

# VALORACIÓN MERCADO LIBRE, INC. Valorización por Múltiplos

Alumno: Leonel Leyton

Profesor: Mauricio Jara

27 de septiembre del 2021



## Contenido

<b>1. METODOLOGÍA</b>	5
1.1. Principales métodos de valoración	5
1.1.1. Método de múltiplos	5
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA</b>	8
2.1. Descripción de la empresa	8
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	10
2.1.2. Principales accionistas	10
2.1.3. Filiales	11
2.2. Descripción de la industria	14
2.2.1. Estado actual	18
2.2.2. Regulación y fiscalización	20
2.2.3. Empresas comparables	23
<b>3. ESTRUCTURA DE CAPITAL</b>	32
3.1. Deuda financiera	32
3.2. Patrimonio económico	33
3.3. Valor económico	34
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo	35
<b>4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA</b>	36
4.1. Costo de la deuda	36
4.2. Beta de la deuda	36
4.3. Estimación del beta patrimonial	37
4.4. Beta patrimonial sin deuda	39
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	40
4.6. Costo patrimonial	41
4.7 Costo de capital	41
<b>5. VALORIZACIÓN POR MÚLTIPLOS</b>	43
5.1. Múltiplos de la industria	46
5.2. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	47
5.3. Análisis de los resultados	50

<b>CONCLUSIONES</b>	51
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	52
<b>ANEXOS</b>	57
<b>ANEXO 1: Países en que opera cada negocio de Mercado Libre, a diciembre de 2020</b>	57
<b>ANEXO 2: Múltiplos de empresas competidoras</b>	57
<b>ANEXO 3: Test de Normalidad Jarque-Bera</b>	58

## Índice de tablas

<b>Tabla 1. Antecedentes de Mercado Libre</b>	9
<b>Tabla 2. Ingresos Mercado Libre</b>	9
<b>Tabla 3. Accionistas de Mercado Libre</b>	11
<b>Tabla 4. Antecedentes de Alibaba Group Holding</b>	24
<b>Tabla 5. Ingresos de Alibaba Group Holding</b>	24
<b>Tabla 6. Antecedentes de Americanas S.A.</b>	25
<b>Tabla 7. Ingresos de Americanas S.A.</b>	25
<b>Tabla 8. Antecedentes de Magazine Luiza S.A.</b>	26
<b>Tabla 9. Ingresos Magazine Luiza S.A.</b>	26
<b>Tabla 10. Antecedentes de PagSeguro Digital Ltd</b>	27
<b>Tabla 11. Ingresos PagSeguro Digital Ltd</b>	27
<b>Tabla 12. Antecedentes de Paypal Holding Inc.</b>	28
<b>Tabla 13. Ingresos de Paypal Holding Inc.</b>	28
<b>Tabla 14. Antecedentes de eBay Inc.</b>	29
<b>Tabla 15. Ingresos de eBay Inc.</b>	30
<b>Tabla 16. Antecedentes de Amazon Inc.</b>	30
<b>Tabla 17. Ingresos de Amazon Inc.</b>	31
<b>Tabla 18. Tabla comparativa de principales competidores</b>	31
<b>Tabla 19. Deuda financiera de Mercado Libre</b>	33
<b>Tabla 20. Patrimonio económico de Mercado Libre</b>	34
<b>Tabla 21. Valor económico de Mercado Libre</b>	34
<b>Tabla 22. Estructura de capital de Mercado Libre</b>	35
<b>Tabla 23. Estimación del beta de Mercado Libre</b>	39
<b>Tabla 24. Clasificación de riesgo</b>	43
<b>Tabla 25. Proporción de ingresos por rubro</b>	44
<b>Tabla 26. Tasa de crecimiento de los ingresos (promedio 2016-20)</b>	44
<b>Tabla 27. Países de operación</b>	45

<b>Tabla 28. cumplimiento de criterios de comparación</b>	45
<b>Tabla 29. Resumen empresas comparables (promedio 2020-T1 y 2021-T1)</b>	47
<b>Tabla 30. Indicadores financieros sin ajuste</b>	48
<b>Tabla 31. Indicadores financieros con ajuste al subsidio al despacho</b>	48
<b>Tabla 32. Escenarios</b>	49
<b>Tabla 33. Precio acción</b>	49
<b>Tabla 34. Múltiplos BABA</b>	57
<b>Tabla 35. Múltiplos PagSeguro Digital</b>	57
<b>Tabla 36. Múltiplos eBay</b>	58
<b>Tabla 37. Múltiplos Amazon</b>	58
<b>Tabla 38. Múltiplos Paypal</b>	58

## Índice de Figuras

<b>Figura 1. Negocios de Mercado Libre</b>	12
<b>Figura 2. Participación de Mercado e-commerce en América Latina</b>	15
<b>Figura 3. Desempeño e-commerce en América Latina, por empresa</b>	20
<b>Figura 4. Análisis de relación de residuales con índice NASDAQ</b>	37
<b>Figura 5. Evaluación de normalidad de los residuos</b>	38

## **Resumen Ejecutivo**

El presente trabajo tiene como objetivo valorar la empresa Mercado Libre, Inc. al 31 de marzo del 2021. El trabajo se realizó utilizando información de la empresa y empresas comparables, disponible públicamente, como son sus EE.FF., tanto anuales como trimestrales.

Mercado libre es una empresa argentina que opera en los rubros de e-commerce y Fintech, que en 2020 se transformó en la empresa de mayor capitalización bursátil de América Latina. Esta compañía ha tenido un fuerte crecimiento, que se aceleró producto de las restricciones impuestos a causa de la pandemia de COVID-19 y que opera, además, en la región de mayor crecimiento del mundo en el rubro e-commerce, por lo que se prevé un auspicioso futuro, características que la convierten en una empresa atractiva para analizar y valorar.

En base a la información recabada, se estimó el precio de la acción a través del método de valorización por múltiplos. Para la valoración por múltiplos se utilizaron datos de empresas con una alta participación en el mercado e-commerce, que representa el 60% de los ingresos de Mercado Libre, como son Amazon, e-Bay y Alibaba y, por otro lado, 2 empresas que operan en el negocio Fintech, rubro que representa el restante 40% de sus ingresos, como son Pagueseguro digital y PayPal, para luego obtener un valor ponderado de ambos negocios.

El valor de mercado de la acción de Mercado Libre al 31 de marzo del 2021 es de US\$1.472,14 y el valor obtenido según el método de valorización por múltiplos se obtuvo valores que se encuentran entre un 42,12% y un 0,81% bajo el precio de mercado, dependiendo del múltiplo de evaluación. Se concluye analizando los factores que podrían estar influyendo en dichas diferencias.

## Valorización Mercado Libre, Inc.

### 1. METODOLOGÍA

#### 1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

##### 1.1.1. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

#### **1.1.1.1. Múltiplos de ganancias**

- $\text{Price to Earnings Ratio (PER)} = \text{Precio de la acción} / \text{Utilidad por acción}$
- $\text{Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT)} = \text{Valor de la empresa} / \text{EBIT}$
- $\text{Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA)} = \text{Valor de la empresa} / \text{EBITDA}$

Donde: "*Precio de la acción*" es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, "*Utilidad de la acción*" es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, "*Valor de la empresa*" es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, "*EBIT*" (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional, y "*EBITDA*" (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

### 1.1.1.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Dónde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

### 1.1.1.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Dónde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas dividida por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

## **2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA**

### **2.1. Descripción de la empresa**

Mercado Libre es la plataforma e-commerce y el ecosistema de pagos más grande de Latinoamérica, con presencia en 18 países, donde destacan: Argentina, Brasil, México, Colombia, Chile, Venezuela y Perú, que transa sus acciones en el NASDAQ, a contar del 2007 (Mercado Libre, 2020a).

La plataforma está diseñada para proporcionar a los usuarios una cartera completa de servicios para facilitar transacciones comerciales tanto digitales como offline. Ofrece seis servicios integrados de comercio electrónico y pagos digitales: el Mercado Libre Marketplace, la plataforma fintech Mercado Pago, el servicio de logística de Mercado Envíos, la solución de Anuncios de Mercado Libre, el servicio de Clasificados de Mercado Libre y la solución de escaparates en línea de Mercado shops (Mercado Libre, 2020a).

El primer trimestre de 2021, la empresa contaba con 69,8 millones de compradores activos, tuvo un volumen de mercancía bruta de USD \$ 6,1 billones, vendió 222 millones de artículos, en su Marketplace, se ofrecían 299,5 millones de productos en su marketplace, se despacharon 208,1 millones de artículos a través de Mercado Envíos y su plataforma Fintech, Mercado Pago, tuvo un volumen total de pagos de 14,7 billones por solo nombrar algunas de las cifras de la compañía (Mercado Libre, 2021b).

La Tabla 1 describe aspectos importantes de Mercado Libre, tales como el lugar donde transa, rubros y países donde opera, descripción de la empresa y otros.

**Tabla 1. Antecedentes de Mercado Libre**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	MELI
Clase de acción	Common Stock
Mercado donde transa sus acciones	EEUU, NASDAQ
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Es la empresa de comercio online más grande en América Latina. La plataforma está diseñada para proporcionar a los usuarios una cartera completa de servicios para facilitar transacciones comerciales tanto digitales como offline.
Rubros y países donde opera	Rubros: Comercio y Fintech.
	Países: Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Perú, Uruguay, Venezuela, Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y El Salvador
Clasificación de Riesgo	S&P: BB+; Moody's: --

Fuente: Refinitiv

La Tabla 2 describe la distribución de los ingresos de la empresa distribuido por países y rubros.

**Tabla 2. Ingresos Mercado Libre**

Países y rubros donde opera				
Para el año 2020 (en millones de US\$)	Ingresos	%	EBITDA(*)	%
Brasil	2.194	55,20%	128	55,22%
<i>Commerce</i>	1.357	61,80%		
<i>Fintech</i>	837	38,20%		
Argentina	980	24,70%	57	24,67%
<i>Commerce</i>	561	57,30%		
<i>Fintech</i>	419	42,70%		
México	575	14,50%	34	14,48%

<i>Commerce</i>	471	82,00%		
<i>Fintech</i>	104	18,00%		
Otros países	224	5,60%	13	5,64%
<i>Commerce</i>	170	76,00%		
<i>Fintech</i>	54	24,00%		
<b>Total</b>	<b>3.973</b>	<b>100,00%</b>	<b>233</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Refinitiv

\* Valores estimados

En la Tabla 2 podemos observar que Brasil es el principal generador de ingresos de Mercado Libre, cuya participación es de un 55,20%, seguido por Argentina que representa el 24,70% y México en tercera posición, cuya participación es de un 14,5%. El resto de los países en los cuales Mercado Libre participa representa el 5,60%. La participación de los ingresos en los distintos países está relacionada directamente con la población demográfica que tienen los países en los que opera.

### 2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

De acuerdo con la información institucional entregada en la página Mercado libre, se describen como una empresa tecnológica de comercio electrónico líder de América Latina fundada en Argentina cuyo propósito es democratizar el comercio y el dinero para impactar en el desarrollo de la región (Mercado Libre, 2020g).

Fue fundada en 1999 por Marcos Galperin, cuyo objetivo y sueño era revolucionar el e-commerce en América Latina. Logró poner en marcha el plan mientras cursaba un MBA en la Escuela de Negocios de la Universidad de Stanford.

De acuerdo con las palabras de Galperin “La cultura emprendedora está en nuestro ADN y su efecto multiplicador escribe la historia de nuestro crecimiento y el del comercio electrónico en la región”, que corresponden a los principales pilares de la empresa que llegó a cotizar en el NASDAQ, sin perder su esencia.

Mercado Libre ha sido un importante motor de crecimiento del comercio electrónico en América Latina, permitiendo que millones de personas, desde cualquier lugar de su

país, puedan adquirir productos a precios justos y que todos los vendedores, especialmente las PyMEs, cuenten con una plataforma de comercialización digital efectiva para concretar sus negocios.

### 2.1.2. Principales accionistas

A continuación, se presentan en la Tabla 3 el listado de los principales accionistas de Mercado Libre al mes de julio de 2021.

**Tabla 3. Accionistas de Mercado Libre**

Ranking	Nombre del accionista	Participación (%)	Total (M\$)
1	Baillie Gifford & Co.	9,30%	4,64
2	Galperin Trust	7,82%	3,90
3	Capital Research Global Investors	6,73%	3,35
4	Capital World Investors	4,64%	2,31
5	WCM Investment Management	3,57%	1,78
6	Jennison Associates LLC	3,05%	1,52
7	Sands Capital Management, LLC	2,31%	1,15
8	JP Morgan Asset Management	2,28%	1,14
9	Lone Pine Capital, L.L.C.	1,43%	0,72
10	Fidelity Management & Research Company	1,35%	0,67
11	T. Rowe Price Associates, Inc	1,10%	0,55
12	Norges Bank Investment Management (NBIM)	0,97%	0,48
13	State Street Global Advisors (US	0,93%	0,46
14	Capital International Investors	0,81%	0,40
15	UBS Asset Management (Americas), Inc.	0,80%	0,40
16	Otros	52,91%	26,37
<b>TOTAL</b>		100,00%	49,84

Fuente: Refinitiv

La Tabla 3 describe la participación de los principales 15 accionistas en donde se aprecia que no hay un controlador con alta participación, sino más bien, la propiedad está diluida y con una alta cantidad de prestadores institucionales, accionistas de

fondos mutuos y un 8,25% de las acciones son de propiedad de los miembros de la Gerencia (NASDAQ, 2021).

### 2.1.3. Filiales

Mercado Libre opera mediante filiales geográficas, destacando sus filiales de Brasil, Argentina, México, ya que los demás países tienen una participación menor.

Adicionalmente, Mercado Libre tiene un ecosistema de 6 servicios integrados de e-commerce y pagos digitales que se presentan a continuación:

Figura 1. Negocios de Mercado Libre



Fuente: Mercado Libre 2021d

Inc.,  
Los 6 servicios e-commerce y describirán a (Mercado Libre

integrados de pagos digitales se continuación Inc., 2021d):

**Mercado Libre Marketplace:** Es una plataforma de comercio en línea totalmente automatizada, organizada por temas y fácil de usar, a la que se puede acceder a través del sitio web y aplicación móvil. Permite a vendedores en el negocio, comerciantes e individuos, publicar sus productos y realizar ventas y compras de forma digital.

**Mercado Pago (Plataforma FinTech):** Se diseñó inicialmente para facilitar las transacciones en el Marketplace de Mercado Libre al proporcionar un mecanismo que permitiera a los usuarios enviar y recibir pagos con prontitud, pero ha evolucionado a un ecosistema completo de soluciones de tecnología financiera, tanto en el mundo

digital como en el físico, integrando al segmento de la población que no se encuentra bancarizado mediante el uso tarjetas de prepago, con las cuales pueden cargar fondos en la billetera virtual de Mercado Pago.

Dentro de Mercado Pago, operan otros productos lanzados por Mercado Libre:

**Mercado Crédito**, que ofrece créditos a vendedores y compradores en Argentina, Brasil y México.

**Mercado Fondo**, corresponde a un producto mediante el cual los usuarios pueden invertir el dinero de sus cuentas sin necesidad de contar con una cuenta bancaria y los incentiva a usar la billetera virtual de Mercado Libre en lugar de realizar pagos usando tarjetas de débito o crédito. Los usuarios pueden realizar transacciones mediante el uso de códigos QR, generando mayor inclusión financiera, ya que permite que personas no bancarizadas puedan invertir sus recursos en productos de inversión. Fue lanzado en 2018 en Argentina y Brasil y en 2020 en México (Mercado Libre, 2020a).

**Mercado Envíos (servicio de logística):** Permite a los vendedores de la plataforma utilizar transportistas externos y otros proveedores de servicios logísticos, al mismo tiempo que les proporciona servicios de cumplimiento y almacenamiento. Los servicios logísticos son parte integral de la propuesta de valor, ya que reducen la fricción entre compradores y vendedores, y permiten tener un mayor control sobre la experiencia completa del usuario.

**Mercado Libre Ads:** Desarrolla soluciones de publicidad dentro del e-commerce líder en América Latina. Permite a vendedores y marcas aprovechar el alto volumen de visitas que tiene Mercado Libre para enviar tráfico, tanto a sus sitios web como a sus tiendas oficiales o publicaciones dentro de la plataforma.

**Mercado Libre Servicios Clasificados:** Son tres categorías que reúnen los productos y servicios que suelen agruparse en lo que son clasificados. Están integradas a la plataforma de Mercado Libre, pero tienen un modelo de negocio diferente al resto de la

plataforma: son categorías no transaccionales, es decir, que la compra-venta se completa fuera de la plataforma.

**Mercado Shops:** Es una plataforma de e-commerce que permite crear una tienda virtual profesional propia de manera simple y ágil, con todos los beneficios de Mercado Libre. Su objetivo es poner a disposición de las grandes empresas, PyMEs y emprendedores su tecnología para que puedan llevar sus negocios al mundo digital y vender por comercio electrónico con sencillez y seguridad.

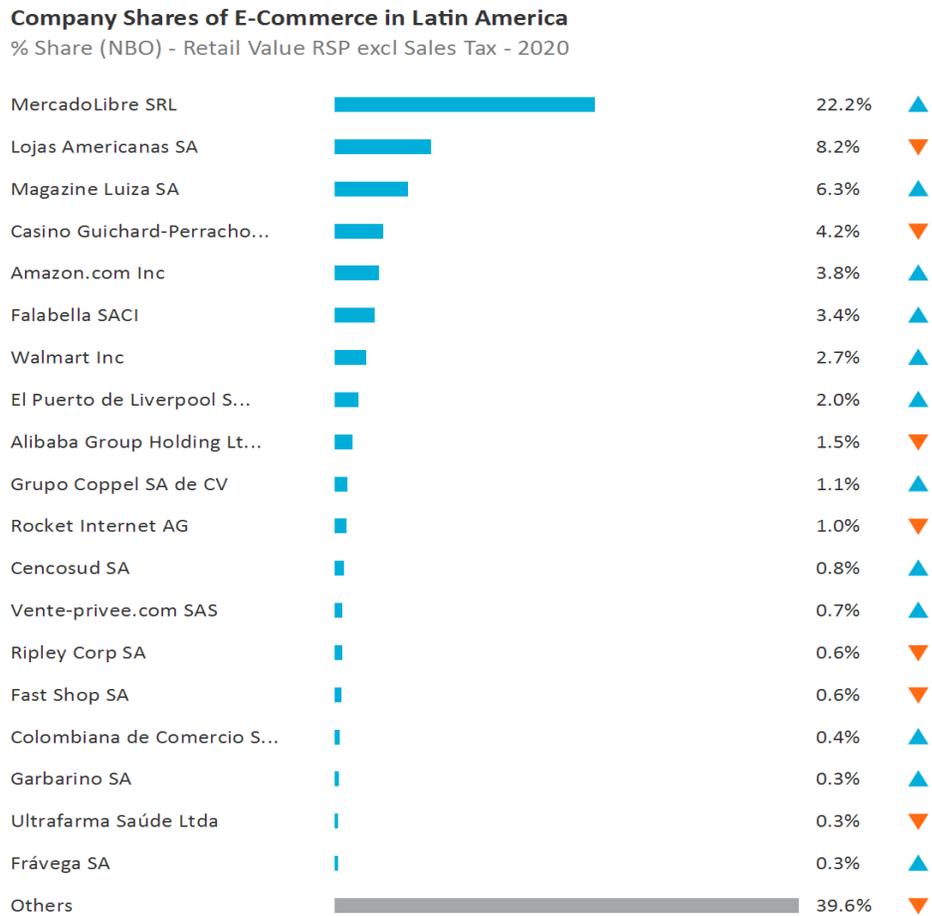
## **2.2. Descripción de la industria**

Mercado Libre se orienta al mercado Latinoamericano que cuenta con una población de 646 millones de personas. Si bien Latinoamérica tiene una baja penetración de comercio electrónico en relación a países desarrollados, es la región con mayor tasa de crecimiento en el mundo, lo que se ha intensificado producto de la pandemia. El mercado se ha ido concentrando a través de los años, lo que se ejemplifica en que los 3 actores principales tienen una participación de mercado de 36,7% (Mercado Libre SRL 22,2%, Lojas Americanas SA 8,2% y Magazine Luiza SA 6,3%) (Eurononitor, 2021).

En cuanto a penetración de internet, en 2020 Latinoamérica tuvo un 72,4%, superior al promedio mundial de 64,7%, pero bajo las regiones más desarrolladas como Europa con un 87,1% y Norteamérica con un 89,9% (Statista, 2021), mientras que la penetración del e-commerce es de 6%, lo que es bajo versus el 10% de Europa o el 20% de China (NASDAQ, 2020).

La figura 2 describe la participación de mercado en e-commerce de las principales empresas en América Latina, donde Mercado Libre representa el 22,2% de la participación total.

**Figura 2. Participación de Mercado e-commerce en América Latina**



### Estacionalidad:

Este mercado enfrenta periodos de estacionalidad, aumentando la demanda especialmente en el último trimestre debido al efecto de la navidad, y siendo el primer trimestre del año el más débil debido a las vacaciones de verano en muchos países de la región. Los eventos comerciales que se han copiado del mercado norteamericano,

como el Black Friday o el Cyber Monday, también tienen un efecto importante en incrementar las transacciones (Mercado Libre, 2020a).

Siguiendo el enfoque de las fuerzas competitivas de Porter, podemos indicar lo siguiente respecto a cada una de las fuerzas competitivas de esta industria:

**Poder de negociación de los proveedores:**

Los proveedores de internet, cable o compañías de telecomunicaciones, tienen la capacidad de cobrar mayores tasas por el uso de los servicios de los marketplaces, o restringir el acceso a las aplicaciones móviles mediante bloqueos o actualizaciones de software que hagan compatibles las apps, por lo que tienen un alto poder de negociación y se requiere tener buenas relaciones estratégicas (Mercado Libre, 2020a).

Otros proveedores relevantes son los datacenters en que corren las plataformas de los operadores del mercado, ya que incluso pueden cerrar sus operaciones y la calidad de su servicio es crítica para que no se vean afectadas las operaciones de estas empresas (Mercado Libre, 2020a).

Una característica de esta industria es el cobro recurrente de comisiones, que pueden encarecer sustancialmente el costo de los productos, teniendo un alto poder de negociación empresas de pagos, operadores de tarjetas de crédito, despachos o publicidad (Mercado Libre, 2020a).

**Amenaza de nuevos entrantes:**

Las barreras de entrada para las grandes empresas de Internet son relativamente bajas, y los competidores nuevos y actuales pueden lanzar sitios nuevos a un costo relativamente bajo utilizando softwares que están disponibles en el mercado. Si bien la empresa es el líder del mercado en los distintos países que opera, actualmente o potencialmente podría competir con operadores de mercado, empresas que ofrecen servicios de comercio electrónico en línea de empresas a consumidores u otros con un

enfoque en categorías verticales específicas, así como un número creciente de minoristas físicos que han lanzado ofertas en línea (Mercado Libre, 2020a).

#### **Amenaza de productos sustitutos:**

Cada vez más proveedores que operaban de manera off-line están comenzando a lanzar sus propios sitios para ofrecer los productos de manera online.

En el negocio de pagos online pueden surgir nuevas tecnologías disruptivas que sean más rápidas y eficientes, así como los bancos que no tienen sistemas de pago propios pueden lanzar rápidamente sus propias aplicaciones de pago (Mercado Libre, 2020a).

#### **Poder de negociación de los clientes:**

Los clientes se componen tanto de vendedores que venden sus productos a través de la plataforma, como los consumidores finales que compran los productos. Estos se encuentran altamente fragmentados y en el caso de Mercado Libre ninguno representa más de un 5% de los ingresos (Mercado Libre, 2018).

Ante una mala experiencia los clientes pueden fácilmente cambiarse de proveedor y además en caso de problemas reiterados pueden intervenir entidades de gobierno dedicadas a la protección de los consumidores.

#### **Rivalidad entre competidores:**

**Ecommerce:** Producto de la evolución de la tecnología y las menores barreras de entrada la competencia en este rubro ha ido en aumento, y según se indica en los Estados Financieros de Mercado Libre, se espera que se intensifique en el futuro, participando no solo empresas locales, como B2W o Magazine Luiza, sino que gigantes internacionales como Amazon que en los últimos meses ha intensificado sus esfuerzos por crecer en la región, debido a las altas tasas de crecimiento que ha tenido el e-commerce (La Tercera, 2021).

**Medios de pago:** En este rubro, en que Mercado Libre opera a través de Mercado Pago, compiten tanto proveedores de métodos de pago tradicionales, como las fintech que han tenido una rápida evolución, interesándose en América Latina y siendo justamente los medios de pago, una de sus áreas destacadas de desarrollo (Fridlmaier, Tumasjan, Welppe, 2018).

**Clasificados y publicidad:** En este rubro participa una gran variedad de actores, tanto locales como regionales, de enfoque general o especializados. Participan comunidades y servicios en línea con experiencia en comercio electrónico, así como empresas con gran reconocimiento de marca y experiencia en comercio electrónico, como grandes periódicos o empresas de medios de comunicación (Mercado Libre, 2020a).

### **2.2.1. Estado actual**

Al momento de la valoración, Mercado Libre se encontraba posicionado como líder de mercado, logrando el primer trimestre del 2021, ingresos netos por 1.378 millones de dólares, de los cuales un 66,01% corresponde a ingresos de la categoría “Commerce” y 33,94%% a ingresos de la categoría “Fintech” (Mercado Libre, 2021a).

A contar de 2017 Mercado libre ha seguido una estrategia de crecimiento agresiva que le ha permitido crecer enormemente, logrando una alta participación de mercado, debido también a la aceleración del crecimiento del e-commerce en Latinoamérica producto del COVID 19. Durante 2020 en Argentina fue de 68,8%, en Brasil de 27,0% (Euromonitor, 2021).

Con cifras del primer trimestre de 2021 se aprecia que Mercado Libre tiene 69,8 millones de usuarios activos, un volumen de venta bruto de 6,1 billones de dólares con ventas de 222 millones de artículos y despacharon 208,1 millones de productos. Su plataforma Fintech, Mercado Pago tuvo un volumen total de pagos de 14,7 billones, con un total de 630,1 millones de transacciones (Mercado Libre, 2021b).

Para lograr este crecimiento Mercado libre ha subvencionado los gastos de envío y comercialización, lo que ha deteriorado su rentabilidad, que, a pesar de haber

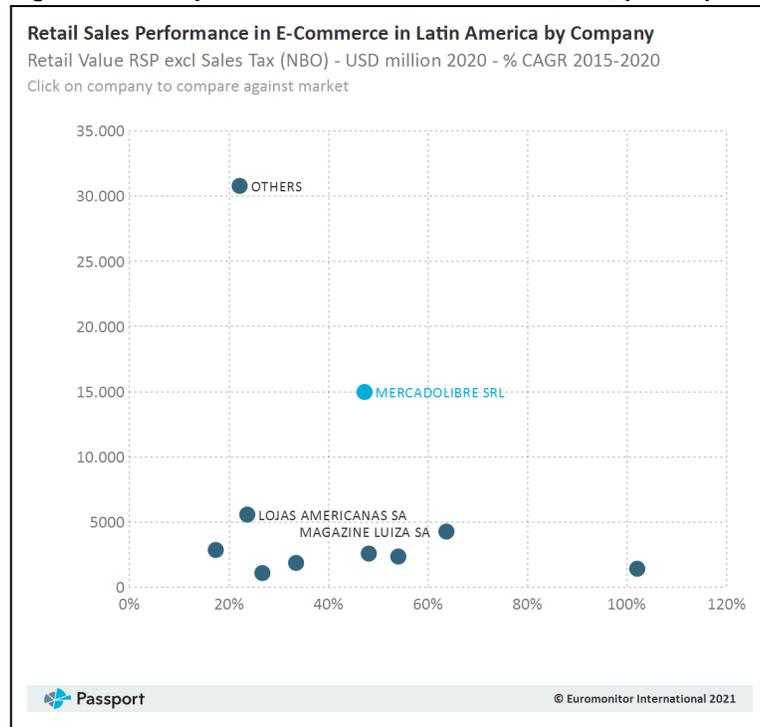
mejorado en 2020, sigue siendo baja en comparación a sus competidores. En 2020 el *EBITDA* mejoró notablemente debido al aumento del volumen bruto de mercadería (GMV) y Volumen total pagado (TPV), con lo que de acuerdo a estimaciones de Moody's debería rondar los 8-9% en 2020-22 versus el 2,4% de 2018-2019 (Moody's Investors Service, 2021).

Mercado Libre se ha caracterizado por tener un fuerte perfil de liquidez, teniendo en septiembre de 2020 3,8 billones de dólares en caja e inversiones de corto plazo, con madurez de deuda de corto plazo de 618 millones. La compañía necesita tener alta liquidez para hacer frente a retiros de vendedores y clientes que tienen participación en Mercado Pago (que ascendían a 1,4 billones en septiembre de 2020) (Moody's Investors Service, 2021).

Mercado Libre se encuentra en un proceso de desapalancamiento (se espera que mantenga un múltiplo de deuda ajustada *EBITDA* de 5x, que es más bajo de lo que tuvo el 2019, cuyo valor fue de 16,1x) (Moody's Investors Service, 2021).

Tal como se aprecia en la figura 3, Mercado Libre ha tenido una tasa CAGR de 47,4% entre 2015 y 2020, con ventas antes de impuesto de 15.000 millones de dólares, siendo de las compañías más grandes de la región y con una tasa de crecimiento sobre el promedio.

**Figura 3. Desempeño e-commerce en América Latina, por empresa**



Fuente: Euromonitor

### 2.2.2. Regulación y fiscalización

El mercado del e-commerce ha traído múltiples desafíos a los reguladores de cada país, por lo que ha sido objeto de creciente regulación, estableciéndose normativas referentes sobre todo a medio de pagos y lavado de activos, y protección de datos personales, requiriendo en muchos casos la autorización de las autoridades locales para poder prestar estos servicios. A continuación, se presenta un resumen de las regulaciones a las que está sometido Mercado Pagos en los distintos países (Mercado Libre, 2020a).

#### Brasil

Mercado Libre se encuentra sujeto a la supervisión del Banco Central de Brasil (BACEN), para poder realizar procesamiento de pagos siendo una institución no

financiera. En caso de incumplimiento se expone a advertencias, multas o incluso al cierre de Mercado Pago por tiempo indefinido.

A contar de noviembre de 2020, Mercado Libre fue autorizado para incorporar una institución financiera en modalidad de asociaciones de ahorro y crédito, a través de “Mercado Crédito Sociedad de Crédito, Financiamiento e Inversión SA” que le permitirá otorgar préstamos de manera más eficiente, pero lo expone a supervisión de BACEN.

En agosto de 2018, Brasil aprobó su primera ley integral de protección de datos personales (LGPD), que comienza a aplicar a las filiales de Mercado Libre a contar de 2020 en que se comenzará a supervisar la implementación de cambios en los procesos comerciales, infraestructuras de cumplimiento y sistema TI.

## **Argentina**

En enero de 2020, el Banco Central de Argentina (el “CBA”) promulgó regulaciones relativas a los proveedores de servicios de pago que se aplican a las instituciones a instituciones FinTech que brindan servicios de pago. Esta regulación señala que deben registrarse en un registro de proveedores de servicios de pago y cumplir ciertas reglas como (i) brindar información a los usuarios; (ii) depositar los fondos del usuario en una cuenta bancaria de libre acceso; (iii) permitir a los usuarios disponer inmediatamente de los fondos acreditados en sus cuentas; y (iv) proporcionar información al CBA relacionada con el negocio de procesamiento de pagos.

En octubre de 2020, el CBA emitió un nuevo reglamento para proveedores de préstamos no financieros, teniendo que, a contar de marzo del 2021 entregar cierta información mensualmente y cumplir ciertas reglas en relación a: (i) tasas de interés en operaciones de crédito; (ii) protección de usuarios de servicios financieros; (iii) métodos de comunicación con usuarios de servicios financieros; y (iv) el acceso de dichos usuarios a la información relativa a sus obligaciones contractuales.

La subsidiaria Mercado Pago, tuvo que registrarse en 2016, en la Unidad de información financiera, entidad que combate el lavado de dinero, para poder operar en el negocio de préstamos peer-to-peer y cumplir con las regulaciones locales contra el lavado de dinero relativas a la emisión de tarjetas prepago y, para 2020, actividades de agregación de tarjetas.

En junio de 2019, el gobierno argentino promulgó una ley (régimen de promoción de la economía basada en el conocimiento), que estableció beneficios fiscales que entrarían en vigencia a partir del 1 de enero de 2020 hasta el 31 de diciembre del 2029, para determinadas empresas que cumplen criterios específicos. En octubre de 2020, Argentina promulgó la Ley 27.570, que modificó la nueva ley imponiendo nuevos requisitos para calificar para el régimen promocional y modificó ciertos beneficios; Se emitieron regulaciones adicionales en enero y febrero de 2021.

## **México**

En 2017, la agencia reguladora anti-competencia de México ("COFECE") comenzó a investigar posibles prácticas monopólicas en la industria del comercio electrónico para asegurar el cumplimiento del estatuto anti-competencia mexicano. En este contexto se investigó si Mercado Libre estaba condicionando el uso de Mercado Pago para acceder a su Marketplace, actuando de forma anticompetitiva, llegando a la conclusión el 14 de mayo de 2020, de que esta conducta no obstaculizaba la competencia.

En marzo de 2018, México promulgó la “Ley Fintech” que regula a los financiadores colectivos, proveedores de billeteras digitales y transferencias de dinero. Con lo que las empresas que estaban prestando estos servicios antes de la promulgación de la Ley deben obtener una licencia para continuar operando.

## **Colombia**

La normativa colombiana establece requisitos específicos para la apertura de cuentas y la prestación de determinados servicios de pago, así como políticas de efectivo y gestión de riesgos. También existen regulaciones que requieren que los procesadores

de pagos como Mercado Pago cumplan con ciertos estándares de seguridad, privacidad y anti-lavado de dinero, por lo que, mediante una nueva empresa, Mercado Pago solicitará una licencia para actuar como institución financiera.

### **Uruguay y Perú**

En ambos países se ha establecido como requisito obtener una autorización para poder operar en servicios de pagos electrónicos o dinero electrónico, por lo que Mercado Libre en el año 2016 se registró en el Banco Central de Uruguay para poder operar.

### **Chile**

En el año 2017 y 2018, Chile promulgó regulaciones sobre la emisión y operación de tarjetas de pago, incluyendo autorización para operar, obligaciones contra el lavado de dinero, requerimientos de capital y fondos de reserva, salvaguardas operacionales y de seguridad, entre otros. En el 2020, la Comisión del Mercado Financiero (CMF) autorizó a Mercado Pago a actuar como emisor de tarjetas prepago y operador de tarjetas de pago, que es la primera fase del proceso. La solicitud de autorización para operar de Mercado Pago, que es la segunda fase del proceso, aún está pendiente ante la Comisión Chilena del Mercado Financiero.

### **2.2.3. Empresas comparables**

A continuación, se presenta el conjunto de empresas definidas como comparables, para las cuales se presenta información sobre el(los) rubro(s) en que opera(n), bolsas de valores en que transan, importancia de cada negocio, países (ingresos y EBITDA para el último año) y clasificación de riesgo.

En la Tabla 4 se presenta un resumen de antecedentes destacados de Alibaba Group:

**Tabla 4. Antecedentes de Alibaba Group Holding**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	BABA
Clase de acción	Common Stock
Mercado donde transa sus acciones	The Stock Exchange of Hong Kong Ltd
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Es una compañía holding que provee la infraestructura tecnológica y el alcance de marketing para ayudar a los comerciantes, marcas y otros negocios a apalancar el poder de la nueva tecnología para permitir operar a los usuarios y clientes. La compañía opera 4 segmentos de negocio. El segmento principal de venta mayorista y minorista, el segmento computación en la nube, el segmento de medios digitales y entretenimiento y el segmento de Iniciativas de innovación
Rubros y países donde opera	Rubros: Servicios de administración de clientes, logística, computación en la nube
	Países: China y otros.
Clasificación de Riesgo	S&P: A+; Moody's: A1

Fuente: Refinitiv

La Tabla 5 describe la distribución de los ingresos de la empresa distribuido por rubros.

**Tabla 5. Ingresos de Alibaba Group Holding**

Países y rubros donde opera				
Para el año 2020 (en millones de US\$)	Ingresos	%	EBITDA	%
Comercio retail China	46.993	65,00%		
Comercio Mayorista	1.755	3,00%		
Comercio Internacional retail	3.435	5,00%		
Comercio Internacional mayorista	1.355	2,00%		
Holding				
Servicios de logística	3.140	4,00%		
Servicios a clientes locales	3.593	5,00%		

Otros	1.319	2,00%		
Computación en la nube	5.651	8,00%		
Medios digitales y entretenimiento	3.806	5,00%		
Iniciativas de innovación y otros	938	1,00%		
<b>Total</b>	<b>71.985</b>	<b>100,00%</b>	<b>20.504</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Refinitiv

En la Tabla 6 se presenta un resumen de antecedentes destacados de Americanas S.A:

**Tabla 6. Antecedentes de Americanas S.A.**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	AMER3.SA
Clase de acción	Common Stock
Mercado donde transa sus acciones	BOVESPA SA
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Es una empresa con sede en Brasil dedicada al sector minorista. La Firma opera a través de varios canales de venta: comercio electrónico, marketplace, catálogos, kioscos y tiendas físicas. La Compañía ofrece productos de diferentes categorías, que incluyen alimentos, juguetes, herramientas, libros, teléfonos y ferretería. La Compañía también brinda servicios adicionales, que incluyen préstamos al consumo, soluciones de pago, programa de lealtad, emisión de boletos, procesamiento de fotografías, así como servicios de tecnología, logística y distribución. Opera a través de varias marcas, como Americanas, Shoptime, Submarino, Ingresso.com, Ame y LET's, entre otras.
Rubros y países donde opera	Rubros: Retail mediante e-commerce y tiendas físicas, créditos de consumo y medios de pago.
	Países: Brasil
Clasificación de Riesgo	S&P: BB; Moody's: --

Fuente: Refinitiv

La Tabla 7 describe la distribución de los ingresos de la empresa distribuido por rubros.

**Tabla 7. Ingresos de Americanas S.A.**

<b>Países y rubros donde opera</b>				
<b>Para el año 2020 (en millones de US\$)</b>				
	<b>Ingresos</b>	<b>%</b>	<b>EBITDA</b>	<b>%</b>
Gross Revenue from Business activities	1.982	100,00%		
<b>Total</b>	<b>1.982</b>	<b>100,00%</b>	<b>170</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Refinitiv

En la Tabla 8 se presenta un resumen de antecedentes destacados de Magazine Luiza S.A:

**Tabla 8. Antecedentes de Magazine Luiza S.A.**

<b>Tipo de información</b>	<b>Descripción</b>
Ticker o Nemo-técnico	MGLU3.SA
Clase de acción	Common Stock
Mercado donde transa sus acciones	BOVESPA SA
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Magazine Luiza SA es una empresa con sede en Brasil que se dedica principalmente al sector minorista. La actividad de la Compañía se divide en cuatro líneas de negocio: Retail, a través de tiendas físicas y E-commerce vende diversos bienes de consumo, entre los que se encuentran electrodomésticos, electrónica, mobiliario, cosmética, accesorios para el cuidado del bebé, juguetes y artículos deportivos, entre otros; Luizacred, que ofrece productos como tarjetas de crédito, créditos de consumo, préstamos personales, préstamos nómina; Luizaseg, ofrece seguros y garantía extendida del producto; y Gestión de Consorcios, brindando a los clientes acceso a sus denominadas cartas de crédito a través de Consorcio Luiza. La Compañía es propietaria de varias subsidiarias, como Magalog Servicios Logísticos Ltda y Campos Floridos Comercio de Cosméticos Ltda.
Rubros y países donde opera	Rubros: Retail mediante e-commerce y tiendas físicas, créditos de consumo, medios de pago.

	Países: Brasil
Clasificación de Riesgo	S&P: BB; Moody's: --; Refinitiv: A-

Fuente: Refinitiv

La Tabla 9 describe la distribución de los ingresos de la empresa distribuido por rubros.

**Tabla 9. Ingresos Magazine Luiza S.A.**

Países y rubros donde opera para el año 2020 (en millones de US\$)	Ingresos	%	EBITDA	%
Gross Revenue from Business activities	5.711	100,00%		
<b>Total</b>	<b>5.711</b>	<b>100,00%</b>	<b>278</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Refinitiv

En la Tabla 10 se presenta un resumen de antecedentes destacados de PagSeguro Digital Ltd:

**Tabla 10. Antecedentes de PagSeguro Digital Ltd**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo técnico	PAGS.K
Clase de acción	Common Stock
Mercado donde transa sus acciones	NYSE

Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	PagSeguro Digital Ltda. es una empresa proveedora de soluciones de tecnología financiera. La Compañía se enfoca principalmente en microcomerciantes, pequeñas y medianas empresas en Brasil. La Compañía ofrece múltiples soluciones de pago digital, pagos en persona a través de dispositivos POS que vendemos a los clientes, cuentas digitales gratuitas y retiro de saldos de cuentas. Su ecosistema digital de extremo a extremo permite a sus clientes aceptar pagos y administrar sus negocios. Ofrece soluciones seguras, asequibles, simples y móviles para que los comerciantes acepten pagos y administren su efectivo a través de sus cuentas digitales PagSeguro, sin la necesidad de una cuenta bancaria. Su cuenta digital ofrece más de 30 métodos de ingreso de efectivo y seis opciones de retiro de efectivo, incluida su tarjeta prepaga PagSeguro, todos utilizando una plataforma de tecnología patentada y respaldados por las marcas confiables PagSeguro y UOL. Su ecosistema digital también cuenta con otros servicios financieros digitales, herramientas de gestión empresarial y funcionalidades para sus clientes.
Rubros y países donde opera	Rubros: tecnología financiera, soluciones de pago digital Países: Brasil
Clasificación de Riesgo	S&P: --; Moody's: --; EIKON: A-

Fuente: Refinitiv

La Tabla 11 describe la distribución de los ingresos de la empresa distribuido por rubros.

**Tabla 11. Ingresos PagSeguro Digital Ltd**

Países y rubros donde opera para el año 2020 (en millones de US\$)	Ingresos	%	EBITDA	%
Ingresos de bienes y servicios	1.309	98,11%		
Ingresos de operaciones financieras	25	1,89%		
<b>Total</b>	<b>1.334</b>	<b>100,00%</b>	<b>439</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Refinitiv

En la Tabla 12 se presenta un resumen de antecedentes destacados de PayPal Holding Inc.:

**Tabla 12. Antecedentes de Paypal Holding Inc.**

Tipo de información	Descripción
---------------------	-------------

Ticker o Nemotécnico	PYPL.O
Clase de acción	Common Stock
Mercado donde transa sus acciones	NASDAQ
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	PayPal Holdings, Inc. es una plataforma tecnológica y una empresa de pagos digitales que permite pagos digitales y móviles en nombre de consumidores y comerciantes. Las soluciones de pago combinadas de la Compañía, incluidos sus productos y servicios PayPal, PayPal Credit, Braintree, Venmo, Xoom, iZettle e Hyperwallet, comprenden su Plataforma de Pagos. Opera una red de dos lados que conecta a sus clientes en todo el mundo para facilitar el procesamiento de transacciones de pago, lo que le permite conectar a comerciantes y consumidores. La Compañía permite a sus clientes usar su cuenta tanto para comprar como para pagar bienes, así como para transferir y retirar fondos. Permite a los consumidores intercambiar fondos con comerciantes utilizando fuentes de financiación, que incluyen cuenta bancaria, saldo de cuenta de PayPal, cuenta de crédito de PayPal, tarjeta de crédito y débito u otros productos de valor almacenado. La Compañía también ofrece a los consumidores soluciones de pago de persona a persona (P2P) a través de su sitio web PayPal y su aplicación móvil, Venmo y Xoom.
Rubros y países donde opera	Rubros: Retail mediante e-commerce y tiendas físicas, créditos de consumo, medios de pago
	Países: Estados Unidos y resto del Mundo
Clasificación de Riesgo	S&P: A-; Moody's: --; Refinitiv: A-

Fuente: Refinitiv

La Tabla 13 describe la distribución de los ingresos de la empresa distribuido por rubros y países.

**Tabla 13. Ingresos de Paypal Holding Inc.**

Países y rubros donde opera para el año 2020 (en millones de US\$)	Ingresos	%	EBITDA	%
Venta de bienes y servicios	21.454	100,00%		
<b>Total</b>	<b>21.454</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.617</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Refinitiv

En la Tabla 14 se presenta un resumen de antecedentes destacados de eBay Inc:

**Tabla 14. Antecedentes de eBay Inc.**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	EBAY
Clase de acción	Common Stock
Mercado donde transa sus acciones	NASDAQ
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	eBay Inc. es una empresa de comercio global, que incluye su plataforma de mercado. Las tecnologías y los servicios de la Compañía están diseñados para brindar a los compradores opciones e inventario relevante y permitir que los vendedores ofrezcan su inventario a la venta, prácticamente en cualquier momento y en cualquier lugar. Desarrolla interfaces de usuario, herramientas de comprador, vendedor y desarrollador y procesamiento de transacciones, bases de datos y aplicaciones de red que ayudan a sus usuarios a completar transacciones en sus sitios. Se puede acceder a las plataformas de la Compañía a través de una experiencia en línea, dispositivos móviles iOS y Android y sus interfaces de programación de aplicaciones (API). Opera a través de segmentos como Marketplace. Marketplace incluye su mercado en línea ubicado en su sitio web y sus contrapartes localizadas, incluidas las empresas fuera de la plataforma en Corea del Sur, Japón y Turquía, así como su conjunto de aplicaciones móviles.
Rubros y países donde opera	Rubros: Comercio global
	Países: EEUU y otros
Clasificación de Riesgo	S&P: BBB+; Moody's: Baa1

Fuente: Refinitiv

La Tabla 15 describe la distribución de los ingresos de la empresa distribuido por rubros y países.

**Tabla 15. Ingresos de eBay Inc.**

<b>Países y rubros donde opera para el año 2020 (en millones de US\$)</b>	<b>Ingresos</b>	<b>%</b>	<b>EBITDA</b>	<b>%</b>
Por país:				
<i>EEUU</i>	4.151	40,41%		
<i>Reino Unido</i>	1.678	16,34%		
<i>Corea del Sur</i>	1.390	13,53%		
<i>Alemania</i>	1.106	10,77%		
<i>Resto del mundo</i>	1.946	18,95%		
Por rubro:				
<i>Transacciones netas</i>	9.300	90,45%		
<i>Servicios de marketing y otros ingresos</i>	971	9,45%		
<b>Total</b>	<b>10.271</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.657</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Refinitiv

En la Tabla 16 se presenta un resumen de antecedentes destacados de Amazon Inc:

**Tabla 16. Antecedentes de Amazon Inc.**

<b>Tipo de información</b>	<b>Descripción</b>
Ticker o Nemo-técnico	AMZN
Clase de acción	Common Stock
Mercado donde transa sus acciones	NASDAQ

Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Amazon.com, Inc. ofrece una gama de productos y servicios a través de sus sitios web. Los productos de la Compañía incluyen mercadería y contenido que compra para reventa a proveedores y aquellos ofrecidos por vendedores externos. También fabrica y vende dispositivos electrónicos, incluidos Kindle, tableta Fire, Fire TV, Echo, Ring y otros dispositivos, y desarrolla y produce contenido multimedia. Opera a través de tres segmentos: Norteamérica, Internacional y Amazon Web Services (AWS). AWS ofrece un conjunto de servicios tecnológicos, que incluyen computación, almacenamiento, bases de datos, análisis y aprendizaje automático. Además, la Compañía brinda servicios, tales como publicidad a vendedores, proveedores, editores, autores y otros, a través de programas tales como anuncios patrocinados, publicidad gráfica y en video. También ofrece Amazon Prime, un programa de membresía que incluye envío gratuito, acceso a la transmisión de varias películas y episodios de televisión (TV), incluido el contenido original de Amazon.
Rubros y países donde opera	Rubros: e-commerce, fabricación de productos, otros Países: EE. UU. y otros
Clasificación de Riesgo	S&P: AA; Moody's: WR

Fuente: Refinitiv

La Tabla 17 describe la distribución de los ingresos de la empresa distribuido por rubros.

**Tabla 17. Ingresos de Amazon Inc.**

Países y rubros donde opera para el año 2020 (en millones de US\$)	Ingresos	%	EBITDA	%
Tiendas online	197.346	51,12%		
Tiendas físicas	16.227	4,20%		
Servicios para vendedores	80.461	20,84%		
Servicio de suscripción	25.207	6,53%		
Servicios Web (AWS)	45.370	11,75%		
Otros	21.453	5,56%		
<b>Total</b>	<b>386.064</b>	<b>100,00%</b>	<b>51.108</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Refinitiv

En la tabla 18 se presenta un resumen comparativo de las principales empresas competidoras de Mercado Libre:

**Tabla 18. Tabla comparativa de principales competidores**

		eBay	Amazon	Alibaba	PSeg. Digital	Paypal	Americ.	M. Luiza
Negocio	País de origen	EE. UU.	EE. UU.	China	Brasil	EE.UU.	Brasil	Brasil
	Países de operación	180	235	190	1	203	1	1
	Empleados	12.700	950.000	117.600*	5836	20.200	21.871	16.732
KPI. Op	Compradores (millones)	185	1.500	2.000	5	200	30	33
	Ventas (Millones de US\$)	10.271	386.064	71.985	1.309	21.454	1.982	8.378
	Márgenes							
	EBITDA (Millones de US\$)	3.657	51.108	20.504	440	4.617	170	81
	Ganancias Netas (Millones de US\$)	5.667	21.331	11.780	253	4.202	-41	4
	Market Cap (Millones de US\$)	41.670	1.558.172	614.978	15.233	274.410	6.042	23.358
Ratios	ROE	79,50%	27,44%	14,60%	14,90%	22,72%	-2,77%	5,26%
	Propiedades plantas y equipos / Activos	7,03%	35,22%	8,99%	8,07%	3,57%	5,99%	6,86%
	Deuda/Patrimonio	218%	65,74%	15,91%	-	44,65%	84,84%	57,51%

Fuente: Elaboración propia con datos refinitiv, investing.com. Datos a diciembre del 2020

\* 31 de marzo del 2020

### 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

#### 3.1. Deuda financiera

##### Evolución de la deuda

En el período de análisis se aprecia una fuerte subida del monto de la deuda de Mercado Libre, pasando de un total de \$368.414 mil dólares en 2017 a \$2.174.438 mil

dólares el primer trimestre de 2021. El bono de más largo plazo que tiene Mercado Libre tiene vencimiento el año 2031(Mercado Libre, 2021a).

El 30 de junio de 2014, se emitieron notas convertibles por \$330 millones a una tasa de 2,25% con vencimiento el 2019.

El 24 de agosto de 2018, Mercado Libre emitió bonos por \$800 millones a una tasa de 2% con vencimiento en 2028 y el 31 de agosto de 2018, se emitieron \$80 millones adicionales. Corresponden a obligaciones no subordinadas y no garantizadas, que pagan interés en efectivo semestralmente, el 15 de febrero y el 15 de agosto.

En 2019 venció la deuda emitida en 2014 por \$330 millones, \$66 millones de los cuales fueron convertidos en acciones. Ese año se recompraron 131.994 acciones comunes

El 14 de enero de 2021, se emitieron \$400 millones de deuda con vencimiento a 2026 con tasa de 2,375% y 700 millones a 2031 con tasa de 3,125%, garantizados por las subsidiarias. Los recursos de la emisión con vencimiento a 2026 serán usados para financiar o refinanciar, proyectos elegibles dentro de los 36 meses siguientes a la fecha de emisión de las notas que contribuyan a objetivos ambientales, como transporte limpio, conservación de la tierra, eficiencia energética, energía renovable, edificios ecológicos y prevención y control de la contaminación, mientras que la emisión con vencimiento a 2031 se usó para financiar la recompra de \$440 millones de las obligaciones con vencimiento a 2028.

La Tabla 19 describe los principales ítems de la deuda financiera de Mercado Libre.

**Tabla 19. Deuda financiera de Mercado Libre**

En millones de US\$	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Mar-21
<b>Total corriente</b>	<b>56</b>	<b>133</b>	<b>186</b>	<b>548</b>	<b>515</b>
<i>Préstamos de bancos</i>	37	30	39	281	155

<i>Líneas de crédito aseguradas</i>	0	0	49	77	96
<i>Líneas de crédito no aseguradas</i>	19	29	28	136	145
<i>Certificados de depósitos</i>	0	0	0	0	66
<i>Notas convertibles</i>	0	65	7	7	8
<i>Obligaciones de arriendo financiero</i>	0	1	2	7	6
<i>Deuda garantizada por tarjeta de crédito</i>	0	0	17	13	12
<i>Deuda garantizada</i>	0	8	44	25	26
<i>Otras líneas de crédito</i>	0	0	0	2	0
<b>Total no corriente</b>	<b>312</b>	<b>602</b>	<b>631</b>	<b>861</b>	<b>1.660</b>
<i>Notas convertibles</i>	312	550	569	596	1.391
<i>Obligaciones de arriendo financiero</i>	0	6	7	16	18
<i>Deuda garantizada</i>	0	46	55	249	251
<b>Total</b>	<b>368</b>	<b>735</b>	<b>817</b>	<b>1.409</b>	<b>2.175</b>

Fuente: Refinitiv

La deuda financiera se ha incrementado desde el 2017 al 31 de marzo del 2021 en un 490,24%, siendo las principales alzas en el año 2018, cuyo incremento respecto al 2017 fue de un 99,55%. El año 2020 tuvo incremento de un 72,39% dado principalmente por el aumento de deuda garantizada no corriente y préstamos bancarios corrientes. Al 31 de marzo la deuda financiera se incrementó en un 54,30% debido al aumento de notas convertibles en 133,48% respecto al cierre del año 2020.

### 3.2. Patrimonio económico

Al analizar la evolución del patrimonio económico de Mercado Libre vemos que este ha tenido un enorme crecimiento en los últimos años producto de su agresiva estrategia de crecimiento y el efecto de la pandemia. Esto ha permitido que las perspectivas de crecimiento de Mercado Libre aumenten, lo que ha hecho que su valorización por acción se incremente debido a que el mercado asigna a la compañía proyecciones positivas a futuro.

La Tabla 20 se considera el patrimonio Económico, el cual se construye con el precio y número de acciones en los períodos indicados.

**Tabla 20. Patrimonio económico de Mercado Libre**

En millones de dólares	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Mar-21
Número de acciones	44.157.36 4	45.202.85 9	49.709.95 5	49.869.72 7	49.852.31 9
Precio de la acción	315	293	583	1.675	1.472
<b>Total (en millones)</b>	13.895	13.238	28.970	83.543	73.390

Fuente: Refinitiv y EEFF de Mercado Libre

### 3.3. Valor económico

La Tabla 21 indica el Valor Económico de los Activos que se construye con el Valor Económico de la Deuda Financiera y el Patrimonio Económico.

**Tabla 21. Valor económico de Mercado Libre**

En millones de dólares	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Mar-21
Valor deuda financiera (B)	368	735	817	1.409	2.174
Patrimonio económico (P)	13.895	13.238	28.970	83.543	73.390
<b>Valor económico (V)</b>	14.263	13.973	29.788	84.952	75.564

Fuente: Refinitiv

Podemos observar que el valor económico de Mercado Libre está influenciado principalmente por el incremento del Patrimonio Económico, que tuvo un alto crecimiento, debido a la aceleración del proceso de digitalización derivado de la pandemia y a las mayores perspectivas de crecimiento, que se refleja en el explosivo aumento que ha tenido el precio de su acción.

### 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

La Tabla 22 indica la Estructura de Capital de Mercado Libre desde el año 2017 hasta marzo del 2021.

**Tabla 22. Estructura de capital de Mercado Libre**

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Mar-21	Prom. 2017-20 21Q1	Prom. 2019-20 21Q1	Prom. 2011-20 19
B/V	2,58%	5,26%	2,74%	1,66%	2,88%	3,02%	2,43%	4,07%
P/V	97,42%	94,74%	97,26%	98,34%	97,12%	96,98%	97,57%	95,93%
B/P	2,65%	5,55%	2,82%	1,69%	2,96%	3,13%	2,49%	4,25%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Refinitiv

Si bien Mercado Libre está siguiendo una estrategia de desapalancamiento, por lo que el crecimiento de la deuda debería ser acotado, existen factores tanto internos como externos que podrían presionar su crecimiento debido a la posibilidad de que busque mantener su posición competitiva ante la arremetida de actores globales como Amazon. Por otro lado, está invirtiendo en iniciativas de sustentabilidad, para lo cual ha emitido notas convertibles, lo que también hace que aumente su nivel de deuda a mediano plazo. En base a lo anterior, estimamos que la razón deuda/patrimonio debería converger al comportamiento histórico que ha tenido en los últimos 10 años, cuyas tasas actuales pueden estar influenciadas por efecto Pandemia. La razón B/P utilizada es de 4,25%.

## 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### 4.1. Costo de la deuda

La tasa de la deuda  $K_b$  se construye sumando la tasa libre de riesgo más el beta de la deuda multiplicado por la prima por riesgo (Maquieira, 2015).

$$K_b = R_f + \beta_d * PRM$$

La obtención de la tasa  $K_b$  se obtuvo considerando la *yield* del Bono a diez años que posee Mercado Libre cuya madurez es el año 2031, su valor es de 3,74% al 31 de marzo del 2021 (Refinitiv, 2021).

Al sensibilizar la madurez de los bonos no se observan cambio en la tasa.

### 4.2. Beta de la deuda

El cálculo del Beta de la deuda  $\beta_d$  se obtiene dividiendo la diferencia entre la tasa de la deuda  $K_b$  y la tasa libre de riesgo, dividido por el premio por Riesgo.

$$\beta_d = \frac{K_b - R_f}{PRM}$$

Para obtener la tasa libre de riesgo  $R_f$  se considera una tasa libre de riesgo de igual madurez del bono. En este caso particular, para la tasa libre de riesgo  $R_f$  se consideró la *yield* del bono del tesoro a 10 años debido a que el bono de más largo plazo de Mercado Libre tiene ese plazo. Como Mercado Libre consolida sus estados financieros en Estados Unidos, específicamente en el NASDAQ. El valor obtenido es de 1,744% al 31 de marzo del 2021 (Treasury, EE. UU. 2021).

Para obtener la prima por riesgo de mercado (PRM), consideramos la información disponible en la página del profesor Damodaran, cuyo premio corresponde al país de consolidación de la empresa, que es EE. UU. Su valor es de 4,72% (Damodaran, 2021).

$$\beta_d = \frac{3,74\% - 1,74\%}{4,72\%} = 0,42$$

### 4.3. Estimación del beta patrimonial

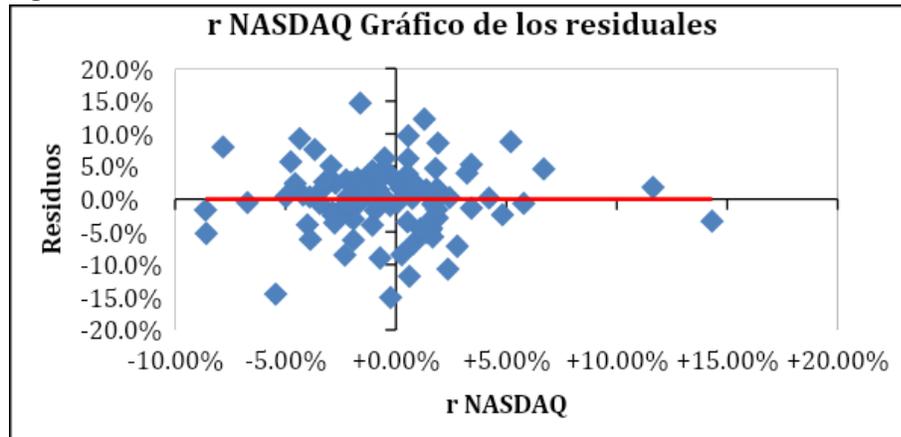
Para la estimación del beta patrimonial se utilizaron datos comprendidos entre el 1 de abril de 2019 y el 31 de marzo de 2021, utilizando el precio de cierre de la acción de Mercado Libre del último día hábil de cada semana y los precios del Índice NASDAQ 100 para los mismos días.

En primer lugar, se obtuvo los retornos tanto de la acción como del índice, usando la variación porcentual de precios entre semanas. Posteriormente se usó el método de mínimos cuadrados ordinarios, para estimar el retorno de la acción de Mercado Libre, usando como variable explicativa los retornos del índice NASDAQ 100.

#### Supuestos que sustentan el método de Mínimos cuadrados ordinarios:

**Correlación entre los errores y la variable explicativa:** Como este método supone que los errores de la variable dependiente (retornos de Mercado Libre) no están correlacionados con la variable independiente (retornos NASDAQ), debemos chequear si esto se cumple, para lo cual realizaremos un análisis de manera gráfica:

Figura 4. Análisis de relación de residuales con índice NASDAQ



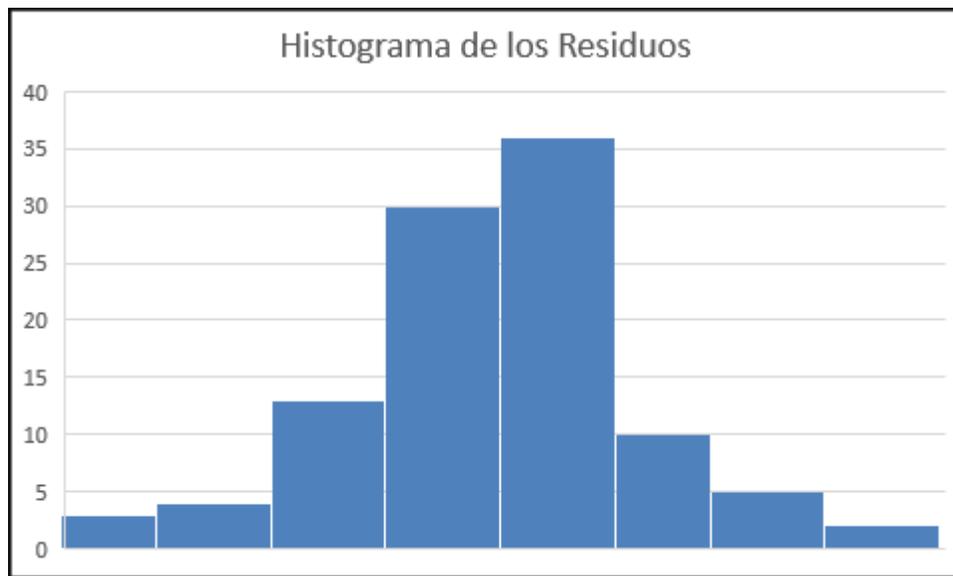
Fuente: Elaboración propia

Observando la línea de tendencia, vemos que su pendiente horizontal cercana a 0 da cuenta de una falta de correlación lineal, con lo que este supuesto se cumple.

**Normalidad de los errores:** La metodología de MCO asume normalidad de errores sea válida, es la normalidad de los errores, para lo cual usaremos el test de Jarque-Bera para testear si rechazamos o no la hipótesis nula de que los errores se distribuyen normalmente (Anexo 1).

El resultado obtenido para el test Jarque-Bera es de 6,7742, con un valor p de  $0,0338 < 0,05$ , por lo que rechazamos la hipótesis nula de que los errores son normales, con un 95% de confianza y el supuesto no se estaría cumpliendo. Sin embargo, al observar la distribución de los errores podemos observar que tiene una forma bastante normal con ciertos *outliers* en la esquina derecha que evidencia un comportamiento atípico en la semana del 26 de abril del año 2019.

**Figura 5. Evaluación de normalidad de los residuos**



Fuente: Elaboración propia

Los resultados de la estimación se presentan a continuación:

**Tabla 23. Estimación del beta de Mercado Libre**

Indicadores	Mar-21
Beta de la acción	1,51
P-value	0,000
N° observaciones	103
$R^2$	0,50
Presencia bursátil	100%

*Fuente: Estimaciones propias en base a datos de Refinitiv*

El análisis de Regresión busca mostrar el efecto del índice NASDAQ 100 en el rendimiento de la Acción de Mercado Libre. Destaca su beta de 1,51, el cual indica que, si se incrementa en un 1% el rendimiento del NASDAQ 100, el rendimiento de la acción de Mercado Libre se incrementa en 1,51%, es decir, reacciona más que el mercado. Esto queda en evidencia en el caso de la pandemia, que tuvo un efecto amplificador en su valoración de mercado.

El cálculo obtenido coincide con los valores que posee Refinitiv respecto a la acción de Mercado Libre y si se analiza respecto a las empresas consideradas comparables, se puede observar que el beta de Amazon es 1,15, e-Bay 1,11 y Alibaba 0,81, dichas diferencias se asocian al mercado en que operan y al grado de madurez que poseen, que es distinto al de Mercado Libre.

#### **4.4. Beta patrimonial sin deuda**

El cálculo del Beta patrimonial sin deuda se obtiene a través de la descomposición de la fórmula propuesta por Hamada, a partir del beta patrimonial con deuda obtenido con el análisis de regresión del ejercicio anterior (Maquieira, 2015).

Para el cálculo del beta patrimonial sin deuda se utilizó la tasa libre de riesgo de un bono a 30 años. El valor obtenido es de 2,368% al 31 de marzo del 2021 (Treasury, EE. UU. 2021).

Para el cálculo de la estructura B/P consideramos la estructura histórica de los últimos tres años (2019-2021T1), cuyo valor es de 2,49%.

La tasa de impuestos corporativos utilizada para el cálculo del beta patrimonial sin deuda es del 21%, que corresponde a la tasa impositiva de EE.UU. y como se encuentra en el estado de Delaware no paga el impuesto federal debido al beneficio tributario existente para este tipo de empresas.

De acuerdo a los datos calculados en los puntos previos se obtiene, a través del siguiente desarrollo, el valor Beta del patrimonio sin deuda:

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + \beta_b \left(1 - t_c\right) \frac{B}{P}}{\left[1 + \left(1 - t_c\right) \frac{B}{P}\right]}$$

Al reemplazar en la fórmula obtenemos lo siguiente:

$$\beta_p^{s/d} = \frac{1,51 + 0,29 * (1 - 21\%) * 2,49\%}{\left[1 + (1 - 21\%) * 2,49\%\right]} = 1,492$$

#### 4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Después de desapalancar el beta patrimonial se reapalanca el Beta del patrimonio considerando la estructura objetivo B/P la cual fue definida en el apartado 3.

Para el cálculo de la estructura B/P se consideró la estructura histórica que ha mantenido Mercado Libre desde el año 2011 al año 2019, cuyo valor es de 4,25%. La empresa ha mantenido una estrategia de desapalancamiento en el tiempo y se espera que se mantenga ese comportamiento.

De acuerdo a los datos calculados en los puntos previos se obtiene, a través del siguiente desarrollo, el valor Beta del patrimonio con deuda:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + \left(1 - t_c\right) \frac{B}{P}\right] - \beta_b \left(1 - t_c\right) \frac{B}{P}$$

Al reemplazar en la fórmula se obtiene lo siguiente:

$$\beta_p^{c/d} = 1,49 * [1 + (1 - 21\%) * 4,25\%] - 0,42 * (1 - 21\%) * 4,25\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,532$$

#### 4.6. Costo patrimonial

El profesor Hamada propone una metodología que utiliza el CAPM para ajustar por riesgo (Maquieira, 2015). La tasa Libre de riesgo utilizada es la de un bono a 30 años cuyo valor es de 2,368% al 31 de marzo del 2021 (Treasury, EE. UU. 2021).

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

$K_p$  es la tasa de retorno exigida a la acción de la empresa con deuda.

Reemplazando con los datos obtenidos previamente

$$K_p = 2,37\% + 1,516 \cdot 4,72\% = 9,524\%$$

#### 4.7 Costo de capital

El costo de capital de una empresa se obtiene como el promedio ponderado entre el costo del patrimonio  $K_p$ , y el costo efectivo de la deuda  $K_b(1 - t_c)$  donde el costo del patrimonio se pondera por la relación "patrimonio / valor de empresa"  $\frac{P}{V}$  y el costo efectivo de la deuda se pondera por la relación "deuda / valor de empresa"  $\frac{B}{V}$  (Maquieira, 2015).

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

Reemplazando con los datos obtenidos previamente obtenemos lo siguiente:

$$K_0 = 9,524\% \cdot 95,93\% + 3,74\% \cdot (1 - 21\%) \cdot 4,07\%$$

$$K_0 = 9,257\%$$

Si comparamos el costo de capital respecto al valor propuesto por el profesor Damodaran para la industria del *retail online*, con datos al 5 de enero del 2021, específicamente para países de Latinoamérica y el Caribe, que es donde opera Mercado Libre, podemos observar que el Costo de Capital  $K_0$  obtenido por él es de 10,81%, que es similar a nuestro valor y las principales diferencias son dadas por las estructuras de Deuda/Capital que poseen las distintas empresas utilizadas en su evaluación (Damodaran, 2021).

#### **Posibles problemas a futuro:**

- Aumento del costo patrimonial  $K_p$  debido a su alta participación en Latinoamérica y a los constantes ciclos políticos que pueden hacer más riesgosas las inversiones y por consiguientes, mayor la exigencia de premio por riesgo, o en algunas situaciones el éxodo de países con conflictos políticos-sociales, como es el caso de Venezuela.
- Si bien Mercado Libre consolida sus Estados Financieros en Estados Unidos, las tasas impositivas de los distintos países pueden afectar en el largo plazo el WACC si existiese un cambio en la política de B/P.

## 5. VALORIZACIÓN POR MÚLTIPLOS

Para realizar la valorización por múltiplos se analiza, en primer lugar, que las empresas comparables tengan características similares a Mercado Libre. Para estos efectos, se considerará como comparable las empresas que tengan características similares respecto a los siguientes criterios: su clasificación de riesgo, la proporción de ingresos que provienen e-commerce o Fintech, su tasa de crecimiento de ingresos entre 2016-2020 y su alcance geográfico (países o regiones en que opera).

Tal como se indicó en el apartado 2.2.3 las empresas que se consideran para el análisis son las siguientes: Alibaba Group Holding, Americanas S.A, Magazine Luiza S.A., PagSeguro Digital Ltd., Paypal Holding Inc., eBay Inc. y Amazon Inc.

### Análisis de clasificación de riesgo:

A continuación, se presenta una tabla con la clasificación de riesgo de las empresas comparables:

**Tabla 24. Clasificación de riesgo**

Empresa	S&P	Moody's	EIKON
Alibaba	A+	A1	A-
Americanas	BB	-	-
Magazine Luiza	-	-	A-
PagSeguro	-	-	A-
Paypal	A-	--	A-
EBay	BBB+	Baa1	BBB
Amazon	AA	WR	A

*Fuente: Refinitiv*

La clasificación crediticia de Mercado Libre es de BB+, cuya clasificación indica que posee una calidad crediticia cuestionable, que corresponde a un futuro incierto, pero con capacidad actual (SBIF, 2008). Las clasificaciones de las empresas comparables

se encuentran en calidades de riesgo similares, siendo la de peor clasificación Americanas, por lo que cumplen con este criterio.

No se encuentran elementos de tabla de ilustraciones.

:

### I. Rubro de procedencia de los ingresos:

A continuación, se presenta una tabla con la proporción de los ingresos que proviene de Commerce o Fintech para cada empresa:

**Tabla 25. Proporción de ingresos por rubro**

Empresa	Commerce	Fintech	Otros	Total
Alibaba	75,00%	-	25,00%	100,00%
Americanas	72,00%	-	28,00%	100,00%
Magazine Luiza	70,25%		29,75%	100,00%
PagSeguro	-	100,00%	-	100,00%
Paypal	-	100,00%	--	100,00%
eBay	90,45%	-	9,45%	100,00%
Amazon	51,12%	--	48,88%	100,00%

Fuente: Refinitiv

### II. Tasa de crecimiento de los ingresos:

En el caso de Mercado Libre la tasa de crecimiento promedio entre 2016 y 2020 fue de 44,9%. A continuación, se presenta la tasa de crecimiento de los ingresos por empresa:

**Tabla 26. Tasa de crecimiento de los ingresos (promedio 2016-20)**

En porcentaje	Crecimiento ingresos (2016-2020)
Alibaba	45,5%
Americanas	-20,3%

Magazine Luiza	108,0%
PagSeguro	-8,3%
Paypal	25,2%
eBay	22,1%
Amazon	41,5%

Fuente: Refinitiv

Como se puede apreciar, las empresas consideradas tuvieron un alto crecimiento interanual promedio en el periodo considerado, con excepción de Americanas y PagSeguro, que tuvieron una caída promedio de -20,3% y -8,3%, respectivamente por lo que no estarían cumpliendo este criterio.

**Análisis de alcance geográfico:** Mercado Libre opera en 19 países, EEUU y 18 de países latinoamericanos, pero sus actividades principales, es decir el e-commerce y los negocios Fintech solo operan en estos últimos. A continuación, se presenta un resumen de los países en que operan las empresas analizadas:

**Tabla 27. Países de operación**

En cantidad	Países en que opera
Alibaba	China y diversos países alrededor del mundo
Americanas	Brasil
Magazine Luiza	Brasil
PagSeguro	Brasil
Paypal	EEUU y diversos países alrededor del mundo
EBay	EEUU y diversos países alrededor del mundo
Amazon	EEUU y diversos países alrededor del mundo

Fuente: Refinitiv

Como se puede apreciar de la tabla anterior, tanto Alibaba, Paypal, eBay y Amazon operan en multiples mercados tal como hace Mercado Libre, sin embargo, Americanas, Magazine Luiza y PagSeguro Digital solo operan en el mercado brasileño por lo que no cumplirían este criterio de comparación.

**Tabla 28. cumplimiento de criterios de comparación**

<b>Empresa Comparable</b>	<b>Clasificación riesgo</b>	<b>Procedencia a ingresos</b>	<b>Crecimiento o ingresos</b>	<b>Países en que opera</b>
Alibaba	SI	SI	SI	SI
Americanas	SI	SI	NO	NO
Magazine Luiza	SI	SI	SI	NO
PagSeguro	SI	SI	NO	NO
Paypal	SI	SI	SI	SI
eBay	SI	SI	SI	SI
Amazon	SI	SI	SI	SI

*Fuente: Refinitiv*

Del análisis de los criterios de comparación vemos que tanto Americanas, Magazine Luiza y PagSeguro no cumplen con todas las condiciones de comparabilidad. Se decidió excluir de la valoración por múltiplos, Americanas y Magazine Luiza y mantener PagSeguro, dado que esta última opera en el rubro Fintech, y en caso de excluirla solo tendríamos a Paypal de referencia.

### **5.1. Múltiplos de la industria**

Mercado Libre posee 6 ecosistemas, lo que genera un grado de dificultad mayor al momento de elegir empresas comparables adecuadas. Debido a eso, la metodología de evaluación consistió en separar en los dos rubros principales que posee Mercado Libre, es decir, e-commerce y Fintech. Las empresas consideradas en el apartado anterior fueron clasificadas según el rubro respectivo. Las empresas e-commerce son Amazon, Alibaba, y eBay. Las empresas Fintech son PagSeguro Digital y Paypal

Mercado Libre en los últimos 5 años tiene una participación en el rubro de e-commerce de un 60%, mientras que el negocio fintech el 40% restante. Dichas participaciones fueron ponderadas con los ratios promedios obtenidos por las empresas comparables según rubro durante los períodos 2020-T1 LTM y 2021-T1 LTM. Mismo procedimiento realizamos con la participación de Mercado Libre en el año más cercano, que es el 2020, cuya participación en e-commerce representa el 64,4%, mientras que el negocio fintech el 35,6% restante. El análisis final se hizo en función de la participación del

primer trimestre del año 2021, cuya participación e-commerce representa el 66,0%, mientras que el negocio Fintech el 34,0% restante.

En este punto se agregó una tabla resumen de las principales empresas comparables con los principales ratios utilizados en la evaluación. En el Anexo 2 se detallan los ratios por empresa con mayor grado de detalle.

**Tabla 29. Resumen empresas comparables (promedio 2020-T1 y 2021-T1)**

Ratios	Amazon	eBay	Alibaba	PagSeguro Digital	Paypal	Media	Mediana
Relación precio-beneficio (PER)	74,95	9,62	220,85	43,41	57,94	81,35	57,94
Valor empresarial a EBITDA (EV / EBITDA)	24,60	10,88	27,28	23,73	42,58	25,81	24,60
Valor empresarial a EBIT (EV / EBIT)	53,17	13,52	40,88	29,56	56,52	38,73	40,88
Precio a valor contable (PBV)	15,00	10,51	4,53	6,42	10,85	9,46	10,51
Relación valor contable (VBR)	14,98	10,88	31,62	6,43	10,98	14,98	10,98
Relación precio / venta (PS)	3,50	3,20	51,56	7,82	9,42	15,10	7,82
Relación valor empresarial / ventas (VS)	3,48	3,69	6,22	7,43	9,16	5,99	6,22

*Fuente: Refinitiv*

De acuerdo a los principales ratios obtenidos de las empresas comparables, tanto de e-commerce como Fintech, podemos observar una alta dispersión de los ratios entre las distintas empresas, lo cual creemos que se puede deber a los distintos mercados en los que participan y la escala global en donde se desempeñan. Sin embargo,

Mercado Libre en sus inicios buscaba asimilarse a Amazon y e-Bay, posterior a eso, fue creando distintos ecosistemas, diferenciándose respecto a su idea original, lo que genera una dificultad adicional al análisis por múltiplos.

## 5.2. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

En los últimos años podemos observar que Mercado Libre ha subvencionado el costo de envío con el objetivo de expandirse y crecer lo que lo ha llevado a tener pérdidas del ejercicio. Por lo que, para el cálculo de los indicadores, se ajustaron los estados financieros, eliminando esta subvención ya que no debería ser una política permanente.

En la Tabla 30 consideramos los distintos indicadores de Mercado Libre sin ajustes de costo de envío cuyos valores a nivel de resultado alteran el cálculo de los múltiplos debido al resultado negativo del 2021-T1 LTM.

**Tabla 30. Indicadores financieros sin ajuste**

Indicador Financiero MELI	2021-T1 LTM
Resultado por acción	-0,27
EBITDA	370
EBIT	248
Valor Libro Patrimonio	-30
Valor libro Empresa	73.412
Ingresos	4.700
Ingresos por acción	94,25
Nro. Acciones	49,87
Precio de mercado	1472,14
Precio contable	55

*Fuente: Elaboración propia*

En la Tabla 31 consideramos los distintos indicadores de Mercado Libre con los ajustes mencionados previamente, quitando el monto de subvención a los despachos. Con este ajuste los indicadores permiten la toma de decisiones en los datos

correspondientes al período 2021-T1 LTM y cuyos valores son usados para el cálculo del precio a través de esta metodología.

**Tabla 31. Indicadores financieros con ajuste al subsidio al despacho**

Indicador Financiero MELI	2021-T1 LTM
Resultado por acción	15,14
EBITDA	1.139
EBIT	1.017
Valor Libro Patrimonio	-30
Valor libro Empresa	73.412
Ingresos	4.700
Ingresos por acción	94,25
Nro. Acciones	49,87
Precio de mercado	1472,14
Precio contable	55

*Fuente: Elaboración propia*

De acuerdo a los distintos resultados obtenidos podemos observar que los que más se ajustan al comportamiento que ha tenido la empresa son los ratios de oportunidades de crecimiento. Los ratios utilizados como punto de referencia son el Price-Earnings Ratio (PER), Value to Book Ratio y Price to Sales Ratio.

El ejercicio para la obtención de los precios se realizó a través de la construcción de los ratios ponderados de acuerdo a la participación que tiene Mercado Libre en e-commerce y Fintech, según los distintos períodos de análisis para así construir un ratio total ponderado. Las empresas consideradas en ecommerce son Amazon, eBay, BABA, cuyos ratios fueron promediados y ponderados según la participación que posee en e-commerce y Fintech Mercado Libre en los distintos períodos de análisis. Las empresas consideradas en Fintech son PagSeguro Digital y PayPal.

Los escenarios considerados se describen en la siguiente tabla:

**Tabla 32. Escenarios**

Escenarios	e-commerce	Fintech
------------	------------	---------

Escenario promedio 2016-2020 LTM	60,00%	40,00%
Escenario 2020 LTM	64,40%	35,60%
Escenario 2021-T1 LTM	66,00%	34,00%

Fuente: Elaboración propia

Del cálculo obtuvimos los siguientes precios de en función de los ratios seleccionados:

**Tabla 33. Precio acción**

Precios según Ratios	Escenario promedio 2016-2020 LTM	Escenario 2020 LTM	Escenario 2021-T1 LTM
Price-Earnings Ratio (PER)	1.231	1.266	1.278
Value to Book Ratio (VBR)	818	843	852
Price to Sales Ratio (PS)	1.423	1.468	1.484

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo al escenario promedio 2016-2020 LTM, el precio de la acción fluctúa entre los US\$ 818 y los US\$ 1.423.

De acuerdo al escenario 2020 LTM, el precio de la acción fluctúa entre los US\$ 843 y los US\$ 1.468.

De acuerdo al escenario 2021-T1 LTM, el precio de la acción fluctúa entre los US\$ 852 y los US\$ 1.484.

### 5.3. Análisis de los resultados

De los distintos ratios obtenidos podemos observar una alta dispersión de resultados entre empresas lo que dificulta obtener resultados adecuados respecto a la valorización a través de este método.

Mercado libre, por otro lado, tiene una dificultad adicional para obtener empresas comparables y se debe a que posee distintos ecosistemas compuesto por 6 tipos de negocios, diferenciándose de otros e-commerce debido a la importancia que busca darle al negocio Fintech. Por otro lado, las empresas comparables se encuentran diversificadas en diferentes países en donde Mercado Libre no opera, por lo que la

valorización por múltiplos podría no entregar valores tan consistentes, generando una alta dispersión en los resultados, que es una de las deficiencias de este modelo de evaluación (Fernández, 2012).

El ratio recomendado por su simplicidad es el PER (Fernández, 2012), sin embargo, para Mercado Libre, que está teniendo una política agresiva de crecimiento a través de la subvención del costo de envío altera los resultados e invalida este ratio. Por lo anterior se decidió ajustar los estados financieros de Mercado Libre, quitando el monto de la subvención ya que no debería ser una política permanente, permitiéndonos obtener un precio de acción estimado, según los escenarios considerados, precio que están entre US\$1.237 y US\$1.278 que es un 15,19% inferior al precio de mercado de la acción de Mercado Libre al 31 de marzo del 2021.

El otro ratio utilizado es el Value to Book Ratio (VBR), cuyo precio de acción estimado según los escenarios considerados respecto a los períodos de tiempo están entre US\$818 y US\$852 que es un 42,12% inferior al precio de mercado de la acción de Mercado Libre al 31 de marzo del 2021.

Para concluir, el Price to Sales Ratio (PS), cuyo precio de acción estimado según los escenarios considerados respecto a los períodos de tiempo están entre US\$1.423 y US\$1.484 que es un 0,81% superior al precio de mercado de la acción e Mercado Libre al 31 de marzo del 2021.

## **CONCLUSIONES**

El presente trabajo tuvo por objetivo valorizar Mercado libre Inc., al 31 de marzo de 2021, lo que se llevó a cabo usando el método de valorización por múltiplos.

Este ejercicio nos permitió comprender en mayor profundidad el desarrollo del e-commerce en la región y las brechas que existen en comparación a economías más desarrolladas, así como el impacto que ha tenido la pandemia en el crecimiento exponencial de los últimos años y las tendencias de mercado de las principales economías en que opera. En cuanto a la empresa analizada, nos permitió comprender de mejor forma cada uno de los negocios que componen su ecosistema y la relevancia que ha ido ganando el negocio fintech, sus *drivers* de generación de valor, los factores que inciden en su utilidad, sus ventajas competitivas y los desafíos que enfrenta a futuro.

El desarrollo de este trabajo no estuvo exento de dificultades, en primer lugar, una debido a que fue realizado utilizando solo información pública, que se encuentra en términos muy agregados, no permitiendo analizar en detalle algunos aspectos,

teniendo que usar múltiples supuestos. En segundo lugar, podemos mencionar que otra dificultad fue que aún no tenemos certeza respecto a la duración e impacto que tendrá la actual pandemia y que podría incidir fuertemente en la evolución del precio de la acción, pues podría incidir en las condiciones macroeconómicas de los países y el comportamiento de los clientes. Finalmente destacamos la dificultad que tuvimos para definir empresas comparables, dado que no existen otras empresas que participen exactamente en los mismos 6 negocios que componen su ecosistema, por lo que debidos recurrir a armar un múltiplo sintético construido a partir de los 2 segmentos principales.

Finalmente, respecto a los resultados obtenidos al 31 de marzo del 2021, en que el valor de mercado era de US\$1.472,14 al utilizar la valoración por múltiplos tuvimos diferencias entre un 42,12% y un 0,81%, de acuerdo a los distintos múltiplos en evaluación. Estas diferencias se deben a la falta de empresas comparables que operen en los mismos negocios y mercados y, la estrategia adoptada por Mercado libre que la ha llevado a tener pérdidas del ejercicio lo que hizo necesario ajustar sus estados financieros para poder obtener valores razonables.

## **BIBLIOGRAFÍA**

América economía (2021). Las pérdidas de Mercado Libre aumentan 61% en el primer trimestre, aunque sus ingresos se duplican. Disponible en: <https://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/multilatinas/las-perdidas-de-mercado-libre-aumentan-61-en-el-primer-trimestre>

Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.

Aswath D. (2021, 8 de Enero). Country Defaults Spreads and Risk Premiums. Recuperado el 9 de agosto de 2021 de: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Euromonitor, 2021. Retail in Transition Future E-Commerce Opportunities in Latin America.
- Euromonitor, 2021. Financial Cards and payments in Latin America. February 2021.
- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: *cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- KPMG, 2021. Corporate tax rates for 2011-2021. Disponible en: <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>
- Maquieira, C. (2015). *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Editorial Thomson Reuters.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Friedlmaier, M., Tumasjan, A., Welpel, I. (2018). Disrupting industries with blockchain: The industry, venture capital funding, and regional distribution of blockchain ventures.
- BlackSip, 2020. Reporte de Industria: El e-commerce en Chile 2020

La Tercera, (2021). La ofensiva Latinoamericana de Amazon, una región liderada por Mercado Libre. Disponible en: <https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/la-ofensiva-latinoamericana-d-e-amazon-una-region-liderada-por-mercado-libre/GICQS7SMHFGDXBYZIKW5ZFQOGI/>

Mercado Libre Inc. (2017). Annual Report 10-K. Disponible en: <https://investor.mercadolibre.com/sec-filings/sec-filing/10-k/0001562762-18-000040>

Mercado Libre Inc. (2018). Annual Report 10-K. Disponible en: <https://investor.mercadolibre.com/sec-filings/sec-filing/10-k/0001562762-19-000047>

Mercado Libre Inc. (2019). Annual Report 10-K. Disponible en: <https://investor.mercadolibre.com/sec-filings/sec-filing/10-k/0001562762-20-000055>

Mercado Libre Inc. (2020a). Annual Report 10-K. Disponible en: <https://investor.mercadolibre.com/sec-filings/sec-filing/10-k/0001562762-20-000055>

Mercado Libre Inc. (2020b). First Quarter 2020, Financial Results. Disponible en: <https://investor.mercadolibre.com/static-files/502aff41-fc86-4c47-b393-68d965d2682c>

Mercado Libre Inc. (2020c). Reports First Quarter 2020 : Financial Results. Disponible en: <https://investor.mercadolibre.com/static-files/502aff41-fc86-4c47-b393-68d965d2682c>

Mercado Libre Inc. (2020d). Reports Second Quarter 2020 : Financial Results.

Disponible en:

<https://investor.mercadolibre.com/static-files/f7df2670-1296-4dfa-bff3-980c37ad79a6>

Mercado Libre Inc. (2020e). Reports Third Quarter 2020: Financial Results.

Disponible en:

<https://investor.mercadolibre.com/static-files/c216f5a1-13d5-48b1-8674-54f270b004e3>

Mercado Libre Inc. (2020f). Reports Fourth Quarter 2020 : Financial Results.

Disponible en:

<https://investor.mercadolibre.com/static-files/a68e6258-3742-41a9-9fda-41d3db54f253>

Mercado Libre Inc. (2020g). Historia de Mercado Libre: Nuestros primeros pasos, nuestro recorrido. Disponible en:

<https://www.mercadolibre.com.ar/institucional/somos/historia-de-mercado-libre/>

Mercado Libre Inc. (2021a). Quarterly Report 10-Q. Disponible en:

<https://investor.mercadolibre.com/sec-filings/sec-filing/10-q/0001562762-21-000200>

Mercado Libre Inc. (2021b). Reports First Quarter 2020 : Financial Results.

Disponible en:

<https://investor.mercadolibre.com/static-files/29d81b33-c91d-413c-8d3d-d3879c676118>

Mercado Libre Inc. (2021c). Investor Presentation First quarter 2021 Results:

Disponible en:

<https://investor.mercadolibre.com/static-files/6fb45bdb-4cb4-4fab-aaca-e85469fc6253>

Mercado Libre Inc. (2021d). Ecosistema Mercado Libre: soluciones para tu negocio. Disponible en: <https://vendedores.mercadolibre.cl/nota/ecosistema-mercado-libre-soluciones-para-tu-negocio/>

Moody's Investors Service (2021). Rating Action: Moody's assigns first-time Ba1 ratings to MercadoLibre; stable outlook. Disponible en [https://www.moodys.com/research/Moodys-assigns-first-time-Ba1-ratings-to-MercadoLibre-stable-outlook--PR\\_437032](https://www.moodys.com/research/Moodys-assigns-first-time-Ba1-ratings-to-MercadoLibre-stable-outlook--PR_437032)

NASDAQ (2020): Mercado Libre: "Queremos crecer más que el mercado". Disponible en: <https://es-us.finanzas.yahoo.com/noticias/mercado-libre-crecer-mercado-150339080.html>

NASDAQ (2021) : MELI Holders. Disponible en : <https://es-us.finanzas.yahoo.com/quote/MELI/holders/>

Sapag, N., Sapag, R., y Sapag, JM. (2014). Preparación y evaluación de proyectos, sexta edición. McGraw-Hill.

Superintendencia de Bancos e Instituciones financieras Chile, abril 2008, (SBIF, 2008). Enfoque Estándar de riesgo de crédito: Clasificaciones y ponderadores de riesgo. Trabajo disponible en: [https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-39999\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/articles-39999_doc_pdf.pdf)

Statista, (2021), number of internet users worldwide from 2009 to 2020, by region. Disponible en: <https://www.statista.com/statistics/265147/number-of-worldwide-internet-users-by-region/>

## ANEXOS

### ANEXO 1: Países en que opera cada negocio de Mercado Libre, a diciembre de 2020

Country	Marketplace	Mercado Pago	Mercado Envios	Mercado Credito
Argentina	✓	✓	✓	✓
Brazil	✓	✓	✓	✓
Mexico	✓	✓	✓	✓
Uruguay	✓	✓	✓	
Colombia	✓	✓	✓	
Chile	✓	✓	✓	
Peru	✓	✓		
Venezuela, Ecuador, Costa Rica, Dominican Republic, Panama, Bolivia, Guatemala, Paraguay, Nicaragua, Honduras, El Salvador	✓			

Fuente: EEFF Mercado Libre 2020 10K.

### ANEXO 2: Múltiplos de empresas competidoras

Tabla 34. Múltiplos BABA

Ratios	2020-T1 LTM	2021-T1 LTM	Promedio
Relación precio-beneficio (PER)	207,81	233,90	220,85

Valor empresarial a EBITDA (EV / EBITDA)	25,59	28,96	27,28
Valor empresarial a EBIT (EV / EBIT)	36,96	44,80	40,88
Precio a valor contable (PBV)	4,77	4,29	4,53
Relación valor contable (VBR)	33,55	29,68	31,62
Relación precio / venta (PS)	57,00	46,13	51,56
Relación valor empresarial / ventas (VS)	6,93	5,51	6,22

Fuente: *Elaboración propia*

**Tabla 35. Múltiplos PagSeguro Digital**

Ratios	2020-T1 LTM	2021-T1 LTM	Promedio
Relación precio-beneficio (PER)	18,46	68,36	43,41
Valor empresarial a EBITDA (EV / EBITDA)	10,61	36,84	23,73
Valor empresarial a EBIT (EV / EBIT)	11,47	47,66	29,56
Precio a valor contable (PBV)	3,97	8,87	6,42
Relación valor contable (VBR)	3,96	8,89	6,43
Relación precio / venta (PS)	4,32	11,32	7,82
Relación valor empresarial / ventas (VS)	3,86	11,00	7,43

Fuente: *Elaboración propia*

**Tabla 36. Múltiplos eBay**

Ratios	2020-T1 LTM	2021-T1 LTM	Promedio
Relación precio-beneficio (PER)	4,84	14,40	9,62
Valor empresarial a EBITDA (EV / EBITDA)	10,19	11,56	10,88
Valor empresarial a EBIT (EV / EBIT)	13,37	13,66	13,52
Precio a valor contable (PBV)	9,96	11,06	10,51
Relación valor contable (VBR)	10,70	11,06	10,88
Relación precio / venta (PS)	2,55	3,85	3,20
Relación valor empresarial / ventas (VS)	3,19	4,19	3,69

Fuente: *Elaboración propia*

**Tabla 37. Múltiplos Amazon**

Ratios	2020-T1 LTM	2021-T1 LTM	Promedio
Relación precio-beneficio (PER)	91,93	57,96	74,95
Valor empresarial a EBITDA (EV / EBITDA)	26,71	22,49	24,60
Valor empresarial a EBIT (EV / EBIT)	68,92	37,43	53,17
Precio a valor contable (PBV)	14,91	15,09	15,00
Relación valor contable (VBR)	4,10	4,41	4,26
Relación precio / venta (PS)	3,28	3,72	3,50
Relación valor empresarial / ventas (VS)	3,28	3,69	3,48

Fuente: *Elaboración propia*

**Tabla 38. Múltiplos Paypal**

Ratios	2020-T1 LTM	2021-T1 LTM	Promedio
Relación precio-beneficio (PER)	60,48	55,40	57,94
Valor empresarial a EBITDA (EV / EBITDA)	30,58	54,59	42,58
Valor empresarial a EBIT (EV / EBIT)	41,93	71,11	56,52
Precio a valor contable (PBV)	7,03	14,66	10,85
Relación valor contable (VBR)	7,11	14,86	10,98
Relación precio / venta (PS)	6,21	12,63	9,42
Relación valor empresarial / ventas (VS)	6,03	12,29	9,16

Fuente: *Elaboración propia*

### ANEXO 3: Test de Normalidad Jarque-Bera

Test de Normalidad Jarque-Bera	
Observaciones	103
Asimetría	-0,2276
Curtosis	1,1710
Estadístico JB	6,7742
Valor p CHI(2)	0,0338

Fuente: *Elaboración propia*