago de facturas. Por otro lado, Swift Financial Corporation ofrece servicios financieros a pequeñas empresas en EE. UU. en forma de adelantos en efectivo, préstamos y líneas de crédito. Mediante esta adquisición, PayPal pudo enriquecer su propuesta de valor para comerciantes al fortalecer sus ofertas de financiamiento a otras empresas y tener una mejor capacidad de suscripción de seguros. De tal manera, mejora su relación con los comerciantes existentes y puede expandir su oferta de servicios a nuevos clientes.

Hubo tres grandes adquisiciones en el 2018 por más de 2,7 mil millones de dólares. Hyperwallet (HWLT Holdings Inc.) fue comprada para enriquecer las capacidades de pago de empresas globalmente y ofrecer soluciones de pago integrados a plataformas de

e-commerce y mercados. Para fortalecer su plataforma de pagos y mejorar su presencia de compras en tiendas se adquirió iZettle. Luego, Simility brindó servicios de gestión de riesgo y detección de fraude para comerciantes a nivel global.

Honey Science Corporation se conoce por crear una extensión de navegador que permite aplicar cupones en sitios web de comercio electrónico, de manera automática, como método de ahorro. Con esta adquisición por 4 mil millones de dólares en el 2020, PayPal pretendió simplificar y mejorar las experiencias de compra para los consumidores mientras aumentaba la participación del consumidor y las ventas de los comerciantes.

Por 2,7 mil millones de dólares PayPal compró Paidy en el 2021 para expandir sus operaciones y su relevancia en Japón. Esta empresa tiene una plataforma de pagos digitales bilateral que ofrece créditos a plazo. Asimismo, PayPal logró ampliar su cartera de soluciones de pagos diferidos.

b. Operación del negocio

PayPal opera en todo el mundo a través de una red bilateral a escala, la cual conecta comerciantes con consumidores en más de 200 mercados. La empresa se destaca de sus competidores al tener una base sólida de clientes y una plataforma confiable y bien desarrollada. Su escala global le permite ofrecer soluciones digitales a una mayor base de consumidores y comerciantes, debido a que facilita el proceso de pagos en diferentes países y a distintas monedas. Mediante un programa de gestión de riesgos y cumplimiento empresarial protegen la información del cliente y ayudan a garantizar un proceso de transacción legítimo.

A través de la comunicación y *marketing*, fortalecen la visibilidad, uso y preferencia de la plataforma en múltiples países o regiones geográficas. Además, crean y fortalecen marcas reconocidas y confiables. La empresa ofrece una variedad de productos y servicios, y los separa de acuerdo a si la solución que ofrece su plataforma está dirigida a comerciantes o

consumidores.

i. Soluciones para comerciantes

A través de su plataforma PayPal brinda la posibilidad de que se realicen pagos de manera *online* u *offline* con billeteras digitales (como Venmo), tarjetas de crédito o débito, y otros métodos más. Tiene un servicio de *checkout* digital, proceso de compra, que funciona *online* o en la tienda (con PayPal Zettle) de manera simple y rápida, mientras que PayPal cobra una tasa por completar estas transacciones. Este servicio permite que el negocio del comerciante tenga la posibilidad de operar globalmente a un mayor potencial de consumidores.

La compañía otorga créditos para que comerciantes de pequeñas y medianas empresas puedan crecer su negocio. En particular, opera a través de sus productos de PayPal Working Capital y PayPal Business Loan. El primer producto consiste en un préstamo o adelanto en efectivo, a cambio de una tasa cobrada según el volumen de pago total anual que ha procesado el negocio en cuestión. El segundo provee financiamiento a corto plazo, a cambio de una tasa que depende de una evaluación del negocio y su dueño. De tal manera, PayPal ofrece financiamiento a empresas que capaz no tengan la posibilidad de acceder a préstamos en instituciones financieras tradicionales.

También, ofrece otros tipos de servicios que apoyan el crecimiento del negocio del comerciante. Por un lado, tienen un servicio de protección contra el fraude y gestión de riesgos, que mantiene la seguridad del comercio. Por otro lado, ayuda al comerciante atraer clientes nuevos e incrementar sus ventas, a través del análisis de datos.

ii. Soluciones para consumidores

PayPal ofrece opciones de pagos globales en otras plataformas y para diferentes consumidores. Otorga una manera con la que los consumidores pueden manejar su dinero y realizar transacciones, a través de una billetera digital. Esta billetera se puede financiar

con una cuenta bancaria, el saldo de una cuenta de PayPal o Venmo, un producto crediticio, una tarjeta de débito o crédito, criptomonedas y otros productos de valor almacenado (tarjetas de regalo y recompensas). Su servicio facilita la realización y recepción de pagos con distintos dispositivos de una forma simple, segura y conveniente.

Las transacciones hechas por consumidores pueden ser domésticas o internacionales. Por un lado, Venmo es la aplicación de celular que más se utiliza en EE. UU. para hacer transacciones. Por otro lado, Xoom ofrece un servicio de transacciones internacionales rápido y seguro. Estas soluciones, llamadas servicios de persona a persona (*person to person*, P2P), son una manera de generar nuevas cuentas activas cuando alguien recibe o realiza una transacción, por ejemplo.

La empresa tiene una oferta de créditos y servicios de pago en cuotas a costos accesibles. Estos están sujetos a una aprobación del crédito para el consumidor. Tiene productos de comprá ahora y pagá después (*buy now, pay later*) en varios países y no tiende a cobrar intereses por pagos perdidos u olvidados. En Estados Unidos la compañía ofrece una tarjeta de crédito para usuarios de PayPal o Venmo y un producto crediticio (PayPal Credit) que se otorga a través de una asociación con una institución financiera autorizada independiente. Estos productos ayudan a atraer consumidores y comerciantes a la plataforma.

Principalmente, PayPal quiere atraer consumidores al presentar una variedad de servicios que permite que manejen sus finanzas y puedan hacer compras *online* o en persona. La compañía también participa en la experiencia de compras al ofrecer herramientas de descubrimiento de productos, seguimiento de precios, cambios y devoluciones fáciles, y ofertas. Las ganancias que percibe la empresa se cobran con tasas sobre conversión de moneda extranjera; por transacciones instantáneas desde cuentas de PayPal o Venmo a cuentas bancarias o tarjetas de débito; por facilitar la compraventa de criptomonedas; con intereses sobre productos crediticios; y otros intereses más.

c. Evolución financiera de PayPal

Gráfico 1. Precio por acción de PayPal (2015-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

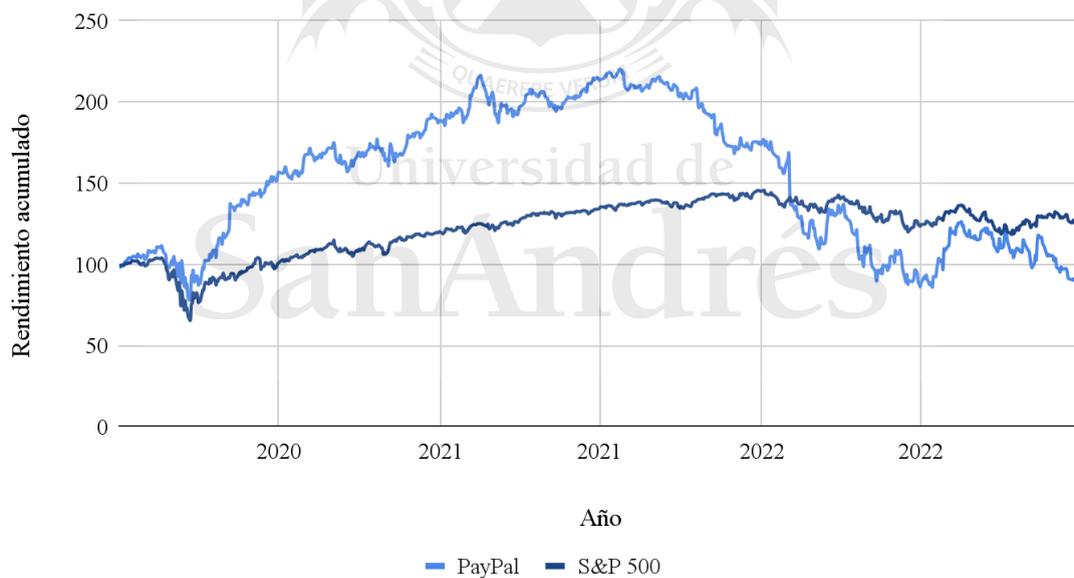
El valor de la acción de PayPal tuvo una tendencia alcista desde el 2015 hasta febrero del 2020, cuando tuvo una caída repentina, a causa del shock que generó la pandemia del COVID-19. Sin embargo, en marzo el precio comenzó a subir nuevamente a un ritmo mucho mayor. La pandemia impulsó el uso de productos y servicios virtuales, por lo que PayPal fue beneficiada al ofrecer productos y servicios financieros-tecnológicos. A su vez, la compañía aumentó la confianza de sus inversores por superar expectativas de crecimiento de ingresos propias y del mercado. En particular, tras publicar sus resultados trimestrales del 2020 se pudo notar subidas más empinadas. Este crecimiento llegó a su pico en julio del 2021 y desde ese entonces la acción empezó a caer fuertemente, a un ritmo mucho mayor a lo que creció previamente.

La disminución se generó por no haber cumplido con las expectativas de crecimiento de ingresos del mercado en el segundo trimestre del 2021. Este momento marcó cuando los

inversores empezaron a perder confianza en la compañía. Luego, un rumor de que PayPal iba a adquirir Pinterest surgió en octubre del mismo año y potenció la caída del precio. Además, hubo disminuciones marcadas en el valor de la acción tras las publicaciones de los resultados del tercer trimestre y, principalmente, el cuarto trimestre, por no haber cumplido con las expectativas de crecimiento de ingresos del mercado. Cabe destacar que durante este periodo Paypal sí tuvo crecimiento de ingresos, pero a menores tasas que años previos.

La acción terminó cayendo por debajo del valor que presentaba previo al periodo de alto crecimiento del 2020. Posterior a la caída fuerte, la acción siguió cayendo, pero a una tendencia bajista más llana.

Gráfico 2. Rendimientos acumulados de las acciones de PayPal y el S&P 500 (2020-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

Para ver si este fuerte crecimiento seguido por una caída drástica fue particular a PayPal, se analizó el comportamiento del mercado en el mismo periodo de tiempo. El índice S&P 500 considera las 500 acciones de más alta capitalización de EE.UU y es representativo del

mercado. Al comparar el rendimiento acumulado de PayPal con el del índice se puede observar que el índice se mantuvo bastante estable, excepto por una breve caída a mediados del 2020 por efectos de la pandemia. A diferencia, PayPal tuvo mayor variación en su precio. La acción percibió un mayor crecimiento que el índice hasta el 2021, debido a que la pandemia impulsó el uso de productos y servicios virtuales. Posteriormente, tuvo una caída fuerte y cayó por debajo del índice. O sea, el índice no muestra tanta volatilidad como PayPal.

Gráfico 3. Rendimientos acumulados de las acciones de PayPal y sus competidores (2020-2022).

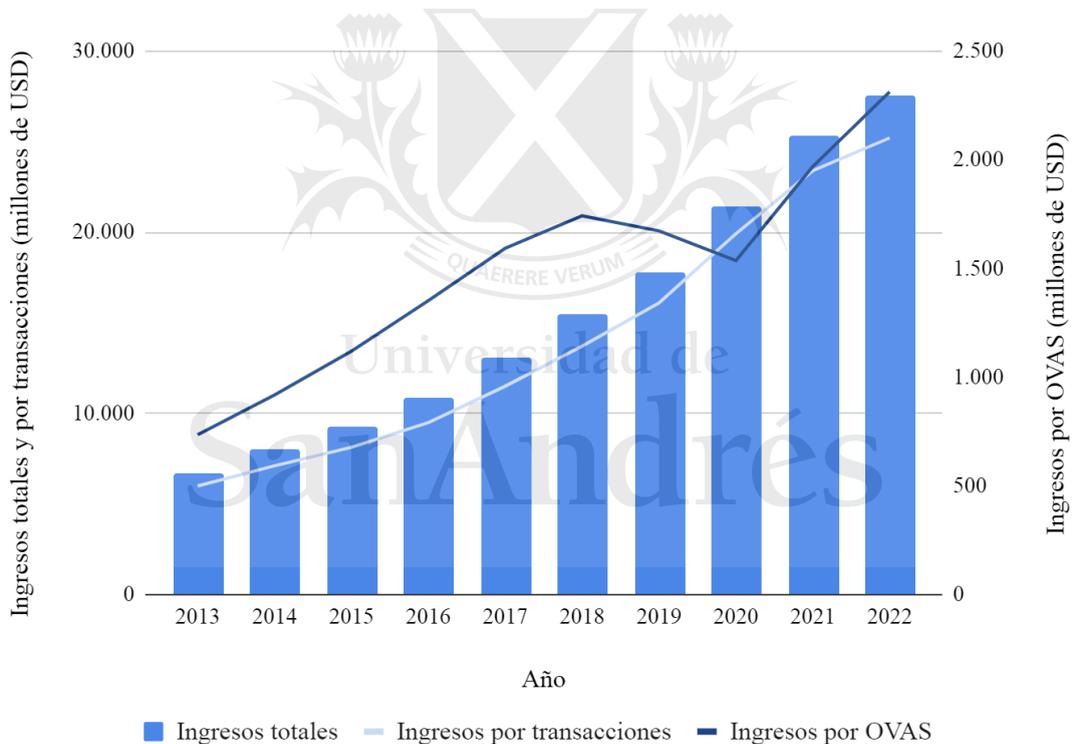


Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

También, se analizó el comportamiento de los rivales de PayPal durante el mismo periodo de tiempo. El Gráfico 3 muestra el rendimiento acumulado de PayPal frente a otros competidores importantes dentro de la industria financiera-tecnológica: Block, Inc., American Express Company, Visa Inc., Mastercard Incorporated, Fidelity National Information Services, Inc. y Fiserv, Inc. Todas las empresas experimentaron una caída

durante el 2020 por la pandemia, pero pronto se recuperaron. Durante este periodo, PayPal y Block se separan de la trayectoria más estable seguida por el resto de las compañías. Ambas tienen mucho crecimiento hasta el 2021 y decrecimiento posteriormente por sufrir una disminución en la confianza de sus inversores. Esta semejanza en el rendimiento acumulado de las dos empresas puede ser debido a que ambas tienen negocios parecidos al dedicarse a ofrecer productos y servicios nuevos e innovadores dentro del sector. Sin embargo, PayPal cae mucho más que Block y cae por debajo de varias compañías.

Gráfico 4. Ingresos (2013-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

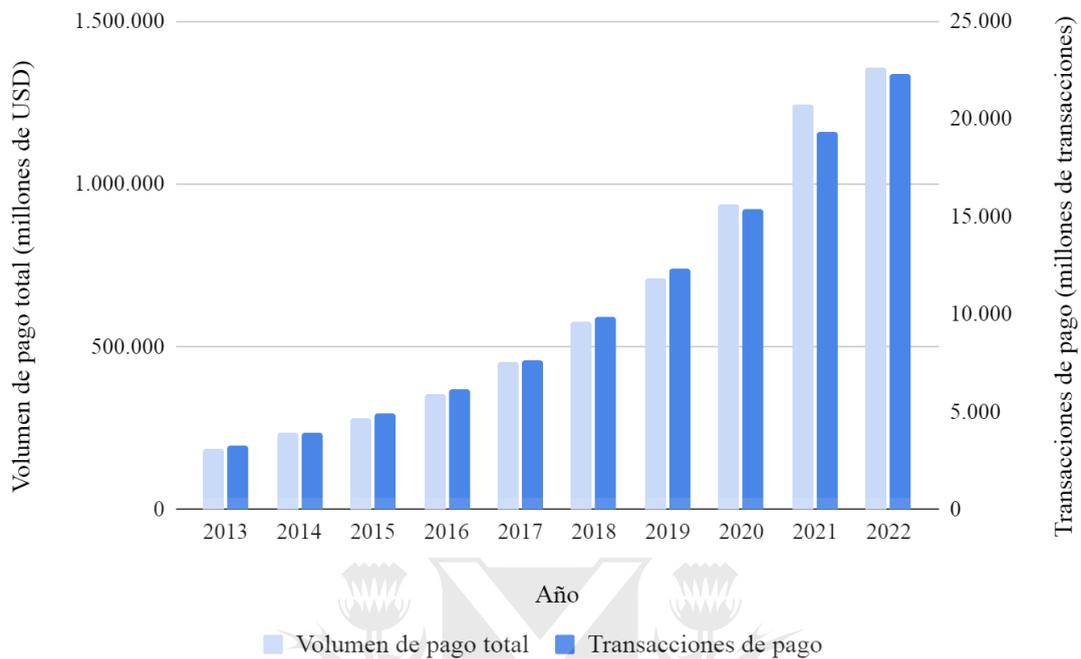
Los ingresos de PayPal se clasifican de acuerdo a ingresos por transacciones o ingresos por otros servicios de valor agregado (*Other Value Added Services, OVAS*). La mayor parte de sus ingresos vienen de transacciones, principalmente, comisiones sobre operaciones de pago. Debido a eso se puede notar en el Gráfico 4 que estos ingresos tienen una trayectoria

de crecimiento similar al de los ingresos totales. La tasa compuesta anual de crecimiento (*Compound Annual Growth Rate*, CAGR) de 9 años de los ingresos totales de PayPal es de 16,9%, un poco menor a la de los ingresos por transacciones (17,3%).

Los ingresos por otros servicios de valor agregado tienen en cuenta lo que se genera por colaboraciones con socios o intereses sobre préstamos otorgados, entre otras cosas. Ese tipo de ingreso ha mostrado un crecimiento más marcado a lo largo de los años. A partir del 2018 tuvo una caída debido, principalmente, a la venta de sus préstamos al consumo sin cobrar y la implementación de iniciativas que alivian consumidores con pagos pendientes durante la pandemia por el COVID-19. Sin embargo, a partir del 2020 comenzó a crecer nuevamente a un mayor ritmo que antes. En particular, esta cuenta presenta un CAGR de 9 años del 14%, menor a los otros ingresos.

A continuación se analizan las cuatro métricas clave que utiliza PayPal para explicar el movimiento de sus ingresos. Estas métricas son: volumen de pago total, cantidad de transacciones de pago, cantidad de cuentas activas y número de transacciones de pago por cuenta activa.

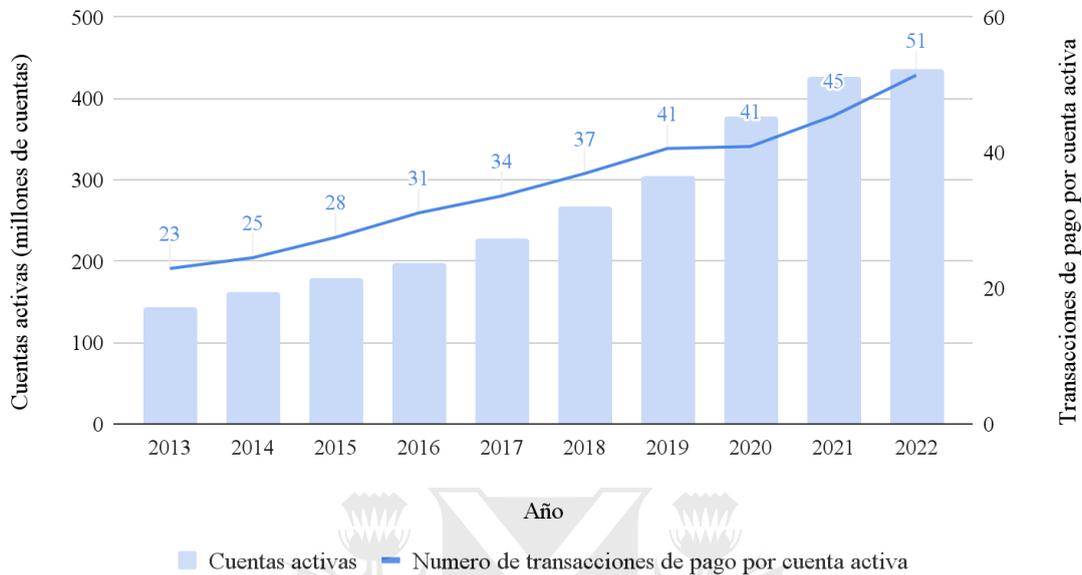
Gráfico 5. Volumen de pago total y número de transacciones de pago (2013-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Estas dos métricas han estado en constante crecimiento a lo largo del tiempo, particularmente, el volumen de pago total ha crecido en una mayor medida que el número de transacciones de pago en los últimos años. Para el 2013 hasta el 2022 mantuvieron altas tasas anuales compuestas de 25% y 24%, respectivamente. Sin embargo, en el 2022 ambas métricas tuvieron variaciones de crecimiento mucho menores a años previos.

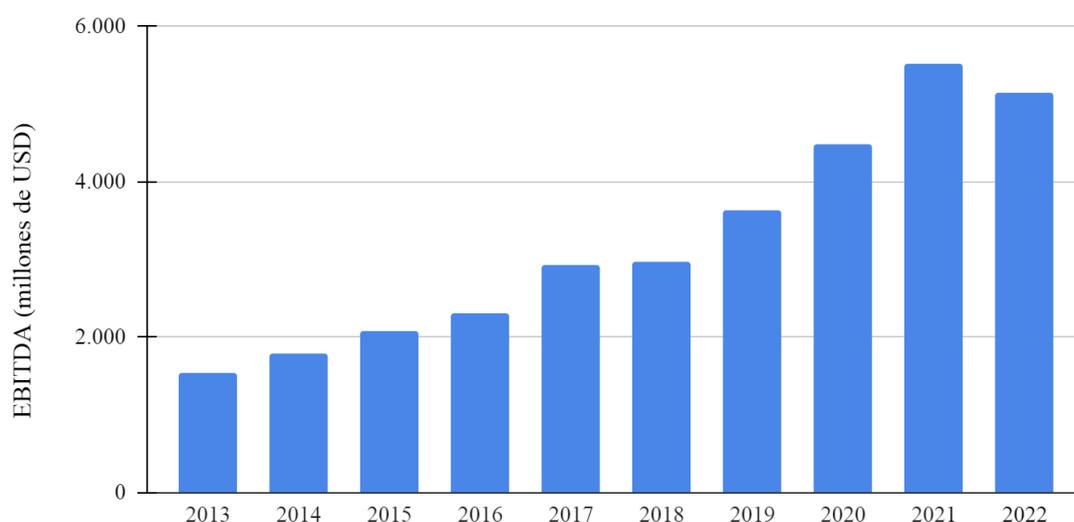
Gráfico 6. Cantidad de cuentas activas y transacciones de pago por cuenta activa (2013-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

PayPal contó con 435 millones de cuentas activas a finales del 2022, de las cuales 400 millones pertenecían a cuentas de consumidores y 35 millones a cuentas de comerciantes. El número de transacciones de pago por cuenta activa representa la captación del cliente y ha ido aumentando junto a la cantidad de cuentas activas, tienen un CAGR de 9 años de 9% y 13%, respectivamente. Aún así, del 2019 al 2020 el número de transacciones de pago por cuenta activa se mantuvo estable, debido a un incremento en la cantidad de cuentas activas durante la pandemia. Si bien la cantidad de cuentas activas ha ido aumentando, se puede notar que después del 2020 ha estado creciendo en menor medida.

Gráfico 7. EBITDA (2013-2022).



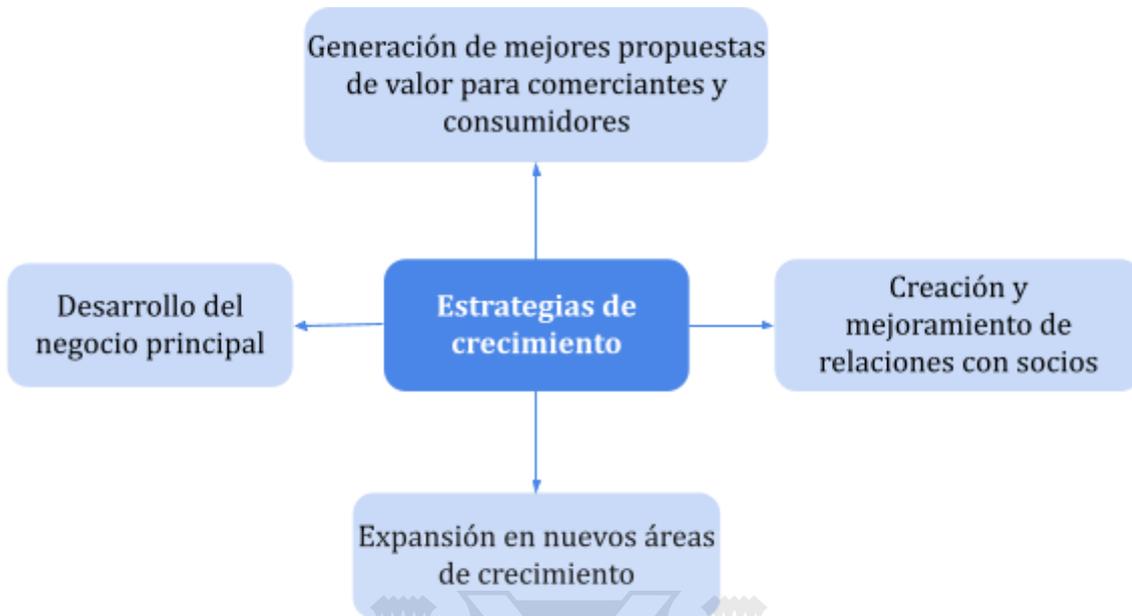
Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

El EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*, ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) de la compañía tuvo una tendencia alcista en los últimos diez años, con un crecimiento compuesto anual del 14%. Si bien en el 2022 registró una caída respecto al año anterior, debido a un aumento en sus gastos operativos, aún continuó siendo superior al EBITDA de años previos al 2021.

d. Planes de crecimiento

Al pertenecer a un sector altamente competitivo es necesario que PayPal cuente con estrategias que le permitan destacarse en el mercado. La empresa debe buscar la manera de mantener y crecer su negocio sin importar las condiciones económicas del país en el que opera y sus potenciales clientes. También, tiene que encontrar cómo cumplir con el ritmo al que surgen nuevas tecnologías y soluciones digitales que compiten con lo que ofrece PayPal.

Figura 2. Las estrategias de crecimiento de PayPal.



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

PayPal se enfoca en las siguientes cuatro estrategias de crecimiento.

1. El desarrollo del negocio principal: expansión a nuevos países, atracción de nuevos clientes, retención de clientes, creación de nuevos y mejoramiento de actuales productos y servicios, adaptación a nuevas tecnologías.
2. La generación de mejores propuestas de valor para comerciantes y consumidores: soluciones digitales adaptadas a las necesidades del cliente, desarrollo de productos y servicios eficientes y rápidos, oferta de productos y servicios que mejoran el negocio del comerciante y simplifican la vida del consumidor.
3. La creación y el mejoramiento de sus relaciones con socios: desarrollo de las marcas de PayPal, creación de nuevas ideas para atraer clientes, mantención de relaciones con socios actuales.
4. La expansión en nuevas áreas de crecimiento: adquisición de marcas, innovación en nuevos productos y servicios, inversiones en proyectos estratégicos.

En este momento PayPal quiere enfocarse en el desarrollo de su negocio principal y en atraer nuevos clientes. La gerencia ha mencionado que pretende optimizar la estructura de costos de la entidad y mejorar su propuesta de valor para consumidores y comerciantes. La compañía quiere invertir en su plataforma y en iniciativas importantes. Para ello es necesario que la empresa cuente con los fondos que la permita hacer realidad sus proyectos de crecimiento. PayPal ha recurrido a préstamos para hacer inversiones en el pasado, sin embargo, todavía no ha podido repagar su deuda en la actualidad. La compañía tiene que usar discrecionalidad a la hora de decidir qué tipos de proyectos financiar y ver si cuenta con los recursos suficientes como para hacerlo.

2. Análisis de la industria

a. Características de la industria

La industria financiera-tecnológica (*fintech*) contempla empresas que usan la tecnología para ofrecer servicios financieros y empresas que proveen servicios tecnológicos a entidades financieras. Se puede dividir la industria en nueve categorías: *outsourcing* (externalización) de procesos de negocios; tecnología de inversiones y mercado de capitales; préstamos digitales; tecnología de *e-commerce* y *marketing*; soluciones de media financiera y datos; tecnología de seguros y asistencia médica; tecnología de seguridad, tecnología de recursos humanos y nómina; y pagos. PayPal opera debajo de la categoría de pagos que, a su vez, se divide en diferentes tipos de servicios.

El sector de servicios financieros relacionados a pagos se trata de un grupo altamente vinculado con el dinero, el cual se encuentra directamente relacionado con el comercio. Entidades dentro del sector actúan como intermediarios, permitiendo que se puedan realizar diferentes transacciones financieras, principalmente entre consumidores y comerciantes.

Inicialmente, estos servicios fueron proporcionados por empresas financieras o bancos

que operaban por medios tradicionales. Sin embargo, en las últimas dos décadas han surgido las compañías *fintech* que ofrecen servicios financieros a través de plataformas digitales, haciendo uso de las tecnologías que permiten agilizar, simplificar y hacer más cómodo las soluciones tradicionales que se venían usando. Cabe destacar que estos nuevos competidores, en la mayoría de los casos, no tienen el estatus de banco o alguna alternativa reconocida como una institución financiera autorizada.

Interesantemente, algunas de las empresas tecnológicas más grandes, como Apple, Google y Amazon, entre otras, han estado sumando los servicios financieros a su red como estrategias de crecimiento, aprovechando sus fortalezas en el sector tecnológico y el manejo de datos. Por otro lado, la banca tradicional ha tenido que adaptarse urgentemente ante las nuevas amenazas que surgen como consecuencia de la fusión de los servicios financieros con los tecnológicos.

b. La digitalización y otras tendencias globales

A través del desarrollo de la tecnología se ha generado la digitalización de diversos procesos cotidianos. La creación del internet y los diferentes dispositivos electrónicos, como el celular o la computadora, brindaron posibilidades de nuevas soluciones digitales. Esto permite agilizar, simplificar e innovar los procesos tradicionales que existían y siguen existiendo, sean a pequeña o a gran escala. También, se ha creado un mundo virtual en el cual uno puede encontrar variedades de aplicaciones que realizan diferentes tareas.

Debido a la pandemia por el COVID-19, personas, empresas y otras instituciones terminaron recurriendo en mayor medida a las soluciones digitales. La mayoría de las personas estaban en cuarentena o en aislamiento social y evitaban compras innecesarias. Esto impactó fuertemente a muchos negocios en sus márgenes y su capacidad de soportar gastos. Se vieron obligados a adaptar la mayor parte de sus negocios a la virtualidad, si querían seguir en marcha. Sin embargo, durante esta etapa también crecieron varios negocios que ya ofrecían soluciones digitales. Esto se debe a que aumentó el interés por

bienes y servicios que operaban *online*.

Este movimiento digital también terminó afectando a los servicios financieros, siendo este el sector en el que opera PayPal. De tal manera, estas empresas pueden reducir sus costos y agilizar procesos. Además, beneficia a los consumidores, porque brinda una mayor comodidad, accesibilidad, simpleza y transparencia a la hora de utilizar estos servicios. Mientras tanto, se aleja del uso del dinero físico. Han aumentado las transacciones digitales, o sea, pagos y cobros utilizando aplicaciones o sitios web. Esto se debe a la comodidad, rapidez y facilidad que implica realizar una transacción digitalmente. Por lo tanto, se espera que este servicio siga creciendo y que se reduzca el uso de medios de pago tradicionales por parte de consumidores y comerciantes.

La reducción de costos generada por la digitalización ayuda a agrandar los márgenes del negocio. Debido a ello, una empresa puede decidir abrir un nuevo negocio o dar un nuevo servicio, porque cuenta con la rentabilidad suficiente para hacerlo. Además, es más fácil y más barato establecer un nuevo emprendimiento cuando es digital. Los bancos tradicionales también están obligados a ofrecer servicios digitales para que se puedan mantener competitivos.

Estas compañías pueden ofrecer sus servicios a una variedad de clientes, desde empresas a individuos. Los servicios financieros digitales tienen un mayor potencial de clientes, particularmente, porque pueden operar en otros países también fácilmente. Además, las empresas pueden aprovechar el tipo de cambio del momento para maximizar sus ganancias.

Aunque la digitalización trae muchos beneficios puede traer sus propios problemas. Por un lado, las empresas tienen que asegurarse de proteger los datos personales de sus clientes. Esto implica la necesidad de invertir en ciberseguridad para impedir posibilidades de hackeo y robo de datos. Por otro lado, al digitalizar estos servicios, ellos se vuelven dependientes del buen funcionamiento del internet, los dispositivos electrónicos y la

aplicación o sitio web a utilizar. Entonces, un problema técnico puede ser muy perjudicial para la empresa que brinda el servicio.

c. Competidores y líderes por país

A nivel mundial, con el surgimiento de los servicios *fintech*, las personas y empresas comenzaron a recurrir a estos nuevos servicios que tendían a ser más rápidos y cómodos que los tradicionales. En esta sección se mencionan algunas de las compañías que ofrecen este tipo de servicios, operan en el sector de pagos, y se asemejan más a PayPal.

i. American Express Company

Esta es una compañía de pagos, también conocida como AmEx, que tiene su sede principal en Nueva York, pero se encuentra en más de 110 países. Sus operaciones se categorizan de acuerdo a cuatro segmentos: servicios al consumidor en EE.UU. (*U.S. Consumer Services, USCS*), servicios comerciales (*Commercial Services, CS*), servicios internacionales de tarjeta (*International Card Services, ICS*), y servicios globales de comerciantes y de red (*Global Merchant and Network Services, GMNS*). A su vez, divide sus negocios en tres categorías: emisión de tarjetas, adquisición de comerciantes, y red de tarjetas.

Entonces, ofrece una variedad de productos y servicios relacionados a tarjetas, recompensas, cuenta corriente, manejo de servicios para comerciantes, herramientas anti-fraude, soluciones de *marketing*, análisis de datos, y varios más. Por ejemplo, posee el servicio de pagos virtuales vPayment, el cual ofrece flexibilidad financiera mediante la asignación de un número de cuenta virtual de uso único para cada transacción. Realiza sus operaciones por distintos medios, entre ellos: aplicaciones, *marketing* de afiliados, un programa de referencia de clientes, proveedores de servicios de terceros, socios de negocio, *mail*, y teléfono.

ii. Block, Inc.

Previamente conocida como Square, Inc., esta es una empresa estadounidense, con sede en San Francisco, que clasifica su negocio de acuerdo a tres ecosistemas: Square, Cash App, y emergente. El primer ecosistema representa el comienzo de la compañía. Tiene servicios y productos comerciales que pretenden ayudar a vendedores a comenzar, administrar y crecer su negocio, principalmente, a través de su plataforma de pagos llamada Square. En segundo lugar, Cash App es un servicio de pagos por móvil, que ayuda a consumidores con el manejo de dinero. Finalmente, dentro de los ecosistemas emergentes se encuentran TIDAL, un servicio de transmisión de música de alta calidad, y bitcoin, con servicios como Spiral y TBD que promueven el uso de bitcoin y un mundo financiero descentralizado y accesible.

iii. Fidelity National Information Services, Inc.

FIS es un proveedor de soluciones tecnológicas para distintos tipos de clientes con su sede principal en Florida. Los segmentos sobre los que reporta la compañía incluyen: soluciones bancarias (*Banking Solutions*), soluciones para comerciantes (*Merchant Solutions*), soluciones de mercado de capitales (*Capital Market Solutions*), y corporativo u otro (*Corporate and Other*).

El primer segmento proporciona servicios a instituciones financieras mediante software de procesamiento central, software de procesamiento de transacciones, y aplicaciones y servicios complementarios. El siguiente segmento se enfoca en el procesamiento de pagos para comerciantes e incluye otros servicios de seguridad, prevención de fraude, análisis de datos, gestión de divisas y financiación. El tercer segmento ofrece soluciones a instituciones de servicios financieros globales en el mantenimiento de registros; tesorería; datos y análisis; gestión y negociación de pedidos; procesamiento y financiación de valores; y riesgo y cumplimiento. El último segmento contempla gastos y funciones no

considerados en las otras secciones operativas y, también, tiene en cuenta los negocios no estratégicos que planean disminuir o eliminar.

iv. Fiserv, Inc.

Fiserv es una empresa multinacional estadounidense con sede en Wisconsin, que trabaja con el procesamiento de pagos y brinda servicios a comerciantes, bancos, cooperativas de crédito, instituciones financieras y otros clientes corporativos. Ofrecen soluciones para todo tipo de tamaño, giro y complejidad de comercio, tanto para negocios físicos como para *e-commerce*.

Categoriza sus servicios en tres segmentos: aceptación comercial (*Merchant Acceptance*), tecnología financiera (*Financial Technology*), y pagos y red (*Payments and Network*). Trabaja haciendo foco en la innovación y el buen rendimiento en los áreas de: soluciones de procesamiento de cuentas y de banca digital; servicios de procesamiento de emisores de tarjetas y de red; pagos; comercio electrónico; y adquisición y procesamiento comercial; entre otros.

v. Mastercard Incorporated

Mastercard se identifica como una empresa de tecnología que opera en el sector de pagos, conectando consumidores, comerciantes, empresas, instituciones financieras y gobiernos de todo el mundo, permitiéndoles realizar pagos electrónicos seguros y accesibles. Es una corporación con sede en Nueva York, pero con operaciones en más de 200 países. Proporciona una variedad de productos que incluyen crédito al consumo, débito al consumo y prepago. También, ofrece soluciones cibernéticas y de inteligencia; servicios de análisis de datos; servicios de verificación de identidad; consultoría; programas de fidelización y recompensas; procesamiento; y banca abierta.

vi. Visa Inc.

La multinacional de tecnología de pagos, Visa, tiene su sede principal en California. Facilita el comercio y transacciones de dinero para consumidores, comerciantes, instituciones financieras y entidades gubernamentales en países por todo el mundo. La compañía brinda servicios de procesamiento de transacciones a través de VisaNet. Posee servicios de pago digitales desde el móvil, con tecnología verificada por Visa para pagos seguros online. Posibilita la transferencia electrónica de fondos en todo el mundo, teniendo en cuenta las transacciones que se pueden generar entre: personas (*Person to Person, P2P*), empresas y consumidores (*Business to Consumer, B2C*), empresas, (*Business to Business, B2B*), empresas y pequeñas empresas (*Business to Small Business, B2b*), y gobiernos y consumidores (*Government to Consumer, G2C*). También, ofrece productos de crédito, débito, prepago y acceso a efectivo a sus clientes, y proporciona servicios de valor agregado como soluciones de riesgo, servicios de asesoría, entre otros.

Habiendo analizado las empresas que componen el sector financiero-tecnológico, se puede notar que PayPal tiene un negocio y ofrece productos y servicios que se asemejan bastante al de sus competidores. Por lo tanto, esta industria es altamente competitiva y la compañía debe buscar la manera de destacarse en el mercado para poder crecer y atraer más clientes que sus rivales.

d. Factores que influyen a la industria

El crecimiento del sector de servicios financieros digitales se debe mucho a que las personas constantemente buscan soluciones más cómodas y más rápidas. Con la creación de nuevos dispositivos electrónicos y el desarrollo de la tecnología, se vuelve más común y posible digitalizar procesos cotidianos. La pandemia y la expansión del comercio electrónico ayudaron a impulsar este movimiento hacia soluciones digitales.

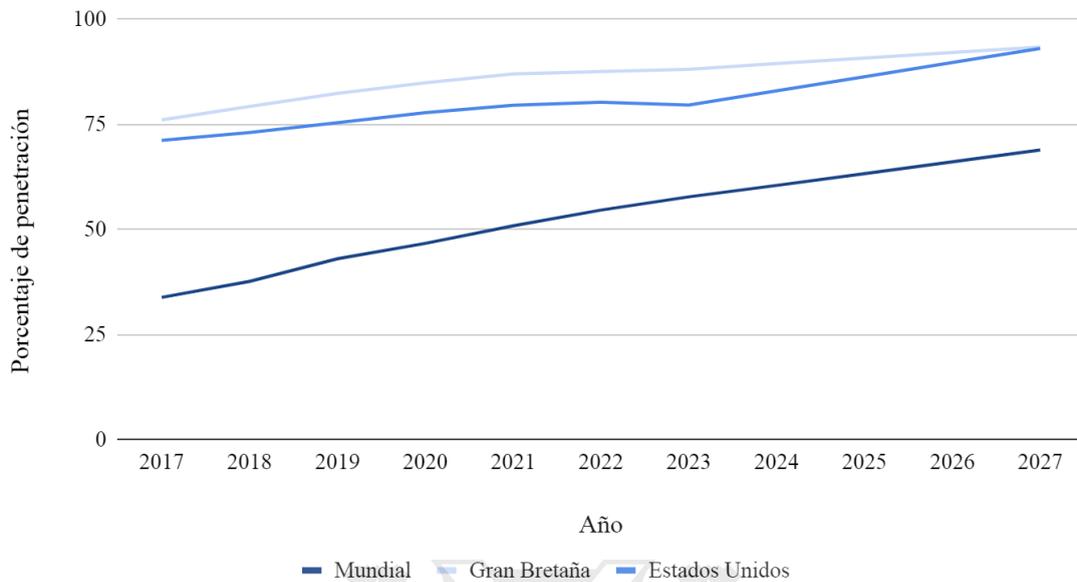
Sin embargo, hay grupos de personas que prefieren utilizar servicios tradicionales y en

persona, por ejemplo, los individuos que no se sienten cómodos con su manejo de la tecnología. Este sector también está limitado por el buen funcionamiento del internet, del celular, y otros temas tecnológicos. Puede terminar siendo más cómodo utilizar un servicio en persona cuando la alternativa digital no te funciona tan bien debido a problemas técnicos o de conexión. Además, para algunos este medio de pago se puede confiar menos al ser electrónico, sin embargo, cada año se están desarrollando nuevas maneras de mejorar la seguridad del cliente.

El crecimiento del mercado de pagos digitales y de PayPal como empresa puede ser influido por una variedad de factores diferentes. A continuación se analizan algunos de estos factores según datos de Statista para los mercados de Estados Unidos, Gran Bretaña y el mundo. Si bien PayPal opera en muchos países distintos, se decidió utilizar datos de estos lugares debido a que la mayoría de los ingresos que percibe la compañía provienen de los dos primeros países mencionados, principalmente, y los que vienen del resto de los países se puede representar por los datos mundiales. Se considera un periodo de tiempo del 2017 hasta el 2027, siendo estimaciones de Statista los datos posteriores al 2022.

Universidad de
San Andrés

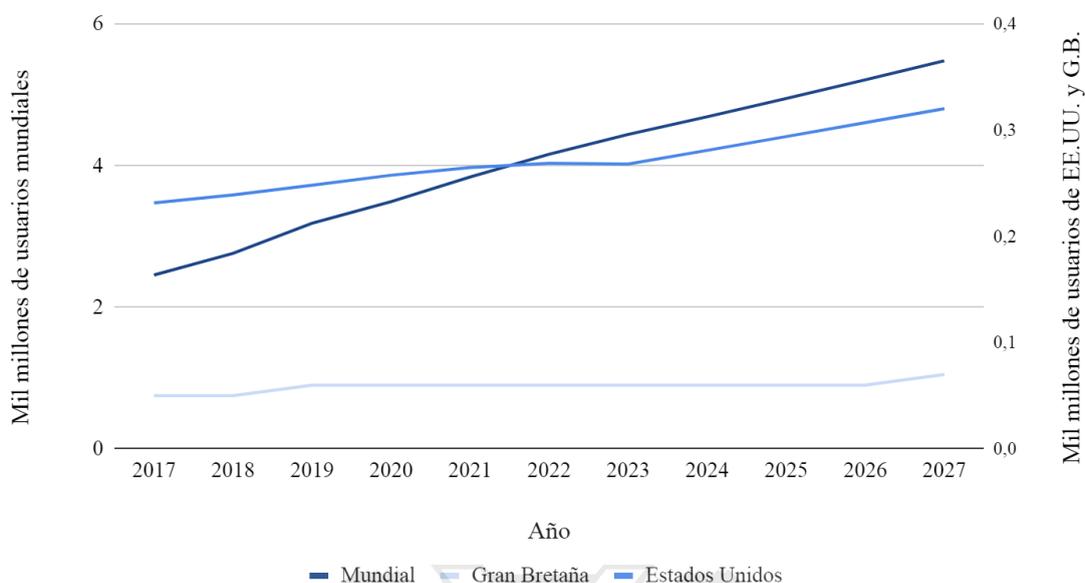
Gráfico 8. Tasa de penetración de pagos digitales (2017-2027).



Fuente: elaboración propia con datos de Statista.

La tasa de penetración indica cuán utilizado es el servicio de pagos digitales por un mercado en particular. El Gráfico 8 muestra cómo ha aumentado el uso del servicio en estos lugares a lo largo del tiempo. Es interesante notar que hay una mayor penetración del servicio en Gran Bretaña que en Estados Unidos, posiblemente por ser un país de menor tamaño. Sin embargo, hay expectativas de que crezca el uso de los pagos digitales a un mayor ritmo en Estados Unidos en los próximos años. Esto indica que con los años PayPal va a tener un mayor potencial de clientes a su disposición.

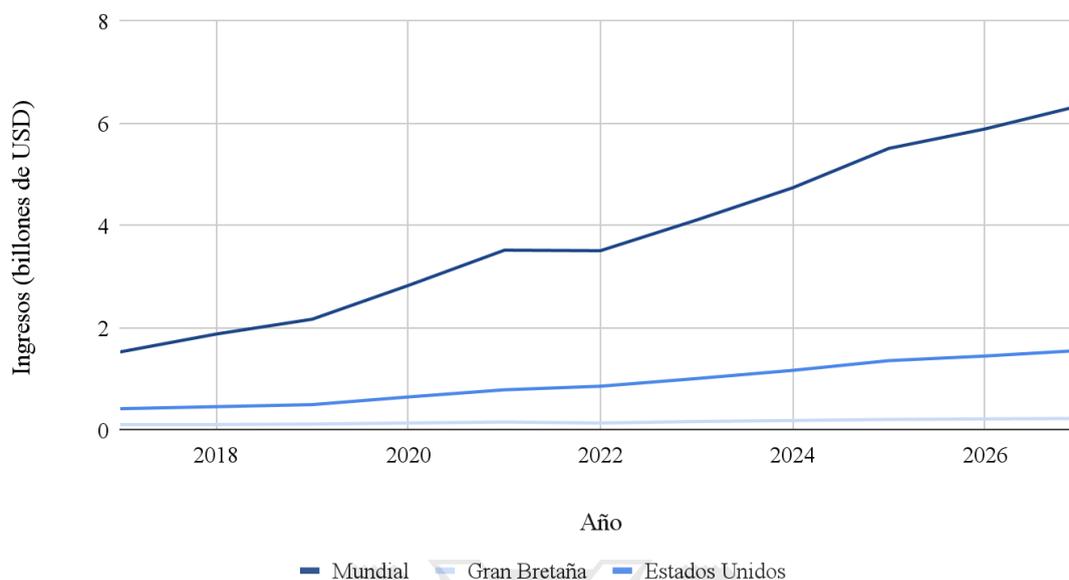
Gráfico 9. Cantidad de usuarios de pagos digitales (2017-2027).



Fuente: elaboración propia con datos de Statista.

El Gráfico 9 muestra que a nivel mundial ha crecido consistentemente la cantidad de usuarios de pagos digitales. De acuerdo a los otros mercados, Gran Bretaña no mostró tanto crecimiento en su cantidad de usuarios como Estados Unidos. También, Estados Unidos tuvo una mayor cantidad de usuarios que Gran Bretaña, posiblemente por su mayor población. Aun así, se espera que a futuro haya más usuarios para estos tres mercados.

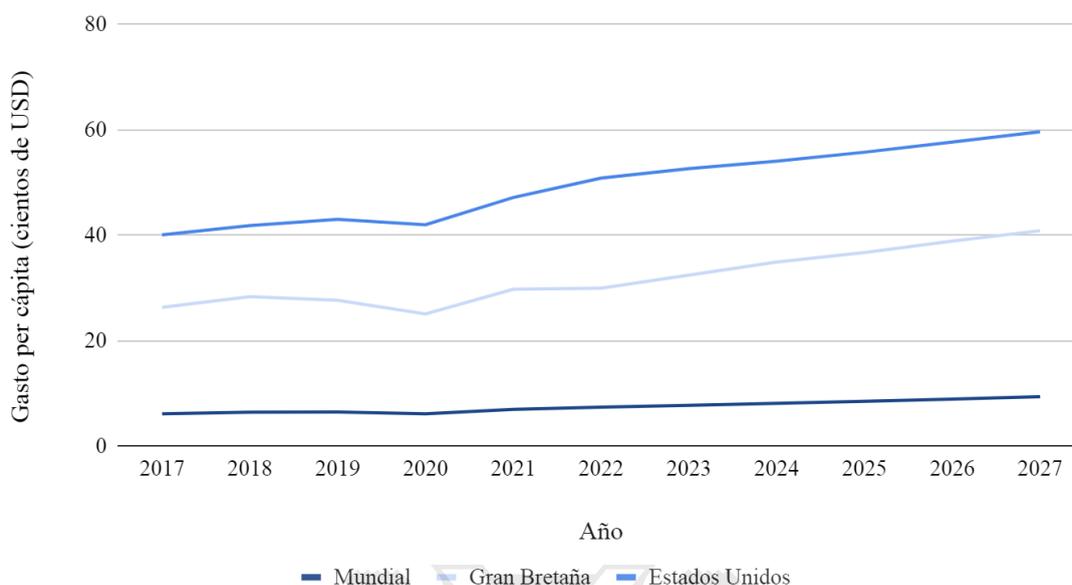
Gráfico 10. Ingresos por *e-commerce* (2017-2027).



Fuente: elaboración propia con datos de Statista.

El *e-commerce* está fuertemente vinculado con los pagos digitales, debido a que se tiende a utilizar el servicio a la hora de realizar compras *online*. Por lo tanto, sirve mirar el crecimiento del mercado de *e-commerce* para tener una idea de cómo podrían crecer los pagos digitales. Por un lado, mundialmente este medio de compra se ha estado utilizando cada vez más, por lo que tuvo mucho crecimiento de ingresos como se puede ver en el Gráfico 10. Por otro lado, Estados Unidos tuvo más crecimiento e ingresos mayores que Gran Bretaña.

Gráfico 11. Gasto per cápita de consumidores (2017-2027).



Fuente: elaboración propia con datos de Statista.

Hoy en día muchas personas prefieren realizar pagos digitalmente en vez de usar una manera tradicional por la comodidad y rapidez que brinda. Por lo tanto, se puede considerar el gasto de los consumidores como un indicador de cuánto puede llegar a crecer el servicio, ya que al gastar es probable que un consumidor lo haga mediante un pago digital.

En el Gráfico 11 los tres mercados tuvieron tendencias alcistas de gasto, pero sufrieron caídas en el 2020 durante la pandemia. El surgimiento del COVID-19 tuvo efectos económicos negativos a nivel mundial. Muchos países sufrieron decrecimiento económico, alta inflación y alto desempleo que terminó disminuyendo la propensión al consumo de las personas. En particular, la baja en el poder adquisitivo del dinero que generó la inflación motivó que las personas compren solo lo esencial. Esta caída del consumo también tuvo un efecto sobre los ingresos de muchas compañías. Mientras se recuperen las economías y aumente el gasto, es probable que también le vaya mejor a Paypal.

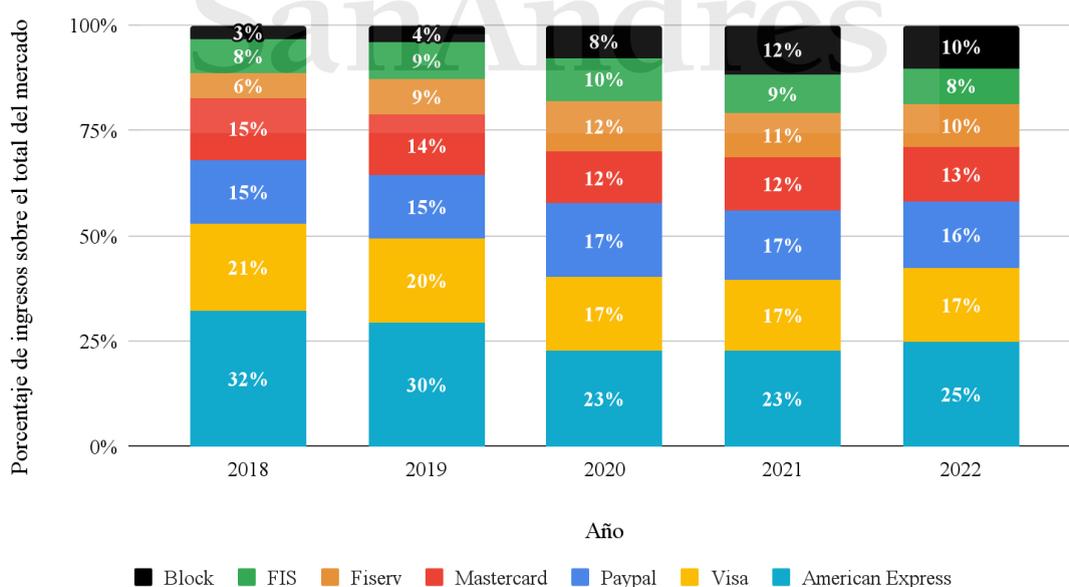
Se realizó una regresión de los ingresos de PayPal como variable explicada y tres de los factores mencionados previamente como variables explicativas para tener una idea de cómo influyen los factores en el crecimiento de la empresa. Se contemplan datos del 2017 hasta el 2022 y los datos de los factores que se utilizaron son mundiales. En el Apéndice B se pueden ver los valores de la regresión. A partir de este modelo y las expectativas de crecimiento de los factores según analistas de Statista se pudo calcular un posible CAGR de 12% para los ingresos de PayPal del 2022 hasta el 2027

3. Posicionamiento competitivo

a. Comparación con los competidores

Habiendo analizado la industria y los competidores de PayPal, se realizó una comparación más detallada con las otras entidades que participan en el sector financiero digital, para ver el posicionamiento de PayPal en el mercado. En este análisis el mercado de pagos digitales está representado por estas siete empresas, que incluyen a PayPal.

Gráfico 12. Cuota de mercado según los ingresos de la industria (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de las distintas empresas.

El Gráfico 12 identifica a American Express como la empresa con la cuota de mercado más grande, seguido por Visa y luego PayPal. Al comparar los porcentajes del 2022 con los del 2018 se puede observar que PayPal, Fiserv, FIS y Block ganaron cuota de mercado, a diferencia de las demás empresas. American Express y Block tuvieron las variaciones más altas en sus porcentajes de ingresos.

Se puede ver que PayPal tuvo su cuota de mercado más alta en el 2020, durante su periodo de mucho crecimiento. Luego, mientras que el precio por acción cayó drásticamente en el 2021, la cuota de mercado se mantuvo estable en ese año y solo experimentó una leve caída en el 2022.

PayPal tiende a estar entre las tres más importantes compañías de la industria *fintech*. La empresa tiene la oportunidad de seguir aumentando su cuota de mercado, al aumentar sus ingresos, para volverse líder en su sector.

b. Cinco fuerzas de Porter

En la actualidad el ámbito de las empresas se ha vuelto muy competitivo, por lo que cada vez es más necesario estar atento a la competencia para no perder cuota de mercado. Es por ello que resulta imprescindible analizar continuamente a la competencia para que se pueda adelantar a las tendencias.

Las cinco fuerzas de Porter conforman un modelo de estudio de la estructura competitiva de una industria en el que se analiza: la rivalidad entre los competidores, la amenaza que representan los entrantes, el poder de negociación de los proveedores, el poder de negociación de los clientes y la amenaza procedente de los productos sustitutos (Porter, 2008). Así, analizando estas cinco fuerzas, la compañía puede comprender su posición en el mercado y tomar buenas decisiones estratégicas.

Figura 3. Las cinco fuerzas de Porter para PayPal.



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

i. Competencia en la industria

En cuanto a la competencia dentro del sector se observa que es alta debido a que hay muchos competidores. Aparte de las empresas financieras-tecnológicas, también hay empresas de banca tradicional o puramente tecnológicas que han incluido servicios financieros digitales. Además, constantemente surgen nuevos competidores en la industria, lo que la vuelve aún más competitiva. Debido a que no hay mucha diferenciación en el servicio o producto entre empresas y un cliente puede cambiar fácilmente de un servicio a otro, hay mucha competencia de precios. Sin embargo, tiende a haber lealtad por parte de los clientes, especialmente hacia las marcas grandes y conocidas.

Esta industria es particular porque, al operar digitalmente, contempla rivales de distintos países que fácilmente expanden sus negocios por el mundo. Asimismo, se aumenta la concentración del segmento e implica que sea una industria muy cambiante y en constante crecimiento. Los competidores que no pueden adaptarse a estos cambios son los que pierden cuota de mercado y se vuelven irrelevantes.

ii. Amenaza de nuevos competidores

La amenaza de nuevos competidores es alta, debido a que no hay barreras de entrada lo suficientemente elevadas como para impedir nuevos entrantes. Las empresas que operan en el sector *fintech* deben cumplir con varias regulaciones, leyes y políticas para poder operar. Los clientes pueden ser más leales a ciertas compañías por su experiencia, reputación, marca y calidad de servicio o producto. También, hay entidades que tienen una base de usuarios que contempla varios países y mercados distintos.

Con el desarrollo tecnológico de esta última década se han bajado algunas barreras de entrada existentes de este sector. Pueden ingresar nuevos competidores al mercado fácilmente mientras tengan un buen manejo de las tecnologías necesarias. Del mismo modo, pueden depender de terceros para sus requerimientos de equipamiento o propiedad y minimizar su necesidad de capital. Debido a la digitalización tienen la oportunidad de expandirse a otros países fácilmente y atraer a nuevos clientes. También, es relativamente simple para que un cliente cambie de servicio por si prefiere el que ofrece el nuevo entrante.

iii. Poder de negociación de los proveedores

El poder de negociación de los proveedores es mediano. PayPal requiere instalaciones, componentes, aplicaciones, software y servicios de terceros. También, depende de terceros para tener acceso a nuevas y mejores tecnologías. A través de ellos, PayPal puede enfocarse en los servicios y productos que desarrolla, confiando en que sus proveedores se encargan de los otros aspectos de su negocio. Si baja la calidad del producto o servicio del proveedor, repercute negativamente sobre el de la empresa. Del mismo modo, si un proveedor decide que no quiere trabajar más con la compañía, ella está obligada a encontrar un nuevo proveedor que puede ser más costoso o de peor calidad. Estas razones aumentan el poder de los proveedores.

Sin embargo, al participar en un sector muy competitivo, existen variedades de proveedores con productos y servicios que tienden a ser similares. Esto permite que PayPal pueda buscar el proveedor con el precio más conveniente sin preocuparse de que cambie mucho la calidad del producto o servicio. Entonces, recae en la compañía para optimizar sus costos y asociarse con el proveedor que presenta el mayor beneficio. De tal manera, se aumenta el poder de los proveedores.

iv. Poder de negociación de los clientes

Se considera que los clientes tienen un poder mediano de negociación. Por un lado, PayPal opera en un sector con servicios financieros muy parecidos entre empresas. Al ser un servicio digital es más fácil que los clientes puedan buscar la información adecuada *online* y comparar entre entidades para encontrar el servicio más barato. También, es relativamente simple cambiar de empresa para recurrir al mismo servicio, no hay costos adicionales que considerar. Debido a estas razones se genera competencia de precios, lo que implica que los servicios van a tener precios parecidos entre sí. Asimismo, aumenta el poder de los clientes.

Por otro lado, la compañía tiene marcas muy reconocidas con buena reputación, lo cual potencia la lealtad de sus clientes. Sus servicios digitales son fáciles y cómodos de usar. Estos motivos fortalecen su reputación de mantener un servicio atractivo de buena calidad, mientras que su utilización de *marketing* le ayuda a llegar a más potenciales usuarios. La empresa ya cuenta con cien millones de usuarios por todo el mundo, cada uno realizando transacciones de diversos montos. Estas características bajan el poder de los clientes.

v. Amenaza de productos sustitutos

Existe una amenaza alta de competencia por productos sustitutos, principalmente, debido a que los servicios financieros digitales que ofrece PayPal no son únicos en el mercado. Hay varios competidores que ofrecen servicios similares. Con el progreso de la tecnología se

vuelve más fácil digitalizar un servicio, crear una aplicación y operar de manera *online*. Entonces, se puede replicar el servicio de otro competidor de una forma relativamente simple, al menos que posea derechos de propiedad que lo impida.

Un cliente puede informarse fácilmente y comparar servicios de distintas compañías para ver cuál le conviene, normalmente el más barato. También, hay servicios financieros tradicionales que no operan digitalmente que pueden considerarse sustitutos. En el caso que estos servicios tradicionales presenten costos menores que los digitales u ofrecen beneficios atractivos, los clientes son capaces de recurrir a los tradicionales, aunque no sea electrónico. Tampoco tiende a haber costos para el cliente por cambiar de servicios. Sin embargo, PayPal mantiene una buena reputación y un buen trato con sus clientes, lo que le ayuda a retener sus usuarios.

c. Análisis FODA

La herramienta FODA analiza las fuerzas, oportunidades, debilidades y amenazas de una compañía (Ramírez Rojas, 2009). Esto sirve para determinar los factores internos y externos, positivos o negativos, que afectan a una empresa. De tal manera, se distingue en qué áreas se está operando de manera eficiente y en qué áreas hace falta una mejora. Puede llegar a identificar problemas graves que hace falta resolver.

Los factores internos de una empresa serían sus fuerzas y debilidades, y pueden contemplar aspectos financieros, físicos, productivos y humanos. Mientras que los factores externos son sus oportunidades y amenazas. En este caso, los factores externos están fuera del ámbito de control de la compañía y tienen en cuenta motivos económicos, políticos, demográficos y sociales.

Es necesario conocer el posicionamiento competitivo de la entidad, a través de este análisis, a la hora de crear planes estratégicos y tomar decisiones. Además, para determinar hacia dónde se dirige el futuro del negocio se tiene que comprender bien su

situación actual. Entonces, este método posibilita el diagnóstico de problemas y la implementación de estrategias para mejorar la competitividad de una organización.

Figura 4. Análisis FODA de PayPal.



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

i. Fortalezas

Una fortaleza hace referencia a una característica interna que tiene la empresa que la destaca frente a sus competidores. En primer lugar, PayPal y sus marcas son reconocidas mundialmente y tienen una buena reputación. No ha percibido escándalos o problemas que hayan lastimado a la imagen de la compañía y hace una buena utilización de *marketing*. Ha percibido un crecimiento en sus ingresos a lo largo de los años y se espera que esto continúe en el futuro. Esto implica que sus clientes son leales y confían en la

empresa.

La organización no requiere establecer tiendas locales al trabajar a través de sus aplicaciones digitales. Esto ayuda a disminuir los gastos de la compañía. También, le permite operar globalmente y tener un mayor potencial de usuarios. Tener un servicio digital es más cómodo para sus clientes y posibilita agilizar procesos tradicionales. Operar a través de un software significa que hay mucho potencial de crecimiento, mejora y adaptación del sistema.

PayPal cuenta con derechos sobre propiedad intelectual que incluye marcas registradas, derechos de autor, patentes, entre otros. Pretende crecer sus derechos sobre propiedad para apoyar el desarrollo de la empresa. Además, intenta proteger estos derechos basándose en las leyes y regulaciones de los países en los que opera.

Se observa que la compañía mantiene una cultura que promueve el bienestar de sus empleados. A la hora de contratar nuevos talentos la empresa quiere fomentar la diversidad, la inclusión, la equidad y la pertenencia. En particular, PayPal quiere que haya buena colaboración entre sus empleados y que ellos mantengan un balance entre su trabajo y vida personal. Dentro de la organización mandan encuestas a los trabajadores para determinar qué hace falta mejorar. También, establecieron programas para los empleados que quieren avanzar en su aprendizaje.

ii. Oportunidades

A través del provecho de una oportunidad una empresa puede conseguir algo o lograr un objetivo deseado, esto sería un factor externo. Aunque PayPal ya opera globalmente, tiene la posibilidad de expandirse a más países y aumentar sus ganancias si consigue más usuarios potenciales. Al no necesitar tiendas locales el proceso de expansión es más fácil. Del mismo modo, puede aumentar sus ingresos al establecer más asociaciones con otras empresas o marcas.

Debido a que la tecnología está en constante avance, PayPal tiene la posibilidad de adaptarse a nuevas tecnologías y crear software que sea más cómodo cuando se use en el dispositivo electrónico deseado. Puede mejorar la eficiencia de sus servicios y, como consecuencia, mejorar su calidad. También, es importante que incorpore nuevos y mejore sus softwares de seguridad, para proteger a la compañía y los usuarios que mantiene.

Si es posible, sería un gran beneficio si la empresa lograra expandir sus márgenes al reducir sus costos. Por otro lado, podría aumentar sus ganancias al mejorar su *marketing* y volverse líder de su sector dentro de los diferentes países en los que opera. De tal manera, PayPal percibiría aumentos en caja que puede utilizar para implementar estrategias de crecimiento.

iii. Debilidades

En cuanto a las debilidades que presenta PayPal, cualidades internas que limitan su negocio, se puede destacar la dependencia de la compañía de sus proveedores. Es determinante que ella tenga un producto o servicio de buen funcionamiento y calidad para que el producto o servicio que ofrece PayPal sea exitoso. Del mismo modo, la empresa debe soportar la posibilidad de que hayan fallas técnicas temporarias en su plataforma al ofrecer un servicio digital, lo que podría repeler clientes y bajar los ingresos. Para ello, es necesario que la compañía afronte altos gastos para mantener su equipamiento, software y plataforma en buen estado.

PayPal debe adaptarse constantemente a los avances tecnológicos y a la evolución de la industria para poder mantenerse competitiva en el mercado. En particular, si no implementa los mismos cambios que sus competidores, entonces, posibles usuarios pueden preferir el producto o servicio de un rival. La empresa opera en un sector altamente competitivo con posibles entrantes nuevos año tras año, por lo que ella tiene que ser capaz de innovar y progresar para no desaparecer.

Otra debilidad que se puede mencionar es el nivel de deuda que presenta PayPal. Desde el 2017 la deuda de la compañía ha estado creciendo y, si no es capaz de mantener una operación eficiente de su negocio, puede no llegar a repagar su deuda y tener que liquidar activos. Aun así, la organización se financia más con capital propio que con deuda, lo que conlleva riesgo para los inversores, dado que serían los últimos en cobrar y existe la posibilidad de que no reciban beneficios si la empresa no tiene los fondos suficientes.

iv. Amenazas

Una amenaza es un riesgo externo a la empresa que puede afectar seriamente el funcionamiento del negocio. Al participar en una industria que combina servicios financieros con la tecnología, cualquier avance tecnológico que surja puede ser una amenaza para PayPal, sea que se relacione con su servicio de manera directa o indirecta. Por ejemplo, si sale al mercado un nuevo tipo de dispositivo electrónico, es probable que la empresa vaya a adaptar su servicio para ese producto nuevo así se mantiene competitiva.

Existe la posibilidad de que ocurran ataques cibernéticos para robar datos de clientes, detener las operaciones de la compañía, realizar extorsiones, entre otras cosas. Esto puede dañar la reputación de PayPal al volverse una plataforma que no es segura y que no puede proteger a sus clientes. A su vez, la empresa puede estar sujeta a demandas civiles por estos ataques u otras causas, que generan multas, sanciones, juicios y publicidad negativa, lo cual aumentaría sus costos, causaría daños de imagen y de su futuro como una compañía confiable.

Cuando un país presenta problemas económicos como alta inflación, desempleo y decrecimiento económico, afecta la propensión a consumir de los clientes y puede subir los costos y disminuir los ingresos de la empresa. Similarmente, variaciones desfavorables en los tipos de cambio pueden afectar negativamente a PayPal, ya que opera globalmente con diferentes monedas.

La entidad depende fuertemente de las regulaciones, leyes y políticas de los países en los que opera. Por lo tanto, es posible que se establezcan reglas desfavorables para la empresa que impliquen un gran cambio en el funcionamiento normal de su negocio y hasta pueden causar que PayPal tenga que retirarse de un país en el que opera.

4. Análisis financiero

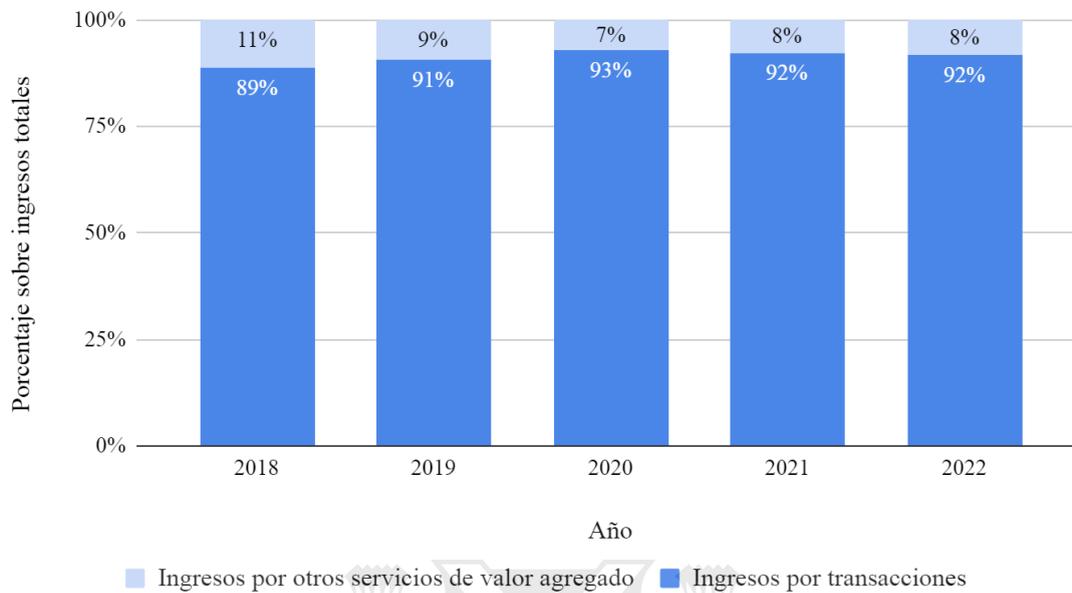
a. Ingresos

i. Descomposición y crecimiento de los ingresos

Los ingresos que PayPal percibe de sus clientes están compuestos de ingresos por transacciones e ingresos por otros servicios de valor agregado. Por un lado, los ingresos por transacciones incluyen ganancias por tasas que se cobran: al comerciante por sus transacciones de cierto volumen de pago total, al comerciante o consumidor cuando involucra un cambio de moneda o cuando la transacción es entre dos países distintos, a los clientes por transacciones instantáneas a su cuenta bancaria desde su cuenta de PayPal o Venmo, y para facilitar la compraventa de criptomonedas.

Por otro lado, los ingresos por otros servicios de valor agregado tienen en cuenta ingresos que se perciben por colaboraciones, comisiones por presentar nuevos clientes, tasas por suscripciones, intereses y tasas sobre préstamos otorgados o sobre saldos pendientes de consumidores, y honorarios de intermediarios.

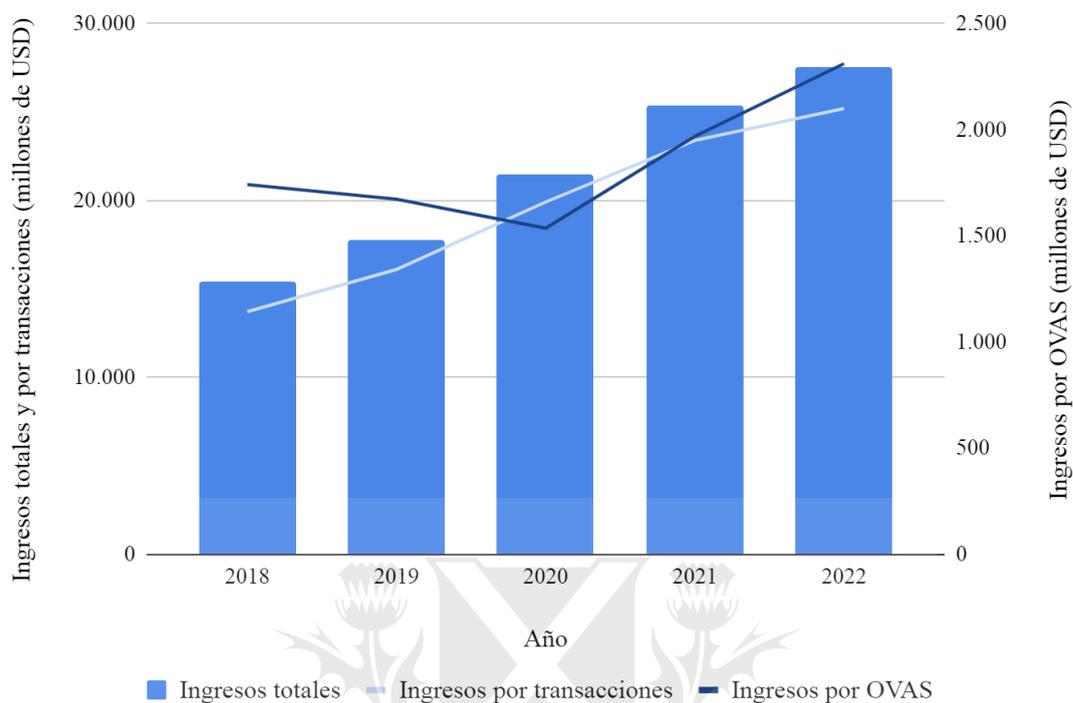
Gráfico 13. Composición de los ingresos totales (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Como se puede ver en el Gráfico 13, los ingresos por transacciones representan la mayoría de los ingresos que percibe la empresa. El porcentaje de ingresos por transacciones ha reflejado una tendencia creciente desde 2018 hasta 2020, pero luego ha ido disminuyendo.

Gráfico 14. Ingresos (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

En los últimos cinco años, los ingresos totales han estado en constante crecimiento y muestran variaciones similares al de los ingresos por transacciones, debido a que ellos componen la mayoría de los ingresos totales. Se pueden ver los crecimientos anuales en el Apéndice C. En particular, hubo un mayor crecimiento de 2019 a 2020, a causa del COVID-19, principalmente. Después del año 2020, se ha percibido una menor tasa de aumento, a razón de la alta inflación y el descenso económico presente en EE.UU. y otros países. Por otro lado, los ingresos por otros servicios de valor agregado percibieron decrecimiento desde el 2018 hasta el 2020. Luego estos ingresos comenzaron a crecer nuevamente, pero a una menor medida después del 2021. Las variaciones para este segundo tipo de ingreso son mucho más pronunciadas y variadas.

Tabla 1. La tasa anual de crecimiento compuesto de los últimos tres, cinco y nueve años para los ingresos de PayPal y sus competidores.

Empresa		CAGR ingresos		
		3 años	5 años	9 años
Block, Inc.		55%	51%	47%
American Express Company		7%	10%	5%
Visa Inc.		9%	10%	11%
Mastercard Incorporated		10%	12%	12%
Fidelity National Information Services, Inc.		12%	10%	10%
Fiserv, Inc.		20%	26%	16%
PayPal Holdings, Inc.	Ingresos totales	16%	16%	17%
	Ingresos por transacciones	16%	17%	17%
	Ingresos por OVAS	11%	8%	14%

Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de las distintas empresas.

Block es la empresa con el mayor crecimiento de ingresos de los últimos años, posiblemente por ser más nueva que las otras compañías. Junto a Block y Fiserv, los CAGR de PayPal de tres, cinco y nueve años están entre los más altos de la industria. Sin embargo, se puede ver que su tasa de crecimiento va disminuyendo a medida que se contemplan menos años, ya que su CAGR de nueve años es mayor al de tres años.

Al descomponer la cuenta de ingresos de PayPal, se nota que los ingresos por transacciones muestran un CAGR mucho más grande que el de ingresos por otros servicios de valor agregado. También, es un mayor crecimiento que el de los ingresos totales. Particularmente, la tasa de crecimiento de los ingresos por OVAS de tres años es mayor que la de cinco años, lo que da a entender que este tipo de ingreso está aumentando en los últimos años.

Es interesante notar que las empresas con mayor cuota de mercado (Visa, Mastercard y

American Express) son las que tienen menores CAGR en la industria. Por lo tanto, es posible que a medida que Paypal crezca en el mercado a futuro vaya a percibir menores tasas de crecimiento de ingresos.

Tabla 2. Crecimiento anual de los ingresos para trimestres del 2019 y al 2022.

Año	Trimestre	Ingresos por transacciones	Ingresos por OVAS	Ingresos totales
2019	Q4	18%	14%	17%
2020	Q1	13%	2%	12%
	Q2	28%	-26%	22%
	Q3	28%	-9%	25%
	Q4	25%	2%	23%
2021	Q1	33%	2%	31%
	Q2	17%	40%	19%
	Q3	10%	50%	13%
	Q4	12%	25%	13%
2022	Q1	7%	18%	7%
	Q2	8%	21%	9%
	Q3	11%	6%	11%
	Q4	5%	26%	7%

Fuente: elaboración propia con datos de los estados financieros trimestrales de PayPal.

Es necesario mirar los resultados trimestrales de PayPal para entender por qué subió y, luego, cayó el precio de su acción fuertemente, ya que estos resultados fueron los que vieron los accionistas cuando decidieron vender sus acciones. La Tabla 2 muestra los crecimientos anuales para cada tipo de ingreso, pero el valor total de cada cuenta se puede

ver en el Apéndice D.

Como se había mencionado, la acción de PayPal experimentó un período de mucho crecimiento, que fue impulsado por la pandemia, en el que se empezaron a utilizar más servicios digitales. Además, con las publicaciones de los resultados de los trimestres del 2020, el precio por acción aumentó, debido a que la empresa había superado expectativas de crecimiento de ingresos. En la Tabla 2 se puede notar que a partir del primer trimestre del 2020, la tasa de crecimiento de los ingresos por transacciones empezó a ser cada vez más grande. Esto es lo que generó confianza en los inversores e hizo crecer el precio por acción.

Las caídas más grandes en el precio ocurrieron cuando se publicaron los resultados del segundo, tercer y cuarto trimestre del 2021. Al analizar los ingresos durante ese periodo, se puede notar que del primer al segundo trimestre del 2021 hubo una disminución grande en la tasa de crecimiento anual de los ingresos por transacciones, y, por ende, en los ingresos totales, ya que estos componen la mayor parte de los ingresos. A partir de ese momento el crecimiento anual siguió bajando trimestre a trimestre hasta el final del 2022, exceptuando algunas subidas leves. Esto generó desconfianza de los inversores e hizo que disminuya el precio por acción.

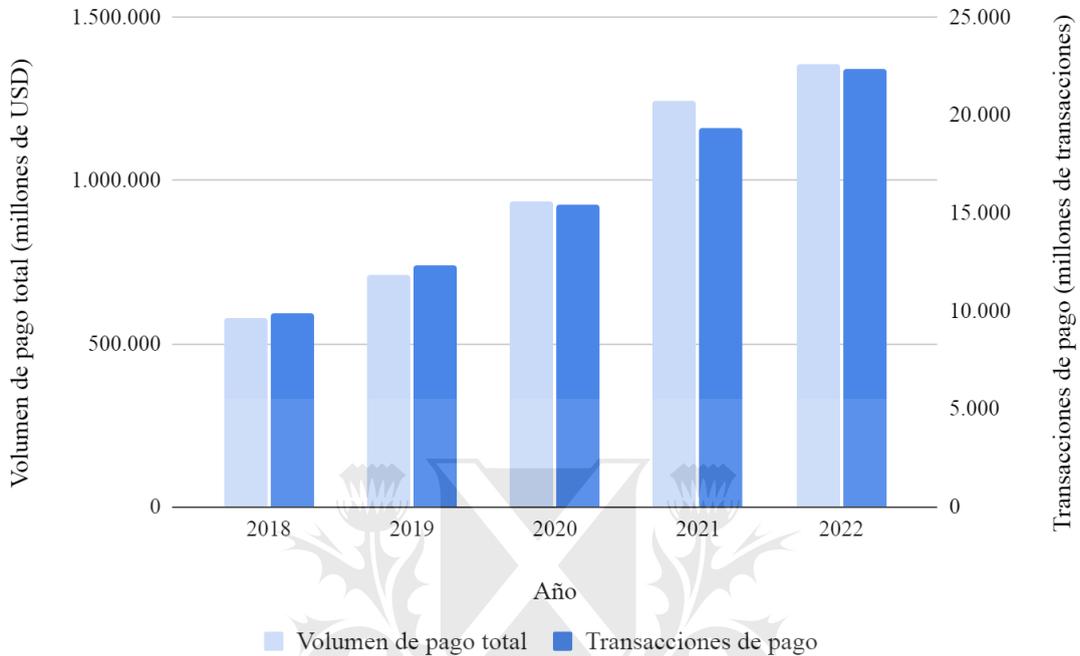
Cabe destacar que los ingresos por OVAS tuvieron un comportamiento diferente al de los ingresos por transacciones. Estos ingresos tuvieron tasas de crecimiento más variables, con tasas más bajas o altas dependiendo del trimestre. Aun así, debido a que los ingresos por OVAS tienden a componer menos del 10% de los ingresos totales, es más importante analizar los ingresos por transacciones.

ii. Métricas clave del crecimiento del ingreso

PayPal mantiene que el aumento de los ingresos por transacciones tiene una relación con cuatro métricas clave: el volumen de pago total, la cantidad de transacciones, el

crecimiento del número de cuentas activas y el número de transacciones por cuenta activa.

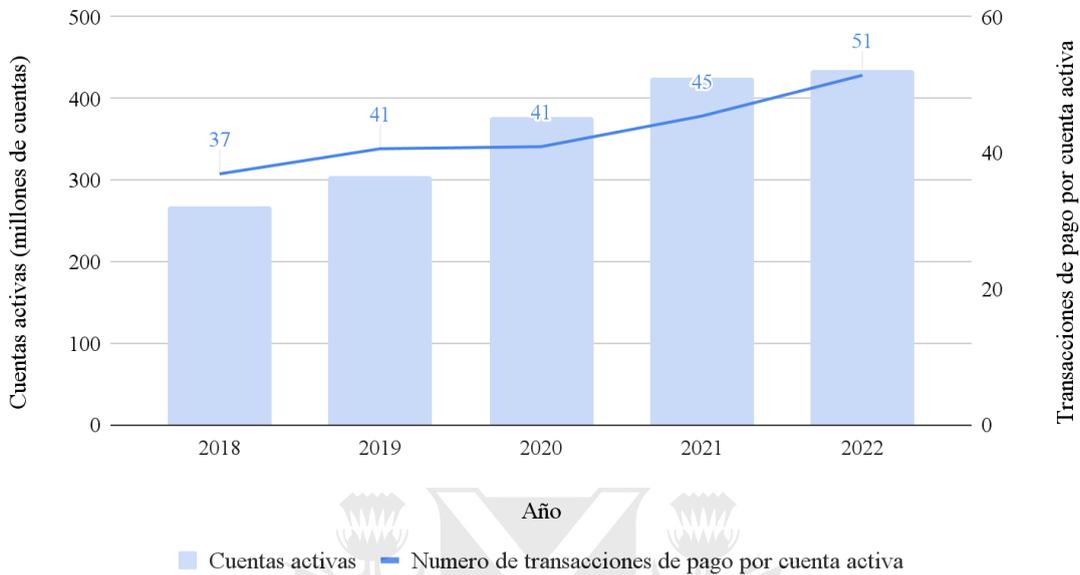
Gráfico 15. Volumen de pago total y número de transacciones de pago (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

El volumen de pago total y el número de transacciones han tenido un crecimiento constante a lo largo de los últimos años. Desde el 2019, el volumen de pago total ha crecido en una mayor medida que el número de transacciones como se puede ver en el Apéndice C, ya que PayPal fue beneficiada por la pandemia. Sin embargo, en el último año la variación en estas métricas ha sido menor que en años previos.

Gráfico 16. Cantidad de cuentas activas y transacciones de pago por cuenta activa (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

El Gráfico 16 muestra que durante la pandemia (2020), hubo un mayor crecimiento del número de cuentas activas como se puede ver en el Apéndice C, pero poco aumento del número de transacciones por cuenta activa, ya que se mantuvo estable la variación del número de transacciones hasta el 2021. Luego, entre 2021 y 2022, disminuyó el crecimiento de la cantidad de cuentas activas, mientras que hubo un mayor incremento del número de transacciones por cuenta activa, a razón de que aumentaron las cuentas activas en una menor medida que el número de transacciones. Estas métricas ayudan a explicar por qué el 2022 brindó un menor crecimiento de los ingresos totales.

Tabla 3. Crecimiento anual del volumen de pago total, número de transacciones y cuentas activas para trimestres del 2019 y al 2022.

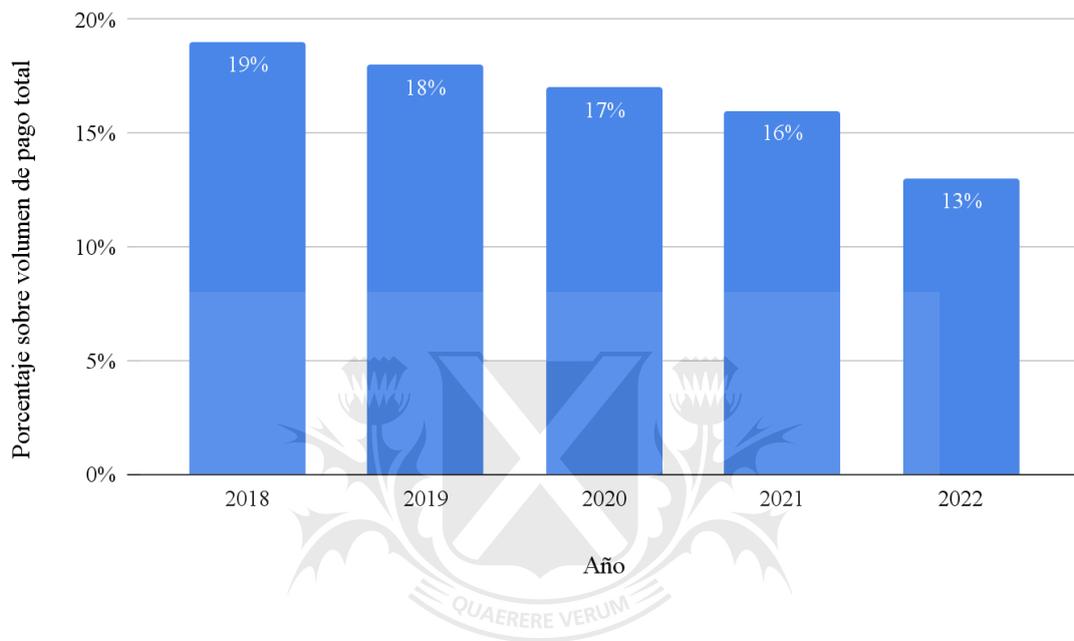
Año	Trimestre	Volumen de pago total	Número de transacciones	Cuentas activas
2019	Q4	22%	21%	14%
2020	Q1	18%	15%	17%
	Q2	29%	26%	21%
	Q3	38%	30%	22%
	Q4	39%	27%	24%
2021	Q1	50%	34%	21%
	Q2	40%	27%	16%
	Q3	26%	22%	15%
	Q4	23%	21%	13%
2022	Q1	13%	18%	9%
	Q2	9%	16%	6%
	Q3	9%	15%	4%
	Q4	5%	13%	2%

Fuente: elaboración propia con datos de los estados financieros trimestrales de PayPal.

Según la Tabla 3, a lo largo del 2020 todas las métricas tuvieron tasas cada vez más altas. Los valores totales de cada métrica se encuentran en el Apéndice D. Estos resultados reflejan lo visto en el crecimiento de los ingresos por transacciones en el mismo período. Sin embargo, a partir del 2021 empezaron a caer las tasas de crecimiento anual tanto para el volumen de pago total, el número de transacciones y la cantidad de cuentas activas. La disminución se ha mantenido hasta el último trimestre del 2022. En particular, el

crecimiento anual del volumen de pago total cayó más que el de las otras métricas. Debido a la relación de estas métricas con los ingresos de la compañía, la caída en las tasas de crecimiento de estas variables también generó desconfianza en los inversores.

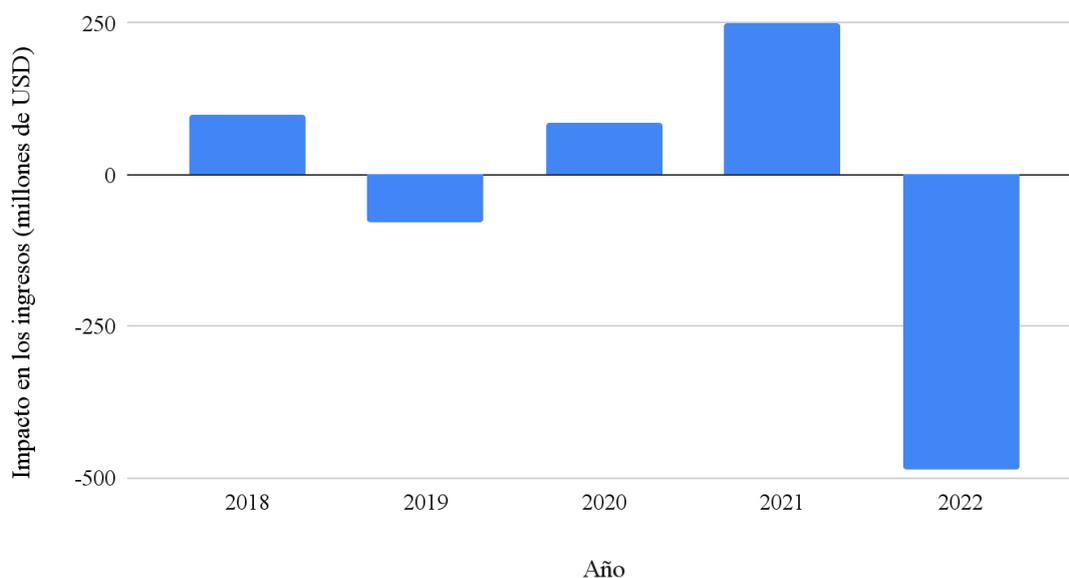
Gráfico 17. Porcentaje de volumen de pago total transfronterizo (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

PayPal cobra una tasa sobre transacciones realizadas entre personas en distintos países. Se notó una disminución en la cantidad del volumen de pago total transfronterizo en los últimos cinco años. En otras palabras, hay más transacciones domésticas, entre personas del mismo país, y la empresa percibe menos ingresos debido a eso. Esto influyó en el menor crecimiento de los ingresos y la caída del precio por acción.

Gráfico 18. El impacto del tipo de cambio sobre los ingresos (2018-2022).



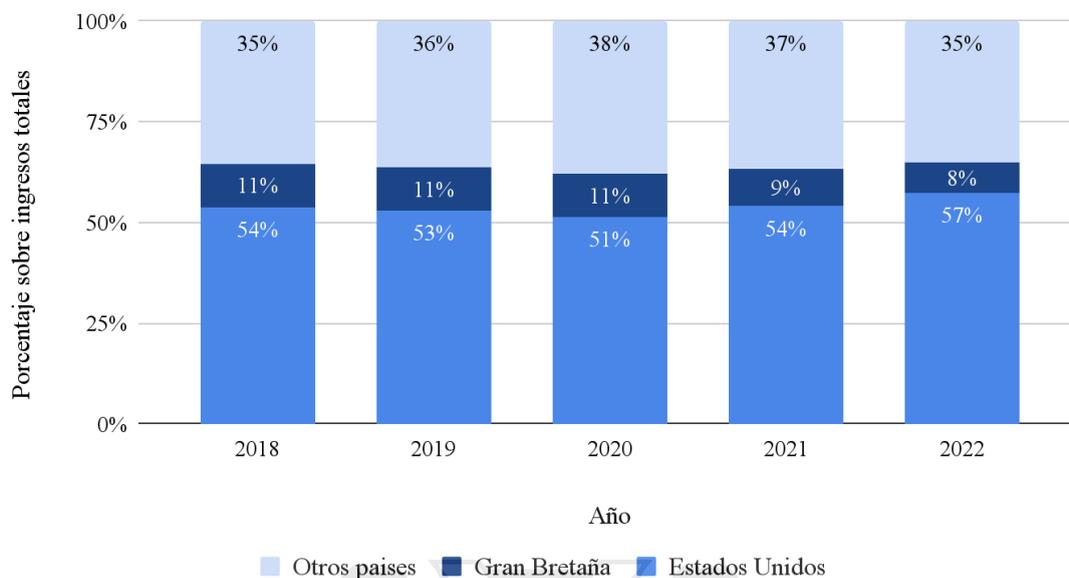
Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

La organización tiene operaciones en otras monedas que no son el dólar estadounidense, principalmente: la libra esterlina, el euro, el dólar australiano y el dólar canadiense. El tipo de cambio entre el dólar estadounidense y las otras monedas afecta positivamente o negativamente a los ingresos y gastos de PayPal. La compañía tiene un programa de administración de exposición al cambio de moneda extranjera, en el que tiene contratos por el cambio de moneda extranjera que mitiga posibles pérdidas. Las ganancias o pérdidas generadas por estos contratos forman parte de los ingresos por transacciones. El Gráfico 18 refleja que el impacto es muy variable. Hubo crecimiento luego del 2019, pero a partir del 2021 empezó a disminuir, con un impacto negativo y desfavorable sobre los ingresos en el 2022.

iii. Descomposición por país

La compañía opera en más de 200 países por todo el mundo en Norteamérica, Sudamérica, Europa, África, Asia y Oceanía. Sin embargo, PayPal opera principalmente en Estados Unidos.

Gráfico 19. Descomposición de ingresos por país (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

El Gráfico 19 descompone los ingresos según el país en el que se encuentra el comerciante cuando ocurre una transacción: Estados Unidos, Gran Bretaña u otros países. Los países presentes en la sección de otros países individualmente no representan más del 10% del ingreso total. Cabe destacar que en el 2022, debido al conflicto entre Rusia y Ucrania, se decidió suspender el servicio de transacciones en Rusia para proteger y dar seguridad a los empleados de PayPal. Sin embargo, los ingresos provenientes de Rusia no son muy importantes.

Se observa que la descomposición del ingreso se mantuvo similar a lo largo de los últimos años. Estados Unidos representa el mayor porcentaje, lo cual es significativo que tenga más transacciones que el total de Gran Bretaña y la sección de otros países, que considera transacciones de cientos de países distintos. En particular, los últimos tres años mostraron una tendencia creciente del porcentaje de ingresos estadounidenses.

b. Ratios de actividad

A continuación, se analizan los ratios y las cuentas pertinentes a la actividad de la empresa y su eficiencia en el uso de sus activos.

i. Ratios de rotación

Tabla 4. Rotación de caja, de cuentas a cobrar, de cuentas a pagar y de activos totales de PayPal y sus competidores para el 2022.

Empresa	Rotación de caja	Rotación de cuentas a cobrar	Rotación de cuentas a pagar	Rotación de activos totales
Block, Inc.	95 días	6x	3x	0,8x
American Express Company	288 días	1x	4x	0,2x
Visa Inc.	166 días	14x	114x	0,4x
Mastercard Incorporated	115 días	6x	24x	0,6x
Fidelity National Information Services, Inc.	55 días	4x	5x	0,2x
Fiserv, Inc.	19 días	5x	5x	0,2x
PayPal Holdings, Inc.	103 días	29x	218x	0,4x

Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de las distintas empresas.

La cantidad de días de rotación de caja de PayPal (103 días) está cerca de la mediana de su sector. Tiene menor liquidez para cubrir días de ingresos que otros competidores con una mayor rotación. Por lo tanto, PayPal llega a cubrir una menor cantidad de días de ingresos con su caja. Esto se debe a que su caja no crece al ritmo que crecen sus ingresos.

A diferencia de las demás empresas, PayPal tiene la rotación de cuentas a cobrar más grande (29 veces), lo cual es bueno porque implica que sus clientes le pagan más rápido que los de sus competidores. También, tiene la rotación de cuentas a pagar más grande (218 veces), lo que significa que en un periodo de tiempo PayPal paga a sus proveedores

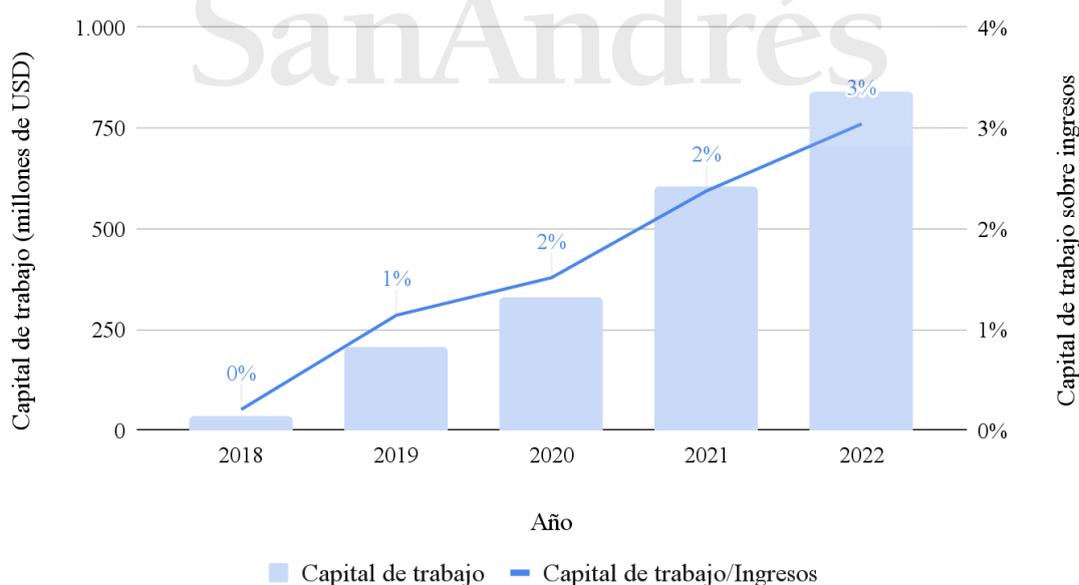
más rápido que sus competidores. Es beneficioso que su rotación de cuentas a pagar sea mayor que la de cuentas a cobrar porque, de esta manera, la entidad tiene más tiempo para poder pagarle a sus proveedores. Sin embargo, en los últimos 5 años el ratio por cuentas a cobrar de PayPal ha disminuido y el de cuentas a pagar ha aumentado, lo que indica que la compañía requiere un mayor plazo de pago a sus proveedores que en años previos.

La rotación de activos de PayPal es la tercera más alta de sus competidores (0,4 veces) y en los últimos años su valor se ha mantenido bastante estable. Un valor alto significa que la empresa es más eficiente para generar rentabilidad desde su inversión de activos.

ii. Capital de trabajo

El capital de trabajo considera las cuentas necesarias para el funcionamiento del negocio cada día, en el caso de PayPal, se consideran las cuentas a cobrar y las cuentas a pagar. Debido a que la empresa vende servicios y no bienes tangibles, no hay una cuenta de inventarios que considerar.

Gráfico 20. Capital de trabajo y su porcentaje sobre ingresos (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Desde el 2018 las cuentas a cobrar han sido mayores a las cuentas a pagar, lo que significa que el capital de trabajo ha sido positivo. Esto significa que PayPal tiene activo corriente con el que soportar el pago de sus obligaciones corrientes.

Al ver el Gráfico 20, se ve una gran variación del 2018 al 2019, debido a que habían aumentado las cuentas a cobrar y disminuido las cuentas a pagar. El capital de trabajo ha estado en constante crecimiento a lo largo de los años y ha aumentado su porcentaje sobre los ingresos. Entonces, se requiere una mayor proporción de los ingresos para financiar el funcionamiento normal del negocio, y es esperable que continúe esta tendencia.

iii. Inversión en capital

La inversión en capital (*Capital Expenditure*, CAPEX) se divide en dos categorías: capital de mantenimiento y capital de crecimiento. El capital de mantenimiento es necesario para mantener el nivel actual de ingresos que percibe la empresa y cubrir el deterioro de propiedad y equipamiento (P&E) relevante. Mientras que el capital de crecimiento se utiliza para mejorar la situación actual e incrementar el nivel de ingresos de la compañía, por ejemplo, a través de adquisiciones.

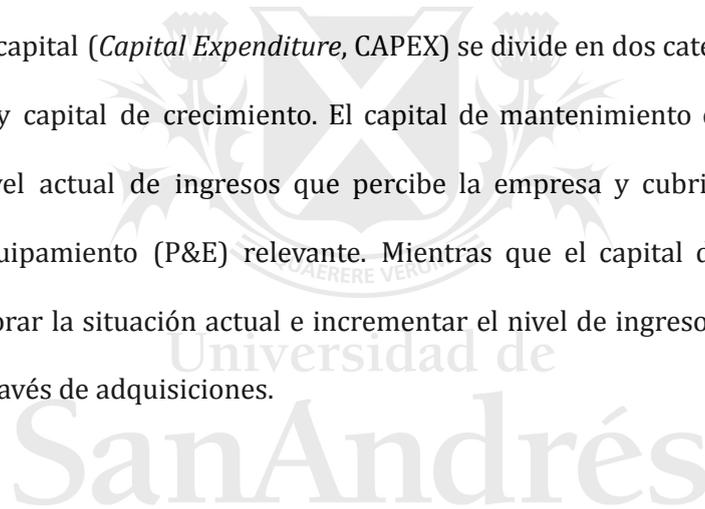
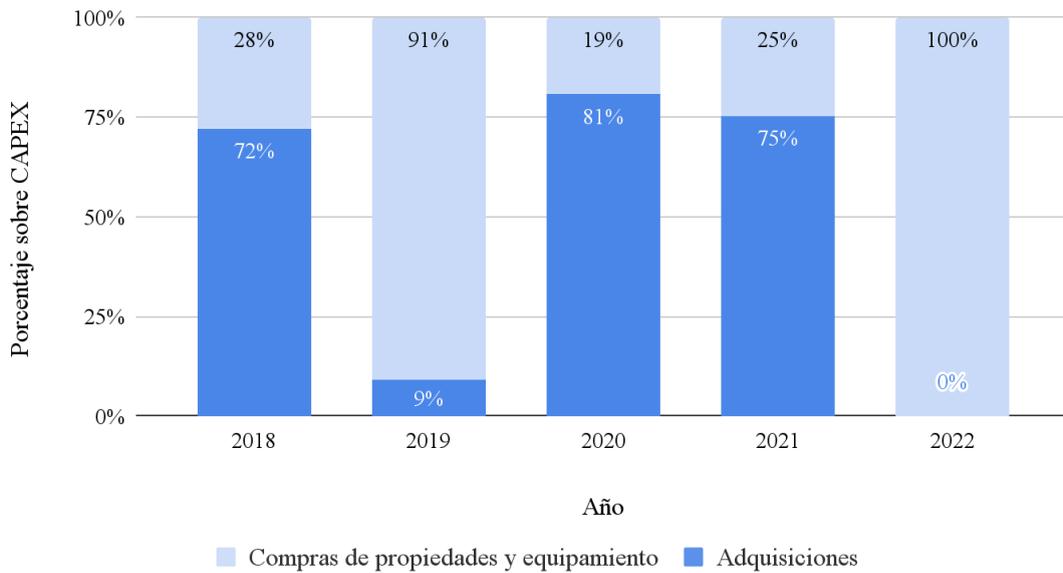


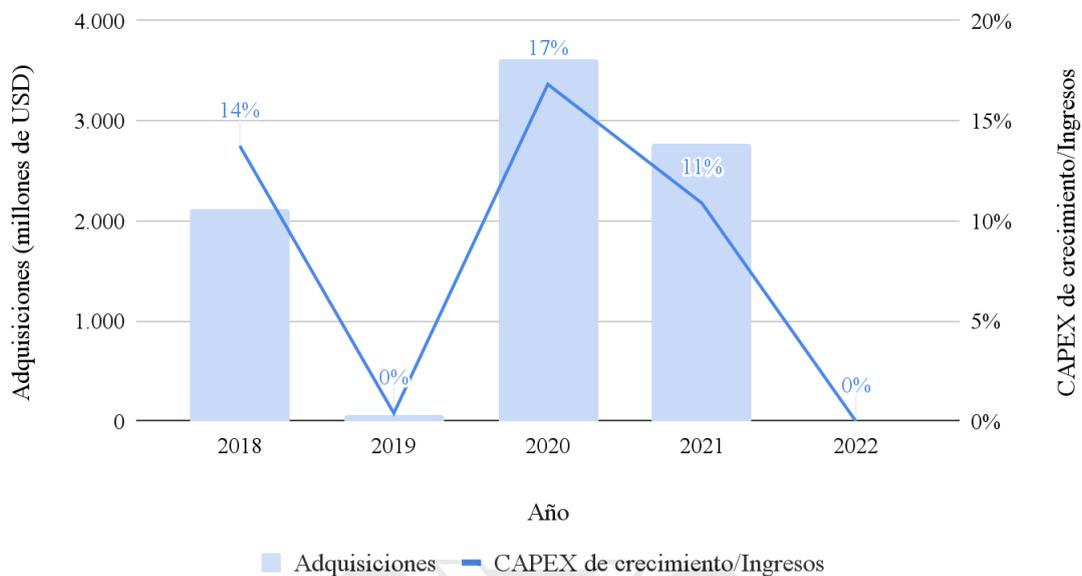
Gráfico 21. Composición del CAPEX (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

PayPal tiende a invertir mayores montos en capital de crecimiento, es por ello que las adquisiciones representan un mayor porcentaje del CAPEX en algunos años, como se puede observar en el Gráfico 21. Esto también se debe a que, en general, es más cara la adquisición de una empresa o marca que la compra de P&E.

Gráfico 22. Capital de crecimiento y su porcentaje sobre ingresos (2018-2022).

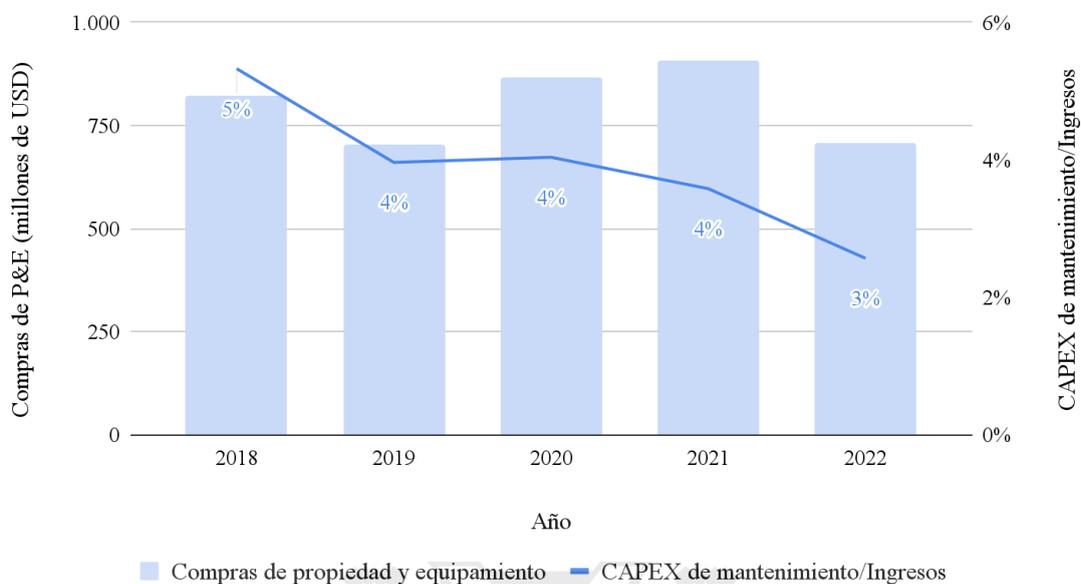


Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

En el 2021 PayPal adquirió Paidy, Inc. para expandir sus operaciones en Japón. Adquisiciones de otros años incluyen: Honey Science Corporation; Simility, Inc.; iZettle AB; HWLT Holdings Inc.; Tio Networks Corp.; y Swift Financial Corporation. Sin embargo, no hubo una adquisición en el último año y la cuenta es muy variable, por lo que no se puede predecir cuándo se realizará la próxima adquisición con seguridad.

Se puede observar en el Gráfico 22 que hubo un pico para adquisiciones en el 2020 cuando se realizó la adquisición de Honey por 4 mil millones de dólares. No hubo adquisiciones en el 2019 y el 2022, pero sí en el 2018 y el 2021, aunque a menores montos. Al ser una cuenta tan variable, también es inestable su porcentaje sobre los ingresos.

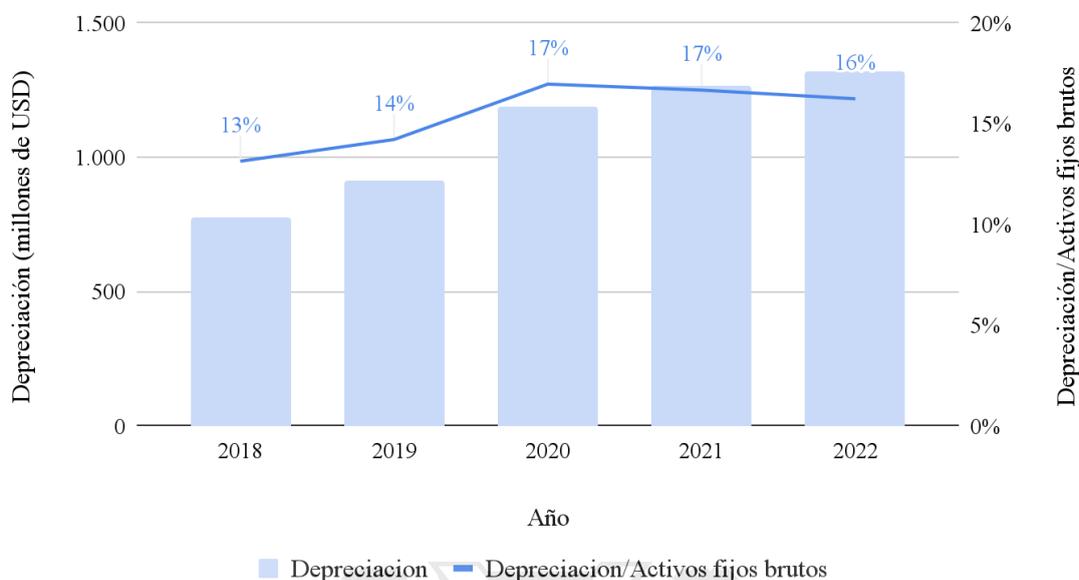
Gráfico 23. Capital de mantenimiento y su porcentaje sobre ingresos (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Aunque sea una menor proporción del CAPEX, es importante ver la variación del capital de mantenimiento para ver cómo evolucionan las necesidades del negocio. El Gráfico 23 muestra una tendencia decreciente del CAPEX de mantenimiento. Se nota que en el último año, esta cuenta comenzó a caer, también cayendo su porcentaje sobre los ingresos. La gerencia ha declarado que pretende mantener un porcentaje del 3% para el siguiente año, cerca del valor del 2022.

Gráfico 24. Depreciación y su porcentaje sobre los activos fijos brutos (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

La cuenta de activos fijos brutos ha estado creciendo con el tiempo por las nuevas compras de propiedad y equipamiento. Se puede notar en el Gráfico 24 que el monto que se deprecia anualmente también ha estado aumentando, aunque a un menor ritmo en los últimos años. En particular, el porcentaje de depreciación sobre los activos fijos brutos empezó a caer levemente después de 2020.

c. Ratios crediticios

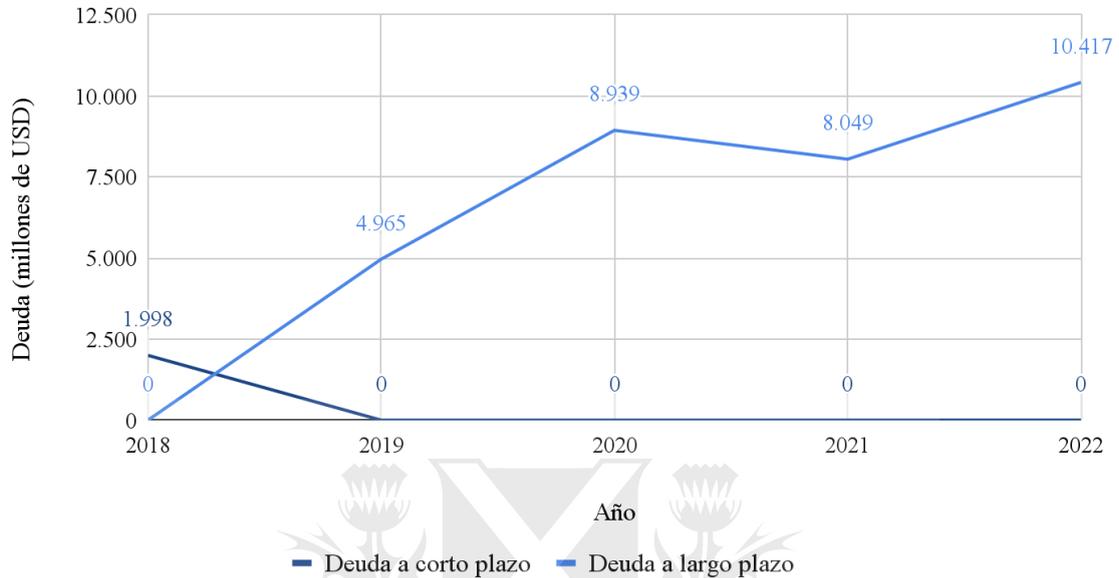
A continuación se procede a analizar la deuda y los ratios crediticios de PayPal.

i. Deuda e intereses

La empresa recurre a deuda para financiar sus operaciones que incluyen: adquisiciones, inversiones en capital, pagos de deuda pendiente, recompra de acciones e inversiones estratégicas, entre otras cosas. En el 2017 PayPal obtuvo un préstamo que fue renovado en el 2018. Luego, en el 2019, 2020 y 2022, la compañía emitió bonos con distintos

vencimientos a tasa fija.

Gráfico 25. Deuda a corto y largo plazo (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Como se observa en el Gráfico 25, por un lado, desde el 2019 PayPal dejó de tener deuda a corto plazo. Por otro lado, hubo una tendencia creciente de la deuda a largo plazo, sin embargo, en el 2021 hubo un decrecimiento por no haber emitido nuevos bonos.

Luego, para poder tener un valor más acertado de la deuda de PayPal, se calculó el valor de mercado correspondiente al último año. Solo se tuvo en cuenta el 2022 por una falta de datos para los años precedentes. Entonces, se calculó el valor presente de cada tipo de bono emitido por la compañía al 31 de diciembre del 2022, teniendo en cuenta los futuros pagos de interés. Posteriormente, se multiplicó el precio obtenido por los montos emitidos de cada bono, para tener el total de todos los bonos. Al sumar estos valores se obtuvo un valor de mercado de 9.408 millones de dólares. Si se compara contra el valor de libro (10.417 millones de dólares), se nota que la deuda a valor de mercado fue mucho menor. Esto indica que los inversores perdieron la confianza en la empresa, por lo que estaban

dispuestos a pagar menos por sus obligaciones negociables.

ii. Ratios de liquidez, deuda sobre patrimonio neto y cobertura de intereses

En este inciso se analizan los ratios crediticios que ayudan a entender la capacidad de PayPal para manejar deuda.

Tabla 5. Ratios de liquidez, deuda sobre patrimonio neto y cobertura de intereses.

Ratio	2018	2019	2020	2021	2022
Activos corrientes/Pasivos corrientes	1,3x	1,4x	1,3x	1,2x	1,3x
Deuda total/Patrimonio neto	13%	29%	45%	37%	51%
EBIT/Gastos por intereses	28x	24x	16x	18x	13x

Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Se observa que PayPal ha mantenido un ratio de liquidez (activos corrientes sobre pasivos corrientes) estable durante el período observado, si bien hubieron variaciones, no fueron muy significativas. La organización es capaz de cumplir con sus obligaciones a corto plazo con sus activos corrientes. Sin embargo, el pasivo corriente ha aumentado levemente en los últimos años, por tal razón, el ratio ha disminuido desde el 2019.

En cuanto al porcentaje de patrimonio neto que representa la deuda, se nota una tendencia creciente. Si bien para el 2021 hubo una caída, vuelve a subir el ratio para el 2022 gracias a la nueva emisión de bonos. Estos niveles de deuda sobre el capital indican que se estarían financiando en mayor parte con capital. Al comparar el ratio del 2022 con el mismo ratio a valores de mercado (12%), se puede notar que el ratio a valores de libro es mucho más grande, ya que a valores de mercado la deuda es más chica y el capital es más grande. Esta diferencia también refleja la pérdida de confianza de los inversores en la compañía.

El tercer ratio indica que PayPal es capaz de pagar sus intereses fácilmente con sus ingresos operativos, al tener un ratio positivo de EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*,

ganancias antes de intereses e impuestos) sobre intereses. Aun así, se ha notado una caída en esta capacidad de soportar intereses, porque, en promedio, los intereses han crecido más rápido que los ingresos operativos.

Tabla 6. Recompra de acciones (2018-2022).

Acciones recompradas	2018	2019	2020	2021	2022
Cantidad (millones)	44	14	12	15	41
Valor (mil millones de USD)	3,5	1,4	1,6	3,4	4,2

Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

PayPal tiene programas de recompra de acciones para contrabalancear la dilución que se genera por compensar empleados con capital y para reducir el número de acciones en circulación. Desde el 2019 ha ido aumentando el valor total de las acciones recompradas y parece que se continuará la tendencia a futuro, ya que en el último año la compañía autorizó un programa adicional de recompra de acciones. Es importante reconocer esta tendencia, debido a que estas recompras tienden a ser financiadas por deuda. Por lo tanto, a medida que crezca el valor de las acciones recompradas, también va a crecer la necesidad de financiamiento y la posibilidad de que se emita más deuda.

Tabla 7. Ratios de liquidez, deuda sobre patrimonio neto y cobertura de intereses de PayPal y sus competidores en el 2022.

Empresa	Activos corrientes /Pasivos corrientes	Deuda total /Patrimonio neto	EBIT /Gastos por intereses
Block, Inc.	1,9x	26%	-9,3x
American Express Company	1,4x	178%	-0,1x
Visa Inc.	1,4x	55%	35,4x
Mastercard Incorporated	1,2x	221%	26,0x
Fidelity National Information Services, Inc.	0,8x	74%	-53,7x
Fiserv, Inc.	1,0x	68%	5,0x
PayPal Holdings, Inc.	1,3x	51%	0,5x

Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de las distintas empresas.

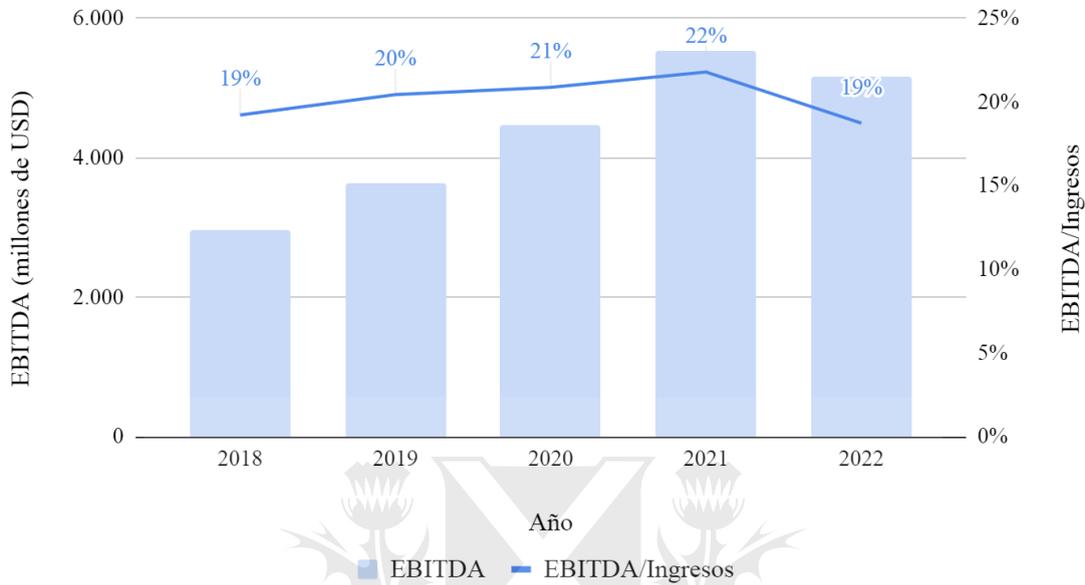
Se puede notar que el ratio de liquidez de PayPal (1,3 veces) está cerca de la mediana de su sector, lo cual implica que es menos líquida que algunos competidores y más que otros. Si se observa la deuda sobre patrimonio neto se puede ver que todos sus rivales, excepto Block, se financian con un mayor porcentaje de deuda que PayPal (51%). Esto implica que la empresa se financia mayormente con capital propio que con deuda, que es un método de financiación más costoso. Por último, la compañía tiene un bajo valor de cobertura de intereses (0,5x), sin considerar los valores negativos del sector que reflejan un ingreso operativo negativo. Entonces, esto significa que PayPal tiene una menor capacidad de cubrir sus intereses con ingresos operativos que las otras compañías.

d. Ratios de rentabilidad

En la siguiente sección se analiza la rentabilidad de la empresa y también se realiza una comparación con sus competidores.

i. Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

Gráfico 26. EBITDA y su porcentaje sobre ingresos (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Los ingresos operativos sin depreciación y amortización, consideran el pago por gastos operativos. PayPal tiene que pagar gastos por: transacciones; atención al cliente y operaciones; ventas y *marketing*; tecnología y desarrollo; general y administrativo; reestructuración y otros cargos; y pérdidas por transacciones y créditos.

El EBITDA ha reflejado una tendencia creciente en el Gráfico 26, pero tuvo un decrecimiento en el 2022. Del mismo modo, su porcentaje sobre los ingresos fue mucho menor en ese último año. Esto se debe principalmente a que aumentaron los gastos por transacciones y las pérdidas por transacciones y créditos.

Según los crecimientos anuales del EBITDA vistos en el Apéndice C, el 2021 brindó la tasa de crecimiento más alta de los últimos cinco años, lo cual es interesante cuando en ese año cayó tanto el precio por acción.

ii. Tasa impositiva efectiva

Gráfico 27. Tasa impositiva efectiva (2018-2022).

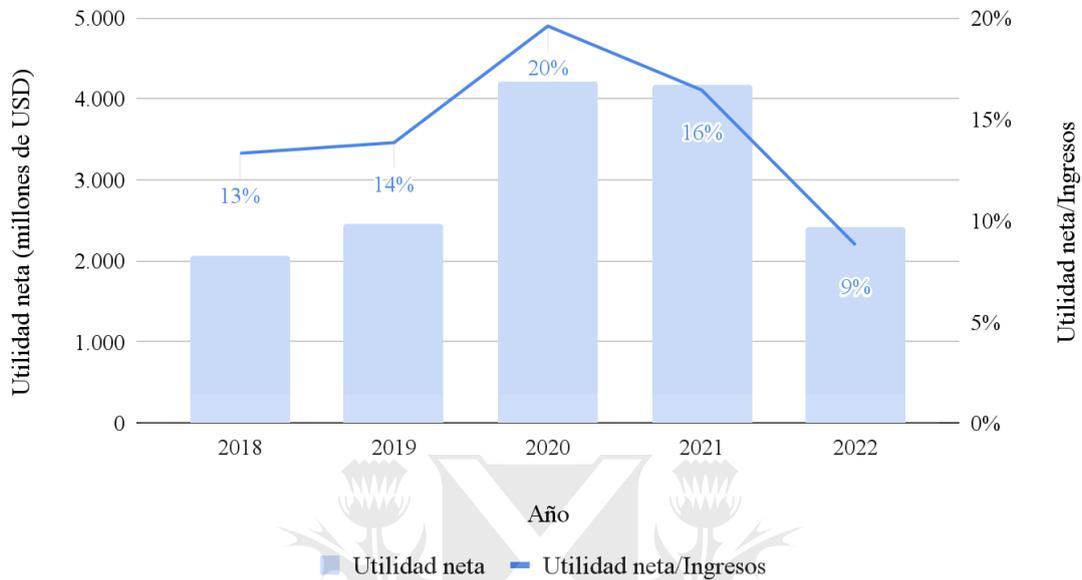


Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Aunque la tasa legal federal de Estados Unidos es de 21%, PayPal tiende a pagar una tasa efectiva menor, a causa de los beneficios impositivos que percibe. Sin embargo, en el 2022 la compañía tuvo la tasa más alta de los últimos años, por encima de la tasa legal federal. Entonces, al ver el Gráfico 27, se puede observar que la tasa efectiva es muy variable y difícil de predecir.

iii. Utilidad neta

Gráfico 28. Utilidad neta y su porcentaje sobre ingresos (2018-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

En el Gráfico 28 se observa que hubo una tendencia creciente de la utilidad neta desde 2018 a 2020. El pico de la utilidad neta y su porcentaje sobre ingresos que se encuentra en el 2020, ocurre durante la pandemia, que fue donde hubo una fuerte tendencia a la utilización de medios de pago digitales. Se puede ver en el Apéndice C que el 2020 tuvo la tasa más alta de crecimiento de los últimos cinco años. Posteriormente empezaron a caer estos valores, al mismo tiempo que se empezaron a ver los efectos negativos del COVID-19 sobre la economía. La caída se debe a un aumento en los gastos operativos, pérdidas generadas por inversiones estratégicas y una menor percepción de beneficios impositivos.

iv. Ratios de rentabilidad

Tabla 8. El retorno sobre activos y el retorno sobre *equity*.

Ratio	2018	2019	2020	2021	2022
ROA	7,1%	7,7%	7,4%	7,6%	6,7%
ROE	13%	15%	23%	20%	12%

Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de PayPal.

Los ratios de retorno sobre activos (*Return on Assets*, ROA) y retorno sobre capital (*Return on Equity*, ROE), son utilizados para determinar la eficiencia que tiene la compañía para generar ganancias con sus inversiones. En cuanto al ROA, se observa que se mantuvo bastante estable a lo largo del período, pero registró una caída durante el 2022 debido a la disminución en los ingresos operativos. Esto refleja una menor eficiencia para utilizar sus activos para generar ganancias.

El ROE mostró una tendencia alcista hasta 2020, durante la pandemia, y luego comenzó a disminuir debido a la gran caída de la utilidad neta. Entonces, PayPal ahora tiene una menor capacidad de generar ganancias con el capital que tiene. Este ratio es mayor al ROA, porque considera la deuda que tiene la compañía.

Tabla 9. Ratios de rentabilidad de PayPal y sus competidores para el 2022.

Empresa	ROA	ROE	EBITDA /Ingresos	Utilidad neta /Ingresos
Block, Inc.	-1%	-5%	-2%	-3%
American Express Company	1%	32%	3%	17%
Visa Inc.	24%	42%	66%	50%
Mastercard Incorporated	34%	145%	59%	45%
Fidelity National Information Services, Inc.	-17%	-45%	-84%	-115%
Fiserv, Inc.	6%	8%	29%	14%
PayPal Holdings, Inc.	7%	12%	19%	9%

Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de las distintas empresas.

Por un lado, al observar el ROA de PayPal respecto de sus competidores, se nota que es el tercero más grande (7%), pero hay bastante diferencia con el valor del ROA de Visa (24%), que se encuentra en segundo lugar. Se asemeja más al ROA de Fiserv (6%). Sin embargo, tiene una mayor capacidad de generar ganancias con sus activos que algunas empresas en su sector. Por otro lado, el retorno sobre capital de la empresa a valorar (12%), está cerca de la mediana del sector, reflejando que hay otras empresas que son mejores generando ganancias con su capital. Nuevamente se asemeja más a Fiserv (8%) en cuanto a este ratio.

Los porcentajes sobre ingresos de EBITDA (19%) y utilidad neta (9%) de la compañía se asemejan más a la mediana del sector y a Fiserv. Esto demuestra que hay otros competidores que tienen menores gastos y egresos que PayPal y podría indicar una oportunidad de optimizar sus costos.

5. Valuación

Existen tres metodologías de valuación para determinar el valor de una empresa: el enfoque en activos, el enfoque en ingresos y el enfoque de mercado. Bajo el primer método,

se ajusta el valor de cada activo y pasivo de la compañía para que contemple su costo de reemplazo o de liquidación (Fernández, 2008). El segundo enfoque utiliza un modelo de flujos de caja descontados, según el cual el valor de la empresa es igual al valor de los flujos de caja futuros que es capaz de generar, descontados a una tasa apropiada para que estén a valor presente (Damodaran, 2002). Por último, el enfoque de mercado es una valuación relativa, mediante la cual se determina el valor de una compañía al compararla con el valor de mercado de empresas con actividades, negocios, riesgos o características similares a la que se está valuando (Fernández, 2008).

En esta sección se procede a realizar la valuación de PayPal al 31 de diciembre del 2022, según el enfoque de ingresos y el de mercado. No se utiliza el enfoque de activos ya que este método no se tiende a usar para una empresa en marcha, que se espera que genere flujos de caja futuros, y es difícil determinar adecuadamente el costo de reemplazo de activos y pasivos.

a. Enfoque de ingresos

i. Modelo de flujos de caja descontados

Bajo el modelo de valuación DCF (*Discounted Cash Flows*), detallado en el libro de Damodaran, *Investment Valuation* (2002), se estima el valor presente de todos los flujos futuros de dinero que va a generar la compañía, lo que representaría el activo a valorar. Para ello se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{\text{Valor terminal}}{(1+WACC)^n}, \quad (1)$$

donde,

t =un momento en el tiempo en años, con $t=0,1,\dots,n$,

$FCFF$ =el flujo de caja generado por la empresa en un momento t futuro,

$WACC$ =la tasa de descuento,

n =el último año que considera la valuación.

A continuación, se determinan los flujos de caja futuros que va a generar el activo, el valor de la tasa de descuento que se usa para descontar los flujos de caja al presente, la duración de la vida del activo, y el valor terminal. Posteriormente, se calcula el precio para una acción de PayPal al momento de la valuación, utilizando la información del modelo.

ii. Flujos de caja de la firma

Según este modelo de valuación se debe proyectar lo que va a generar la empresa a futuro.

Se utilizó la siguiente fórmula para calcular los flujos de caja de la firma para cada año:

$$FCFF = EBIT(1 - Tasa impositiva) + Depreciación \\ - Inversión de capital \pm Variación de capital de trabajo,$$

donde,

$FCFF$ =el flujo de caja generado por la empresa,

$EBIT$ =ganancias antes de intereses e impuestos.

Este último año la gerencia de PayPal ha decidido no publicar sus expectativas anuales numéricas de ingresos y otras variables importantes, por lo que se tuvo que realizar suposiciones basadas en números históricos y de analistas para una proyección de diez años. Sin embargo, PayPal ha mencionado que por el momento pretende enfocarse en su plataforma y optimizar su estructura de costos. En particular, quiere mejorar la propuesta de valor que ofrece para consumidores y comerciantes, para poder incrementar sus clientes, su actividad y sus ingresos.

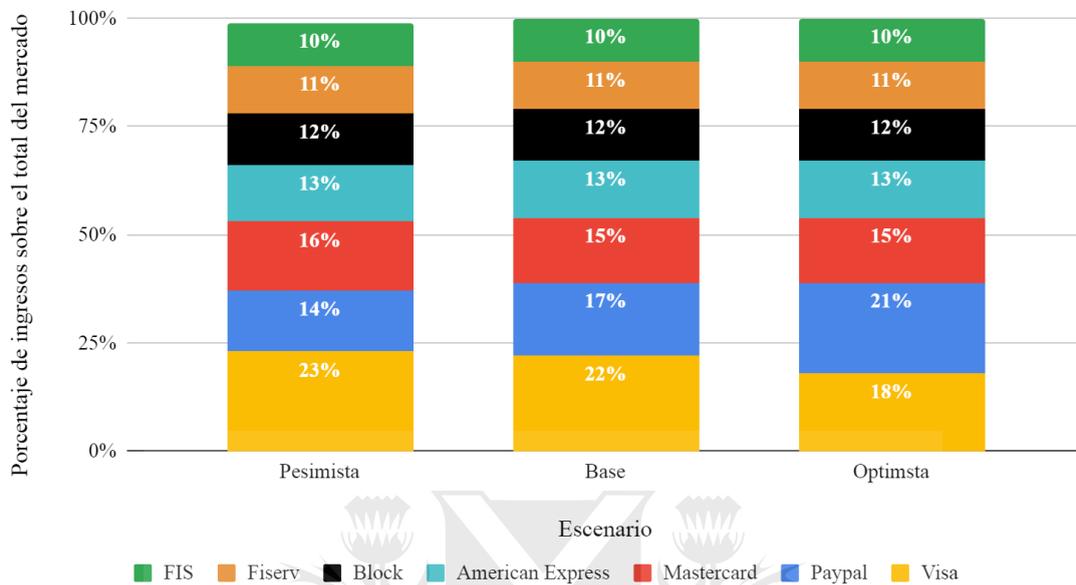
a. Ingresos

Es necesario proyectar el crecimiento de los ingresos para poder establecer los valores de las distintas variables del modelo. Para ello primero hubo que determinar las cuotas de mercado esperadas de PayPal y sus competidores, teniendo en cuenta tendencias históricas y expectativas de analistas. Los cálculos solamente consideran las empresas de Block, Inc., American Express Company, Visa Inc., Mastercard Incorporated, Fidelity National Information Services, Inc. y Fiserv, Inc. como rivales dentro del mercado de pagos digitales.

American Express ha dominado el mercado en los últimos diez años, sin embargo, su cuota de mercado ha ido disminuyendo. Luego, Visa, PayPal y Mastercard han mantenido sus posiciones de segundo, tercer y cuarto lugar, respectivamente, desde el 2016. FIS también ha reflejado una cuota estable a lo largo del tiempo. Aun así, Fiserv y, particularmente, Block han crecido bastante en los últimos cinco años.

Para tener una idea del futuro de estos competidores, se usaron expectativas de crecimiento de ingresos de analistas del S&P Global Intelligence, como se puede ver en el Apéndice E. Según esta información, dentro de tres años PayPal se encontrará en segundo lugar en el mercado, solamente superada por Visa y seguida por Mastercard.

Gráfico 29. Las cuotas de mercado esperadas para PayPal y sus competidores en el 2032 bajo los tres escenarios.



Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de las distintas empresas y analistas del S&P Global Intelligence.

En base a la evolución histórica y las expectativas mencionadas, se determinaron tres posibles escenarios de cuota de mercado de PayPal y sus competidores vistos en el Gráfico 29. Bajo el escenario pesimista, la empresa se mantiene tercera, pero cae su cuota de mercado de 16% a 14%. Para el escenario base se espera que sea segunda con una leve subida en su cuota a 17%. Luego, en el escenario optimista PayPal domina el mercado con una cuota del 21%.

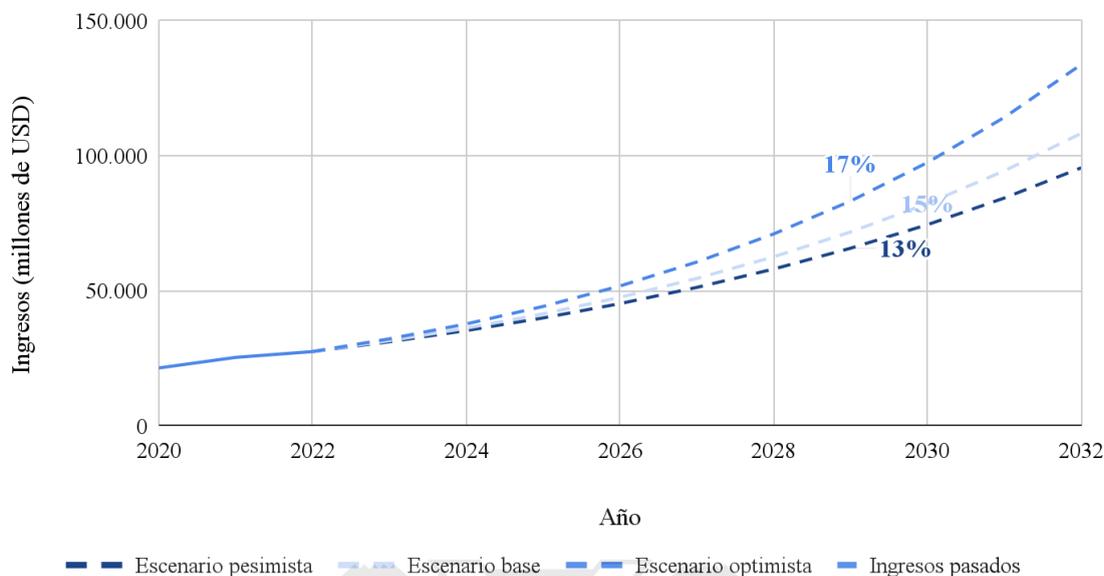
Tabla 10. CAGR proyectados para el mercado de pagos digitales.

Analista	CAGR	Tiempo
Statista	12%	5 años
The Business Research Company	16%	
Market Reports World	7%	8 años
Vantage Market Research	15%	
Grand View Research	21%	
Brainy Insights	17%	10 años
<i>Promedio</i>	<i>15%</i>	-

Fuente: elaboración propia con datos de analistas.

Una vez que se establecieron las cuotas de mercado de PayPal y sus competidores, se tuvo que determinar el crecimiento del mercado total. Como se puede ver en la Tabla 10, se encontraron CAGR para el mercado de pagos digitales, según distintos analistas y durante los próximos diez años. Se utilizó el promedio de 15% como la tasa de crecimiento del mercado, debido a que no había grandes diferencias entre los CAGR. Se aplicó esta tasa sobre la suma de los ingresos de PayPal y sus rivales en el 2022, para determinar el ingreso total del mercado en el 2032. Luego, se multiplicó el valor futuro del mercado por cada cuota de mercado esperada, para encontrar el ingreso generado por cada compañía. Finalmente, se pudo determinar los CAGR de las empresas individuales bajo cada escenario.

Gráfico 30. Proyección de los ingresos de PayPal bajo los tres escenarios.



Fuente: elaboración propia.

El Gráfico 30 muestra la proyección de los ingresos de PayPal según los CAGR seleccionados para los tres escenarios. Las tasas de crecimiento son 13%, 15% y 17%, bajo los escenarios pesimista, base y optimista, respectivamente. Cabe mencionar que estas tasas son más grandes que la determinada por la regresión del Apéndice B (12%), pero son más adecuadas al considerar tendencias históricas y expectativas de analistas.

b. Ganancias antes de intereses e impuestos

El EBIT se calcula restando los gastos operativos a los ingresos. En los últimos diez años el margen operativo de PayPal (EBIT/Ingresos) se encontró entre el 14% y el 17% aproximadamente. Entonces, para el caso pesimista y optimista se decidió utilizar el aproximado del rango inferior y superior, respectivamente. Luego, para el escenario base se mantuvo el promedio de los últimos cinco años de 15%.

c. Tasa impositiva

En los tres escenarios se decidió utilizar la tasa legal federal de EE.UU. que se aplica sobre

los ingresos antes de impuestos (21%), en lugar de una tasa efectiva. Se utilizó esta tasa debido a que la tasa impositiva efectiva histórica de PayPal varía mucho, y es difícil poder predecir su valor futuro con seguridad.

d. Inversión de capital

La inversión de capital o CAPEX, corresponde a inversiones para el mantenimiento y el crecimiento de la compañía. Por un lado, el ratio de CAPEX de mantenimiento sobre los ingresos estuvo disminuyendo levemente en los últimos diez años, pero no ha reflejado mucha volatilidad. Entonces, se utilizó un ratio del 4% bajo los tres escenarios, equivalente al valor promedio de los últimos cinco años.

Por otro lado, el ratio de CAPEX de crecimiento ha sido muy variable a lo largo del tiempo, lo cual lo hace muy difícil de predecir. Debido a esto se consideraron tres ratios distintos para los diferentes escenarios, teniendo en cuenta que hay una menor capacidad para financiar adquisiciones en el escenario pesimista respecto del optimista. Considerando los valores del ratio en los últimos diez años, se utilizó el percentil 35 del ratio para el escenario pesimista (5%), el percentil 40 para el escenario base (7%) y el percentil 45 para el escenario optimista (9%).

Por lo tanto, el ratio de CAPEX total sobre ingresos para el escenario pesimista, base y optimista es 8%, 11% y 13%, respectivamente.

e. Depreciación

Hace falta sumar la depreciación de los bienes tangibles por ser un cargo contable que no representa un egreso de caja. Para proyectar esta variable se tuvo que calcular el porcentaje de los activos fijos brutos que representa la depreciación. En la evolución de la empresa esta tasa ha variado mucho, y, particularmente, ha estado decreciendo en los últimos tres años. Por tal razón, se decidió usar la tasa de depreciación del 2022 (16%), para los tres escenarios y todos los años proyectados. Para cada año se aplicó la tasa sobre

la suma de los activos fijos brutos y la inversión de capital. Vale destacar que la inversión de capital de un año termina formando parte de los activos fijos brutos del año siguiente.

f. Variación de capital de trabajo

El capital de trabajo de PayPal se calcula como las cuentas a cobrar menos las cuentas a pagar. Este valor contempla el dinero necesario para continuar con el negocio diario de la empresa. Históricamente el porcentaje de capital de trabajo sobre ingresos de PayPal ha sido positivo y ha estado aumentando. Bajo los tres escenarios se mantuvo el ratio del último año, 3%. Esa tasa se aplicó sobre el ingreso proyectado de cada año para determinar el valor del capital de trabajo.

Después, se pudo determinar la variación del capital de trabajo de un año a otro. Si la variación fuese positiva implicaría un egreso de caja, entonces, el valor lleva un signo negativo al calcular los flujos de caja de la firma. En el caso contrario, una variación negativa de capital de trabajo lleva un signo positivo en la cuenta, ya que implica un incremento de los flujos.

Tabla 11. Resumen de variables según el escenario de proyección.

Escenario	Pesimista	Base	Optimista
Crecimiento de ingresos	13%	15%	17%
EBIT/Ingresos	14%	15%	17%
Tasa impositiva	21%		
CAPEX/Ingresos	8%	11%	13%
Depreciación/Activos fijos brutos	16%		
Capital de trabajo/Ingresos	3%		

Fuente: elaboración propia con datos de analistas y los 10K de PayPal.

iii. Tasa de descuento

La tasa de descuento representa el retorno requerido por los inversores. Esta tasa debe tener incorporado el costo de oportunidad y el riesgo. Entonces, para calcular el costo del capital se utilizó el *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, también conocido como el costo promedio ponderado del capital. Esta tasa considera la forma en que la totalidad de los activos son financiados, es decir, tiene en cuenta tanto la deuda como el capital y el beneficio impositivo de la deuda. De esta manera, el WACC al que se descuentan los flujos de caja esperados se calcula mediante la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \text{Costo del capital} &= \text{Costo del equity} * \frac{E}{D+E} \\ &+ \text{Costo de la deuda} * (1 - t) * \frac{D}{D+E}, \end{aligned} \quad (2)$$

donde,

D =la deuda de la empresa a valor de libro,

E =el capital accionario de la empresa a precio de mercado,

t =la tasa impositiva.

a. Tasa de impuestos

Se consideró la tasa legal federal de EE.UU. del 21% para los tres escenarios, ya que la tasa impositiva efectiva varía mucho y es difícil de predecir su valor.

b. Deuda

Este valor corresponde a la deuda de corto y largo plazo que presenta la compañía al momento de la valuación, según su valor de libro. En este caso, PayPal posee una deuda a largo plazo de 10.417 millones de dólares. Se utilizó la deuda a valor de libro, ya que no tiene mucha diferencia con la deuda a valor de mercado.

c. Capital

Es el capital que posee la compañía a valor de mercado, al momento de la valuación. Para calcularlo se multiplicó la cantidad de acciones de PayPal (1.131.373.298) por el precio de mercado por acción (\$71,22) para dar un valor de 80.576 millones de dólares.

d. Costo de la deuda

Este costo es la tasa de interés que una firma debe pagar para financiarse. En esta valuación se considera el rendimiento al 31 de diciembre del 2022 de un bono a 10 años (5,13%) emitido por PayPal. La fecha de emisión del bono es el 23 de mayo del 2022, la más cercana al momento de la valuación, y su fecha de vencimiento es el 1 de junio del 2032.

e. Costo del capital

El costo del *equity* es más caro que el costo de la deuda, porque financiar a la empresa conlleva más riesgo para los accionistas que para los acreedores. Esto se debe a que los accionistas son los últimos en cobrar en una firma. Para determinar la tasa que refleja el costo de financiarse con *equity* (14,31%), se utilizó la siguiente fórmula:

$$\text{Costo del equity} = \text{Tasa libre de riesgo} + (\text{Beta} \times \text{Prima de riesgo})$$

La tasa libre de riesgo que se eligió (3,88%), corresponde al rendimiento de un bono a 10 años, emitido por el Tesoro de Estados Unidos el 31 de diciembre del 2022. Se usó este bono, porque la valuación será en dólares estadounidenses. El valor se obtuvo desde la página Federal Reserve Economic Data (FRED), la cual es una fuente de datos económicos. En particular, se utilizaron datos de FRED acerca de los rendimientos de bonos con un vencimiento constante de 10 años.

Gráfico 31. Beta de PayPal (2020-2022).



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

Por su parte, el beta es el riesgo sistemático del negocio que no se puede diversificar y representa cómo reacciona el precio de una acción ante movimientos del mercado. Para su cálculo se realizó una regresión, siendo los retornos históricos de PayPal la variable explicada (Y) y los retornos históricos del S&P 500 la variable explicativa (X). Los movimientos del S&P 500 representan los movimientos del mercado, ya que es un índice que contempla las 500 acciones de más alta capitalización de EE.UU. Para la regresión se utilizaron retornos semanales y un periodo de 3 años previo a la fecha de valuación. El coeficiente de la regresión (1,29) representa el beta. Al ser mayor a uno, implica que la acción de PayPal es más volátil que el mercado.

Además, para determinar si el beta apalancado de 1,29 era adecuado, se analizaron los betas de las empresas que son comparables con PayPal. Se calcularon los betas apalancados y desapalancados de cada compañía. El beta desapalancado permite hacer comparaciones entre empresas, ya que contempla el efecto de la deuda mediante la

siguiente ecuación:

$$\beta_d = \frac{\beta_a}{1 + \frac{D/MC}{100}}$$

donde,

β_d =beta desapalancado,

β_a =beta apalancado,

D =deuda a valor de libro,

MC =capital a valor de mercado.

Tabla 12. Betas apalancados y desapalancados de PayPal y sus competidores.

Empresa	Beta apalancado	Beta desapalancado
Block, Inc.	2,34	2,33
American Express Company	1,51	1,50
Visa Inc.	1,02	1,02
Mastercard Incorporated	1,18	1,17
Fidelity National Information Services, Inc.	1,10	1,09
Fiserv, Inc.	1,04	1,03
<i>Promedio</i>	-	1,36
PayPal Holdings, Inc.	1,287	1,285

Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance y los 10K de las empresas.

En la Tabla 12 se puede ver que el beta desapalancado de PayPal está cerca del promedio de la industria y se asemeja al de sus competidores. También, no hay mucha diferencia

entre el beta apalancado y desapalancado de PayPal. Por lo tanto, se puede concluir que el beta de 1,287 es apropiado usar para determinar el costo del *equity*.

Finalmente, la prima de riesgo (8,10%) representa el retorno extra sobre la tasa libre de riesgo que cobra un accionista al invertir en el mercado accionario por tener más riesgo y ser el último en cobrar en una compañía. De este modo, la prima de riesgo se calculó como la diferencia entre el rendimiento del mercado y el de un activo libre de riesgo. Para el rendimiento del mercado se utilizó el retorno promedio del S&P 500 (11,98%), el cual fue calculado a partir de retornos anuales totales durante los últimos 50 años previos a la fecha de valuación. Luego, para la tasa libre de riesgo se utilizó la que se mencionó previamente con un valor de 3,88%.

Entonces, la tasa de descuento dada por (2) es 13,14% para los tres escenarios. Vale destacar que la tasa se asemeja al costo del *equity* (14,31%), debido a que PayPal se financia más con capital propio que con deuda.

iv. Valor terminal

No se puede predecir la vida útil de la empresa con seguridad, por lo que se utiliza el valor terminal para representar lo que PayPal puede generar de flujos de caja fuera de los diez años que considera la valuación. Este término es una perpetuidad que tiende a reflejar la mayor parte del valor de una compañía. Para calcular el valor terminal se usa la siguiente ecuación:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCFF_n(1+g)}{(WACC-g)}, \quad (3)$$

donde,

FCFF=el flujo de caja generado por la empresa,

n=el último año que considera la valuación,

$WACC$ =la tasa de descuento,

g =la tasa de crecimiento.

La tasa de crecimiento, 5,09%, se calculó sumando el crecimiento promedio del PBI (2,50%) y la tasa de inflación promedio (2,59%), utilizando datos anuales de los últimos treinta años. Los datos del PBI se obtuvieron del Banco Mundial, mientras que los de la inflación se consiguieron de la FRED. En particular, la tasa de inflación considera la *core inflation* (inflación núcleo) de Estados Unidos, que se calcula con un índice de precios al consumidor que no considera alimentos y energía dentro de sus bienes y servicios, porque suelen tener precios más volátiles. Se usaron datos de Estados Unidos, ya que PayPal opera mayoritariamente en ese país.

Al considerar el último valor de flujo de caja proyectado en el décimo año, la ecuación (3) mencionada lo proyecta al onceavo año cuando lo multiplica por uno más la tasa de crecimiento. Luego, al dividir por la diferencia entre el $WACC$ y la tasa de crecimiento, se descuenta el flujo para que se posicione en el décimo año. Esa diferencia es un ajuste que se hace a la tasa de descuento, porque el valor terminal es una perpetuidad.

v. Precio final

Una vez que se descontaron los flujos de caja proyectados y el valor terminal a valor presente, se suman para determinar el *enterprise value*, que es el valor total de la compañía de la ecuación (1). Al restarle la deuda (\$10.417 millones) y sumarle la caja (\$7.776 millones), ambos a valor de libro, se calcula el capital accionario. Finalmente, se divide ese valor por la cantidad de acciones en circulación (1.131.373.298) para determinar el precio por acción de PayPal al 31 de diciembre del 2022. El Apéndice F muestra las proyecciones y los cálculos de los tres escenarios.

Tabla 13. Resultados del modelo de flujos descontados.

Escenario	Pesimista	Base	Optimista
Valor de la empresa	\$69.308 millones	\$75.702 millones	\$97.716 millones
Capital accionario	\$66.667 millones	\$73.061 millones	\$95.075 millones
Precio por acción	\$58,93	\$64,58	\$84,04

Fuente: elaboración propia.

b. Enfoque de mercado

En el siguiente apartado, a modo de complementar con el modelo de flujos descontados, se realiza la valuación de la compañía según el enfoque de mercado. Este método de valuación relativa consiste en valuar un activo teniendo en cuenta los valores de mercado de activos similares, como discute Fernández en su documento de investigación, Métodos de valoración de empresas (2008). En este caso el activo hace referencia a la empresa y el valor de mercado a utilizar será un múltiplo de valuación. Estos múltiplos representan una estandarización del precio de mercado de una acción para poder realizar comparaciones entre las diferentes entidades.

Tabla 14. Múltiplos y factores relacionados de PayPal y sus competidores.

Empresa	P/E	EV /EBITDA	ROE	ROA	CAGR ingresos (5 años)	CAGR EPS (5 años)	EBITDA /Ingresos
SQ	-70	-133	-5%	-1%	51%	41%	-2%
AXP	15	91	32%	1%	10%	26%	3%
V	26	20	42%	24%	10%	18%	66%
MA	33	26	145%	34%	12%	23%	59%
FIS	-2	-5	-45%	-17%	10%	-248%	-84%
FISV	25	17	8%	6%	26%	-8%	29%
<i>Mediana</i>	<i>20</i>	<i>18</i>	<i>20%</i>	<i>3%</i>	<i>11%</i>	<i>18%</i>	<i>29%</i>
PayPal	-	-	12%	7%	16%	7%	19%

Fuente: elaboración propia con datos de los 10K de las distintas empresas.

Primero, se identificaron aquellas compañías públicas que realizan actividades y enfrentan riesgos similares a PayPal. Las empresas que se seleccionaron al analizar el sector financiero y, específicamente, el sector de pagos digitales fueron: Block, Inc. (SQ), American Express Company (AXP), Visa Inc. (V), Mastercard Incorporated (MA), Fidelity National Information Services, Inc. (FIS) y Fiserv, Inc. (FISV). Luego, se calcularon los múltiplos de valuación de los competidores y los factores que influyen en ellos, como se puede ver en la Tabla 14. Los múltiplos a usar para la valuación serán los ratios de: precio sobre ganancias por acción (*Price to Earnings*, P/E) y el valor de la empresa sobre las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (*Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, EV/EBITDA). Finalmente, se compararon los factores de las otras empresas con los de PayPal para poder inferir el valor de su múltiplo según el de sus competidores y, de ahí, despejar su precio por acción en el momento de valuación.

i. Precio sobre ganancias por acción

El valor del múltiplo P/E está influenciado por tres factores: crecimiento, riesgo y necesidad de reinversión. Una firma tiene un P/E más alto cuando tiene un mayor crecimiento, menos riesgo y menores necesidades de reinversión que sus competidores. Se decidió utilizar este múltiplo ya que PayPal es una empresa que ha percibido mucho crecimiento dentro del sector financiero-tecnológico.

Se consideró el CAGR de los ingresos y el de las ganancias por acción (*Earnings per share*, EPS) como indicadores de crecimiento durante el período de 5 años. PayPal tiene el tercer crecimiento más grande de ingresos (16%) y se asemeja más a Mastercard (12%) y Fiserv (26%). En cuanto al crecimiento de ganancias, PayPal tiene un CAGR entre los más bajos (7%) y se acerca más a Visa (18%). Si se considera el ROE y el ROA de los competidores, se puede observar que los valores de PayPal se parecen más a los de Fiserv. De tal manera, se eligió un rango de 24 a 36 para el P/E de PayPal, cercano a los múltiplos de estas empresas mencionadas.

Tabla 15. Precio por acción de PayPal según el múltiplo P/E.

		P/E			
		24	28	32	36
EPS	\$0,14	\$3,31	\$3,87	\$4,42	\$4,97
	\$1,14	\$27,31	\$31,87	\$36,42	\$40,97
	\$2,14	\$51,31	\$59,87	\$68,42	\$76,97
	\$3,14	\$75,31	\$87,87	\$100,42	\$112,97
	\$4,14	\$99,31	\$115,87	\$132,42	\$148,97

Fuente: elaboración propia.

Una vez obtenido el rango de P/E para la empresa, se multiplicó el ratio por un rango de ganancias por acción en la Tabla 15. Debido a que el EPS de PayPal en la fecha de valuación es de \$2,14, se determinó que su precio por acción debería encontrarse entre \$51,31 y

\$76,97.

ii. El valor de la empresa sobre las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

Se usó el EV/EBITDA porque este múltiplo es útil para hacer comparaciones de empresas con distintas estructuras de capital. El EV/EBITDA de una compañía es alto cuando ella tiene un menor consumo de capital, un costo de capital bajo y un mayor crecimiento que sus competidores.

El indicador EBITDA/Ingresos permitió analizar el nivel de ingresos de PayPal frente a su sector. La empresa tiene un valor bajo (19%) frente a sus competidores y se asemeja más al valor de Fiserv (29%), indicando que tiene más expensas. Teniendo en cuenta los indicadores que se analizaron previamente también, se consideró un rango de 15 a 21 de EV/EBITDA, cerca del valor de Fiserv (17) y Visa (20).

Tabla 16. Enterprise value de PayPal según el múltiplo EV/EBITDA, en millones de dólares.

		EV/EBITDA			
		15	17	19	21
EBITDA	\$3.092	\$46.386	\$52.571	\$58.756	\$64.940
	\$4.123	\$61.848	\$70.094	\$78.341	\$86.587
	\$5.154	\$77.310	\$87.618	\$97.926	\$108.234
	\$6.185	\$92.772	\$105.142	\$117.511	\$129.881
	\$7.216	\$108.234	\$122.665	\$137.096	\$151.528

Fuente: elaboración propia.

Al multiplicar el rango obtenido de EV/EBITDA por un rango de valores de EBITDA, se obtuvo la Tabla 16 de valores de la empresa. Si se considera el EBITDA de PayPal a la fecha de valuación (\$5.154 millones), se obtiene un rango de EV de \$77.310 millones a \$108.234 millones de dólares. A estos valores se les resta la deuda (\$10.417 millones) y se les suma

la caja (\$7.776 millones) de la empresa para obtener el valor de mercado del capital. Finalmente, se divide ese rango de valores por la cantidad de acciones de PayPal (1.131.373.298) para obtener su rango de precios por acción, que está entre \$66,00 y \$93,33.

6. Riesgos

La industria en la que opera PayPal, y la empresa en sí, están expuestas a varios tipos de riesgo que incluyen: de seguridad y fraude; legal y de cumplimiento; financiero y económico; y operacional. Si se cumple un riesgo puede haber efectos negativos sobre los ingresos, las operaciones, las finanzas, la reputación y el precio por acción de la empresa, entre otras cosas. Por tal razón, es incierto qué tipo de escenario futuro se puede cumplir a la hora de valorar a la compañía, ya que su situación fácilmente puede cambiar a causa de un factor de riesgo.

a. Riesgos de seguridad y fraude

- Ataques cibernéticos y de seguridad, con el objetivo de obtener datos personales de clientes y dañar el servicio o sistema, pueden lastimar la reputación de la empresa para sus clientes y socios, afectar sus operaciones normales y perjudicar su situación financiera.
- Existe la posibilidad de que haya fraude o daño generado por parte de empleados o terceros asociados a PayPal, sea intencionalmente o no, que lastimaría la reputación de la entidad, generaría problemas legales y afectaría sus futuras operaciones.

b. Riesgos legales y de cumplimiento

- Es importante cumplir con las reglas, regulaciones, leyes y políticas nuevas o ya establecidas impuestas sobre la compañía y sus empleados para que pueda operar

en distintos mercados. Si no se cumplen o se perciben incumplidas, se puede impedir el funcionamiento del negocio y generar problemas financieros y legales.

- En el caso que se les quiten o no se renuevan las licencias de PayPal que la permite operar en el ámbito financiero de distintos países del mundo, habrá un gran impacto sobre sus ingresos y problemas legales para poder recuperar la licencia perdida.
- Al surgir nuevas reglas, regulaciones, políticas o leyes que debe cumplir la compañía, se puede perjudicar a la empresa por obstaculizar el funcionamiento normal del negocio, incrementar gastos y disminuir ganancias.
- La entidad puede estar sujeta a litigio por la violación de derechos de propiedad intelectual propios o de otras empresas, lo cual puede incrementar costos, impedir la operación normal del negocio, lastimar la reputación y obligar a PayPal a repensar sus productos y servicios financieros.
- Los clientes son capaces de usar los servicios o productos de la empresa para cumplir funciones ilegales o dañinas, lo que puede afectar negativamente a la reputación, la operación, el área legal y las finanzas de PayPal.

c. Riesgos financieros y económicos

- PayPal ofrece productos de crédito a consumidores y comerciantes, lo cual conlleva un riesgo crediticio en el que se impacta el negocio operacionalmente y financieramente, dado el caso de que sus usuarios no puedan pagar el monto acordado.
- Las fluctuaciones en el tipo de cambio de las distintas monedas con las que opera PayPal pueden perjudicar los ingresos de la compañía e incrementar sus costos.
- Si un país en el que opera la empresa está con problemas económicos, alta

inflación, alto desempleo, impuestos altos y consumo bajo, entonces, puede incrementar los gastos, disminuir la demanda de servicios financieros y reducir los ingresos que percibe PayPal.

- Es posible que la compañía no pueda cumplir con los pagos de deuda en su tiempo y forma, lo que podría generar que baje su clasificación crediticia, que tenga que liquidar activos para repagar la deuda, que baje sus ingresos y se dañe su reputación.
- Un aumento en la tasa efectiva de impuestos afecta negativamente a la utilidad neta de la compañía al hacer más grande la carga tributaria que hay que pagar.

d. Riesgos operacionales

- Pueden surgir eventos que impidan el funcionamiento normal de la entidad e impacte sus ganancias, como sería un desastre natural, una crisis de salud, un apagón, un ataque terrorista, entre otros.
- Si la compañía no cumple con el ritmo de sus competidores al desarrollar, adaptar e implementar tecnologías nuevas, en cuanto a sus productos y servicios financieros, puede disminuir sus ingresos y bajar su retención de clientes.
- Incrementos en los costos operativos que imponen los proveedores puede reducir los márgenes, disminuir la competitividad del precio de los servicios de la empresa y obligarla a repensar sus productos y servicios.
- Puede que la empresa no maneje bien sus relaciones con terceros o que los productos y servicios que proveen los terceros bajen en calidad. Al depender de terceros para diferentes aspectos del negocio, esto impactaría la operación normal del negocio, sus finanzas y su retención o atracción de clientes.
- Una decisión estratégica mal tomada o no exitosa como una adquisición, inversión,

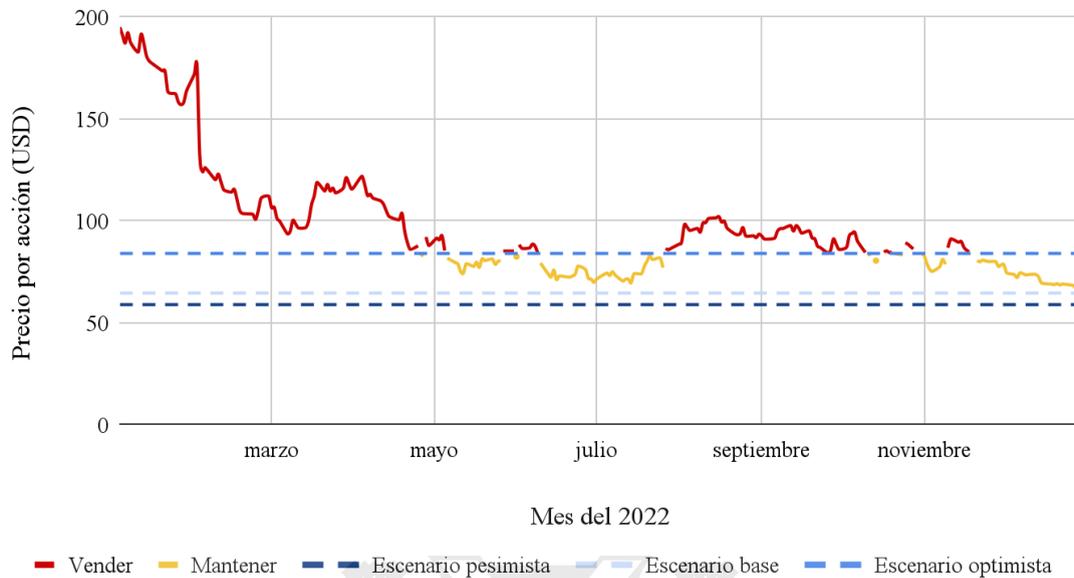
colaboración, entre otros, puede significar un golpe financiero y operacional muy duro.

- Tener problemas técnicos en sus propios sistemas y plataformas o en los de sus proveedores afecta el funcionamiento normal de la empresa, la calidad del servicio que ofrece, su reputación y sus ganancias.
- Si PayPal no es capaz de atraer, retener y capacitar empleados altamente calificados, sea por factores internos o externos, podría afectar el buen funcionamiento del negocio, sus ingresos y su capacidad de crecimiento.
- Al incumplir con las expectativas de crecimiento de ingresos de inversores y analistas se puede generar una pérdida de confianza en la empresa y una caída en su precio por acción.

7. Conclusión

PayPal opera en un sector altamente competitivo, sin embargo, está entre las empresas con mayor cuota de mercado. Ha sostenido un crecimiento constante de sus ingresos a lo largo de los años y ha podido generar nuevos productos y servicios o mejorar los que ya ofrece para mantenerse competitiva. En especial, está beneficiada por su marca conocida y de buena reputación que le permite tener clientes leales. También, ha desarrollado sus plataformas para que sean cómodas y eficientes al usarlas. De tal manera, los potenciales clientes muestran preferencia por los productos y servicios de PayPal.

Gráfico 32. Recomendación de inversión en PayPal bajo el enfoque de ingresos.

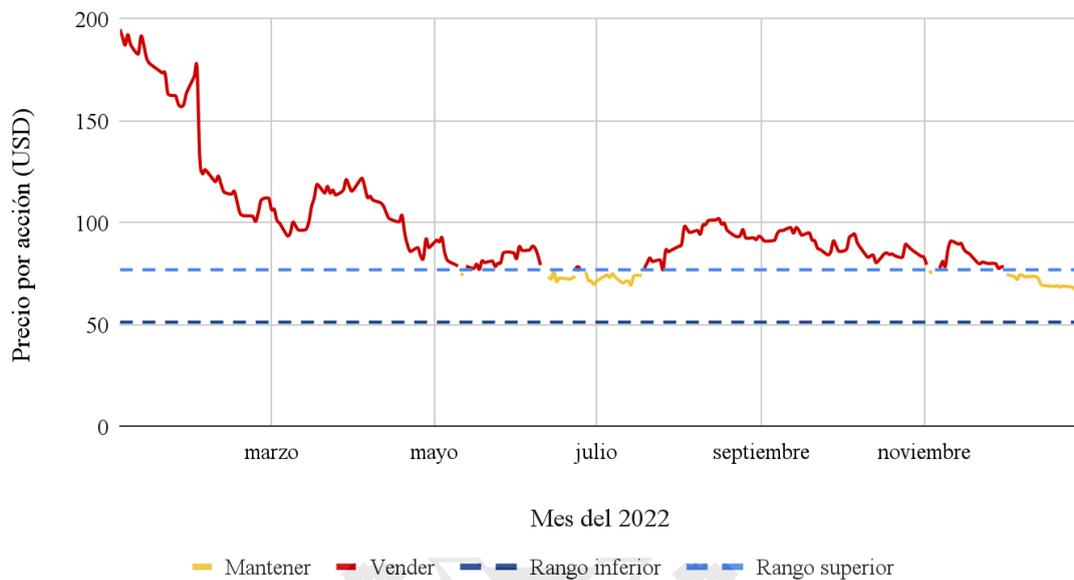


Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

Según la valuación realizada por el modelo DCF, se recomienda comprar la acción cuando su precio está por debajo de \$58,93, el valor del escenario pesimista, y vender cuando está por arriba de \$84,04, el valor del escenario optimista. De tal manera, se compra cuando el precio de la acción se percibe más barato que su valor verdadero y se vende cuando el precio se percibe más caro que su valor verdadero. Sin embargo, cuando el precio de la acción se encuentra dentro del rango de esos valores, como es el caso para el escenario base con un valor de \$64,58, se recomienda mantener la acción.

Al mirar el Gráfico 32 se puede notar que a lo largo del 2022 el precio por acción de PayPal nunca se encontró por debajo del rango inferior, por lo que no hubo señales de compra. La mayor parte del año presentó la recomendación de vender, al encontrarse por encima del rango superior. En particular, al 31 de diciembre del 2022, fecha en la que se basó la valuación, una acción de PayPal cotizó a \$71,22 dólares estadounidenses y se encontró dentro del rango, por lo que se recomendó mantener la acción.

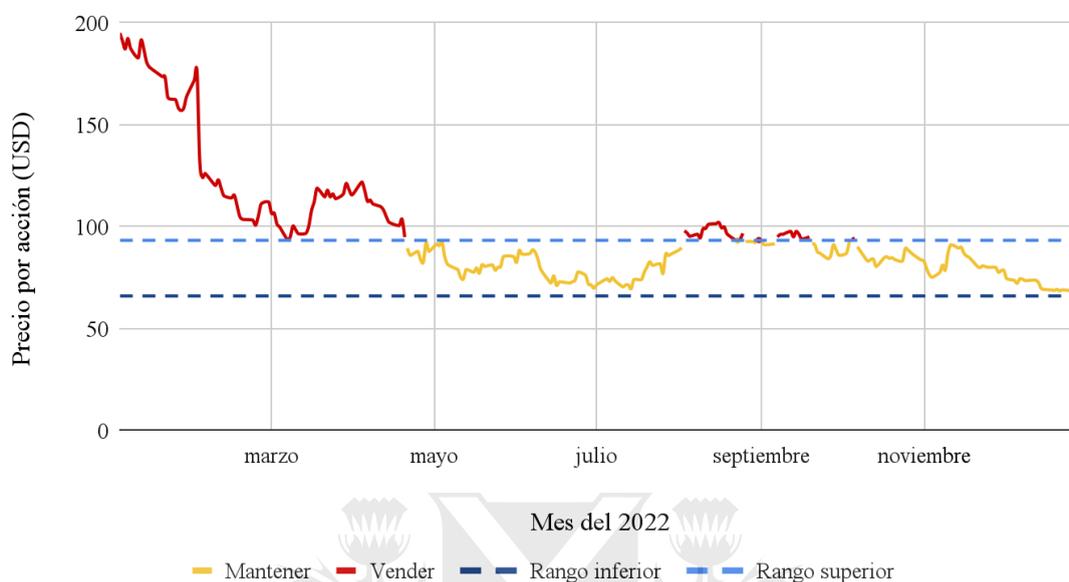
Gráfico 33. Recomendación de inversión en PayPal bajo el enfoque de mercado con el P/E.



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

En la valuación por el múltiplo P/E se recomienda comprar cuando el precio por acción está debajo del rango inferior de \$51,31, vender cuando está por encima del rango superior de \$76,97, y mantener cuando está entre esos valores. Como se puede notar en el Gráfico 33, al final del año el precio se encontró dentro del rango y se recomendó mantener la acción. Mientras que el resto del año mayormente se recomendó vender.

Gráfico 34. Recomendación de inversión en PayPal bajo el enfoque de mercado con el EV/EBITDA.



Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

Finalmente, en la valuación utilizando el múltiplo EV/EBITDA se recomienda comprar cuando el precio por acción se encuentra debajo del rango inferior de \$66,00 y vender cuando se encuentra arriba del rango superior de \$93,33. Mientras que se recomienda mantener la acción cuando su precio esté dentro del rango. Según el Gráfico 34, al principio del año la acción estuvo por arriba del rango superior, por lo que se recomendó venderla. Sin embargo, en el resto del año el precio se encontró mayormente dentro del rango. Asimismo, a finales del 2022 se recomendó mantener la acción, ya que el precio estuvo dentro del rango y cerca del valor del rango inferior.

Actualmente, el precio por acción de PayPal sigue cayendo, por lo que no conviene comprar la acción a largo plazo. Sin embargo, a largo plazo podría ser una buena inversión, ya que PayPal está tratando de recuperarse y mejorar su desenvolvimiento. La gerencia de PayPal pretende enfocarse en aumentar sus ingresos, atrayendo clientes e incitando una mayor actividad de sus cuentas activas. También, pretende optimizar sus costos, al reducir

gastos innecesarios y concentrarse en costos que le permitan ampliar su negocio. Considerando que la desconfianza en la gerencia de la compañía, a raíz de no haber cumplido con las expectativas de crecimiento de ingresos de analistas e inversores, género disminución en el precio por acción de PayPal en los últimos años, se puede esperar que el precio comience a subir con el buen manejo de la empresa. Si la gerencia es capaz de aumentar sus ingresos y bajar sus costos logrando un mayor crecimiento que lo esperado por el mercado, entonces, es probable que el precio suba en poco tiempo. Aun así, no se espera un nivel de crecimiento como el que se vio durante el 2020.

Bibliografía

A. Damodaran. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. Wiley, segunda edición, 2002.

Grand View Research. Digital Payment Market Size, Share & Trends Analysis Report by Deployment (Cloud, On-premise), by Solution (Payment Gateway, Payment Processing), by Mode of Payment, by Enterprise Size, by End-use, and Segment Forecasts, 2023 - 2030. Visto el 22 de abril de 2023. https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/digital-payment-solutions-market?utm_source=prnewswire&utm_medium=referral&utm_campaign=ict_19-sep-22_new_pr&utm_term=digital-payment-solutions-market&utm_content=rd.

J. L. Ramírez Rojas. Procedimiento para la elaboración de un análisis FODA como una herramienta de planeación estratégica en las empresas. *Ciencia Administrativa*, IIESCA, 2009.

M. Porter. Las cinco fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia. *Harvard Business Review*, América Latina, vol. 86, no. 1, p. 58-77, 2008.

Market Reports World. Global Digital Payment Industry Research Report 2023, Competitive Landscape, Market Size, Regional Status and Prospect. Visto el 14 de julio de 2023.

<https://www.marketreportsworld.com/global-digital-payment-industry-research-report->

2023-competitive-landscape-market-22379078.

P. Fernández. Métodos de valoración de empresas. Documento de investigación, IESE Business School - Universidad de Navarra, 2008.

S&P Global. An introduction to fintech: Key sectors and trends. 2016.
<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/documents/an-introduction-to-fintech-key-sectors-and-trends.pdf>.

Statista. Digital Payments - Worldwide. Visto el 14 de julio de 2023.
<https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-payments/worldwide>.

The Brainy Insights. Digital Payment Market Size by Services (Professional and Managed), by Solution (Payment Gateway, Payment Processing, Payment Security & Fraud Management and Others), by Mode of Payment (Bank Cards, Digital Wallets, Point-of-Sales, Net Banking and Others), by Organization Size (SMEs and Large Enterprises), by Deployment Mode (Cloud and On-premises), by Industry (BFSI, Healthcare, IT & Telecom, Media & Entertainment, Retail & E-commerce, Transportation and Others), Regions, Global Industry Analysis, Share, Growth, Trends, and Forecast 2023 to 2032. Visto el 14 de julio de 2023. <https://www.thebrainyinsights.com/report/digital-payment-market-13539>.

The Business Research Company. Digital Payments Global Market Report 2023. Visto el 22 de abril de 2023.
<https://www.researchandmarkets.com/reports/5734932/digital-payments-global-market-report>.

Vantage Market Research. Digital Payments Market - Global Industry Assessment & Forecast. Visto el 22 de abril de 2023.
<https://www.vantagemarketresearch.com/industry-report/digital-payments-market-1451>.

Apéndices

Apéndice A. Los estados financieros consolidados de PayPal al 31 de diciembre desde el 2018 hasta el 2022.

Tabla A1. Balance consolidado de PayPal al 31 de diciembre desde el 2018 hasta el 2022, en millones de dólares excepto por los valores par.

	2022	2021	2020	2019	2018
ACTIVOS					
Activo Corriente:					
Efectivo y equivalentes	\$7.776	\$5.197	\$4.794	\$7.349	\$7.575
Inversiones a corto plazo	\$3.092	\$4.303	\$8.289	\$3.412	\$1.534
Cuentas por cobrar, neto	\$963	\$800	\$577	\$435	\$313
Préstamos e intereses por cobrar	\$7.431	\$4.846	\$2.769	\$3.972	\$2.532
Fondos por recibir y cuentas de clientes	\$36.357	\$36.141	\$33.418	\$22.527	\$20.062
Gastos prepagados y otros activos corrientes	\$1.898	\$1.287	\$1.148	\$800	\$947
Total de activos corrientes	\$57.517	\$52.574	\$50.995	\$38.495	\$32.963
Inversiones a largo plazo	\$5.018	\$6.797	\$6.089	\$2.863	\$971
Propiedades y equipamiento, neto	\$1.730	\$1.909	\$1.807	\$1.693	\$1.724
Goodwill	\$11.209	\$11.454	\$9.135	\$6.212	\$6.284
Activos intangibles, netos	\$788	\$1.332	\$1.048	\$778	\$825
Otros activos	\$2.455	\$1.737	\$1.305	\$1.292	\$565
Total de activos	\$78.717	\$75.803	\$70.379	\$51.333	\$43.332
PASIVOS Y PATRIMONIO NETO					
Pasivos corrientes:					

Cuentas por pagar	\$126	\$197	\$252	\$232	\$281
Deuda a corto plazo	\$0	\$0	\$0	\$0	\$1.998
Fondos a pagar y cantidades adeudadas a clientes	\$40.107	\$38.841	\$35.418	\$24.527	\$21.562
Gastos acumulados y otros pasivos corrientes	\$4.055	\$3.755	\$2.648	\$2.087	\$2.002
Impuestos a las ganancias por pagar	\$813	\$236	\$129	\$73	\$61
Total pasivos corrientes	\$45.101	\$43.029	\$38.447	\$26.919	\$25.904
Pasivos por impuestos diferidos y otros pasivos de largo plazo	\$2.925	\$2.998	\$2.930	\$2.520	\$2.042
Deuda a largo plazo	\$10.417	\$8.049	\$8.939	\$4.965	\$0
Total pasivos	\$58.443	\$54.076	\$50.316	\$34.404	\$27.946
Patrimonio neto:					
Acciones comunes	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Acciones preferidas	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Autocartera al costo	-\$16.079	-\$11.880	-\$8.507	-\$6.872	-\$5.511
Pagos adicionales en capital	\$18.327	\$17.208	\$16.644	\$15.588	\$14.939
Ganancias retenidas	\$18.954	\$16.535	\$12.366	\$8.342	\$5.880
Otros resultados integrales acumulados	-\$928	-\$136	-\$484	-\$173	\$78
Interés no controlado	\$0	\$0	\$44	\$44	\$0
Total patrimonio neto	\$20.274	\$21.727	\$20.063	\$16.929	\$15.386
Total pasivos y patrimonio neto	\$78.717	\$75.803	\$70.379	\$51.333	\$43.332

Tabla A2. Estado de resultados consolidado de PayPal al 31 de diciembre desde el 2018 hasta el 2022, en millones de dólares excepto por los valores de las acciones.

	2022	2021	2020	2019	2018
Ingresos por transacciones	\$25.206	\$23.402	\$19.918	\$16.099	\$13.709
Ingresos por otros servicios de valor agregado	\$2.312	\$1.969	\$1.536	\$1.673	\$1.742
Ingresos totales	\$27.518	\$25.371	\$21.454	\$17.772	\$15.451
Gastos operativos:					
Gastos por transacciones	\$12.173	\$10.315	\$7.934	\$6.790	\$5.581
Pérdidas por transacciones y por préstamos	\$1.572	\$1.060	\$1.741	\$1.380	\$1.274
Atención al cliente y operaciones	\$2.120	\$2.075	\$1.778	\$1.615	\$1.407
Ventas y <i>marketing</i>	\$2.257	\$2.445	\$1.861	\$1.401	\$1.314
Tecnología y desarrollo	\$3.253	\$3.038	\$2.642	\$2.085	\$1.831
Gastos generales y administrativos	\$2.099	\$2.114	\$2.070	\$1.711	\$1.541
Reestructuración y otros cargos	\$207	\$62	\$139	\$71	\$309
Total de gastos operativos	\$23.681	\$21.109	\$18.165	\$15.053	\$13.257
Ingresos operativos	\$3.837	\$4.262	\$3.289	\$2.719	\$2.194
Otros ingresos (egresos), netos	-\$471	-\$163	\$1.776	\$279	\$182
Resultados antes de impuestos	\$3.366	\$4.099	\$5.065	\$2.998	\$2.376
Impuesto a las ganancias	\$947	-\$70	\$863	\$539	\$319
Utilidad neta	\$2.419	\$4.169	\$4.202	\$2.459	\$2.057
Ganancia por acción:					
Básica	\$2,10	\$3,55	\$3,58	\$2,09	\$1,74
Diluida	\$2,09	\$3,52	\$3,54	\$2,07	\$1,71

Tabla A3. Estado de flujo de efectivo consolidado de PayPal al 31 de diciembre desde el 2018 hasta el 2022, en millones de dólares.

	2022	2021	2020	2019	2018
Flujos por actividades operativas:					
Utilidad neta	\$2.419	\$4.169	\$4.202	\$2.459	\$2.057
Ajustes para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto proveniente de las actividades operativas:					
Pérdidas por transacciones y por préstamos	\$1.572	\$1.060	\$1.741	\$1.380	\$1.274
Depreciación y amortización	\$1.317	\$1.265	\$1.189	\$912	\$776
Compensación basada en acciones	\$1.261	\$1.376	\$1.376	\$1.021	\$853
Impuesto diferido	-\$811	-\$482	\$165	-\$269	-\$171
Ganancias netas sobre inversiones estratégicas	\$304	-\$46	-\$1.914	-\$208	-\$87
Ajuste a la base de costos de préstamos e intereses por cobrar, mantenidos para la venta	\$0	\$0	\$0	\$0	\$244
Otros	\$205	\$100	\$47	-\$149	-\$85
Cambios en activos y pasivos:					
Cuentas por cobrar	-\$163	-\$222	-\$100	-\$120	-\$59
Cambios en préstamos e intereses por cobrar, mantenidos para la venta, neto	\$0	\$0	\$0	\$4	\$1.407
Reserva para pérdidas en transacciones por pérdidas en efectivo, neta	-\$1.230	-\$1.178	-\$1.120	-\$1.079	-\$1.046
Otros activos corrientes y no corrientes	\$118	-\$150	-\$498	-\$566	-\$93
Cuentas por pagar	-\$35	-\$31	-\$4	\$4	\$26
Impuesto a las ganancias por pagar	\$373	\$73	-\$230	-\$40	-\$44

Otros pasivos corrientes y no corrientes	\$483	\$406	\$1.000	\$722	\$428
Efectivo neto proveniente de actividades operativas	\$5.813	\$6.340	\$5.854	\$4.071	\$5.480
Flujos por actividades de inversión:					
Compras de propiedad y equipamiento	-\$706	-\$908	-\$866	-\$704	-\$823
Ingresos por ventas de propiedad y equipamiento	\$5	\$5	\$120	\$17	\$3
Cambios en el principal de los préstamos a cobrar	-\$3.267	-\$1.594	\$294	-\$1.631	\$3.121
Compras de inversiones	-\$20.219	-\$40.116	-\$41.513	-\$27.881	-\$22.381
Vencimientos y ventas de inversiones	\$23.411	\$39.698	\$30.908	\$24.878	\$21.898
Adquisiciones, netas de efectivo y efectivo restringido adquirido	\$0	-\$2.763	-\$3.609	-\$70	-\$2.124
Fondos por cobrar	-\$2.813	\$193	-\$1.552	-\$351	\$1.127
Efectivo neto proveniente de actividades de inversión	-\$3.421	-\$5.485	-\$16.218	-\$5.742	\$821
Flujos por actividades de financiación:					
Ingresos por la emisión de acciones ordinarias	\$143	\$162	\$137	\$138	\$144
Compras de acciones propias	-\$4.199	-\$3.373	-\$1.635	-\$1.411	-\$3.520
Retenciones fiscales relacionadas con liquidación de acciones respecto de adjudicaciones de capital	-\$336	-\$1.036	-\$521	-\$504	-\$419
Préstamos en virtud de acuerdos de financiación	\$3.475	\$272	\$6.966	\$5.471	\$2.075
Reembolsos en virtud de acuerdos de	-\$1.686	-\$361	-\$3.000	-\$2.516	-\$1.115

financiación					
Fondos a pagar y cantidades adeudadas a los clientes	\$1.498	\$3.572	\$10.597	\$3.009	\$1.595
Colateral recibido relacionado con instrumentos derivados, neto	-\$6	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras actividades de financiación	\$1	\$0	-\$52	\$0	\$0
Efectivo proveniente de actividades de financiación	-\$1.110	-\$764	\$12.492	\$4.187	-\$1.240
Efecto de las variaciones en el tipo de cambio sobre el efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido	-\$155	-\$102	\$169	-\$6	-\$113
Cambio neto en efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido	\$1.127	-\$11	\$2.297	\$2.510	\$4.948
Efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido al inicio del período	\$18.029	\$18.040	\$15.743	\$13.233	\$8.285
Efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido al final del período	\$19.156	\$18.029	\$18.040	\$15.743	\$13.233

Apéndice B. Modelo de regresión lineal de mínimos cuadrados ordinarios para los ingresos de PayPal.

Variable explicativa	Coficiente	P-valor
Cantidad de usuarios de pagos digitales	197,95	0,007
Ingresos de <i>e-commerce</i>	0,01	0,017
Gasto per cápita de consumidores	0,15	0,052

Constante	-43762,27	0,008
-----------	-----------	-------

Apéndice C. El crecimiento anual de los ingresos, las métricas, el EBITDA y la utilidad neta de PayPal del 2018 al 2020.

	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos por transacciones	19%	17%	24%	17%	8%
Ingresos por OVAS	9%	-4%	-8%	28%	17%
Ingresos totales	18%	15%	21%	18%	8%
Número de transacciones de pago	30%	25%	25%	25%	16%
Volumen de pago total	28%	23%	31%	33%	9%
Cuentas activas	18%	14%	24%	13%	2%
EBITDA	3%	24%	21%	30%	-10%
Utilidad neta	15%	20%	71%	-1%	-42%

Apéndice D. El valor de ingresos y de las métricas de PayPal para trimestres del 2019 y al 2022.

Tabla D1. Ingresos para los trimestres del 2021 y el 2022, en millones de USD.

Año	Trimestre	Ingresos por transacciones	Ingresos por OVAS	Ingresos totales
2019	Q4	4.535	426	4.961
2020	Q1	4.215	403	4.618
	Q2	4.945	316	5.261
	Q3	5.076	383	5.459
	Q4	5.682	434	6.116
2021	Q1	5.621	412	6.033

	Q2	5.797	441	6.238
	Q3	5.607	575	6.182
	Q4	6.377	541	6.918
2022	Q1	5.998	485	6.483
	Q2	6.272	534	6.806
	Q3	6.234	612	6.846
	Q4	6.702	681	7.383

Tabla D2. Volumen de pago total, número de transacciones y cuentas activas para los trimestres del 2021 y el 2022, en millones.

Año	Trimestre	Volumen de pago total (USD)	Número de transacciones (USD)	Cuentas activas (número de cuentas)
2019	Q4	199.404	3.461	305
2020	Q1	190.567	3.261	325
	Q2	221.731	3.742	346
	Q3	246.691	4.013	361
	Q4	277.072	4.408	377
2021	Q1	285.447	4.371	392
	Q2	310.992	4.735	403
	Q3	309.910	4.900	416
	Q4	339.530	5.343	426
2022	Q1	322.981	5.161	429
	Q2	339.791	5.513	429

	Q3	336.973	5.643	432
	Q4	357.378	6.032	435

Apéndice E. Expectativas de crecimiento de ingresos para PayPal y sus competidores, según analistas de S&P Global Intelligence.

Empresa	CAGR (3 años)	Cuota de mercado	Posición
American Express Company	11%	10%	6°
Visa Inc.	11%	26%	1°
Paypal Holdings, Inc.	9%	17%	2°
Mastercard Incorporated	13%	14%	3°
Fiserv, Inc.	7%	8%	7°
Block, Inc.	15%	12%	5°
Fidelity National Information Services, Inc.	3%	13%	4°

Apéndice F. Las proyecciones de PayPal para el modelo de flujos descontados bajo los tres escenarios al 31 de diciembre de 2022, en millones de dólares.

Tabla F1. Proyección del escenario pesimista al 31 de diciembre de 2022, en millones de dólares.

(En millones de USD)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ingresos	\$31.165	\$35.296	\$39.975	\$45.273	\$51.274	\$58.070	\$65.767	\$74.484	\$84.356	\$95.537
Crecimiento	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%
EBIT	\$4.207	\$4.765	\$5.397	\$6.112	\$6.922	\$7.839	\$8.879	\$10.055	\$11.388	\$12.898
% de Ingresos	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
l-Tasa impositiva	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%
Activos fijos brutos	\$10.757	\$13.752	\$17.144	\$20.986	\$25.338	\$30.266	\$35.847	\$42.168	\$49.326	\$57.434
Depreciacion y amortizacion	\$1.746	\$2.233	\$2.783	\$3.407	\$4.114	\$4.914	\$5.820	\$6.846	\$8.008	\$9.324
% de activos fijos	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%
Capital de trabajo	\$948	\$1.074	\$1.216	\$1.377	\$1.560	\$1.766	\$2.000	\$2.266	\$2.566	\$2.906
% de Ingresos	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%
Variacion de capital de trabajo	\$111	\$126	\$142	\$161	\$183	\$207	\$234	\$265	\$300	\$340
CAPEX	\$2.645	\$2.995	\$3.392	\$3.842	\$4.351	\$4.928	\$5.581	\$6.321	\$7.159	\$8.108
% de Ingresos	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%
FCFF	\$2.314	\$2.876	\$3.512	\$4.232	\$5.048	\$5.972	\$7.019	\$8.204	\$9.546	\$11.066
Valor terminal	\$144.524									
Tasa de descuento	13,14%									
Tasa de crecimiento	5,09%									
Flujos descontados	\$2.046	\$2.247	\$2.425	\$2.583	\$2.723	\$2.848	\$2.958	\$3.056	\$3.143	\$45.279

EV	\$69,308
Equity VM	\$66,667
Precio	\$58,93

Tabla F2. Proyección del escenario base al 31 de diciembre de 2022, en millones de dólares.

(En millones de USD)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ingresos	\$31.558	\$36.191	\$41.504	\$47.597	\$54.585	\$60.125	\$66.228	\$72.950	\$80.355	\$88.511
Crecimiento	14,68%	14,68%	14,68%	14,68%	14,68%	10,15%	10,15%	10,15%	10,15%	10,15%
EBIT	\$4.770	\$5.470	\$6.273	\$7.194	\$8.250	\$9.088	\$10.010	\$11.026	\$12.145	\$13.378
% de Ingresos	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%
1-tasa impositiva	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%	79,00%
Activos fijos brutos	\$11.453	\$15.284	\$19.677	\$24.715	\$30.494	\$36.858	\$43.869	\$51.591	\$60.097	\$69.466
Depreciacion y amortizacion	\$1.859	\$2.481	\$3.195	\$4.013	\$4.951	\$5.984	\$7.122	\$8.376	\$9.757	\$11.278
% de activos fijos	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%
Capital de trabajo	\$960	\$1.101	\$1.262	\$1.448	\$1.660	\$1.829	\$2.014	\$2.219	\$2.444	\$2.692
% de Ingresos	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%
Variacion de capital de trabajo	\$123	\$141	\$162	\$185	\$213	\$169	\$186	\$204	\$225	\$248
CAPEX	\$3.341	\$3.831	\$4.393	\$5.038	\$5.778	\$6.365	\$7.011	\$7.722	\$8.506	\$9.369
% de Ingresos	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%	10,59%
FCFF	\$2.164	\$2.831	\$3.595	\$4.472	\$5.478	\$6.630	\$7.834	\$9.160	\$10.620	\$12.229
Valor terminal	\$159.715									
Tasa de descuento	13,14%									
Tasa de crecimiento	5,09%									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flujos descontados	\$1.913	\$2.211	\$2.483	\$2.729	\$2.955	\$3.161	\$3.302	\$3.412	\$3.497	\$50.039

EV	\$75,702
Equity VM	\$73,061
Precio	\$64,58

Tabla F3. Proyección del escenario optimista al 31 de diciembre de 2022, en millones de dólares.

(En millones de USD)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ingresos	\$32.232	\$37.753	\$44.220	\$51.795	\$60.668	\$71.060	\$83.233	\$97.491	\$114.191	\$133.752
Crecimiento	17,13%	17,13%	17,13%	17,13%	17,13%	17,13%	17,13%	17,13%	17,13%	17,13%
EBIT	\$5.479	\$6.418	\$7.517	\$8.805	\$10.314	\$12.080	\$14.150	\$16.573	\$19.413	\$22.738
% de Ingresos	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
1-tasa impositiva	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
Activos fijos brutos	\$12.201	\$16.989	\$22.599	\$29.169	\$36.865	\$45.878	\$56.436	\$68.803	\$83.288	\$100.254
Depreciacion y amortizacion	\$1.981	\$2.758	\$3.669	\$4.736	\$5.985	\$7.448	\$9.163	\$11.170	\$13.522	\$16.276
% de activos fijos	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%	16,24%
Capital de trabajo	\$980	\$1.148	\$1.345	\$1.575	\$1.845	\$2.161	\$2.532	\$2.965	\$3.473	\$4.068
% de Ingresos	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%
Variacion de capital de trabajo	\$143	\$168	\$197	\$230	\$270	\$316	\$370	\$434	\$508	\$595
CAPEX	\$4.089	\$4.789	\$5.609	\$6.570	\$7.696	\$9.014	\$10.558	\$12.367	\$14.485	\$16.966
% de Ingresos	12,68%	12,68%	12,68%	12,68%	12,68%	12,68%	12,68%	12,68%	12,68%	12,68%
FCFF	\$2.078	\$2.872	\$3.802	\$4.891	\$6.167	\$7.662	\$9.413	\$11.463	\$13.865	\$16.678
Valor terminal	\$217.822									
Tasa de descuento	13,14%									
Tasa de crecimiento	5,09%									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flujos descontados	\$1.836	\$2.243	\$2.625	\$2.985	\$3.327	\$3.653	\$3.967	\$4.270	\$4.565	\$68.243

EV	\$97,716
Equity VM	\$95,075
Precio	\$84,04

Apéndice G. Otras fórmulas utilizadas.

$$\text{Variación porcentual} = \frac{\text{Valor nuevo} - \text{Valor viejo}}{\text{Valor viejo}} \quad (\text{G.1})$$

$$\text{CAGR} = \frac{\text{Valor nuevo}}{\text{Valor viejo}}^{1/\text{Número de años}} - 1 \quad (\text{G.2})$$

$$\text{Rotación de caja} = \frac{\text{Caja} \times 365}{\text{Ingresos}} \quad (\text{G.3})$$

$$\text{Rotación de cuentas a cobrar} = \frac{\text{Ingresos}}{\text{Cuentas a cobrar}} \quad (\text{G.4})$$

$$\text{Rotación de cuentas a pagar} = \frac{\text{Ingresos}}{\text{Cuentas a pagar}} \quad (\text{G.5})$$

$$\text{Rotación de activos totales} = \frac{\text{Ingresos}}{\text{Activos totales promedio}} \quad (\text{G.6})$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT} + \text{Depreciación}}{\text{Activos totales promedio}} \quad (\text{G.7})$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio neto promedio}} \quad (\text{G.8})$$

$$\text{Enterprise value} = \text{Equity}_{\text{Valor de mercado}} - \text{Caja} + \text{Deuda} \quad (\text{G.9})$$

$$\text{Ganancias por acción} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Cantidad de acciones}} \quad (\text{G.10})$$