

Universidad ORT Uruguay

Facultad de Administración y Ciencias Sociales

La generación de valor a través de la separación de unidades de negocio: El caso eBay – PayPal y posible impacto en Mercado Libre y Mercado Pago

Entregado como requisito para la obtención del título
de Master en Dirección Financiera

José Kaiser N° 140658

Javier Manzo N° 153680

Mauro Mathieu N° 176753

Tutor: Aurelio Suárez

2018

Declaración de autoría

Nosotros, José Kaiser, Javier Manzo y Mauro Mathieu, declaramos que el trabajo que se presenta en esa obra es de nuestra propia mano. Podemos asegurar que:

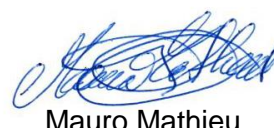
- La obra fue producida en su totalidad mientras realizábamos el Máster en Dirección Financiera;
- Cuando hemos consultado el trabajo publicado por otros, lo hemos atribuido con claridad;
- Cuando hemos citado obras de otros, hemos indicado las fuentes. Con excepción de estas citas, la obra es enteramente nuestra;
- En la obra hemos acusado recibo de las ayudas recibidas;
- Cuando la obra se basa en trabajos realizados conjuntamente con otros, hemos explicado claramente qué fue contribuido por otros, y qué fue contribuido por nosotros;
- Ninguna parte de este trabajo ha sido publicada previamente a su entrega, excepto donde se han realizado las aclaraciones correspondientes.



José Kaiser



Javier Manzo



Mauro Mathieu

14 de junio, 2018

Abstract

En los últimos tiempos, la separación de unidades de negocio para convertirlas en entidades independientes (*spin-off*) ha ganado relevancia como estrategia activa de generación de valor. La empresa eBay (Fortune 500), dedicada a la compraventa, anuncios y subastas de productos y servicios a través de internet, escindió en 2015 su plataforma de procesamiento de pagos *online*, PayPal, y no se han podido identificar a la fecha estudios públicos que aborden la generación de valor derivada de esta estrategia. Se identifica además a Mercado Libre como empresa de características similares a las de eBay en América Latina. El objetivo del presente trabajo es analizar si se creó valor a partir de la decisión de eBay de separar PayPal, y estudiar el impacto que tendría realizar una operación similar en una compañía de semejantes características en América Latina. La metodología utilizada consiste en un análisis de la etapa del ciclo de vida de la empresa y del sector, la valuación mediante el método de flujos de fondos descontados y la aplicación del método de valuación por múltiplos a los efectos de determinar la generación de valor derivada de la separación. El aporte del presente trabajo se centra en establecer una posible metodología de análisis para futuros casos particulares de *spin-off*. Para el caso de eBay-PayPal, se determina que la separación logró generar valor, y que incluso este hubiera sido mayor si la estrategia se hubiera llevado a cabo un año antes. A su vez, se establece que Mercado Libre y Mercado Pago aún están en etapas más tempranas del ciclo de vida, por lo que no resultaría aún conveniente llevar a cabo una estrategia similar.

Palabras clave

Spin-off, Divestiture, eBay, PayPal, Mercado Libre, Valuación de empresas, Escisión

Índice

Abstract	3
1. Introducción	10
1.1. Separación de eBay y PayPal	12
1.2. Caso de estudio en la región: Mercado Libre y Mercado Pago	14
2. Marco teórico	16
2.1. Estudios relativos a spin-off de unidades de negocio.....	16
2.2. Análisis de ciclo de vida.....	18
2.2.1. Ciclo de vida de la empresa.....	18
2.2.2. Ciclo de vida del sector.....	21
2.3. Métodos de valuación de empresas	22
2.3.1. Valuación por flujos de fondos descontados	23
2.3.2. Valuación por múltiplos.....	28
2.4. Análisis de evento.....	31
3. Metodología	34
4. Análisis de ciclo de vida	37
4.1. Situación previa a la separación de eBay y PayPal	37
4.1.1. Evolución de PayPal dentro de eBay en el período 2006 – 2015.....	38
4.2. Análisis del sector de e-commerce	39
4.3. Situación competitiva de eBay	40
4.3.1. Cambios en eBay	41
4.4. Análisis del sector de pagos <i>online</i>	42
4.5. Situación competitiva de PayPal.....	43
4.5.1. Pagos móviles	44
4.5.2. Alianzas estratégicas.....	47
4.5.3. Monetización de Venmo	48
4.6. Resultados del análisis de ciclo de vida.....	49
5. Análisis del retorno total para el accionista	50
6. Análisis de evento.....	53
6.1. Resultados del análisis de evento.....	54
7. Valuación por flujo de fondos descontados.....	57
7.1. Supuestos de proyecciones.....	58
7.1.1. Ingresos de eBay – <i>Marketplace</i>	58
7.1.2. Ingresos de PayPal.....	62
7.1.3. Ganancia antes de intereses e impuestos	66
7.1.4. Impuestos.....	66
7.1.5. Inversiones y amortizaciones.....	67

7.1.6.	Tasa de descuento	68
7.2.	Resultados de la valuación por flujos de fondos descontados	73
7.3.	Análisis de sensibilidad.....	75
7.3.1.	Sensibilización de las principales variables	75
7.3.2.	Prueba de tensión	77
7.3.3.	Análisis de sensibilidad cruzada	80
8.	Valuación por múltiplos.....	83
9.	Caso de estudio en la región: Mercado Libre y Mercado Pago	85
9.1.	Comparación entre eBay/PayPal y Mercado Libre/Mercado Pago.....	85
9.1.1.	Similitudes entre las compañías	85
9.1.2.	Diferencias entre las compañías.....	86
9.2.	Desarrollo del sector de e-commerce en América Latina.....	86
9.3.	Desarrollo del sector de pagos <i>online</i> en América Latina.....	89
9.4.	Situación competitiva de Mercado Libre	92
9.4.1.	Marketplace.....	92
9.4.2.	Pagos	95
9.5.	Evolución del segmento <i>Non-Marketplace</i> – Mercado Pago.....	96
9.5.1.	Pagos	98
9.5.2.	<i>Financing Business</i>	99
9.5.3.	Mercado Crédito	100
9.6.	Análisis de ciclo de vida de Mercado Libre y Mercado Pago.....	101
9.7.	Lecciones del caso eBay – PayPal	102
10.	Conclusiones.....	107
11.	Limitaciones y sugerencias para futuros estudios	111
12.	Bibliografía	112
13.	Anexos.....	119
13.1.	Valuación por flujos de fondos descontados: 2013	119
13.2.	Valuación por flujos de fondos descontados: 2014	120
13.3.	Valuación por flujos de fondos descontados: 2015	122
13.4.	Valuación por flujos de fondos descontados: 2016	123
13.5.	Valuación por flujos de fondos descontados: 2017	125

Índice de gráficos

Gráfico 1	Ingresos de eBay, Inc. por segmento (US\$ millones)	38
Gráfico 2	Porcentaje de respuestas seleccionando cada factor como el más importante para sus compras online.	42
Gráfico 3	Retornos anormales por día y acumulados.....	54
Gráfico 4	Estimación del total de ventas de retail e-commerce mundial para el período 2015-2020.....	59
Gráfico 5	Evolución del market share de eBay para el período 2012-2014	60
Gráfico 6	Take-rate de eBay para el período 2012-2014	62
Gráfico 7	Crecimiento del TPV de PayPal por segmento para el período 2011-2014	64
Gráfico 8	Valuación por flujo de fondos descontados, por año de separación.....	74
Gráfico 9	Diferencial de valor entre valuación de Old eBay y suma de compañías Standalone (US\$ millones).....	74
Gráfico 10	Participación del e-commerce en el total de retail por región, 2007-2017	87
Gráfico 11	Penetración de internet en América Latina (porcentaje sobre población. 2011-2017e.....	87
Gráfico 12	Número de usuarios de internet en América Latina (en millones), 2013-2019e.....	87
Gráfico 13	Usuarios de internet en América Latina por país, 2017 (en millones)	88
Gráfico 14	Sitios web más populares en América Latina, 2016 (visitas únicas, en millones)	88
Gráfico 15	Crecimiento anual compuesto del e-commerce por país, 2007-2017.....	88
Gráfico 16	Prevalencia del e-commerce en la población total y en los usuarios de internet.....	89
Gráfico 17	Participación de compras realizadas en dispositivos móviles en el GMV de Mercado Libre	91
Gráfico 18	Penetración de servicios financieros básicos en América Latina, 2017. ...	91
Gráfico 19	Market share de Mercado Libre estimado para 2017.....	93
Gráfico 20	Impacto de política de envío gratuito en los márgenes de Mercado Libre.	93
Gráfico 21	Población de los países en los que Mercado Libre tiene actividad (millones de personas).....	94
Gráfico 22	Penetración de internet en los países en los que opera Mercado Libre (% de población).	94
Gráfico 23	Surgimiento de unidades de negocio de Mercado Libre	96
Gráfico 24	Ingresos netos consolidados de Mercado Libre por línea de negocio	97

Gráfico 25 Ingresos del segmento Non-Marketplace de Mercado Libre, al tercer trimestre de 2017	98
Gráfico 26 TPV de Mercado Libre, Marketplace vs. Off Marketplace.	99
Gráfico 27 TPV de Mercado Pago, Marketplace vs. Off Marketplace.....	104
Gráfico 28 TPV de PayPal, Marketplace vs. Off Marketplace.....	104
Gráfico 29 Porcentaje de ingresos por segmento de Old eBay	104

Índice de tablas

Tabla 1	Cálculo de Flujo de fondos libres para la empresa	26
Tabla 2	Cálculo de Flujo de fondos libres para el accionista	27
Tabla 3	Variables a utilizar como herramientas de análisis para el trabajo.	35
Tabla 4	Distribución de Ingresos de eBay, Inc. por segmento.....	39
Tabla 5	Evolución de transacciones de e-commerce, excluyendo m-commerce.....	40
Tabla 6	Descripción del cálculo del market share de PayPal para el período 2014-2016.....	44
Tabla 7	Retorno total anualizado para el accionista 2010-2016	50
Tabla 8	Retorno total anualizado para el accionista	51
Tabla 9	Retornos anormales para cada ventana de evento	55
Tabla 10	Descripción del cálculo del market share de eBay para el período 2012-2014.....	60
Tabla 11	Transacciones de eBay Marketplace 2012 - 2014.....	61
Tabla 12	Ingresos de PayPal asociados a transacciones realizadas en eBay para el período 2012-2014.....	63
Tabla 13	Descripción del cálculo del take-rate para el segmento On eBay de PayPal para 2012-2014.	65
Tabla 14	Descripción del cálculo del take-rate para el segmento Merchants de PayPal para 2012-2014	65
Tabla 15	Estructura de capital de eBay y PayPal a diciembre, 2014.....	69
Tabla 16	Costo de la deuda de eBay y PayPal al 31/12/2014.....	69
Tabla 17	Costo de los fondos propios de eBay y PayPal al 31/12/2014.....	71
Tabla 18	Tasa de costo del capital (WACC) de eBay.....	72
Tabla 19	Tasa de costo del capital (WACC) de PayPal.	72
Tabla 20	Resultado valuación por flujo de fondos descontados, por año de separación (US\$ millones)	73
Tabla 21	Resultados de análisis de sensibilidad.	77
Tabla 22	Prueba de tensión. Valor a partir del cual resulta conveniente la separación para cada año analizado.....	78
Tabla 23	Análisis de sensibilidad cruzada, crecimiento TPV Merchants en PayPal Standalone en año de separación con mejora en el margen PayPal y eBay Standalone.....	80
Tabla 24	Análisis de sensibilidad cruzada, crecimiento TPV Merchants en PayPal Standalone en año de separación con deterioro Market share anual para eBay Standalone.....	81

Tabla 25	Análisis de sensibilidad cruzada, deterioro Market share e-commerce anual para eBay Standalone con mejora en el margen PayPal y eBay Standalone.	82
Tabla 26	Múltiplos de valuación eBay Standalone.	83
Tabla 27	Múltiplos de valuación PayPal Standalone.	84
Tabla 28	Múltiplos de valuación PayPal Standalone.	84
Tabla 29	Ingresos netos consolidados de Mercado Libre por segmento de negocios (US\$ millones)	97
Tabla 30	Crecimiento anual de los ingresos netos consolidados de Mercado Libre, por segmento de negocio.	97
Tabla 31	Proporción de GMV de eBay procesado mediante PayPal, 2012-2014.....	105
Tabla 32	Crecimiento de los ingresos netos consolidados de Old eBay por segmento de negocios	106

1. Introducción

La actividad de fusiones y adquisiciones (M&A) ha sido ampliamente investigada a lo largo de las últimas décadas. Los enfoques de investigación han sido diversos, abarcan desde aspectos estratégicos y de cultura organizacional, hasta enfoques puramente financieros.

La revolución tecnológica ha traído consigo la globalización, y ha otorgado la posibilidad de acceso a información de manera cada vez más rápida y fiable. Esto ha permitido una aceleración en los procesos de M&A a nivel mundial, que se encuentran en niveles récord, medidos tanto en número de transacciones como en su valor total.

Sin embargo, de la actividad total de M&A, pocos estudios se han concentrado en los *divestitures* o *spin-off*. Este proceso en el cual una empresa decide escindir una unidad de negocio para que comience a cotizar en bolsa como una entidad separada, se ha asociado tradicionalmente a una estrategia de último recurso, y pocas veces se ha valorado como una estrategia activa de generación de valor para las compañías.

Los estudios relevados determinan que la mayor parte de los *spin-off* se dan como reacción a condiciones de mercado o necesidades económicas. En este sentido, se encuentra que la gestión activa de las unidades de negocio a través de adquisiciones y separaciones ha creado sistemáticamente más valor que la gestión pasiva.

Un caso particular de *spin-off* se dio en el año 2015, cuando el gigante del *e-commerce* eBay resolvió separar PayPal, su segmento del negocio dedicado al procesamiento de pagos *online*. El objetivo declarado por la compañía en el momento fue el de aumentar el foco de cada segmento en su negocio principal, generando al mismo tiempo mayor flexibilidad para perseguir el éxito a futuro.

En la revisión bibliográfica realizada, no se han podido identificar trabajos que aborden en detalle el caso de eBay y PayPal, por lo que resulta de interés profundizar en este tema. En el mismo sentido, no se encuentran análisis profundos de la generación de valor en otros casos de separaciones de empresas, por lo que además de la relevancia particular del tema, se pretende proponer una metodología para hacer frente a este tipo de análisis.

La existencia en la región de una empresa de similares características a las de eBay como Mercado Libre, motiva a su vez a estudiar las posibles implicancias de una estrategia de *divestiture* de su plataforma de pagos, Mercado Pago.

El objetivo principal del presente trabajo es analizar si se creó valor a partir de la decisión por parte de eBay de separar su unidad de negocios vinculada a su plataforma de pagos *online*, y estudiar el impacto que tendría realizar una operación similar en una compañía de semejantes características en Latinoamérica.

Asimismo, como objetivos específicos se han planteado estudiar los siguientes aspectos de interés:

1. Evaluar si la separación de la unidad de negocios se realizó en el momento más adecuado en términos de generación de valor.
2. Comparar los rendimientos de los inversores antes y después de la separación de ambas compañías.
3. Estudiar el impacto del anuncio de la separación en el precio de la acción de eBay para determinar la percepción del mercado respecto a dicha operación.

Determinar el valor generado en el caso de eBay y PayPal aparece como un caso particular de valuación, ya que dichas compañías buscaron generar valor a través de una separación y no de una combinación de negocios. El análisis detallado de este caso puede ayudar a otras compañías que deseen llevar a cabo un proceso similar, proporcionando mayor información a partir de dicha experiencia y contribuyendo a reforzar la idea del *divestiture* como una estrategia activa de creación de valor.

La hipótesis inicial de trabajo consiste en que la separación de *eBay* y *PayPal* generó oportunidades para ambas, contribuyendo a la generación de valor conjunta. En el caso de *PayPal*, la separación permitiría vincularse a otros sitios web como plataforma de pagos, ampliando su mercado potencial de manera significativa. Respecto a *eBay*, la empresa podría enfocar sus esfuerzos en su principal línea de negocios.

El trabajo está estructurado en 11 capítulos. El capítulo 1 corresponde a la introducción, en la cual se presenta el título del trabajo, los objetivos, su alcance, las hipótesis de trabajo, así como también se presenta brevemente el caso de separación de eBay y PayPal y una eventual aplicación regional en Mercado Libre. El capítulo 2 abarca una revisión bibliográfica de los fundamentos teóricos de los *spin-off* de compañías, analizando resultados de diversos estudios de casos y análisis de eventos, así como también de los métodos de valuación de empresas que se utilizan en este trabajo. El

capítulo 3 de Metodología, detalla las variables analizadas y técnicas empleadas para recoger la información, desarrollar el modelo y analizar los resultados. El capítulo 4 comprende un análisis de ciclo de vida de las compañías y los sectores de actividad a efectos de determinar la etapa del ciclo que atraviesan eBay y PayPal en la actualidad.

En el capítulo 5 se analiza el retorno de los accionistas de eBay previo y posterior a la separación de PayPal, al tiempo que el capítulo 6 se enfoca en el efecto que tuvo el anuncio de la separación en el precio de la acción de eBay para determinar la percepción del mercado respecto a la misma, utilizando la metodología de análisis de evento.

El capítulo 7 desarrolla la metodología de valuación por flujos de fondos descontados para evaluar tanto la creación de valor del *spin-off* como el momento en el cual se llevó a cabo, a través de un ejercicio de optimización dinámica. En el capítulo 8 se desarrolla la valuación por múltiplos, a efectos de comparar con los resultados obtenidos en la valuación por descuento de flujos.

El capítulo 9 aplica los conocimientos obtenidos del caso eBay – PayPal a la realidad de Mercado Libre y Mercado Pago.

Las conclusiones del estudio se presentan en el capítulo 10, y en el capítulo 11 se realizan sugerencias para futuros estudios.

A continuación se realiza una breve reseña histórica de las empresas relevantes para el estudio.

1.1. Separación de eBay y PayPal

Fundada en septiembre de 1995 por Pierre M. Omidyar, eBay, Inc. (NASDAQ: EBAY) es una empresa líder de comercio *online*. A través de sus plataformas de Marketplace, StubHub y Clasificados, eBay conecta a millones de compradores y vendedores alrededor del mundo (Reuters, 2018). Su misión es “proporcionar un mercado electrónico mundial en el que prácticamente cualquier persona pueda comerciar con casi cualquier producto, creando así oportunidades económicas por todo el mundo” (eBay, Inc., 2018a).

La compañía tiene su sede en San José, California, y tiene operaciones en más de 30 países. Cuenta con más de 170 millones de usuarios activos que comercian a través de la plataforma por un valor de más de 88.000 millones de dólares anuales, y generan un

valor de ingresos netos para la compañía superior a los 6.000 millones de dólares anuales (eBay, Inc., 2017).

El 8 de julio de 2002, eBay adquiere la plataforma de pagos *online* PayPal. Fundada en 1998 en Palo Alto, California, PayPal permitía a cualquier individuo o empresa que contara con una dirección de correo electrónico y una tarjeta de crédito o cuenta bancaria la posibilidad de enviar o recibir pagos *online* (Eisenmann y Barley, 2007).

PayPal se había transformado rápidamente en líder en la industria de pagos *online*, revolucionando el mercado por su rapidez y sencillez de acceso tanto para compradores como para vendedores. Tras la adquisición, esta herramienta se convierte en el principal medio de pago utilizado por los usuarios de eBay y en uno de sus principales segmentos de negocio.

El modelo de negocios de PayPal consiste, por una parte, en brindar a los compradores una forma sencilla de pagar sus transacciones *online*, y por otra, a los vendedores una forma económica de cobrarlas. La compañía ofrece 3 tipos de cuentas con distintos servicios: *personal*, *premier*, y *empresas*. PayPal obtiene la mayor parte de sus ingresos cobrando comisiones a los vendedores, las cuales tienen componentes fijos y variables.

Tal y como lo describía la entonces directora ejecutiva y presidente de eBay, Meg Withman, el éxito de PayPal luego de su adquisición se debió a una estrategia de negocio dividida en tres fases: en primer lugar se enfocó en expandir sus servicios entre los usuarios de eBay en los Estados Unidos. En segundo lugar, llevar estos servicios a los sitios internacionales de eBay y, por último, desarrollar el negocio de PayPal fuera de eBay (Eisenmann y Barley, 2007).

Luego de afianzar su modelo de negocios e incrementar su presencia en eBay tanto a nivel doméstico como internacional, PayPal comenzó a desarrollar su estrategia fuera de la plataforma de eBay. A fines de 2003, se creó una nueva unidad dentro de PayPal: *Merchant Services*. Esta unidad de negocios se enfocó en proveer soluciones de pagos para sitios de *e-commerce* fuera de la plataforma de eBay. En este sentido, en agosto de 2005 el entonces presidente de PayPal, Jeff Jordan, definía el objetivo de la compañía como "ser el estándar global para los pagos *online*". La unidad comenzó una estrategia activa que incluía reducidos cargos por transacción para clientes fuera de eBay de gran porte, pago de bonos de referencia a usuarios que recluten nuevos comercios, entre otras. (Eisenmann y Barley, 2007).

En 2012, PayPal se asocia con la empresa Discover Card, que se dedica a brindar a sus usuarios la posibilidad de comprar con tarjeta de crédito en más de 7 millones de

locales *off-line*. En 2013, PayPal adquiere Braintree, una *start-up* de procesamiento de pagos, con la finalidad de acelerar su crecimiento en el segmento de pagos móviles.

Finalmente, el 30 de septiembre de 2015, eBay anuncia sus planes de separación de PayPal en una compañía independiente y que cotice en bolsa.

1.2. Caso de estudio en la región: Mercado Libre y Mercado Pago

Mercado Libre Inc. (NASDAQ: MELI) es la mayor compañía de *e-commerce* de Latinoamérica. Inició sus operaciones en Argentina en agosto de 1999 a impulso de Marcos Galperín, argentino estudiante de MBA de Stanford. Contó inicialmente con el apoyo financiero de grandes bancos y fondos de inversión (JP Morgan, Goldman Sachs, Banco Santander, entre otros).

La empresa tuvo un rápido crecimiento, y en apenas dos meses de operación ya contaba con más de 13.000 usuarios registrados y 4.400 objetos vendidos por 1,4 millones de dólares, promediando 70 transacciones diarias (Magalhães y da Rocha, 2014).

El proceso de expansión requería a Mercado Libre alcanzar mercados internacionales. Fue así que en octubre de 1999, con apenas dos meses de funcionamiento en Argentina, Mercado Libre inauguró sus operaciones en gran parte de Latinoamérica, incluyendo México, Brasil y Uruguay. En el año 2000, el proceso continuó hacia Chile, Colombia, Ecuador y Venezuela. En todos los casos, se inició con una campaña publicitaria agresiva, con el atractivo de que no se cobraban comisiones.

eBay, líder mundial en la industria de *e-commerce*, tenía una participación relevante en el mercado latinoamericano. A fines de 2001, Mercado Libre y eBay firmaron un acuerdo, donde eBay adquirió el 19,5% de las acciones de Mercado Libre a cambio de la cesión de las actividades de esta en Brasil (a través de iBazar). Mercado Libre Inc. (2017) señala que esta alianza estratégica que duró hasta 2006 le otorgó además a Mercado Libre un *know-how* y experiencia fundamental para acelerar su desarrollo en el *e-commerce* latinoamericano.

Mercado Libre ha crecido en parte a través de un proceso de adquisiciones, destacándose en noviembre de 2005 la compra de a su principal competidor y único sitio de relevancia en la región: DeRemate.com, consolidando su posición de líder de la industria en Latinoamérica (Mercado Libre Inc., 2017).

El modelo de negocios de Mercado Libre tiene grandes similitudes con el de eBay. Consiste en cobrar a los vendedores una comisión por sus ventas o por las publicaciones. Al igual que eBay, la compañía divide sus operaciones en dos grandes áreas de negocios: *Marketplace* y *Non-Marketplace*. En ambos casos funciona de forma independiente en cada uno de los países en los que opera la empresa, permitiendo al usuario acceder únicamente a las publicaciones de su país.

El *Marketplace* es la plataforma de comercio *online* que permite a compradores y vendedores participar en transacciones de bienes y servicios. Funciona como un servicio *online* amigable al usuario donde individuos y empresas pueden listar los ítems en venta y llevar a cabo sus transacciones de compra y venta. El precio de las transacciones puede ser definido por el vendedor (precio fijo) o estar sujeto a una subasta. Mercado Libre cobra a los vendedores un precio fijo o un porcentaje del precio de venta, dependiendo de la posición en el listado que quiera el vendedor (Mercado Libre Inc., 2017).

Las operaciones del segmento *Non-Marketplace* incluyen el servicio de clasificados, donde los vendedores publican inmuebles o automotores a cambio de una comisión fija, la solución de pagos online integrada Mercado Pago, el servicio de publicidad que permite promocionar productos y servicios en internet, el servicio de tiendas online Mercado Shops, y el servicio de envíos para usuarios del *Marketplace*, Mercado Envíos (Mercado Libre Inc., 2017).

Mercado Pago fue lanzado en Argentina en noviembre de 2003, y en la actualidad se encuentra disponible en Argentina, Brasil, México, Colombia, Chile, Venezuela, Perú y Uruguay. La empresa proyecta continuar su expansión hacia otros mercados ofreciendo sus servicios tanto en la plataforma de Mercado Libre como fuera de ella.

Las similitudes existentes entre eBay con su plataforma PayPal y Mercado Libre con Mercado Pago hacen relevante el estudio de los efectos que tuvo la separación de eBay y PayPal, y la aplicación de los conocimientos obtenidos a la realidad actual de la plataforma latinoamericana.

2. Marco teórico

2.1. Estudios relativos a spin-off de unidades de negocio

Krishnaswami y Subramaniam (1999) describen el *spin-off* como una de las diversas formas a través de las cuales una empresa puede separar una unidad de negocio. Es una distribución prorrateada entre los accionistas de la empresa de las acciones de la unidad separada, por lo que no significa una dilución o transferencia de la propiedad actual. Luego de la distribución de las acciones se realiza la separación de las operaciones y el directorio de ambas entidades. Los *spin-off* constituyen un modo único de separación de activos debido a que no implican transacciones en efectivo.

Tal como se indica en Dranikoff, Koller y Schneider (2002), tradicionalmente los *spin-off* se han utilizado como una forma de deshacerse de negocios deficitarios, como una reacción a diversas presiones y no como una estrategia proactiva para la creación de valor. La mayoría de las compañías dedican mucho tiempo y recursos a la adquisición o creación de nuevos negocios, pero pocas consideran la separación de unidades de negocio como una parte vital de la estrategia, identificando potenciales unidades cuya separación maximizaría el valor de la compañía. Realizar *divestitures* regularmente, incluso de negocios sanos, asegura desarrollar al máximo el potencial de las que permanecen.

Se aprecia que ciertas afirmaciones realizadas por Dranikoff et al. (2002), podrían no contemplar algunas tendencias recientes del mercado, en el que nuevos negocios tecnológicos (*star-ups*) son creados dentro de empresas ya existentes con el objetivo de escindirse en el corto plazo.

De acuerdo a un estudio de 200 grandes empresas de EEUU entre 1990 y 2000 realizado por Brandimarte, Fallon y McNish (2001), aquellas compañías que manejan activamente sus portafolios a través de adquisiciones y separaciones crearon sistemáticamente más valor para el accionista que las que realizaban una gestión pasiva. Asimismo, las empresas que dividían su estrategia entre adquisiciones y separaciones tenían un mejor desempeño que las que se enfocaban únicamente en adquirir o separar. También se encontró un gran sesgo hacia las adquisiciones, siendo estas mucho más comunes que las separaciones.

Dranikoff et al. (2002) señala que de 50 grandes separaciones entre 1996 y 2000, tres cuartos de ellas fueron realizadas de manera reactiva, luego de años de pérdidas y cuando la situación se volvió inevitable. Esto se debe, en parte, a la connotación negativa que trae la acción de separar un negocio como una señal de fracaso y debilidad de la empresa. Las empresas normalmente posponen las *divestitures* hasta un punto en que el negocio pierde atractivo y la decisión se vuelve inevitable. Esto hace que la separación sea vista como un acto de desesperación, reforzando la connotación negativa del término y provocando que los ejecutivos estén aún más reacios a llevarlas a cabo.

El motivo más frecuentemente mencionado en la bibliografía analizada para la implementación de *spin-off* es la intención de la empresa de concentrarse en su negocio principal. Desai y Jain (1999) encuentran que los *spin-off* realizados con la intención de incrementar el foco en el negocio principal se asocian con mayores retornos. Según Veld y Veld-Merkoulova (2009), esto es consistente con la idea de que la separación de líneas de negocio que se encuentran por fuera del negocio principal es mejor percibida por el mercado que la separación de activos directamente relacionados al negocio principal. Adicionalmente, un estudio de 6642 *divestitures* llevado a cabo por Kengelbach, Roos y Keienburg (2014) en el período 1990-2013 sostiene que los inversores perciben a las empresas que realizan *divestitures* como entidades mejoradas y mejor enfocadas, y esta valoración positiva por parte de los mercados se evidencia claramente en el incremento de sus múltiplos de valuación. Asimismo, encuentran que más de la mitad de los *divestitures* analizados crearon valor al obtener mayores retornos extraordinarios luego de la separación. Por otra parte, desde el punto de vista operativo, argumentan que las empresas que separan unidades de negocios logran mejor rentabilidad porque muchas veces el negocio separado era un “huérfano corporativo” que no recibía la atención e inversión suficiente y por ende obtenía pobres resultados. Su separación mejora la rentabilidad global y crecimiento de la empresa por mayor foco en las unidades restantes, mejor asignación de capital entre unidades, y mayor disponibilidad de fondos.

Habib, Johnsen y Naik (1997) presentan una explicación de los *spin-off* basada en la información. Argumentan que una empresa puede incrementar su valor al separar una unidad de negocio ya que al cotizar en el mercado cada una de ellas por separado el sistema de precios se vuelve más informativo. Esto permite reducir la incertidumbre de los inversores respecto al valor de cada unidad y contribuye a mejorar la calidad de las decisiones de inversión, conduciendo a un aumento del valor total de la firma y de la subsidiaria separada.

La hipótesis de información asimétrica descrita en Krishnaswami y Subramaniam (1999) señala que la separación de unidades de negocio a través de *spin-off* puede generar valor para los accionistas, al mitigar la asimetría de información existente en el mercado respecto a una firma. La separación les permite a los inversores percibir más claramente el valor de cada unidad, pudiendo identificar con mayor facilidad la rentabilidad y eficiencia operativa de cada unidad en particular. De esta forma, las empresas que se encuentran actualmente subvaluadas debido a la asimetría de información mejoran su valuación en el mercado debido a la separación. Krishnaswami y Subramaniam (1999) analizan empíricamente esta hipótesis, demostrando que las firmas que realizan *spin-off* tienen inicialmente mayores niveles de asimetría de información, y que la separación reduce considerablemente los problemas de información. Asimismo, añaden que empresas con mayores oportunidades de crecimiento tienen una mayor propensión a realizar *spin-off*.

2.2. Análisis de ciclo de vida

Las diferentes etapas de desarrollo que recorren las compañías a lo largo de su existencia deben ser tenidas en cuenta a la hora de realizar una valuación. Las distintas características de cada etapa inciden de gran manera en los flujos fondos esperados por el negocio, por lo cual la etapa de desarrollo es un factor que incide en el valor de una empresa. De igual manera, es también importante distinguir la etapa del ciclo de vida en la que se encuentra cada sector de actividad a los efectos contextualizar a la empresa y definir los supuestos para la proyección de flujos de fondos (Ribeiro, 2013).

A continuación se presenta una descripción de las características que generalmente presentan las empresas y sectores en cada etapa de su ciclo de vida.

2.2.1. Ciclo de vida de la empresa

Miller y Friesen (1984) sostienen que todas las empresas recorren diversas etapas en su ciclo de vida, y describen una tipología de 5 etapas con características distintivas para cada una de ellas. Las etapas referidas son las de Nacimiento, Crecimiento, Madurez, Renacimiento y Declive.

Ribeiro (2013) y Black (1998), por su parte, consideran solo 4 etapas de desarrollo distintas en el ciclo de vida que recorren las compañías: Nacimiento, Crecimiento, Madurez y Declive.

La etapa de nacimiento es el periodo en el cual una firma intenta convertirse en una entidad viable. La principal característica de las empresas en esta fase es que son jóvenes, dominadas por sus dueños y cuentan con estructuras simples e informales (Miller y Friesen, 1984). Black (1998) argumenta que el valor de una start-up depende en gran medida del valor de sus oportunidades de crecimiento.

Terreno, Sattler, y Pérez (2017) sostienen que en esta etapa la empresa carece de una clientela establecida, lo cual se traduce en una baja penetración de mercado, y además existe una carencia de economías de escala y una falta de conocimiento acerca de los ingresos y costos. Estos factores ocasionan que la empresa tenga flujos de efectivo operativos negativos. Adicionalmente, en las etapas tempranas las empresas suelen realizar inversiones en activos fijos como estrategia para crear barreras a la entrada y ventajas competitivas, lo cual genera importantes necesidades de financiamiento.

Según Miller y Friesen (1984), la fase de crecimiento comienza cuando la firma ha establecido sus competencias distintivas y ha disfrutado de cierto éxito inicial a nivel de producto o mercado. El énfasis de la empresa está en lograr un rápido crecimiento de ventas y acumular recursos para capitalizar ventajas competitivas a mayor escala. Consecuentemente, las firmas en crecimiento son generalmente más proactivas que sus competidoras más viejas ya que intentan vencer a la competencia en el desarrollo de nuevos productos y prácticas. Típicamente en esta fase se establece una estructura organizacional basada en la funcionalidad, cierta autoridad es delegada a mandos medios y los procesos se formalizan.

En este sentido, la fase de crecimiento se caracteriza por un acelerado incremento de las ventas y un elevado nivel de inversiones. Se acrecientan los esfuerzos de diferenciación a efectos de aprovechar las oportunidades y extender la participación de mercado, lo cual maximiza el margen de ganancias (Terreno et al., 2017). De esta forma, las oportunidades de crecimiento continúan siendo un componente relevante del valor total de una firma, y la obtención del financiamiento necesario continúa siendo una preocupación importante (Black, 1998).

Respecto a la etapa de madurez, Miller y Friesen (1984) señalan que se alcanza una vez que los niveles de ventas se estabilizan, caen los niveles de innovación y se establece una estructura organizacional más burocrática, al tiempo que el foco se mueve

hacia la eficiencia. De forma similar, Terreno et al. (2017) sostienen que la etapa de madurez tiene como una de sus principales características la disminución de oportunidades de inversión, lo cual hace caer el ritmo de crecimiento. Los aun elevados niveles de rentabilidad atraen mayor competencia en el sector. Esto hace que se incrementen los esfuerzos por disminuir costos a través de la utilización de las economías de escala y de una producción más eficiente. Asimismo, debido a la carencia de oportunidades, los niveles de inversión disminuyen a excepción de las inversiones para mantenimiento de capital, y comienza la distribución de dividendos.

Finalmente, en la etapa de declive, Terreno et al. (2017) establecen que las empresas exhiben una tasa de crecimiento negativa o decreciente, lo cual conduce eventualmente a una caída del precio de venta e impacta negativamente en los flujos de efectivo de las actividades operativas. Miller y Friesen (1984) indican que esto se debe a factores externos y a la falta de innovación. En cuanto a los niveles de inversión, Terreno et al. (2017) afirman que la empresa puede continuar efectuando inversiones para el mantenimiento de las operaciones, o comenzar a liquidar activos para cubrir los flujos de efectivo operativos negativos y atender los servicios de la deuda.

Black (1998) por su parte argumenta que en la fase de declive las oportunidades de crecimiento son limitadas. La competencia es mayor y los mercados potenciales son más pequeños. Las firmas en declive no van necesariamente camino al fracaso, ya que pueden regenerarse invirtiendo en nuevos productos y tecnologías y volver a la fase de crecimiento o madurez. No obstante, las posibilidades de financiamiento pueden verse afectadas en la medida en que los inversores toman consciencia de que la empresa entró en fase de declive.

Para determinar el método de valuación más adecuado para compañías en la etapa de nacimiento, Ribeiro (2013) distingue entre dos situaciones. Una primera situación hace referencia al surgimiento de un negocio en un sector ya existente y con un modelo de negocios probado. En este caso, si el factor fundamental de creación de valor ya se encuentra incorporado como un activo de la compañía, el método de descuento de flujos de fondos será el más apropiado. Por el contrario, si el factor fundamental de creación de valor aún no se encuentra incorporado a la empresa, será más conveniente realizar la valuación mediante el método de costo de reposición de los activos, ya que se considera que la misma sería una simple agrupación de activos tangibles.

La segunda situación refiere al nacimiento de una compañía con un modelo de negocio que no ha sido probado aún, el caso de las start-up. Dichas empresas típicamente presentan varios años de flujos de fondos negativos, y al no contarse con empresas

comparables en el mercado se dificulta la aplicación directa de la metodología convencional de flujos de fondos descontados.

En el caso de las empresas en etapa de crecimiento, según Ribeiro (2013) la metodología de valuación más apropiada es la de flujos de fondos descontados, al tiempo que la valuación por múltiplos será aplicable solamente en caso de encontrar información disponible de empresas comparables. Para el caso de empresas en etapa de madurez, Ribeiro (2013) afirma que se pueden aplicar fácilmente todos los métodos de valuación.

2.2.2. Ciclo de vida del sector

Al igual que las compañías, los sectores de actividad experimentan distintas características según la etapa del ciclo de vida en la que se encuentren. De acuerdo con Ribeiro (2013), las etapas son análogas a las del ciclo de vida de las empresas, es decir: Nacimiento, Crecimiento, Madurez y Declive.

Un sector en etapa de nacimiento suele exhibir rentabilidades negativas, dado que los ingresos son bajos en comparación con los altos costos iniciales de desarrollo y los elevados costos fijos.

En la etapa de crecimiento se pueden distinguir a su vez dos períodos. El primer período muestra niveles de crecimiento muy acelerados, donde la demanda crece muy rápidamente y los márgenes son altos debido a la baja competencia. El segundo período se caracteriza por una desaceleración del crecimiento y una baja de la rentabilidad por el surgimiento de nuevos competidores que ingresan al sector motivados por los elevados márgenes de retorno exhibidos en el primer período (Ribeiro, 2013).

Posteriormente se alcanza etapa de madurez, una vez que las tasas de crecimiento del sector se aproximan a las del nivel medio de la economía, y la mayor competencia lleva a los niveles de rentabilidad a su nivel normal.

Finalmente, en la etapa de declive, la rentabilidad del sector cae sustancialmente ante el surgimiento de productos sustitutos que hacen mermar la demanda.

2.3. Métodos de valuación de empresas

Según la definición de Caballer (1998), se entiende por valoración de empresas a “aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico”.

Por su parte, Ribeiro (2013) establece que “la valuación de empresas es un proceso mediante el cual se estima el valor económico de un negocio o de una participación en dicho negocio”. Las participaciones en el negocio comprenden generalmente la deuda la empresa, acciones comunes u ordinarias y acciones preferidas. Estas últimas otorgan a su tenedor derechos preferenciales en relación a las denominadas acciones comunes.

Al valor de los activos o negocio de la empresa se le denomina generalmente Valor del Negocio o Valor de la Empresa (*Business Enterprise Value o Enterprise Value*). Dicho valor se puede relacionar con los componentes del patrimonio de una empresa de la siguiente manera:

$$\text{Valor del negocio} = \text{Activos operativos} + \text{Activos no operativos}$$

Donde los Activos operativos comprenden al capital de trabajo, activos fijos e intangibles de la empresa. Asimismo, el valor del negocio es igual al valor del capital invertido, que incluye deuda y capital accionario (Ribeiro, 2013).

Las técnicas y metodologías de valuación difieren si se trata de sociedades abiertas cuyas acciones cotizan en bolsa, o de empresas cerradas cuyas acciones no cotizan en un mercado abierto. En el caso de sociedades abiertas, se cuenta con una referencia diaria respecto al precio de la última transacción de compraventa de acciones ocurrida en el mercado. En tal sentido, podemos estimar de forma rápida el valor de una empresa mediante la siguiente ecuación:

$$\text{Valor del negocio} = \text{Capitalización de mercado} + \text{Deuda}$$

Siendo la Capitalización de mercado igual a la cantidad de acciones en circulación multiplicado por el precio por acción.

En el caso de sociedades cerradas, al no contar con información sobre el precio de las acciones, se deben aplicar otras metodologías de valuación (Ribeiro, 2013).

Ribeiro (2013) clasifica los métodos de valuación en 3 categorías: enfoque de ingresos, enfoque de mercado y enfoque de costos.

El enfoque de ingresos considera que el valor de una empresa depende de los ingresos futuros que la misma generará para el inversor. Los principales métodos de valuación dentro de este enfoque son el descuento de flujos de fondos libres y el descuento de dividendos.

El enfoque de mercado (o valuación relativa), considera que el valor de una empresa depende también de lo que otros inversores pagan y han pagado por activos con similar utilidad económica. Bajo este enfoque se encuentra el método de múltiplos de mercado, método de múltiplos de transacciones y método de múltiplos técnicos.

El enfoque de costos (o enfoque de balance), tiene como fundamento que ningún inversor pagará por una empresa más de lo que le costaría recrear una empresa similar. Dicho enfoque abarca el método de valor patrimonial contable, método de valor patrimonial contable ajustado y el método del valor llave.

2.3.1. Valuación por flujos de fondos descontados

El método más utilizado para estimar el valor de una empresa es el método de descuento de flujo de fondos. De acuerdo a Blanco Pascual (2007) el modelo de descuento de flujos de caja determina el valor de cualquier activo, y lo hace a través del descuento de una serie de flujos de dinero que dicho activo generará en el futuro, a una tasa apropiada, en función del riesgo asociado a dichos flujos.

De acuerdo con Fernández (2014), los distintos métodos basados en el descuento de flujos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR}{(1+K)^n}$$

Donde V es el valor de la empresa sujeta a valuación, CF_i es el flujo de fondos generado por la empresa en el período i , n es la cantidad de flujos de fondos (horizonte de proyección), VR es el valor residual, es decir, el flujo de fondos generado más allá del horizonte de proyección, y K es la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos.

Ribeiro (2013), señala que según lo establece la teoría financiera, los flujos de fondos a utilizar deben ser los flujos esperados de la empresa obtenidos al ponderar cada

escenario futuro por su probabilidad de ocurrencia. Dichos escenarios futuros deben contemplar todos los factores de riesgo y su incidencia en el valor esperado del flujo. Asimismo, la tasa de descuento debe incorporar la tasa libre de riesgo más una prima por el riesgo sistemático o no diversificable. Esto último se basa en el supuesto de que el inversor de referencia está debidamente diversificado, por lo que los riesgos diversificables (o controlables mediante la diversificación) no son relevantes para el inversor ya que no inciden sobre el riesgo de su cartera de inversión.

2.3.1.1. Pasos a seguir para aplicar el método

Para aplicar el método de descuento de flujos, Ribeiro (2013) define los siguientes pasos:

1. Definir un horizonte de proyección.

El horizonte de proyección es el período para el cual se proyectarán los flujos de fondos futuros de la empresa, y a partir de cuya finalización se considerará un valor terminal.

Existen diferentes criterios para determinar el horizonte de proyección, pudiéndose clasificar en criterios teóricos o prácticos. Dentro de los criterios teóricos, se encuentra que el horizonte temporal se puede basar en la vida útil del activo más relevante del negocio, la maduración de la empresa o la industria, el plazo de retornos sobrenormales o en el horizonte de inversión del inversor. Por otro lado, los criterios prácticos más utilizados, basan la estimación del horizonte temporal en la posibilidad de estimación de flujos de fondos, la relevancia del valor terminal y el plazo de pago de la deuda actual de la empresa (Ribeiro, 2013).

2. Estimar los flujos de fondos libres esperados para el horizonte de proyección.

De acuerdo a Vaquero Lafuente (2009), el flujo de caja está libre de todo sesgo contable o financiero porque únicamente hace referencia a las entradas y salidas de dinero reales que tienen lugar en el seno de la empresa.

Según Ansotegui (2010), la metodología de descuento de flujo de fondos libres presenta dos enfoques respecto a la definición del flujo de fondos a utilizar: Flujo de fondos libres para la empresa (*Free Cash Flow to the Firm*) y Flujo de fondos libres para los accionistas (*Free Cash Flow to Equity*).

3. Estimar el valor terminal del negocio al final del horizonte de proyección.

En la mayoría de las valuaciones, el valor terminal representa un porcentaje importante del valor de la empresa, por lo tanto, es fundamental que la estimación esté sustentada en supuestos razonables. De acuerdo a Ribeiro (2013), se puede suponer la continuación del negocio como empresa en marcha en poder del inversor, o la disposición del negocio ya sea en bloque o mediante la liquidación de los activos y pasivos.

En el caso de asumir la continuidad del negocio, Fernández (2014) destaca la fórmula de Gordon de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = \frac{CF_n \times (1 + g)}{(k - g)}$$

Donde VR_n representa el valor residual de la empresa en el año n , CF_n el flujo de fondos en el año n , g la tasa de crecimiento constante del flujo de fondos, k la tasa de descuento de los flujos de fondos y n el último ejercicio de proyección.

4. Calcular la tasa de descuento
5. Descontar los flujos de fondos estimados durante el horizonte de proyección y el valor terminal.
6. Obtener el valor actual de los flujos de fondos libres.

Si los flujos de fondos utilizados son los flujos de fondos libres para la empresa, se debe deducir al valor actual obtenido el valor de la deuda de la empresa, de forma de obtener el valor estimado del 100% del capital accionario de dicha empresa.

Si, por el contrario, los flujos de fondos utilizados son los flujos de fondos libres para los accionistas, el valor actual obtenido corresponde a la estimación del 100% del capital accionario de la empresa.

2.3.1.2. Enfoques de flujos de fondos libres y tasa de descuento utilizada

El flujo de fondos libre para la empresa es el flujo de efectivo generado por el negocio, mide la caja disponible para retribuir al capital propio y a la deuda, después de haber pagado impuestos y haber realizado las inversiones necesarias tanto en capital fijo como en circulante. Dicho flujo se calcula de la siguiente manera:

Tabla 1
Cálculo de Flujo de fondos libres para la empresa

Ventas
- Costo de ventas
- Gastos generales
= EBITDA (Beneficio operativo)
- Depreciaciones y amortizaciones
= EBIT (Beneficio antes de intereses e impuestos)
- Impuesto a la renta sobre resultado operativo
= NOPAT (Beneficio operativo después de impuestos)
+ Depreciaciones y amortizaciones
= Flujo de fondos operativo
- Inversión en capital de trabajo
- Inversión en activos fijos
= Flujo de fondos libre para la empresa

Fuente: Elaboración propia en base a Ansotegui (2010)

Para calcular el valor actual del flujo de fondos libre para la empresa, Fernández (2014) señala que se deben descontar los flujos utilizando la rentabilidad exigida promedio ponderado de la deuda y las acciones. Dicha tasa de descuento es conocida como WACC por sus siglas en inglés (“*Weighted Average Cost of Capital*”) y se calcula de la siguiente manera:

$$WACC = \left[\frac{D}{(D + E)} \right] * k_d * (1 - t) + \left[\frac{E}{(D + E)} \right] * k_e$$

Siendo D el nivel de endeudamiento en la estructura de capital, E el nivel de fondos propios en la estructura de capital, k_d el costo de deuda antes de impuestos, t la tasa efectiva de impuesto a la renta de la empresa, y k_e el costo de los fondos propios.

Cuando se valúa un negocio mediante el método de descuento de flujo de fondos libres para la empresa, el valor obtenido, generalmente corresponde al valor generado por los activos operativos del negocio. Por lo tanto, si existen activos no operativos, para obtener el valor del negocio, estos deberán sumarse al valor obtenido por el descuento de los flujos de fondos. Los activos no operativos se deberán valorar a valores de mercado, ya sea a valores de uso o de disposición según el supuesto asumido del destino de dicho activo (Ribeiro, 2013).

Por su parte, el flujo de fondos libre para los accionistas es el flujo de efectivo generado por el negocio y que queda disponible para remunerar al accionista. La característica diferenciadora más significativa respecto del flujo para la empresa es que tiene en cuenta la remuneración de la deuda y sus cambios. La fórmula de cálculo del flujo es la siguiente:

Tabla 2
Cálculo de Flujo de fondos libres para el accionista

Ventas
- Costo de ventas
- Gastos generales
= EBITDA (Beneficio operativo)
- Depreciaciones y amortizaciones
- Intereses perdidos
= BAI (Beneficio después de intereses)
- Impuesto a la renta sobre resultado
= EAIT (Beneficio después de intereses e impuestos)
+ Depreciaciones y amortizaciones
- Inversión en capital de trabajo
- Inversión en activos fijos
+ Incremento neto de deuda
= Flujo de fondos libre para los accionistas

Fuente: Elaboración propia en base a Ansotegui (2010)

Según Fernández (2014), el valor de mercado de las acciones de la empresa se obtiene descontando el flujo de fondos libre para los accionistas a la tasa de rentabilidad exigida a las acciones de la empresa (K_e). El modelo más utilizado para calcular el costo de capital propio es el CAPM ("Capital Asset Pricing Model"). La fórmula del modelo es la siguiente:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Donde R_f es la tasa libre de riesgo, R_m es el retorno esperado sobre el portafolio de mercado, y β es el beta de mercado de las acciones de la empresa.

2.3.1.3. Ventajas y desventajas del método

Según Ribeiro (2013), la aplicación del método de descuento de flujos de fondos libres tiene como ventajas que es una técnica válida desde el punto de vista de la teoría de las finanzas corporativas, y que los supuestos y expectativas de actuación futura de la empresa pueden cambiarse con facilidad. Por el contrario, las principales desventajas radican en que el método se basa en estimaciones del futuro y estas estarán sesgadas por quién o quienes realicen la valuación. A su vez, pueden existir dificultades para definir la longitud del horizonte de proyección y la tasa de descuento, en especial en países que no poseen un mercado de capitales desarrollado. Otra desventaja es que usualmente el valor terminal resultante termina siendo demasiado alto.

2.3.2. Valuación por múltiplos

Lie y Lie (2002) y Bajaj, Denis y Sarin (2004) establecen que el estudio de múltiplos puede utilizarse para valorar empresas, al tiempo que Basu (1977) resalta su utilidad para detectar posibles ineficiencias del mercado.

De acuerdo con Ribeiro (2013), uno de los principios que rige el proceso de valuación de una empresa es el principio de sustitución, que establece que activos similares deberían negociarse por precios similares. Según Cornell (1993), siguiendo este principio es posible derivar una forma de valorar un activo que se basa en encontrar un activo similar (o comparable) que haya sido objeto de una compraventa reciente, y que por ende exista un precio de mercado.

De esta manera, el valor del activo bajo valuación sería igual al precio de mercado del activo comparable con ajustes por las diferencias entre las características del activo a valorar y el activo comparable.

De un modo general, el método de múltiplos se basa en la siguiente ecuación:

$$\text{Valor}_{\text{empresa}} / \text{Variable}_{\text{empresa}} = \text{Valor}_{\text{comparable}} / \text{Variable}_{\text{comparable}}$$

Al resultado de $\text{Valor}_{\text{comparable}} / \text{Variable}_{\text{comparable}}$ se le denomina “múltiplo”, por lo tanto, el valor de la empresa se puede definir como:

$$\text{Valor}_{\text{empresa}} = \text{múltiplo} \times \text{Variable}_{\text{empresa}}$$

De acuerdo con Labatut (2009), la selección de las empresas comparables es muy importante, pues de lo acertado de esta dependerá el valor de la empresa objetivo. Asimismo, es conveniente disponer de datos de varias empresas comparables y de forma de poder utilizar una media, lo que estaría suponiendo que el mercado es eficiente en su conjunto. Ribeiro (2013) establece que para definir un múltiplo resumen, que pueda ser aplicado sobre la variable correspondiente de la empresa sujeta a valuación, se pueden utilizar diferentes criterios como ser: promedio aritmético, promedio aritmético ajustado (elimina los atípicos), promedio ponderado por la capitalización de mercado de las empresas comparables, mediana, etc.

A los efectos de definir las empresas comparables, Ribeiro (2013) entiende que dos empresas se consideran comparables cuando tienen flujos de fondos, crecimiento previsto y nivel de riesgo similares. Para definir la comparabilidad, el autor propone distintos criterios complementarios:

- Empresas del sector de actividad de la empresa sujeta a valuación
- Empresas del sector evaluando aspectos cuantitativos y cualitativos de esas empresas (por ejemplo: segmento de mercado atendido, productos ofrecidos, tamaño de la empresa, estructura de capital y nivel de rentabilidad)
- Empresas consideradas como comparables a juicio de la empresa sujeta a valuación
- Empresas comparables en función de un análisis de ratios

Según Damodaran (2001), se podría crear un múltiplo sobre cualquier variable. Por ejemplo, se han creado múltiplos específicos para determinadas industrias, como ser precio/metros cuadrados para la actividad inmobiliaria, precio/número de visitas en el caso de empresas de internet, o precio/barriles de reserva en empresas petroleras.

Labatut (2009) indica que a los efectos de que el método de múltiplos pueda ser aplicado, es necesario disponer de bases de datos adecuadas que contengan información oportuna. Puede recurrirse a empresas que coticen en bolsas de valores, aunque en Estados Unidos existen bases de datos como la “*Standard Industrial Classification Code*” (*SIC-Code*) que contiene información sobre empresas que no cotizan en bolsa.

2.3.2.1. Criterios de selección de múltiplos

Ribeiro (2013), enumera tres métodos de múltiplos:

1. Método de múltiplos de mercado
2. Método de múltiplos de transacciones
3. Método de múltiplos técnicos

El método de múltiplos de mercado calcula los múltiplos a partir de transacciones minoristas en bolsas de valores, las cuales no implican la adquisición del control de la empresa sino solamente la adquisición de una posición minoritaria.

Por su parte, el método de múltiplos de transacciones se calcula a partir de transacciones mayoristas, es decir, de compras de participaciones accionarias en empresas comparables efectuadas por compradores en el mercado de empresas. Estas transacciones implican la toma del control de la empresa adquirida por parte del comprador. Ribeiro (2013) entiende que este método presenta la desventaja de la vigencia de los múltiplos calculados, ya que las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas (*M&A*) no ocurren todos los días. Al aplicarlo se debe evaluar si la antigüedad de las transacciones comparables amerita algún tipo de ajuste.

Finalmente, Ribeiro (2013) expresa que el método de múltiplos técnicos se diferencia de los anteriores en que, si bien obtiene los múltiplos de valuaciones correspondientes a transacciones mayoristas o minoristas, el múltiplo obtenido relaciona el valor de la empresa con una variable técnica relevante para la industria, y no con una variable financiera.

En cuanto a la variable sobre la cual se calcula el múltiplo, Ribeiro (2013) distingue entre múltiplos de valor de negocio y múltiplos de valor del capital accionario. Los primeros relacionan el valor del negocio de la empresa comparable con variables operativas como el *EBITDA* o el *EBIT*. Los múltiplos de valor del capital accionario relacionan el valor del capital accionario de la empresa comparable con variables como el resultado antes de impuestos, resultado neto, o valor patrimonial contable. Estos últimos se utilizan principalmente en valuaciones de participaciones minoritarias en recomendaciones de inversión de cartera.

Adicionalmente, los múltiplos se pueden clasificar en función de si la variable observada (por ejemplo, *EBITDA*) es histórica o proyectada. Ribeiro (2013), distingue entre múltiplos retrospectivos ("*trailing multiples*"), que utilizan como denominador el importe de la variable observable en los últimos doce meses, o la última cifra disponible, y múltiplos prospectivos ("*forward multiples*"), los cuales utilizan como denominador el importe de la variable observable proyectada para los próximos doce meses.

2.3.2.2. Ventajas y desventajas del método de valuación por múltiplos

Labatut (2009), Damodaran (2001), Fernández (2001) y Ribeiro (2013) destacan las siguientes ventajas del método:

- Rapidez y simplicidad de aplicación, ya que tiene menos suposiciones y requiere menos elaboración que otros métodos. Suele utilizarse para valuaciones iniciales de empresas, para posteriormente aplicar un método alternativo como el descuento de flujo de fondos.
- Facilidad para entender y explicar el método a socios y negociadores que intervienen en la valuación.
- El método está basado en información proveniente de operaciones entre inversores, realmente ocurridas en el mercado.
- Es un método que tiene un mayor grado de objetividad y posibilidad de verificación.

- Proporciona un buen valor de referencia para poder verificar los resultados de los otros métodos.

Por su parte, algunas de las desventajas citadas por los autores son:

- Subjetividad en la elección del múltiplo y de las empresas comparables, cuya justificación únicamente corresponde a la experiencia del valuador.
- Dificultad para encontrar empresas comparables con la empresa objeto de valuación.
- El método puede verse afectado si existen situaciones de desajustes de precio en el mercado ("*mispricing*").
- Se ignoran situaciones concretas y posibilidades de crecimiento de la empresa objetivo.
- Si se lo compara con el método de descuento de flujos de fondos, presenta mayor dificultad para incorporar cambios esperados en la actuación futura de la empresa.

2.4. Análisis de evento

El estudio de eventos es un método estadístico de investigación empírica que permite medir la relación entre el precio de las acciones de una firma y determinado evento económico (Dyckman, Philbrick, y Stephan, 1984). De esta manera, el estudio de evento permite conocer la evaluación que realizó el mercado sobre dicho acontecimiento. El análisis consiste en determinar si existió un retorno anormal para los accionistas que pueda asociarse directamente a un cierto evento, entendido como la diferencia entre el retorno observado y el retorno esperado en ausencia de evento para una ventana temporal determinada. Retornos anormales marcadamente positivos indican que el evento tuvo una valoración favorable por parte del mercado, y viceversa.

La metodología se basa en el supuesto de que los mercados de capitales son lo suficientemente eficientes como para evaluar el impacto de nueva información (eventos) en los retornos esperados de las compañías, lo cual debería verse reflejado inmediatamente en el precio de las acciones (Dasgupta, Laplante y Mamingi, 1998).

Dasgupta et al. (1998) establecen que el análisis de evento involucra las siguientes etapas:

- 1) Identificación de los eventos de interés y definición de la ventana de evento, la cual incluye el día en el que el evento ocurrió y algunos días anteriores y posteriores;
- 2) Selección de las firmas a ser incluidas en el análisis;
- 3) Predicción de un retorno “normal” durante la ventana del evento en ausencia de evento;
- 4) Estimación del retorno anormal dentro de la ventana de evento, definido como la diferencia entre el retorno observado y el estimado;
- 5) Testear la significación de los retornos anormales.

Diversos métodos pueden ser utilizados para estimar los retornos anormales, siendo los más comunes el modelo de un índice, el modelo de mercado y el modelo CAPM.

El modelo de mercado asume una relación lineal entre el retorno de cualquier activo financiero y el retorno del portafolio de mercado. De acuerdo con MacKinlay (1997), otros modelos multifactoriales generalmente agregan poco poder explicativo y suelen ser utilizados para situaciones específicas, siendo el modelo de mercado el más utilizado para análisis de evento.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Donde

R_{it} = Retorno de la acción de la firma i en el día t

R_{mt} = Retorno de un índice de representativo del mercado en el día t

α_i = Término de intercepto

β_i = Riesgo sistemático de la acción i

ε_{it} = Término de error del modelo

Adicionalmente, se debe definir el período en el cual se evaluará el precio de la acción de la firma para determinar si existieron retornos anormales como resultado del anuncio. Este período se llama ventana del evento, y abarca algunos días anteriores y posteriores al evento para contemplar casos en los cuales el anuncio ocurre luego de cerrado el mercado, o incluso cuando el mercado anticipa el evento con anterioridad a que el mismo suceda.

La ecuación del modelo de mercado es generalmente estimada para un período de entre 120 y 210 días anteriores al evento hasta 10 días después del mismo, y la ventana de evento se suele definir como un período de 10 días anteriores y posteriores al evento (Dasgupta et al., 1998). A partir de la estimación de los parámetros de la regresión

anterior, se puede derivar los retornos anormales estimados a través de la siguiente ecuación:

$$AR_{it} = R_{it} - \widehat{R}_{it} = R_{it} - (\widehat{\alpha}_i + \widehat{\beta}_i R_{mt})$$

Donde $\widehat{\alpha}_i$ y $\widehat{\beta}_i$ representan las estimaciones de los parámetros por mínimos cuadrados ordinarios de la regresión de R_{it} con R_{mt} para los días anteriores a la ventana del evento, es decir el período conocido como ventana de estimación (la ventana de estimación típicamente no debe solaparse con la ventana del evento). Los retornos anormales representan los retornos generados por la firma luego de ajustar por el retorno esperado en ausencia de evento.

MacKinlay (1997) sostiene que bajo la hipótesis nula de que el evento no tiene ningún impacto en el comportamiento de los retornos de la acción, los retornos anormales se distribuyen de la siguiente manera:

$$AR_{it} \sim N(0, \sigma^2(AR_{it}))$$

Los retornos anormales deben ser agregados para realizar inferencia respecto al evento. De acuerdo con MacKinlay (1997), para agregar a través toda la ventana de evento se define el concepto de retornos anormales acumulados (CAR_i) como la suma de los retornos normales de cada día de la ventana de evento para la firma i :

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$$

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) \sim N(0, \sigma^2(\tau_1, \tau_2))$$

Donde τ_1 y τ_2 son el límite inferior y superior de la ventana del evento.

Luego, un análisis de significación estadística es necesario para testear la hipótesis nula de que el evento no tiene ningún impacto en el comportamiento de los retornos de la acción. Generalmente se utilizan *tests* basados en estadísticos que asintóticamente siguen una distribución normal $N(0, 1)$ tanto para evaluar la significación de los retornos anormales diarios durante la ventana del evento como a nivel acumulado para la ventana del evento en su conjunto. Si se encuentra que los retornos anormales acumulados para la totalidad de la ventana del evento son significativos, se puede concluir que el anuncio tuvo un impacto significativo en el precio de la acción.

3. Metodología

En la revisión de la literatura vinculada a los *divestitures* se observa una gran variedad de variables de análisis.

En primer lugar, en el análisis realizado Veld et al. (2009) de 69 eventos de *divestiture* entre 1962-2002 en Reino Unido, Estados Unidos, Europa Occidental y Malasia, se utilizó como variable de análisis para medir la creación de valor al retorno extraordinario de las acciones de la compañía luego del anuncio de separación de la unidad de negocio, a través de una metodología de *meta-analysis*. De forma similar, Desai y Jain (1999) realizan un estudio de eventos para investigar si las separaciones realizadas con el fin de incrementar el foco de la compañía en su negocio principal efectivamente explican los mayores retornos de las acciones luego de la separación.

El estudio de 6642 *divestitures* llevado a cabo por Kengelbach et al. (2014) utiliza tanto el *EBITDA* como el ratio *EBITDA/Ventas* para medir la performance operativa antes y después de la separación. Asimismo, evalúan el valor de la compañía a partir del múltiplo *Enterprise Value (EV) / EBITDA*, y a los efectos de analizar la creación de valor generada a partir de la separación se enfocan también en los retornos extraordinarios de la acción.

Por otra parte, en el mencionado análisis llevado a cabo por Brandimarte et al. (2001) de 200 grandes empresas de EEUU entre 1990 y 2000, se analiza la creación de valor para el accionista a través del *Total Shareholder Return*, variable que además de la apreciación de la acción de la compañía incluye los retornos por pago de dividendos.

Asimismo, Kutscher (2012) realiza un análisis de *divestitures* en la industria de la aeronáutica a partir del precio de la acción de la compañía anterior a la separación y la nueva entidad separada.

Con base en la revisión bibliográfica realizada, a los efectos del presente trabajo se ha seleccionado como principales herramientas de análisis las detalladas en la siguiente tabla:

Tabla 3
VARIABLES A UTILIZAR COMO HERRAMIENTAS DE ANÁLISIS PARA EL TRABAJO.

Indicador	Descripción	Método de recogida	Fuente
EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.	Balances contables anuales auditados	Securities and Exchange Commission
EV / EBITDA	Ratio <i>Enterprise Value / EBITDA</i> .	Capitalización bursátil diaria, balances	Bloomberg
Flujo de fondos operativo	Flujo de fondo generado por la operativa de la empresa.	Balances contables anuales auditados	Securities and Exchange Commission
ROE	Retorno sobre los fondos propios.	Balances contables anuales auditados	Securities and Exchange Commission
ROI	Retorno sobre la inversión realizada.	Balances contables anuales auditados	Securities and Exchange Commission
Precio de la acción	Cotización de la acción en el mercado financiero.	Tablas de cotizaciones históricas	Bloomberg
Retornos extraordinarios	Retorno de las acciones luego del evento por encima de los retornos normales.	Retornos calculados en base a tablas de cotizaciones históricas	Bloomberg
Total Shareholder Return	Retorno para el accionista. Incluye apreciación del precio de la acción y pago de dividendos.	Cotizaciones y pagos de dividendos históricos	Bloomberg
Cantidad de usuarios	Número de usuarios que usan la plataforma.	Memoria anual	Securities and Exchange Commission

Fuente: Elaboración propia en base a necesidades de información relevadas.

Utilizando estas variables se aplican diversas herramientas de análisis para llegar a una conclusión respecto a la generación de valor a través de la estrategia de *spin-off* desarrollada por eBay, y al momento más adecuado para llevarla a cabo.

En primer lugar, se realiza un análisis de evento para evaluar el impacto del anuncio de la separación en el precio de la acción de eBay, a los efectos de determinar la valoración inicial de la estrategia por parte del mercado.

Asimismo, se realiza un estudio de los retornos totales percibidos por el accionista antes y después de la separación, para evaluar el impacto en la rentabilidad del inversor.

Adicionalmente, se incorpora al estudio un análisis del valor de la compañía antes y después del *spin-off*, utilizando diversas metodologías de valuación de empresas.

La metodología principal de valuación es la de flujos de fondos descontados, con valuaciones independientes para la empresa conjunta (*Old eBay*) y para cada una de las empresas en el escenario de separación (*eBay Standalone* y *PayPal Standalone*). Se hace énfasis en la valoración respecto al momento en el cual se llevó a cabo la separación a través de un ejercicio de optimización del diferencial de valor en cada escenario (programación dinámica). Se llevan a cabo análisis de sensibilidad de las principales variables utilizadas en la valuación.

Asimismo, se realiza una valuación por múltiplos de empresas comparables a los efectos de validar la valuación por descuento de flujos.

A su vez, se lleva a cabo un análisis cualitativo respecto al ciclo de vida de las empresas y los sectores en los que operan, de manera de complementar las metodologías cuantitativas utilizadas.

Finalmente, se utilizan las conclusiones obtenidas del análisis del *spin-off* de eBay y PayPal para evaluar la conveniencia de la aplicación de una estrategia similar en el caso regional de Mercado Libre, y su segmento de pagos Mercado Pago.

Los datos son extraídos de los balances de las compañías estudiadas y publicados por la *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC). Los balances se encuentran disponibles en la SEC por ser empresas que cotizan en bolsa. La información recogida incluye los Estados Financieros, Estados de Resultados y ratios financieros de eBay desde el año 1996 al 2015 y de PayPal desde el año 2013 al 2015. Adicionalmente, se utilizan los balances de Mercado Libre desde su salida a bolsa.

Asimismo, se utilizan proveedores de datos financieros como Bloomberg, Thomson Reuters, etc. para obtener información financiera detallada y cotizaciones históricas de precios, pago de dividendos y capitalización de mercado.

Los datos se procesan utilizando el paquete estadístico STATA y la herramienta Microsoft Office Excel.

4. Análisis de ciclo de vida

El análisis de ciclo de vida en el caso eBay – PayPal es determinante al momento de evaluar la creación de valor del *spin-off*. A nivel de ramas de actividad, el sector de e-commerce y el de pagos *online* presentan niveles de dinamismo muy dispares entre sí. Asimismo, a nivel de empresas se puede observar diferencias importantes en cuanto a su madurez, lo cual se ve reflejado en las tasas de crecimiento.

A continuación se analiza la evolución de PayPal dentro de eBay que eventualmente dio lugar a su separación, y luego analizan los sectores de e-commerce y pagos *online*, haciendo énfasis en la situación competitiva de cada empresa dentro de ellos.

4.1. Situación previa a la separación de eBay y PayPal

El 30 de setiembre de 2014, eBay anunció sus planes de separación de PayPal en una compañía independiente y cotizante en bolsa. Dicha decisión fue valorada positivamente por los inversores, incrementando el precio de la acción en un 7.5% el día del anuncio. Esto se analiza en profundidad en el capítulo 6.

El anuncio fue recibido como una sorpresa por el mercado, dado que 6 meses atrás el directorio de eBay había rechazado la iniciativa del accionista Carl Icahn de separar ambas unidades de negocio, lo cual llevo a meses de campaña para convencer a los inversores de que eBay debía mantenerse intacta (Bensinger, 2014).

Icahn argumentaba a favor de la separación de PayPal basándose en el hecho de que resaltaría sus fortalezas y le daría al directorio la flexibilidad de enfocarse en su negocio principal, al tiempo que eliminaría lo que este inversor veía como conflictos con su empresa matriz. Por el contrario, el CEO de eBay en ese momento rechazó abiertamente dicha propuesta, argumentando que eBay obtenía beneficios de mantener bajo su órbita a uno de los líderes en procesamiento de pagos, y viceversa. Asimismo, sostenía que la separación generaría distracciones y des-sinergias en un momento inoportuno para la empresa (De la Merced y Ross, 2014).

Finalmente la presión de Icahn dio resultado, y luego de discusiones respecto a donde se dirigía la industria del *e-commerce* y análisis del cambiante entorno competitivo que enfrentaban ambas líneas de negocios, es que eBay decide cambiar su postura y

anuncia el *spin-off* a realizarse a mediados de 2015. En este sentido, De la Merced y Ross (2014) sostienen que tanto el lanzamiento de Apple Pay, la plataforma de pagos de Apple, como la salida a bolsa de Alibaba (que tiene a Alipay como su segmento de pago móvil), jugaron un papel importante en la decisión de separar PayPal.

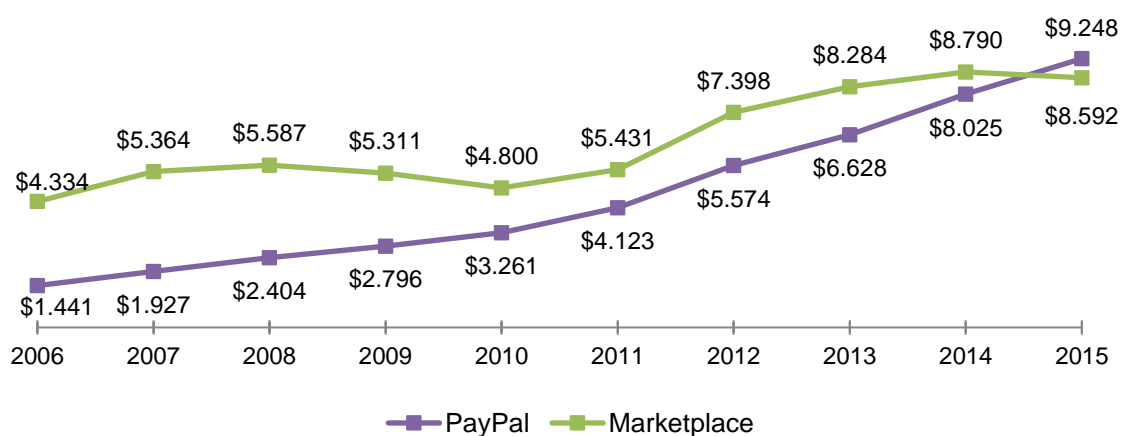
4.1.1. Evolución de PayPal dentro de eBay en el período 2006 – 2015

eBay se dedicó tradicionalmente a proveer un *Marketplace* en línea, donde compradores y vendedores pudieran realizar sus transacciones. El segmento *Marketplace* de eBay incluye la plataforma de e-commerce global www.eBay.com y otros sitios relacionados, los sitios de clasificados y los servicios de publicidad (eBay, Inc., 2017).

A partir de la adquisición de PayPal, su plataforma de pagos, eBay incorpora un negocio secundario a su actividad, que lentamente iría ganando importancia respecto al *Marketplace*.

En diciembre de 2006, los ingresos provenientes del segmento de pagos *online* representaban un 25% del total de ingresos de eBay, mientras que el 75% restante provenía del *Marketplace*. Desde ese momento, el peso relativo de PayPal como fuente de ingresos de la empresa se fue incrementando sistemáticamente hasta en 2014 alcanzar un 48% y, finalmente, en 2015 convertirse en la principal fuente de ingresos con un 52% del total.

Gráfico 1
Ingresos de eBay, Inc. por segmento (US\$ millones)



Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2008), eBay, Inc. (2009), eBay, Inc. (2010), eBay, Inc. (2011), eBay, Inc. (2012), eBay, Inc. (2013), eBay, Inc. (2014), eBay, Inc. (2015)

Tabla 4
Distribución de Ingresos de eBay, Inc. por segmento

Ingresos por segmento	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PayPal	25%	26%	30%	34%	40%	43%	43%	44%	48%	52%
Marketplace	75%	74%	70%	66%	60%	57%	57%	56%	52%	48%

Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2008), eBay, Inc. (2009), eBay, Inc. (2010), eBay, Inc. (2011), eBay, Inc. (2012), eBay, Inc. (2013), eBay, Inc. (2014), eBay, Inc. (2015)

El crecimiento anualizado de los ingresos provenientes de PayPal en los 10 años analizados fue de 20,4%, comparado con un 7,1% del *Marketplace*. Se evidencia un claro diferencial de crecimiento entre ambos segmentos, el cual está vinculado al distinto dinamismo que enfrentan los sectores de comercio y pagos *online*. El período analizado se caracterizó por un desarrollo muy acelerado del procesamiento de pagos *online*, con una creciente participación de PayPal en el mercado total. Al momento del anuncio de separación, PayPal procesaba 1 de cada 6 dólares gastados *online* (Isidore, 2014).

Incluso se puede observar que durante la crisis de 2008, PayPal siguió incrementando sus ingresos y permitió que eBay siguiera creciendo. Es en este contexto de pronunciado crecimiento del segmento de pagos que el directorio de eBay decide separar PayPal en una entidad independiente con el objetivo de potenciarla y dotarla de mayor flexibilidad para aprovechar oportunidades y enfrentar la creciente competencia, permitiendo al mismo tiempo a eBay revitalizar su negocio principal que ya se encontraba en una etapa de mayor madurez.

4.2. Análisis del sector de e-commerce

El término *e-commerce* refiere al comercio electrónico que consiste en la compra y venta de productos o de servicios a través de medios electrónicos, tales como internet y otras redes informáticas.

Desde el surgimiento de las compras *online*, eBay ha formado parte de los sitios líderes del segmento en Estados Unidos, tanto por su volumen bruto de transacciones (*GMV*) como por la cantidad de visitantes. Lipsman (2017) sostiene que actualmente el líder del sector, medido a través de las visitas que recibe su página, continúa siendo Amazon.com con 183 millones de visitas en marzo de 2017, mientras que eBay se encuentra en segundo lugar con 96 millones de visitas. Los sitios líderes se completan con Walmart y Apple.

En los últimos años eBay, al igual que gran parte de sus competidores, ha emprendido un camino de internacionalización, que se ve reflejado en el crecimiento de las transacciones internacionales de los 2 principales *Marketplaces* de este país. eBay reporta para 2016 un volumen bruto de transacciones (*GMV*) de US\$ 84 mil millones, de los cuales un 59% se generaron fuera de Estados Unidos. Amazon.com, su principal competidor, reporta un 34% del total de sus ventas fuera de Estados Unidos (US\$ 45,6 mil millones sobre un total de ventas de US\$ 136 mil millones).

De acuerdo con Lipsman (2017), en el primer trimestre de 2017 las ventas *online* crecieron un 14% respecto al mismo período de 2016. Este crecimiento se debe principalmente a un aumento del valor de las transacciones, y en menor medida al crecimiento de la base de compradores y de las transacciones por comprador, tal como se muestra en la tabla 5.

Tabla 5
Evolución de transacciones de e-commerce, excluyendo m-commerce.

	2016	2017	Variación
	T1	T1	anual
Transacciones (miles de millones de US\$)	67,9	77,8	14,6%
Compradores (millones)	224	229	2,2%
Número de transacciones (millones)	895	943	5,4%
Dólares por comprador	303	340	12,1%
Dólares por transacción	75,9	82,5	8,7%
Transacciones por comprador	4,0	4,1	3,1%

Fuente: Elaboración propia en base a Lipsman (2017)

4.3. Situación competitiva de eBay

EBay, Inc. (2016) indica que los potenciales compradores dentro de sus sitios o plataformas disponen de una amplia variedad de alternativas para realizar sus transacciones. La empresa define claramente las plataformas de *e-commerce* competidoras: Amazon.com, Facebook, Google, Wal-Mart, Target, Sears, Macy's, entre otras. A su vez, define como potenciales competidores a los locales tradicionales de ventas por departamento, boutiques, y comercios en general, las operaciones de estos minoristas a través de internet y los servicios de clasificados *online* y *offline*, así como otros servicios.

Los vendedores, por su parte, también disponen de alternativas *online* para vender sus productos, entre las que se incluyen Amazon.com, Alibaba y sitios más especializados como Etsy.

Por su relevancia en el mercado estadounidense e internacional, actualmente Amazon.com es el mayor competidor de eBay. A pesar de su similitud, cabe resaltar diferencias fundamentales en los modelos de negocio de estas dos compañías. De acuerdo con Amazon.com Inc. (2016), la principal fuente de ingresos de Amazon es la venta de una amplia gama de productos y servicios a sus clientes. Los ítems ofrecidos incluyen productos y contenidos que Amazon compró para su reventa, así como productos ofrecidos por terceros autorizados a operar en la plataforma. Amazon.com también fabrica y vende artefactos electrónicos.

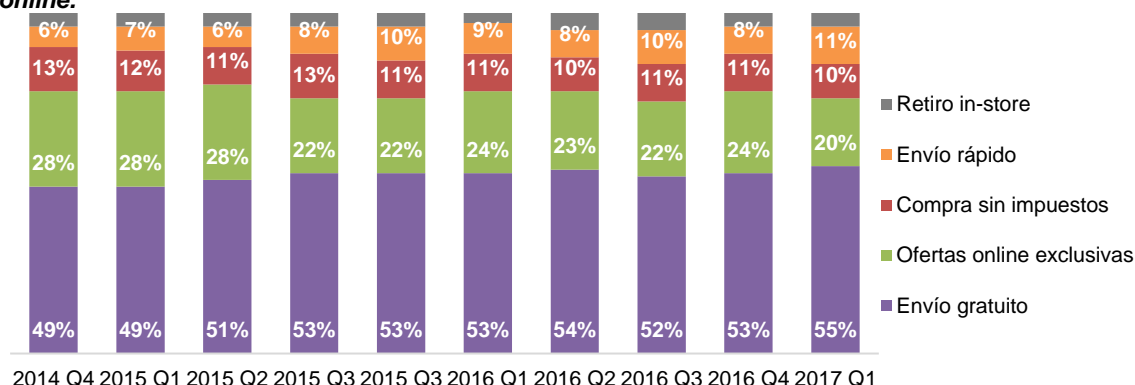
EBay Inc. (2016), por su parte, se define como un líder de comercio global a través de su *Marketplace*, *StubHub* y su servicio de Clasificados. Sus plataformas permiten a los vendedores organizar y ofrecer sus inventarios para la venta, y a los compradores encontrar el producto o servicio que buscan y comprarlo virtualmente en cualquier lugar.

Por lo tanto, el negocio de eBay es mayormente el de cobrar comisiones por las ventas realizadas por terceros, mientras que Amazon combina este mismo negocio con el de producción y reventa.

4.3.1. Cambios en eBay

En la edición de *Shoptalks* celebrada en marzo de 2017 en Las Vegas, Devin Wenig, CEO de eBay, anunció grandes cambios enfocados principalmente en envíos rápidos y garantizados en 3 días para más de 20 millones de ítems disponibles en eBay, gran parte de los cuales contarán con envío gratuito. La estrategia parece alinearse con las estimaciones de Lipsman (2017), que indican que el envío gratuito continúa siendo el factor más importante de decisión a la hora de comprar ítems *online*, y el envío rápido se mantiene como el cuarto factor de relevancia, tal como se muestra en el gráfico 2.

Gráfico 2
Porcentaje de respuestas seleccionando cada factor como el más importante para sus compras online.



Fuente: Lipsman (2017)

La iniciativa de envíos gratuitos y en menos de 3 días, se cumple ya para la mayoría de los envíos dentro de Estados Unidos. Sin embargo, de acuerdo con eBay, Inc. (2017), *Guaranteed shipping* propone al cliente garantizar la fecha de envío, poder elegir filtrando por fecha de entrega y costo de envío, y ofrecer reembolso del costo de envío al usuario en caso de que no se reciba en fecha (para los envíos gratuitos eBay ofrecerá cupones para utilizar a futuro).

Al vendedor, mientras tanto, le permitirá realizar más ventas, teniendo mayor control sobre ellas y logrando una mayor satisfacción del cliente.

Sin embargo, de acuerdo con Meldner (2017), esta iniciativa de eBay es la forma de competir directamente con la política de *Prime Shipping* de Amazon, que ofrece envíos en un día, y complementa la oferta con plataformas multimedia y el uso de *Alexa* (asistente virtual de Amazon), por lo que el cambio responde a una necesidad de adecuarse al mercado y no a una innovación de eBay.

4.4. Análisis del sector de pagos online

En los últimos años, la penetración de los *smartphones* y conexión a internet en el mundo ha incrementado significativamente el número de consumidores que realizan todo tipo de actividades desde su celular, lo cual también incluye comprar y pagar artículos a través de él.

El acelerado crecimiento del comercio *online* a nivel mundial en los últimos años ha sido posible en gran medida debido a los avances tecnológicos en el procesamiento de

pagos *online*, que se ha desarrollado enormemente y cada vez más comerciantes comienzan a adoptar sistemas de pago a través de internet.

El crecimiento de este sector de pagos se da a un ritmo sin precedentes, ayudado por innovaciones como las billeteras digitales, monedas virtuales o aplicaciones móviles, que han llevado a una industria mucho más fragmentada. Como consecuencia, ha cambiado la forma tradicional de transferir dinero y las billeteras móviles y pagos digitales están desplazando progresivamente al pago en efectivo. Los canales de pago digital abarcan desde el navegador de computadora de escritorio, navegador móvil, aplicaciones o pagos *in-store* (dentro de la tienda).

4.5. Situación competitiva de PayPal

El panorama competitivo de PayPal es mucho más diverso que el de eBay. De acuerdo con PayPal Holdings, Inc. (2016), la industria global de pagos es altamente competitiva. La empresa compete con una amplia gama de negocios, incluyendo bancos, tarjetas de crédito, compañías tecnológicas de *e-commerce* y tiendas tradicionales. Estos competidores ofrecen diversas formas de pago, incluyendo tarjetas de crédito y débito, transferencias bancarias, otros servicios de pago *online*, pagos móviles y métodos de pago offline, incluidos el efectivo y cheques.

La competencia en el sector ha crecido globalmente, situación que PayPal reconoce como un potencial riesgo sobre su negocio. Algunos de sus competidores tienen una posición dominante en el mercado de pagos tradicionales, otros ofrecen servicios que PayPal no ofrece, y otros ingresan al mercado con modelos de negocio innovadores y disruptivos (PayPal Holdings, Inc., 2016). Todos estos competidores tienen sus particularidades, siendo PayPal una compañía difícilmente comparable con alguna otra.

La compañía se define como líder de pagos digitales y una plataforma tecnológica que permite realizar pagos móviles o digitales a nivel mundial en beneficio de consumidores y vendedores. Su visión es democratizar los servicios financieros, haciendo accesible el manejo y movilidad del dinero para todos sus usuarios. Sus soluciones para pagos incluyen PayPal, PayPal Credit, Braintree, Venmo, Xoom, entre otros (PayPal Holdings, Inc., 2016).

De acuerdo con PayPal Holdings, Inc. (2016), las ganancias de la empresa se generan cobrando comisiones por el procesamiento de transacciones y otros servicios, basados fundamentalmente en el volumen de actividad procesado a través de las plataformas de

la compañía. Adicionalmente, se generan ingresos mediante servicios de valor agregado para los consumidores y vendedores tales como PayPal Credit.

PayPal es líder tanto en pagos para el comercio *online* como en los pagos entre personas (*peer to peer* o *P2P*) y en pagos móviles. Según PayPal Holdings, Inc. (2017a), la empresa cuenta con alrededor de 200 millones de cuentas activas de consumidores en 200 mercados alrededor del mundo, y es aceptado como forma de pago en 15 millones de comercios. El *Total Payment Volume (TPV)* de PayPal, entendido como el volumen de pagos en dólares (neto de devoluciones) completados exitosamente a través de sus redes de pago, alcanzó los US\$ 354 mil millones en 2016, lo cual representa un 18,5% del total de volumen transado en el sector de *e-commerce* a nivel mundial.

Tabla 6
Descripción del cálculo del market share de PayPal para el período 2014-2016

	2014	2015	2016
Total transacciones e-commerce (millones de US\$)	1.336.000	1.548.000	1.915.000
TPV de PayPal (millones de US\$)	234.635	281.764	354.014
Market share de PayPal	17,6%	18,2%	18,5%
Ingresos operativos	8.025	9.248	10.842
Numero de cuentas activas	162	179	197

Fuente: Elaboración propia en base a eMarketer (2016), PayPal Holdings, Inc. (2017b)

De acuerdo con Lupu, Mual y Stiphout (2016), en sus comienzos PayPal estaba principalmente presente en eBay como un método de pago *P2P*. Luego de la etapa de eBay, y una vez consolidado globalmente como medio de pago *online*, pasó a enfocarse en el segmento de pagos móviles, el cual marcó la segunda ola de crecimiento sustancial de la empresa.

4.5.1. Pagos móviles

Según Lupu et al. (2016), alrededor de un tercio de las transacciones procesadas por PayPal se realizan a través de un dispositivo móvil. Si bien la mayoría de las transacciones son a través de computadoras de escritorios, los pagos móviles son el segmento de mayor crecimiento. Por este motivo, la empresa adquirió Braintree, que se especializaba en mejorar la experiencia móvil para los usuarios. Dicha adquisición le

permitió a PayPal convertirse en líder en el segmento de pagos *P2P* a través de la aplicación móvil Venmo, la cual formaba parte de Braintree. Si bien dicho segmento aún tiene el desafío de monetizarse, tiene un enorme potencial para convertirse en una de las principales fuentes de ingresos de PayPal en los próximos años debido a la gran cantidad de usuarios que la utilizan diariamente.

En 2014, PayPal anunció el lanzamiento de One Touch, una solución de pagos móviles que permite a los usuarios realizar pagos en las aplicaciones asociadas con un solo clic. One Touch fue desarrollado en conjunto por PayPal y Braintree, y elimina la necesidad de iniciar sesión con nombre de usuario y contraseña cada vez que se desea comprar algo, facilitando la transacción. Este producto está destinado a mejorar la experiencia de los usuarios al comprar artículos a través de sus teléfonos móviles, y a su vez a mejorar el ratio de conversión para los comerciantes.

El ratio de conversión refiere al hecho de que el usuario finalmente complete la compra una vez que ha agregado el artículo a su carrito virtual en lugar de abandonar la compra, es decir el porcentaje de transacciones completadas una vez que el usuario selecciona un medio de pago.

En este sentido, Bill Ready, el CEO de Braintree en ese momento, anunciaba que si bien más de la mitad de las compras *online* se hacen a través de dispositivos móviles, el ratio de conversión de los consumidores es dos tercios menor que el de las computadoras de escritorio si la experiencia de compra no es optimizada para dispositivos móviles (Braintree, 2014).

En ese sentido, One Touch ofrece una propuesta de valor muy interesante tanto para consumidores como para comerciantes, y se ha transformado en el producto más rápidamente adoptado en la historia de PayPal.

De acuerdo con Lupu *et al.* (2016), las *e-wallets* se han popularizado en los últimos tiempos, y han surgido distintas alternativas con orígenes variados. En primer lugar, compañías asociadas al sector financiero como Visa, MasterCard y JPMorgan Chase han desarrollado sus propias plataformas: Visa Checkout, MasterPass, y Chase Pay, respectivamente. Adicionalmente, empresas que no han sido tradicionalmente parte de este sector como Apple con ApplePay, Samsung con Samsung Pay y Google con Android Pay, están revolucionando el escenario de pagos. Las opciones son muy variadas para los consumidores, sin embargo, para los comerciantes es solamente viable aceptar cierto método de pago si este tiene los suficientes adherentes.

Otra tendencia reciente es el hecho de que plataformas como Pinterest, Instagram, Facebook o Twitter han diseñado botones de compra en su propia plataforma. Estas empresas se enfrentan a los desafíos de tener que integrar inventarios con los métodos de pago de los comerciantes. Compañías como Spreedly, Stripe o PayPal son innovadoras en resolver estos problemas (Lupu *et al.*, 2016).

PayPal es líder en el sector de *e-wallets* con su producto One Touch. La base de usuarios de PayPal One Touch es de más de 50 millones, representando un 25% del total de cuentas activas de PayPal. Por su parte, Visa Checkout alcanza los 20 millones de usuarios. Cabe destacar que uno de los principales competidores de PayPal, Apple Pay, no publica su número de usuarios.

One Touch tiene a su vez la mayor aceptación a nivel de comercios superando los 5 millones de comerciantes, incluyendo 75% del top 100 de *internet retailers* de Estados Unidos, de acuerdo a datos obtenidos en el sitio web de PayPal. Por su parte, Visa Checkout y Masterpass alcanzan entre 300 y 350 mil comercios cada uno.

En cuanto a alcance geográfico, One Touch está disponible en más de 200 países, alrededor de 6 veces más que Masterpass, su más cercano competidor en este aspecto, con presencia en 35 países.

Sin embargo, en el último año algunos competidores han crecido sustancialmente en número de usuarios. En 2016, Apple Pay incrementó en 200% su número de cuentas, mientras que Visa Checkout lo hizo en un 90%. One Touch logró un incremento de 167% en el último año (Swanson, 2017).

De acuerdo a datos obtenidos en el sitio web de PayPal, el volumen total de transacciones procesadas por One Touch en 2016 fue de \$102 mil millones, con un crecimiento del 55% respecto al año anterior. Esto representa aproximadamente un tercio del *TPV* de PayPal.

Se estima que el volumen total de transacciones procesado por los principales competidores en el sector de *e-wallet* es de \$237 mil millones, por lo tanto, la participación de One Touch alcanza el 43% (Estimación propia con base en los datos de Swanson, 2017). De acuerdo a los datos proporcionados por Swanson (2017), Apple Pay se ubica en segundo lugar con un 25% (\$60 mil millones procesados), mientras que Visa Checkout, Masterpass y Amazon *Payments* cuentan cada uno con una participación cercana al 10% (entre \$20 y \$25 mil millones procesados cada uno).

One Touch también es líder en la industria en cuanto a los ratios de conversión, de acuerdo a un estudio de Peterson (2016), que otorga a One Touch un ratio de conversión promedio de 87,5%, comparado con 51,1% para Visa Checkout y 45,6% para el resto de la industria.

One Touch ha logrado superioridad en los ratios de conversión respecto a sus competidores por el hecho de simplificar y acelerar el proceso de compra para sus usuarios. Una vez que el usuario accede a su cuenta PayPal en un determinado dispositivo, One Touch le permite mantenerse conectado a PayPal para todas las transacciones futuras que desee realizar en ese dispositivo, lo cual agiliza el proceso y lo reduce a un solo *clic*. Esto reduce enormemente el problema de “abandono de carro”, lo cual es muy valorado por los comerciantes y le proporciona a One Touch una ventaja muy importante frente a la competencia.

4.5.2. Alianzas estratégicas

En los siguientes años a su separación, PayPal ha aprovechado su posición de líder a escala global para establecer más de 10 alianzas estratégicas con compañías como Visa, MasterCard, FIS, Citi y Discover. Estas alianzas se enfocan principalmente en incrementar su presencia en los puntos de venta físicos (canal *in-store*), la cual representa actualmente una porción muy pequeña del total de pagos *online* que procesa anualmente pero que tiene un enorme potencial de crecimiento hacia el futuro. Además, estas alianzas le permiten a PayPal terminar con la gran competencia y rivalidad con las grandes emisoras de tarjetas, y elimina la potencial amenaza de que dichas empresas se asocien con un competidor (Deleeuw y Robinson, 2017).

Según Deleeuw y Robinson (2017), la mejora de la experiencia del usuario es un desafío importante para PayPal en el canal *in-store*, ya que otros métodos de pago que ya vienen integrados en los sistemas operativos de los dispositivos como Apple Pay tienen un mejor posicionamiento competitivo en el sentido de que requieren menos pasos para concretar el pago. Esto significa que los fabricantes de dispositivos como Apple o Google tienen una importante ventaja en este aspecto, ya que el hecho de operar a través de una aplicación y no controlar el dispositivo o su sistema operativo resulta una limitante importante para PayPal en su afán de lograr desarrollar su presencia en los puntos de venta físicos.

Por lo tanto, es importante que PayPal logre concretar alianzas con billeteras móviles integradas en los sistemas operativos como Apple Pay, Android Pay o Samsung Pay.

De hecho, algunos competidores en el segmento de pagos como las aplicaciones móviles de Visa (Visa Checkout) y MasterCard (Masterpass) ya han logrado este tipo de acuerdos, lo cual aumenta la presión sobre PayPal para no perder posición competitiva en este segmento. Sin embargo, este tipo de acuerdos puede verse dificultado en el caso de que estos procesadores de pagos perciban a PayPal como competencia en lugar de como aliado (Deleeuw y Robinson, 2017).

En este sentido, Google anunció en abril de 2017 un acuerdo con PayPal para aceptarlo como forma de pago en Android Pay. Hasta el momento, el servicio está limitado para saldo de la cuenta PayPal, pero próximamente se extenderá a tarjetas de crédito vinculadas a la billetera de PayPal. Adicionalmente, se logró un acuerdo con Wells Fargo mediante el cual sus clientes podrán usar sus tarjetas de crédito o débito vinculadas a sus cuentas PayPal en dispositivos Android para transacciones *in-store* (Keane, Sabadra, Marcello, Dass, 2017).

4.5.3. Monetización de Venmo

En 2013, PayPal completa la adquisición de Braintree, una *start-up* de procesamiento de pagos, con la finalidad de acelerar su crecimiento en el segmento de pagos móviles (PayPal Holdings, Inc., 2016). Como parte de la operación, PayPal también adquiere Venmo, un servicio de pagos móviles que permite a los usuarios transferir dinero entre ellos (*P2P*) a través de una aplicación. Los usuarios pueden vincular sus cuentas de banco, tarjetas de crédito o débito, o tarjetas prepagas. Pagar o recibir dinero a través de Venmo es gratis excepto si se hace a través de tarjeta de crédito, lo cual tiene una comisión del 3% (Venmo, 2018).

Actualmente, Venmo es uno de los activos más importantes de PayPal. En 2016, la plataforma procesó \$17,6 mil millones en volumen de pagos, lo cual implica un crecimiento anual de 135%. Si bien Venmo representa solamente un 5,6% del *TPV* de PayPal, continúa creciendo a un ritmo mucho mayor que el de PayPal en su conjunto. A medida que continúe expandiéndose, Venmo junto con otros mecanismos *P2P*, se convertirán en un componente cada vez más importante del negocio principal de la firma (Keane et al., 2017).

Sin embargo, según Keane *et al.* (2017), a pesar de su rápido crecimiento, los ingresos generados por Venmo aún son limitados, dado que el servicio es esencialmente gratuito. En este sentido, el desarrollo de los pagos *P2P* ha afectado el *take-rate* de PayPal, el cual mide los ingresos por transacciones como porcentaje del *TPV*, ya que cada vez

representan una mayor proporción del total de transacciones y a su vez son el tipo de pagos que genera menores ingresos.

Con el fin de monetizar Venmo, en 2016 PayPal lanzó “Pay with Venmo”, un programa que consiste en cobrar una pequeña comisión a los comerciantes por permitirles aceptar pagos a través de él. Keane et al. (2017) esperan que “Pay with Venmo” comience a generar ingresos significativos a partir de 2018, cuando gane mayor aceptación entre los comerciantes. Por el momento, los usuarios solo pueden pagar con Venmo a comerciantes asociados a través de las propias aplicaciones de los comercios.

De acuerdo Keane *et al.* (2017), el potencial de “Pay with Venmo” radica en el hecho de que apunta a la generación de los *millennials*. Venmo ha logrado mayores niveles de compromiso del usuario que PayPal, realizando entre 2 y 3 transacciones por semana, comparado con 2 a 3 transacciones por mes en el caso de PayPal. El desafío de la empresa estará en lograr aprovechar su creciente alcance y monetizarlo adecuadamente.

4.6. Resultados del análisis de ciclo de vida

El análisis de ciclo de vida realizado muestra resultados dispares tanto a nivel de sector de actividad como de empresa. El sector de pagos *online* se encuentra actualmente en la primera etapa de crecimiento, mostrando tasas de rentabilidad muy elevadas a medida que las billeteras móviles y pagos digitales continúan ganando popularidad y desplazando al pago en efectivo.

Por su parte, el sector de *Marketplace* se encuentra en la actualidad en el segundo período de la etapa de crecimiento o incluso cercano a la madurez, dado que la mayor competencia ha generado una caída de la rentabilidad del sector.

De forma análoga, a nivel de empresas se entiende que eBay ha alcanzado una etapa de madurez, mientras que PayPal continúa en su etapa de crecimiento. Por este motivo, de acuerdo con Ribeiro (2013), se considera que la metodología de valuación de mejor aplicación en este caso es la de flujo de fondos descontados.

5. Análisis del retorno total para el accionista

Se analiza el retorno total para el accionista de eBay en el período 2010-2016, tomando como *benchmark* el índice SPTR —que recoge los retornos totales de las empresas que componen el índice Standard & Poor's 500—, y teniendo en cuenta el momento de la separación de PayPal como punto de comparación.

La tasa de retorno total para el accionista (TRTA) es una medida de la remuneración total percibida por los propietarios de una acción a lo largo de un período de tiempo. Se expresa en términos anualizados y combina tanto la apreciación de la acción como el pago de dividendos. La forma de cálculo del TRTA se muestra en la siguiente ecuación:

$$TRTA = \frac{\text{Precio final} - \text{precio inicial} + \text{dividendos}}{\text{precio inicial}}$$

Dado que tanto eBay como PayPal no han realizado pagos de dividendos en el período, el análisis en este caso corresponde exclusivamente a la apreciación del precio de la acción.

Tabla 7
Retorno total anualizado para el accionista 2010-2016

	eBay	PayPal	eBay+PYPL	SPTR	Dif
Pre <i>spin-off</i> 01/10 - 07/15	19,21%		19,21%	14,35%	4.86%
Post <i>spin-off</i> 07/15 - 12/16	9,28%	4,95%	14,23%	7,71%	6.52%

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Se observa que para el período anterior al *spin-off* de PayPal, desde enero 2010 a junio 2015, el retorno obtenido por los accionistas de eBay fue superior al del índice de referencia SPTR. Por otra parte, para el período posterior a la separación, la remuneración total de los accionistas de ambas empresas disminuyó considerablemente, lo cual también sucede para las compañías del S&P 500 por lo cual puede atribuirse a un peor desempeño global de la economía americana.

Sin embargo, los peores retornos de eBay también pueden asociarse a la etapa del ciclo de vida de la empresa. El período *pre-spin-off* fue una etapa de gran crecimiento para la empresa, la cual fue pionera en un contexto de enorme evolución del sector de *e-commerce*. En contraste, en la actualidad el sector ha alcanzado una cierta madurez en cuanto al número de usuarios y al mismo tiempo existe una mayor competencia, lo cual

ha afectado los retornos de la empresa. De todas formas, el diferencial de retorno de los accionistas de eBay y PayPal respecto al S&P 500 se incrementó luego de la separación, pasando de 4,86% a 6,52%.

Para disminuir el efecto del ciclo de vida de la empresa y del ciclo económico de la economía americana, se calculó el retorno total para el accionista para un período de 1,5 años previos a la separación, y 1,5 años posteriores.

Tabla 8
Retorno total anualizado para el accionista

	eBay	PayPal	eBay+PYPL	SPTR	Dif
Pre spin-off 01/14 - 07/15	8,32%		8,32%	10,32%	2.00%
Post spin-off 07/15 - 12/16	9,28%	4,95%	14,23%	7,71%	6.52%

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

La tabla 8 muestra que en el año y medio posterior a la separación, los retornos para el accionista de eBay se incrementaron alrededor de un 1%. Aún más, esto ocurrió a pesar de que los retornos de las empresas del S&P 500 disminuyeron cerca de un 3% en promedio para el mismo período. Esto muestra que la separación ha beneficiado a los accionistas de eBay al permitir que la empresa aumente el foco en la actividad principal y concentre sus esfuerzos en lograr mejores resultados en el sector de *e-commerce*, que enfrenta una creciente competencia.

En cuanto a los retornos para el accionista de PayPal, hasta el momento han sido inferiores a los obtenidos por eBay en mismo el período, y también han sido menores a los del SPTR. Esto puede deberse en parte al hecho de que la reestructuración post separación aún no está completa y resulta costosa en términos de menores resultados. Adicionalmente, la mayor competencia observada recientemente en el sector de pagos *online* indudablemente ha venido reduciendo los márgenes de las empresas del sector.

Por otra parte, en términos agregados los tenedores de acciones de eBay al momento de la separación, que a su vez se convirtieron en accionistas de PayPal, obtuvieron retornos anualizados de 14,23%, siendo 9,28% provenientes de la acción de eBay y 4,95% de PayPal. Estos retornos son casi 2 veces mayores a los obtenidos por las empresas del S&P 500 en promedio, de 7,71%, y también sustancialmente superiores a los obtenidos en el año y medio previo a la separación (8,32%) cuando ambos negocios coexistían dentro de la órbita de eBay. Esto permite concluir que la acción corporativa de escindir al segmento de pagos *online* ha sido hasta el momento muy

positiva en términos de retornos por apreciación del precio de la acción para los accionistas de eBay al momento de la separación.

Asimismo, estos resultados se encuentran en línea con los obtenidos por Brandimarte et al. (2001), de donde se obtuvo que las empresas que gestionaron activamente las estrategias de adquisiciones y separaciones crearon sistemáticamente más valor para el accionista que las que realizaban una gestión pasiva.

6. Análisis de evento

De acuerdo con la literatura referente a separaciones de líneas de negocio analizada en el capítulo 2, se lleva a cabo un estudio de evento con la finalidad de medir el impacto del anuncio de separación de PayPal en el precio de la acción de eBay. Se considera la serie diaria ajustada de retornos de la acción de eBay para el período de los 200 días previos al anuncio (30 de setiembre de 2014) y los 30 días posteriores. Basado en el modelo de *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, se elige el índice S&P 500 como referencia para estimar el retorno esperado en un determinado día.

En línea con Dasgupta et al. (1998), se realizan *tests* basados en estadísticos que asintóticamente siguen una distribución normal $N(0,1)$ para evaluar la significación de los retornos anormales de cada día de la ventana del evento (Test1), así como también de los retornos acumulados de la ventana del evento en su conjunto (Test2).

De esta manera, los test de significación se definen de la siguiente forma:

$$\text{Test 1} = \frac{AR_{i\tau}}{\sqrt{\sigma^2}} \quad \text{Test 2} = \frac{CAR_i(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{\sigma^2}}$$

Siendo 1,65 el valor crítico para un nivel de significación del 5% de acuerdo a la tabla de distribución normal.

Se utilizó una estimación de la varianza con la siguiente forma:

$$\sigma_i^2 = \frac{CAR_i(\tau_1, \tau_2)^2}{n - 2}$$

Donde n representa el número de días de la ventana del evento.

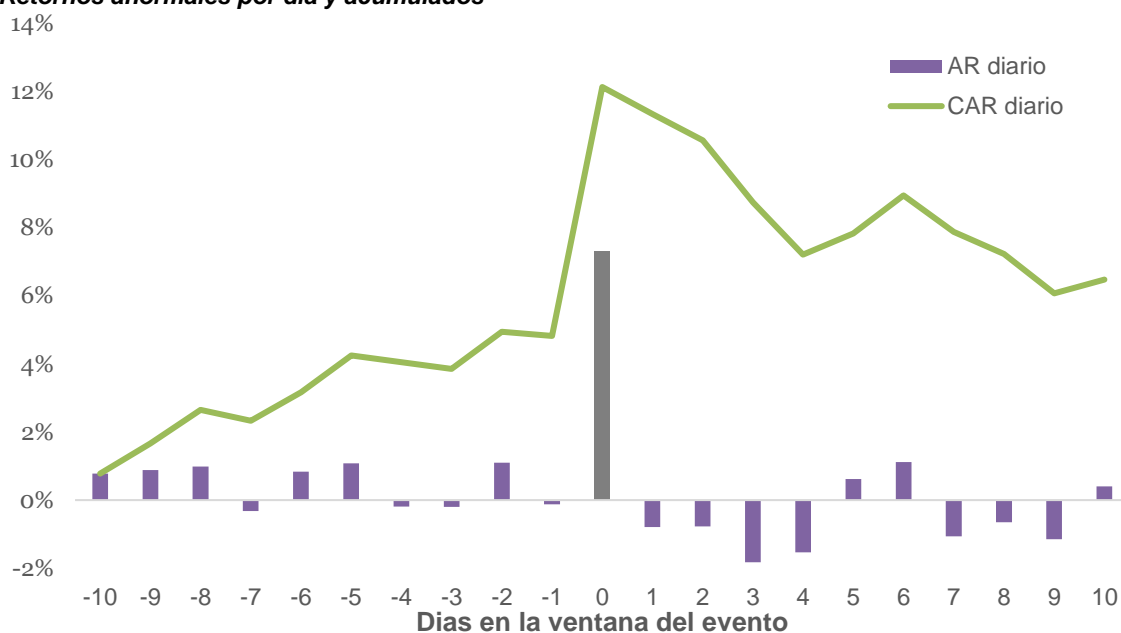
El Test1 es un indicador de significación estadística de los retornos anormales para cada día de la ventana del evento, y se define como los retornos anormales normalizados por la desviación estándar estimada por la fórmula anterior.

El Test2 resume la significación conjunta de los retornos anormales para la ventana del evento, calculado como los retornos anormales acumulados a lo largo de la ventana del evento normalizados por su desviación estándar.

6.1. Resultados del análisis de evento

La ventana de estimación seleccionada en primera instancia para analizar el impacto de la separación de PayPal en el precio de la acción de eBay fue de 190 días previos a la ventana del evento, la cual se definió para los 10 días anteriores y posteriores al evento.

Gráfico 3
Retornos anormales por día y acumulados



Fuente: Elaboración propia.

Al observar la ventana del evento (-10, +10), se puede apreciar que si bien los retornos anormales son tanto positivos como negativos a lo largo del período, el resultado final en términos de retorno anormal acumulado es positivo. En este sentido, el fuerte aumento del precio de la acción en el día del anuncio (día 0) condiciona el resultado final del CAR.

Asimismo, se puede observar una predominancia de retornos anormales positivos en los días previos al evento, mientras que en los días posteriores los retornos negativos ocurren con mayor frecuencia, en particular en los 4 días siguientes al anuncio. Esto se ve reflejado en el CAR diario, el cual muestra una tendencia ascendente hasta el día del evento, y luego es en su mayoría decreciente.

El Test1 muestra que el único día con retornos anormales significativos al 5% es el día del anuncio, es decir el 30 de setiembre de 2014. Esto indicaría que el mercado reaccionó de manera significativa tan solo el día del anuncio y por lo tanto fue un evento inesperado hasta ese momento, reflejado en un fuerte incremento de 7,5% en el precio de la acción. Esto indicaría que el anuncio de separación fue valorado positivamente por

el mercado, probablemente debido a la expectativa de que un mayor foco de eBay en su *core business* permitiría aumentar sus retornos y, al mismo tiempo, se generarían mayores oportunidades de crecimiento para PayPal.

El Test2 permite evaluar la significación conjunta de los retornos anormales en la ventana del evento. El resultado es positivo y fuertemente significativo al 5%, por lo que se rechaza la hipótesis nula de retornos anormales iguales a cero y se concluye que el anuncio de separación sí tuvo un efecto estadísticamente significativo sobre el precio de la acción de eBay.

A partir del gráfico 3 se observa además que los días de fluctuaciones más relevantes en los retornos están concentrados en el período de 2 días antes hasta 4 días después. Es por esta razón que se procede a realizar el análisis nuevamente cambiando la ventana del evento para (-2, +4) y la ventana de estimación para (-3,-200).

Se obtuvieron resultados similares a los de la ventana (-10, +10) para ambos tests. El Test1 nuevamente arroja como significativo y positivo al 5% únicamente al día 0, al tiempo que el Test2 es también positivo y significativo al 5% para el CAR correspondiente a la ventana del evento en su conjunto.

Finalmente se define la ventana de evento para el período (-1, +10) para enfocar el análisis en los días posteriores al anuncio y determinar si hubo un efecto de *overshooting*, es decir, una situación en la cual los inversores sobreestimaron el impacto del *spin-off* en el día del anuncio para luego estabilizar el precio en niveles inferiores a los alcanzados ese día.

En este caso, a partir del Test1 se encuentra que los días con retornos anormales significativos al 5% dentro de la ventana de evento fueron los días 0, 1, 2, 3, 4, 6, 7 y 9, siendo el día 0 y el 6 los únicos con retornos positivos. Esto parecería confirmar la existencia de *overshooting* en el precio de la acción de eBay al momento del anuncio. Adicionalmente, el Test 2 continúa siendo positivo y significativo al 5% para la ventana de evento en su conjunto.

Tabla 9
Retornos anormales para cada ventana de evento

Ventana	Promedio	Acumulado (CAR)	% Positivos
(-10,+10)	0,31%	6,5%	48%
(-2,+4)	0,46%	3,2%	29%
(-1,+10)	0,11%	1,3%	33%

Fuente: Elaboración propia.

La tabla 9 permite apreciar que los retornos anormales son positivos en promedio y a nivel acumulado para el total de cada ventana de evento. Sin embargo, esto se debe principalmente a los grandes retornos logrados por la acción de eBay el día del anuncio, que empuja el promedio hacia valores positivos a pesar de que en la mayoría de los días de las distintas ventanas los retornos anormales fueron negativos. Esto es particularmente notorio en los días posteriores al anuncio, lo cual puede reflejar el ya mencionado efecto de *overshooting* en el día 0 que luego fue compensado con caídas de precio en los días posteriores.

Los resultados positivos y significativos obtenidos en el Test 2 para las tres ventanas seleccionadas permiten concluir que el anuncio de separación de PayPal en una nueva entidad tuvo un impacto significativo en los retornos de la acción de eBay. Además, dicho anuncio fue valorado de manera positiva por los inversores con un fuerte aumento del precio en el mismo día, aunque hubo una pequeña corrección a la baja en los días posteriores.

7. Valuación por flujo de fondos descontados

De acuerdo con Ribeiro (2013), la metodología de valuación de empresas más apropiada para compañías en etapas de crecimiento o de madurez sería la metodología de flujos de fondos descontados.

Por lo tanto, con la finalidad de valorar los efectos del *spin-off* de PayPal, se realizan dos valuaciones por flujo de fondos descontados. La primera se lleva a cabo bajo el supuesto de que eBay decidiera no escindir PayPal y ambas continuaran formando parte de la misma entidad. La segunda valuación considera un escenario de separación de ambas empresas, por lo cual ambas son valuadas en forma separada (“*Standalone*”). A los efectos de analizar la creación de valor derivada del *spin-off*, se compara el valor obtenido en cada valuación, es decir, el valor de la empresa bajo el supuesto de mantenerse como una única entidad, contra el valor que tendrían eBay y PayPal funcionando como empresas separadas. Si se observa que la suma del valor de ambas empresas por separado es superior al valor de *Old* eBay, se concluye que la separación logró crear valor. Si, por el contrario, se observa que la suma del valor de ambas empresas por separado es inferior al de la empresa conjunta, se concluye que se destruyó valor mediante la separación.

Dichas valuaciones fueron realizadas de forma dinámica dentro una ventana de análisis de 5 años que abarca los 2 años anteriores y posteriores a la separación que se anunció en septiembre de 2014, y efectivamente se concreta en julio de 2015. Se realiza de esta forma un modelo de programación dinámica que permite maximizar el diferencial de valor entre ambos escenarios de forma de analizar si la separación se realizó en el momento óptimo en cuanto a creación de valor, o si hubiera sido preferible realizarlo en otro momento de la ventana de análisis.

A efectos prácticos, se considera para el modelo de programación dinámica que la separación se realiza al 1º de enero de cada año. Esta fecha es intermedia entre el anuncio y la fecha efectiva de la primera oferta pública de acciones (*Initial Public Offering* o *IPO*) de PayPal.

En cuanto a la terminología, resulta necesario definir los términos a utilizar para identificar a las empresas antes y después de la separación, de manera de diferenciar adecuadamente si se está refiriendo a la empresa conjunta o a las compañías separadas.

Se identifica como *Old eBay* a la empresa con anterioridad a la separación, es decir, a la empresa conjunta que incluye tanto el segmento de *Marketplace* (correspondiente a eBay) como el de pagos (correspondiente a PayPal).

Por su parte, se denota a las compañías luego de la separación como *eBay Standalone* y *PayPal Standalone*.

7.1. Supuestos de proyecciones

7.1.1. Ingresos de eBay –Marketplace

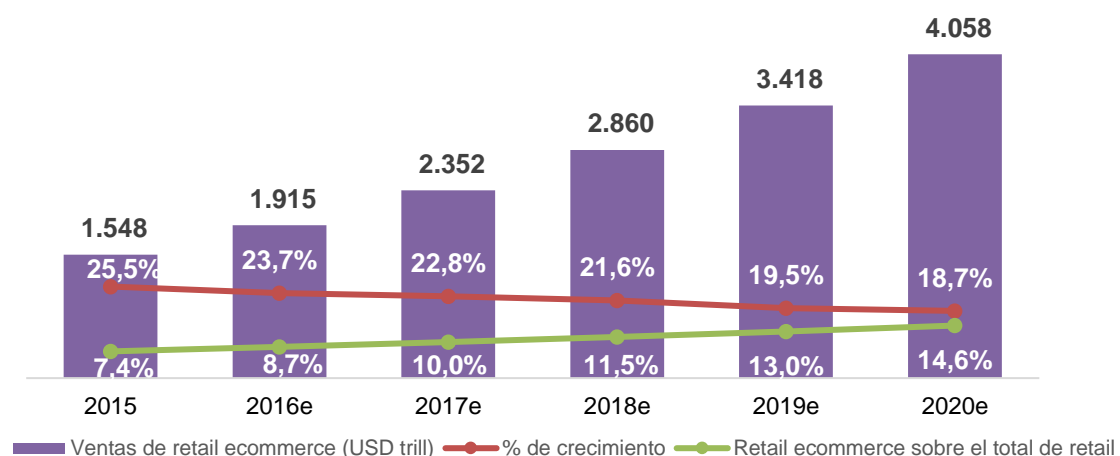
A los efectos de proyectar los ingresos futuros de eBay generados en el segmento de *Marketplace*, se recurre en primera instancia a estimaciones globales de *retail e-commerce* para luego realizar una estimación de tipo *top-down* basada en la proyección de la participación de eBay en dicho mercado.

De acuerdo con las proyecciones de *eMarketer* (2016), el sector de *retail e-commerce* a nivel mundial se encuentra en plena expansión, creciendo anualmente a tasas superiores al 20%. Asimismo, las ventas de *retail online* representan una proporción cada vez mayor del total de *retail* mundial. En 2015, las ventas de *e-commerce* representaban un 7,4% del total de *retail* mundial, al tiempo que para 2020 se espera que alcancen un 14,6%.

En 2015 el sector generó transacciones por un valor de US\$ 1.550 miles de millones. El monto total de transacciones de *retail e-commerce* previsto para 2020 es de US\$ 4.060 miles de millones, siendo este el último año para el que se encuentran estimaciones fiables del volumen de transacciones global.

Gráfico 4

Estimación del total de ventas de retail e-commerce mundial para el período 2015-2020.



Fuente: eMarketer (2016)

Adicionalmente, se espera que la región con el mayor mercado de *retail e-commerce* al final del período de proyección sea Asia-Pacífico. Se proyecta que este mercado alcance los US\$ 2.725 miles de millones para 2020. Esta región verá el mayor crecimiento de su mercado de *retail e-commerce* debido a una creciente clase media, mayor penetración de internet y celulares, mayor competencia de *players* de *e-commerce* y mejoras en logística e infraestructura en la región.

De esta forma, es esperable que las compañías con mayor presencia en estas regiones incrementen su *market share* a lo largo del período, en desmedro de la participación de mercado de compañías sin actividad o con menor peso en esa zona.

Asimismo, el sector de *e-commerce* se caracteriza por tener escasas barreras a la entrada para nuevos competidores, lo cual permite que la competencia sea cada vez mayor y genere un mercado menos concentrado. En este sentido, la participación de mercado de las empresas de mayor madurez se ha visto afectada por el surgimiento de nuevas empresas que ofrecen innovaciones para los consumidores en un mercado muy cambiante. Esto implica un gran desafío para las empresas maduras como eBay, que deberán intentar reinventarse para mantenerse en su situación de liderazgo.

Por otra parte, en el año 2014 (último año previo al *spin-off*), el *Gross Merchandise Volume (GMV)* de eBay, entendido como el valor total de todos los artículos vendidos entre usuarios a través de la plataforma (excluyendo clasificados), alcanzó los US\$ 82,8 mil millones, representando un 6,19% del total de las transacciones de la industria. Se observa además que el *market share* de eBay ha caído de manera sostenida en los últimos años. Por tanto, es esperable que esta tendencia se mantenga y eBay continúe

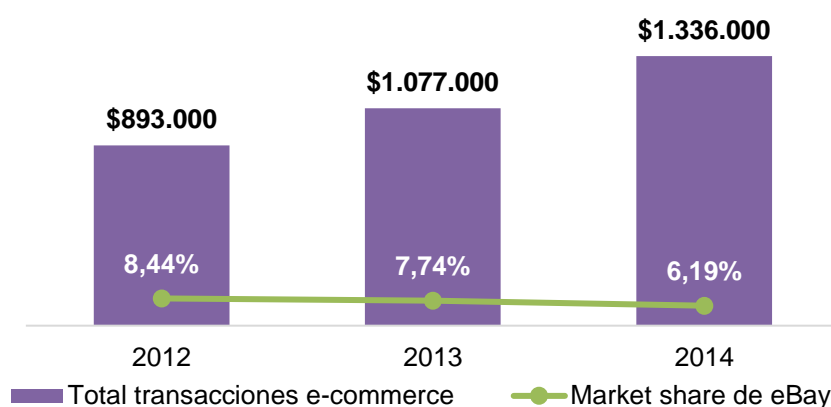
perdiendo participación en el mercado de *e-commerce*, tanto en el supuesto de que se realiza el *spin-off* como en el contrario.

Tabla 10
Descripción del cálculo del market share de eBay para el período 2012-2014.

Market share de eBay	2012	2013	2014
Total transacciones e-commerce (US\$ millones)	\$893.000	\$1.077.000	\$1.336.000
GMV de eBay (US\$ millones)	\$75.376	\$83.330	\$82.753
Market share de eBay	8,44%	7,74%	6,19%

Fuente: Elaboración propia en base a eMarketer (2016) y eBay, Inc. (2014)

Gráfico 5
Evolución del market share de eBay para el período 2012-2014 (millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia en base a eMarketer (2016), eBay (2014)

Sin embargo, se realizan supuestos diferentes para la estimación del GMV de eBay en ambas situaciones. En este sentido, se entiende que el hecho de que PayPal forme parte de eBay genera una situación de *lock-in* para los usuarios de PayPal, los cuales se ven incentivados a comprar en eBay por encima de otros competidores, ya que tienen la comodidad y facilidad de contar con el medio de pago integrado en la propia plataforma, y sin la necesidad de tener que compartir con el comprador sus datos de tarjetas de crédito o de cuentas bancarias.

Es de suponer entonces que la escisión de PayPal podría generar que usuarios de PayPal que tradicionalmente realizaban la mayoría de sus compras *online* en eBay se vean tentados a usar otras plataformas de *Marketplace*. Por lo tanto, se realiza la suposición de que de realizarse el *spin-off*, eBay *Standalone* pierda *market share* del *e-commerce* global de forma ligeramente más acelerada, debido a la apertura de PayPal

hacia otros competidores en el segmento de *Marketplace*. En este sentido, se proyecta un decrecimiento de la participación de eBay para el caso de compañías juntas del 10% anual, al tiempo que se estima una caída anual de 11% para el caso de eBay *Standalone*.

eBay genera la mayor parte de sus ingresos a partir de comisiones sobre las transacciones que se concretan a través de la plataforma eBay.com y StubHub. Marginalmente genera ingresos a través de servicios de *marketing*, incluyendo clasificados y publicidad. Como se aprecia en la Tabla 11, para los años analizados, estos últimos no representan nunca más de un 21% sobre el total de los ingresos del *Marketplace*, y acompañan el crecimiento de las transacciones. Por este motivo, se opta por utilizar el crecimiento del valor de las transacciones (*GMV*) como aproximación del crecimiento del total del segmento *Marketplace*.

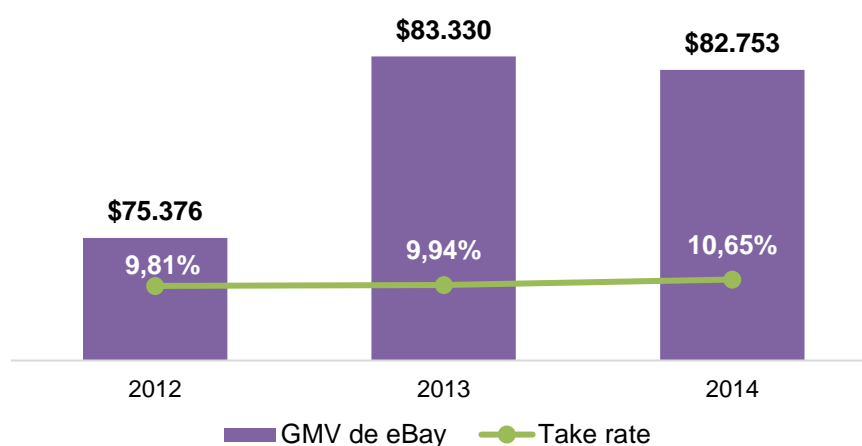
Tabla 11
Transacciones de eBay Marketplace 2012 - 2014

	2012	2013	2014
Ingresos Marketplace (US\$ millones)	5.834	6.569	6.995
Ingresos Marketing y otros servicios (US\$ millones)	1.564	1.715	1.822
Total ingresos (US\$ millones)	7.398	8.284	8.817
Marketing y otros servicios como porcentaje del total de ingresos (%)	21%	21%	21%

Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2014)

En cuanto a las comisiones cobradas por eBay sobre las transacciones facilitadas a través de la plataforma, cabe destacar que el mercado de *e-commerce* se encuentra actualmente muy atomizado, por lo que ningún participante tiene la posibilidad de fijar precios. En la medida que se incorporen nuevos competidores se espera que estos precios bajen. Por lo tanto, se define el supuesto de que el *take-rate*, entendido en el caso de eBay como cociente de ingresos sobre *GMV*, experimentará caídas anuales del 7% a partir de 2017 hasta a un nivel mínimo de 8,5% sobre el volumen de transacciones, tanto en caso de permanecer como una sola compañía como en caso de separarse.

Gráfico 6
GMV (millones de US\$) y Take-rate de eBay para el período 2012-2014



Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2014)

Por último, se estima un crecimiento de los ingresos del *Marketplace* a partir de 2020 a tasas de 2,5%, principalmente debido a la etapa de madurez en la que se encuentra eBay. Además, si bien el sector de *e-commerce* continuará su crecimiento en los próximos años, se espera que lo haga a tasas cada vez menores a medida que va alcanzando una etapa de madurez. La creciente competencia y el menor dinamismo del sector suponen tasas de crecimiento más moderadas para eBay.

7.1.2. Ingresos de PayPal

La mayoría de los ingresos de PayPal se generan a partir de un *take-rate* sobre el total de transacciones que procesa (*TPV*). El *TPV* se clasifica, a su vez, en dos segmentos según donde se haya generado la transacción: *On eBay TPV* y *Merchant Services TPV*. *On eBay TPV* refiere al volumen total de pagos por transacciones realizadas en la plataforma de eBay que se procesan a través de PayPal, al tiempo que *Merchant Services TPV* comprende el total de pagos por transacciones realizadas fuera de ella.

De esta forma, se consideran dichos segmentos como base de proyección de los ingresos futuros de PayPal tanto en el escenario de continuar siendo parte de eBay como en el caso de compañía separada (*Standalone*). En cuanto a la participación de cada uno de esos segmentos en el total de ingresos, se realizan supuestos distintos para cada escenario.

A diciembre de 2014, un 72% del GMV de eBay era procesado a través de PayPal. Dicha proporción ha seguido una trayectoria ascendente desde que eBay adquirió PayPal a comienzos de los años 2000. Sin embargo, el porcentaje de ingresos de

PayPal asociados a eBay muestra un decrecimiento, principalmente debido a las enormes tasas de crecimiento exhibidas por el segmento *Merchants*, es decir, los ingresos generados por transacciones realizadas en otros comercios.

Tabla 12
Ingresos de PayPal asociados a transacciones realizadas en eBay para el período 2012-2014.

	2012	2013	2014
% de GMV de eBay procesado por PayPal	63%	65%	72%
% de TPV asociado a eBay	33%	30%	26%
% de ingresos asociados a eBay	35%	32%	29%

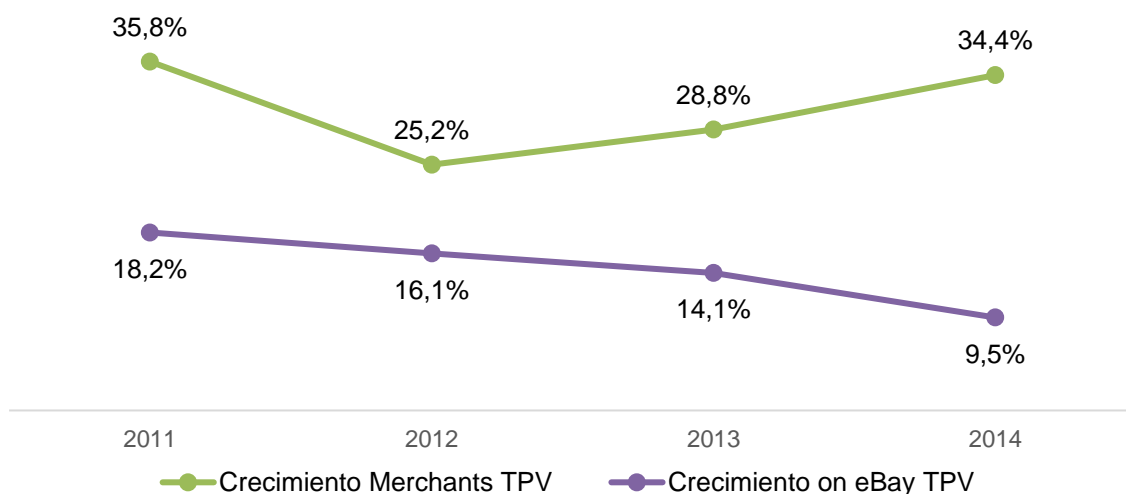
Fuente: Elaboración propia en base a PayPal Holdings, Inc. (2016), eBay, Inc. (2015)

En los últimos años se ha observado una disparidad muy importante entre las tasas de crecimiento de ambos segmentos de pagos. El segmento que corresponde a transacciones realizadas en eBay crece en la actualidad a tasas anuales de un dígito debido a un crecimiento del GMV de eBay más moderado, explicado en gran medida por la mayor madurez de eBay y a la mayor competencia en el sector de *e-commerce*.

Por otra parte, el crecimiento del segmento *Merchants* presenta actualmente tasas anuales superiores al 25%, debido al espectacular avance de los pagos *online* que favoreció un enorme incremento del número de comerciantes que aceptan medios de pago electrónicos, y específicamente a PayPal como líder del sector. En particular, los pagos móviles y billeteras digitales se encuentran en una etapa de enorme expansión y lideran el crecimiento del sector.

Por lo tanto, si bien PayPal logra procesar cada vez una porción mayor de las transacciones realizadas en eBay, es el sector de *Merchants* el que le proporciona mayores ingresos año a año, a medida que logra captar nuevos comerciantes dispuestos a aceptar PayPal como medio de pago.

Gráfico 7
Crecimiento del TPV de PayPal por segmento para el período 2011-2014



Fuente: Elaboración propia en base a PayPal Holdings, Inc. (2016), eBay, Inc. (2015), eBay, Inc. (2014)

En este sentido, a los efectos de la valuación se realiza el supuesto de que en caso de permanecer como parte de eBay, PayPal lograría incrementar su participación en las transacciones de eBay con mayor facilidad y rapidez que en el caso de funcionar como una entidad separada. Con base en la información histórica, se proyecta que en caso de continuar como una sola entidad PayPal lograría incrementar en un 3% anual su participación en las transacciones realizadas en el *Marketplace* de eBay, hasta lograr un máximo de 85% y mantenerse estable. Este tope se interpreta como un pequeño segmento de usuarios de eBay más rígido en cuanto a sus medios de pago preferidos que PayPal no lograría captar.

Por otro lado, en caso de ser una entidad separada, el porcentaje del *GMV* de eBay procesado a través de PayPal (*On eBay TPV*) se incrementaría a un ritmo menor de 1,5% anual, hasta alcanzar un máximo de 80% para luego mantenerse estable en el largo plazo. Este menor ritmo de crecimiento se explica por el hecho de que PayPal pasaría a ser solo un procesador de pagos más, y eBay tendría menos incentivos para promocionar su uso entre sus usuarios.

Adicionalmente, se hace el supuesto de que en caso de separarse, PayPal lograría incrementar el *TPV* correspondiente a *Merchants* a un ritmo más alto que en caso de permanecer dentro de eBay. El tener más independencia le otorgaría una mayor libertad para lograr alianzas estratégicas, o también mayor flexibilidad económica para realizar adquisiciones o inversiones, tanto a nivel de flujo de fondos como de financiamiento externo.

Otra distinción importante que se realiza a nivel de supuestos para proyectar ambas situaciones tiene que ver con el *take-rate* de PayPal. Mientras las empresas permanecían juntas, el *take-rate* que lograba PayPal de las transacciones realizadas en eBay era mayor al obtenido en las transacciones por fuera de eBay. Esto implica que la relativa exclusividad con la que contaba PayPal cuando formaba parte de eBay le permitía cobrar precios superiores a los que obtenía al procesar pagos de otros comercios. Asimismo, la mayor competencia que enfrentaba PayPal en su segmento de *Merchants* lo obligaba a disminuir el *take-rate* para conservar su *market share*.

Por lo tanto, es razonable asumir que una vez separadas, el *take-rate* que obtendría PayPal por transacciones en eBay sería el mismo que lograría por fuera de él, ya que se abriría la competencia para otros medios de pago en el *Marketplace* de eBay.

Tabla 13

Descripción del cálculo del *take-rate* para el segmento *On eBay* de PayPal para 2012-2014.

Segmento <i>On eBay</i>	2012	2013	2014
TPV (US\$ millones)	47.660	54.382	59.563
Ingresos (US\$ millones)	1.982	2.153	2.327
Take-rate (%)	4,16%	3,96%	3,91%

Fuente: Elaboración propia en base a PayPal Holdings, Inc. (2016) y eBay, Inc. (2015)

Tabla 14

Descripción del cálculo del *take-rate* para el segmento *Merchants* de PayPal para 2012-2014

Segmento <i>Merchants</i>	2012	2013	2014
TPV (US\$ millones)	97.277	125.281	168.361
Ingresos (US\$ millones)	3.680	4.574	5.698
Take-rate (%)	3,78%	3,65%	3,38%

Fuente: Elaboración propia en base a PayPal Holdings, Inc. (2016) y eBay, Inc. (2015)

Asimismo, si bien se espera para 2018 la monetización de Venmo, lo cual podría incrementar el *take-rate* en dicho año, se realiza el supuesto de que el *take-rate* de PayPal seguirá una trayectoria decreciente en el futuro. Esto sería válido tanto en el escenario de compañías separadas como en el caso de entidades *Standalone*, debido a la creciente competencia producto de la aparición de nuevos *players* en el sector, ya sea de compañías nuevas como de procesadores de pagos que se vuelquen al segmento *online*.

7.1.3. Ganancia antes de intereses e impuestos

El margen operativo sobre ventas, calculado como Ganancias antes de impuestos e intereses (*EBIT*, por sus siglas en inglés) sobre Ingresos operativos presenta un comportamiento estable para los tres años anteriores a la separación. El promedio de este ratio para el período 2012-2014 muestra que el margen operativo representa un 21,96% de los ingresos operativos.

En el escenario de no separación se presume que este margen se mantendrá en los niveles históricos debido a que el *Marketplace* se encuentra en una etapa de madurez.

Si bien a priori sería de suponer que el *spin-off* podría implicar una reducción de márgenes producto de la duplicación de determinados costos, la separación también representó una oportunidad para llevar a cabo una reestructura profunda a nivel operativo, que generó un aumento de márgenes.

Para el caso de *eBay Standalone*, se parte del margen operativo real del año 2012 que representa un 27,14% de los ingresos operativos e incrementará producto de las posibilidades de reestructura mencionadas, principalmente como resultado de reducciones en su plantilla de empleados que exceden a la duplicación de costos. Se observa que el total de ahorro una vez anunciado el *spin-off*, representa aproximadamente un 6% de los costos operativos del *Marketplace*. Se estima que este es el porcentaje en que aumentaría el margen en el año que se realiza el *spin-off*.

En el caso de *PayPal Standalone*, se toma como base el margen operativo real del año 2012 que representa un 15,79% de los ingresos operativos y se asume el mismo aumento del 6% en el año que se realiza el *spin-off*, producto de la reestructura de la compañía.

7.1.4. Impuestos

Para el caso de la empresa en conjunto, se proyecta una tasa efectiva de impuestos del 21,08%, correspondiente al promedio de la división del impuesto pagado efectivamente en los años 2011, 2012 y 2013 sobre el *EBIT* para cada uno de estos años (se excluye del cálculo el año 2014 por presentar un valor atípico).

En el caso de separación se utiliza como parámetro de proyección la tasa informada por cada segmento de negocio en 2012. En el caso de *eBay Standalone* el ratio es de 18,03% y en el caso de *PayPal Standalone* de 12,84%.

7.1.5. Inversiones y amortizaciones

Dado que las amortizaciones no representan un movimiento de fondos y se consideraron como un costo al momento de calcular el *EBIT*, se calculan a efectos de ajustar el flujo de fondos.

Se proyecta que de mantenerse las compañías juntas, será necesario un menor nivel de inversiones en activo fijo e intangibles, por lo que se generarán menores amortizaciones que en el caso de las empresas separadas, que requerirán de inversiones adicionales para potenciar su operativa. Esto va en línea con la madurez que la empresa ha alcanzado, que ya no requiere niveles tan importantes de inversión como cuando se encontraba en plena etapa de crecimiento. Por tanto, se supone que tanto las inversiones como las amortizaciones se reducirán en un 10% cada año, con un piso estructural de 5,5%.

Sin embargo, se espera una trayectoria diferente para el ratio de inversiones sobre ventas en el escenario de separación. En el caso de *eBay Standalone*, se entiende que en los primeros años se realizarán mayores inversiones para intentar reconvertir a la empresa, que ha perdido su posición de líder a nivel global en el mercado de *e-commerce* y que crece a tasas moderadas. Asimismo, se presume que los intentos por incursionar en nuevos motores de búsqueda basados en la *structured data* demandarán a su vez una mayor inversión. En este sentido, se realiza el supuesto de que el ratio de inversiones sobre ventas se mantiene constante en los primeros dos años, para luego retomar la senda decreciente próxima al 10% anual hasta un mínimo de 5,5%. De igual forma, las amortizaciones como porcentaje de las ventas seguirán una tendencia análoga a la de las inversiones.

En el caso de *PayPal Standalone*, también se esperan mayores niveles de inversión en los primeros años posteriores a la separación. La creciente competencia en el sector de pagos *online* estimularía a PayPal a realizar adquisiciones de empresas o concretar alianzas estratégicas que le permitan incrementar su presencia en el mundo físico y mejorar su posicionamiento en los pagos *online*, un segmento que viene mostrando

tasas de crecimiento sustanciales. La reciente separación le otorgaría además a PayPal mayor flexibilidad financiera y a nivel corporativo para realizar dichos movimientos estratégicos. Por este motivo se realiza también el supuesto de que el ratio de inversiones sobre ventas se mantiene constante en los primeros dos años para realizar este tipo de inversiones, para luego continuar con la trayectoria decreciente del 10% anual hasta un mínimo de 5,5%. Por su parte, las amortizaciones como porcentaje de las ventas seguirán también la misma tendencia que las inversiones.

En cuanto a la inversión requerida en capital de trabajo, representa históricamente un 1,53% de las ventas, por lo que se utiliza este porcentaje para proyectar los valores de inversión requeridos a fin de cada año. El valor requerido de inversión en capital de trabajo anual surge de la resta del valor a fin de cada año, con el valor invertido a fin del año anterior. No se prevén modificaciones para este ratio una vez realizado el *spin-off*.

7.1.6. Tasa de descuento

De acuerdo con la ecuación del *WACC* formulada en el capítulo 2, la tasa de descuento depende del peso relativo de la deuda y de los fondos propios en la estructura de capital de la empresa. En este caso, las ponderaciones se calcularon en base al ratio *Debt to Equity* por industria calculado por Damodaran (2017). Se optó por utilizar los promedios de la industria por el hecho de que a diciembre 2014 PayPal aun formaba parte de eBay, y su deuda correspondía a notas y obligaciones a pagar con eBay, lo cual puede no reflejar correctamente el costo de la deuda a largo plazo. Asimismo, dado que PayPal no cotizaba en bolsa en ese momento, el capital propio correspondía a la inversión de eBay en su segmento de pagos *online*, por lo cual se considera que el promedio de la industria puede reflejar más adecuadamente la estructura de capital de la empresa.

A su vez, la utilización de valores promedio de la industria para las estimaciones, permite observar relaciones más estables y de largo plazo que los promedios históricos para una determinada empresa, los cuales a su vez pueden estar influidos por valores atípicos producto de acontecimientos circunstanciales.

La clasificación por industria de Damodaran (2017) coloca a eBay en la industria de Internet (*Software*) dado que es esencialmente un *Marketplace* y no propiamente un *retailer* como es el caso de Amazon, el cual forma parte del segmento de *retail online*.

A su vez, PayPal es ubicado en el sector de *Information Services*, junto con competidores como Visa y Master Card.

El ratio *Debt to Equity* calculado por Damodaran (2017) para el sector de Internet (Software) a diciembre 2014 era de 4,16%, lo cual implica una proporción de fondos propios del 96% y un 4% de deuda. Por otra parte, el sector de *Information Services* tenía un ratio de 10,63%, es decir, una proporción de capital propio de 90,4% contra un 9,6% de fondos de terceros.

Tabla 15
Estructura de capital de eBay y PayPal a diciembre, 2014

Estructura de capital	eBay	PayPal
Deuda	4,0%	9,6%
Fondos propios	96,0%	90,4%
Total	100%	100%

Fuente: Elaboración propia basados en eBay, Inc. (2016) y PayPal Holdings, Inc. (2016).

El costo de la deuda se estima con base en la calificación crediticia de cada empresa, aplicando un *credit spread* sobre la tasa libre de riesgo correspondiente a cada *rating*. A diciembre 2014, la calificación crediticia otorgada a eBay por la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's (S&P) era de A, lo cual implica un *credit spread* de 1,31% sobre la tasa libre de riesgo. Por su parte, en el caso de PayPal se utilizó el *rating* de S&P que obtuvo el día que realizó su IPO, el cual fue BBB. Dicha calificación suponía un *spread* de 2,15% sobre la tasa libre de riesgo (Damodaran, 2017).

La tasa libre de riesgo se obtiene a partir del índice de referencia *USGG10YR Index* de Bloomberg, calculado con bonos a 10 años del gobierno de Estados Unidos. Al 31 de diciembre de 2014, el valor del índice era de 2,17%.

Para obtener el costo de deuda después de impuestos se utiliza la tasa efectiva de impuestos por industria calculada por Damodaran (2017). Dicha tasa fue de 39,2% para la industria de *Software* (Internet) y de 30,4% para la industria de *Information Services* al 31 de diciembre de 2014.

Tabla 16
Costo de la deuda de eBay y PayPal al 31/12/2014

Costo de la deuda		Costo de la deuda	
eBay - 31/12/2014	2,11%	PayPal - 31/12/2014	3,01%
Tasa efectiva impuestos	39,20%	Tasa efectiva impuestos	30,40%
Credit spread	1,31%	Credit spread	2,15%
Tasa libre de riesgo	2,17%	Tasa libre de riesgo	2,17%

Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2016) y PayPal Holdings, Inc. (2016)

Por otra parte, el costo de los fondos propios se calculó con base en el modelo *CAPM* explicado en el capítulo 2. El retorno esperado del mercado se obtiene de Bloomberg, el cual se calcula como el promedio ponderado por capital de la tasa interna de retorno de los miembros del índice S&P 500. De esta forma, al considerar datos proyectados de ganancias, dividendos, *payout ratio*, etc. se utiliza un enfoque *forward-looking* en lugar de uno basado exclusivamente en datos históricos. Al 31 de diciembre de 2014, el retorno de mercado estimado era de 9,24%, por lo que la prima de riesgo fue de 7,07%.

Para medir la sensibilidad de cada empresa a la performance del portafolio de mercado, se utiliza el beta por industria calculado por Damodaran (2017). El beta obtenido para eBay fue de 1,05, al tiempo que para PayPal fue de 0,84. Esto indica que el segmento de Internet (*software*) tiene una mayor volatilidad que la del mercado, (representado como el índice S&P 500), mientras que el segmento de *Information Services* es menos sensible a los movimientos del mercado.

Con base en la ecuación de cálculo del *WACC*, se obtiene un costo de los fondos propios para eBay de 9,6%, mientras que en el caso de PayPal fue de 8,1%.

Tabla 17
Costo de los fondos propios de eBay y PayPal al 31/12/2014

Costo de fondos propios eBay - 31/12/2014		Costo de fondos propios PayPal - 31/12/2014	
Tasa libre de riesgo	2,17%	Tasa libre de riesgo	2,17%
Beta	1,05	Beta	0,84
Retorno del mercado	9,24%	Retorno del mercado	9,24%
Prima de riesgo	7,07%	Prima de riesgo	7,07%

Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2016) y PayPal Holdings, Inc.(2016).

El costo promedio del capital de eBay al 31 de diciembre de 2014 fue de 9,26%, al tiempo que el de PayPal era de 7,64%. Dichas tasas fueron a su vez utilizadas como tasa de descuento de los flujos futuros en la valuación.

Tabla 18

Tasa de costo del capital (WACC) de eBay.

eBay	Ponderación	Costo	Costo ponderado
Deuda	4%	2,11%	0,08%
Fondos propios	96%	9,56%	9,18%
WACC	100%		9,26%

Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2015)

Tabla 19

Tasa de costo del capital (WACC) de PayPal.

PayPal	Ponderación	Costo	Costo ponderado
Deuda	9,6%	3,01%	0,29%
Fondos propios	90,4%	8,13%	7,35%
WACC	100%		7,64%

Fuente: Elaboración propia en base a PayPal Holdings, Inc. (2016)

7.2. Resultados de la valuación por flujos de fondos descontados

Las diferentes valuaciones realizadas por flujos de fondos descontados permiten observar en primer lugar que la decisión corporativa de eBay de separar PayPal logró generar valor.

Si se observa la valuación que supone una separación al 31 de diciembre del año 2014, la cual se considera una aproximación a la separación real llevada a cabo en Julio 2015, se puede apreciar que la suma de las valuaciones de eBay y PayPal *Standalone* es mayor al valor de *Old* eBay en el escenario en que hubiera decidido mantenerse como una única entidad.

En este sentido, la creación de valor derivada de la separación real, medida como el diferencial de valor entre *Old* eBay y la suma de las valuaciones de las empresas *Standalone*, alcanza los US\$ 9,9 mil millones. El detalle de las valuaciones se puede apreciar en el Anexo 1.

Tabla 20
Resultado valuación por flujo de fondos descontados, por año de separación (US\$ millones)

Año de separación	2013	2014	2015	2016	2017
Valuación <i>Old</i> eBay (US\$ millones)	74.452	80.165	86.190	92.261	98.351
Valuación eBay <i>Standalone</i> (US\$ millones)	32.052	34.030	31.528	32.792	34.127
Valuación PayPal <i>Standalone</i> (US\$ millones)	46.287	55.987	67.095	82.234	99.121
Suma <i>Standalone</i> (US\$ millones)	78.338	90.016	98.623	115.026	133.247
Diferencia (US\$ millones)	(3.886)	(9.851)	(12.433)	(22.765)	(34.896)
Preferencia	Standalone	Standalone	Standalone	Standalone	Standalone

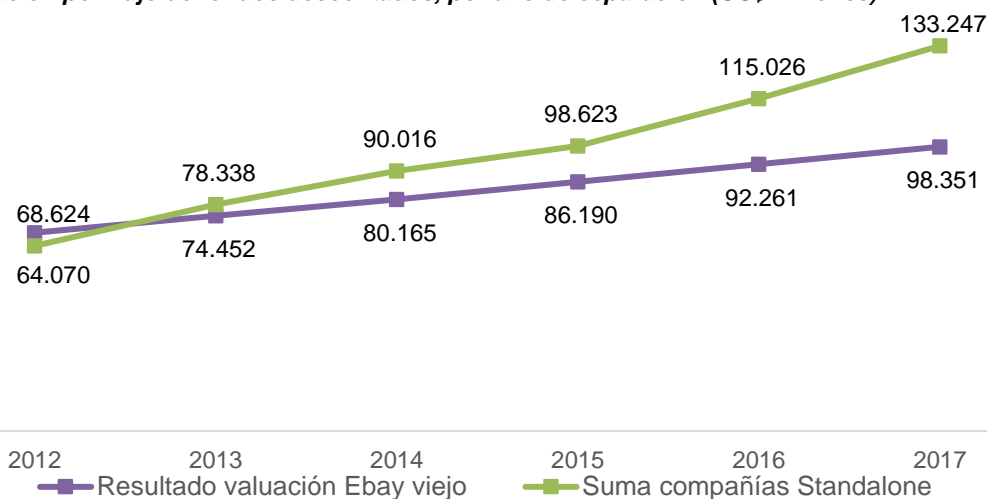
Fuente: Elaboración propia.

De esta forma, la valoración positiva inicial por parte del mercado en el momento del anuncio, reflejada en el análisis de evento, habría sido acertada de acuerdo con el ejercicio de valuación realizado.

Se observa que la separación lograría generar valor para todos los años comprendidos en la ventana de análisis de 2013-2017. Es importante destacar a su vez que el diferencial de valor se va incrementando año a año, por lo que cada año que se posterga

la decisión de llevar a cabo el *spin-off*, la pérdida de valor definida en términos de costo de oportunidad, o “costo de no separar”, es cada vez mayor.

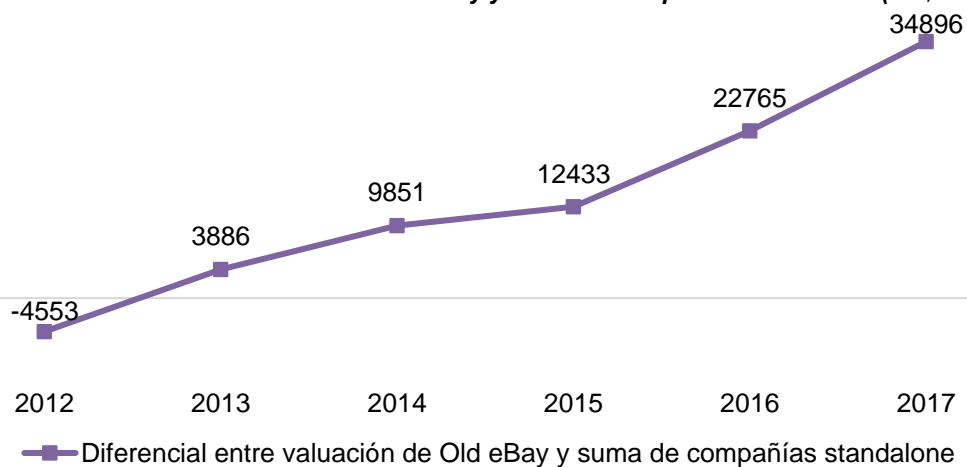
Gráfico 8
Valuación por flujo de fondos descontados, por año de separación (US\$ millones)



Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con el ejercicio de valuación, hubiera sido conveniente para eBay realizar el *spin-off* incluso antes de cuando efectivamente se concretó, dado que una eventual separación a fines de 2013 habría generado valor por US\$ 3,9 mil millones. De esta manera, cabe destacar que la propuesta del accionista Carl Icahn de separar ambas unidades de negocio a comienzos de 2014 hubiera sido exitosa desde el punto de vista de creación de valor para los accionistas.

Gráfico 9
Diferencial de valor entre valuación de Old eBay y suma de compañías Standalone (US\$ millones)



Fuente: Elaboración propia.

7.3. Análisis de sensibilidad

7.3.1. Sensibilización de las principales variables

El resultado obtenido es concluyente respecto a la generación de valor del *spin-off* de eBay y PayPal, incluso cuando la valuación se realiza sensibilizando variables relevantes. En todos los casos evaluados se concluye que la separación generó valor al momento de realizarse, o lo hubiera generado en los años posteriores.

En primer lugar, se sensibiliza la mejora en el margen de *EBIT* sobre ventas de eBay *Standalone* y PayPal *Standalone*, respecto al margen que hubieran tenido los segmentos de *Marketplace* y *Payments* si continuaran formando parte de una misma compañía. Esta mejora se definió en un 6% para el escenario base, valor surgido de datos observados en los primeros años post-separación. Sin embargo, la duplicación de algunos costos producto de la separación podría afectar este supuesto. Por lo tanto, se sensibiliza esta variable considerando una mejora de un 3% en el margen. El valor generado por la separación en 2013 disminuye a US\$ 1.631 millones, pero se mantiene positivo, por lo que se mantiene la conclusión obtenida en el escenario base respecto al año de separación.

Es posible que luego de la separación, los usuarios de PayPal *Standalone* no tengan mayores incentivos para seguir comprando dentro de la plataforma, lo que llevaría a que eBay *Standalone* pierda mayor porción de mercado de lo que hubiera perdido estando juntas. Por lo tanto, como segundo escenario de sensibilización se considera un deterioro anual del *market share* para eBay *Standalone* de 13%, en lugar del 11% definido en el escenario base. El diferencial entre la pérdida anual de *market share* definido en el escenario base era de 1% (10% de deterioro anual para *Old* eBay, 11% para eBay *Standalone*), el escenario sensibilizado aumenta este diferencial a 3%. Bajo estos supuestos, y manteniendo las restantes variables constantes, la separación de las compañías comenzaría a generar valor a partir de 2014, año en que el valor generado sería de US\$ 4.546 millones.

En tercer lugar se realiza el análisis del impacto del diferencial de tasas de costo de capital. El escenario base establecía una tasa *WACC* para *Old* eBay de 8,45%, mientras que para eBay *Standalone* esta tasa era de 9,26% y la aplicable a PayPal *Standalone* era de 7,64%. De acuerdo a lo mencionado anteriormente, estas tasas fueron calculadas utilizando *benchmarks* de industria para lograr un valor objetivo de largo plazo. Si, en su

lugar, se hubiera establecido una tasa única de 8,45% para las tres valuaciones, la separación generaría un valor de US\$ 1.105 millones a partir de 2013.

Adicionalmente, se evalúa el impacto del diferencial entre las tasas efectivas de impuestos. El escenario base contempla una tasa efectiva de impuestos sobre *EBIT* de 21,08% para *Old* eBay, 18,03% para *eBay Standalone* y 12,84% para *PayPal Standalone*. Estas tasas fueron obtenidas utilizando las cifras que surgen de los estados financieros de las compañías. Sin embargo, se puede considerar un escenario adicional, donde estas tasas no varíasen luego de la separación. Para ello, se define un escenario donde las tasas efectivas de impuestos son de 21,08% tanto para *Old* eBay como para ambas compañías *Standalone*. Bajo este escenario, la separación comienza a generar valor en 2014, año en que el diferencial de valor entre las compañías separadas y *Old* eBay es de US\$ 3.140 millones.

Como quinto escenario, se sensibiliza el valor de perpetuidad para *Old* eBay y *eBay Standalone*. El horizonte de valuación definido fue de 10 años, y la perpetuidad luego del último año definida para el escenario base era de 2,5% para todas las compañías. Sin embargo, es razonable suponer que dada la etapa del ciclo de vida en que se encuentran las empresas, el crecimiento a perpetuidad del *Marketplace* será menor al de *Payments*. Por lo tanto, se define un escenario suponiendo un crecimiento del 2% para *Old* eBay (que combina la operativa de *Marketplace* y *Payments*), 1% para *eBay Standalone*, manteniendo el 2,5% para *PayPal Standalone*. Bajo este supuesto, la separación genera un valor de US\$ 4.409 millones a partir de 2013.

De acuerdo a estos resultados, se puede concluir con cierto grado de certeza que la separación de las compañías hubiera generado mayor valor de haberse realizado en 2013 o 2014.

Por último, se sensibiliza el aumento de *TPV* de *PayPal* en el año de separación. En el escenario base se realiza el supuesto de que el aumento del volumen de transacciones de pagos realizadas a través de *PayPal* se aceleraba, aumentando un 30% en el año de separación gracias a la posibilidad de realizar alianzas por fuera de la plataforma eBay. Si, en su lugar, se considera un 25% de aumento de *TPV* en el año de separación, suponiendo que las alianzas estratégicas no prosperan de la manera esperada, el resultado obtenido muestra que la separación comenzaría a generar valor a partir de 2016, año en que generaría US\$ 6.457 millones.

Tabla 21
Resultados de análisis de sensibilidad.

Resultado de valuaciones	Escenario Base	Variable sensibilizada					
		Mejora en margen	Pérdida <i>market share</i> (eBay)	WACC	Tasa efectiva impuestos	Perpetuidad	Aumento de <i>TPV</i> en año de separación (PayPal)
Año de separación	2013	2013	2014	2013	2014	2013	2016
Valor generado en año de separación (millones de US\$)	3.886	1.631	4.546	1.105	3.140	4.409	6.457

Fuente: Elaboración propia.

7.3.2. Prueba de tensión

Como se describió anteriormente, son tres los principales supuestos de proyección que a priori impactan de manera decisiva en las diferentes valuaciones, y en última instancia en la conclusión respecto a la generación de valor derivada de la separación de PayPal.

En primer lugar, uno de los factores de mayor impacto positivo en el escenario de separación es la mejora en el margen operativo derivada de la misma, supuesta inicialmente en un 6%. Este supuesto se basa en el ahorro de costos por reducción de personal obtenido como resultado de la reestructura efectivamente realizada por eBay a comienzos de 2015, con miras a la separación ya anunciada.

Otro supuesto de relevancia para la proyección es el del crecimiento del *TPV* del segmento *Merchants* en *PayPal Standalone* en el año de separación, el cual se supone en un 30% en concordancia con lo observado. Dicho supuesto afecta positivamente a la separación y se basa en el hecho de que *PayPal Standalone* dispone de mayor libertad para asociarse con nuevos vendedores por fuera de la plataforma de eBay, y a su vez puede concretar alianzas estratégicas con mayor facilidad. Adicionalmente, al ser PayPal una entidad separada, sus usuarios ya no se ven especialmente incentivados a comprar en eBay, por lo que aumentarían sus compras por fuera de su *Marketplace* a medida que PayPal logra acuerdos con otros *retailers*. Esto permite que el segmento *Merchants* logre un mayor crecimiento en el caso de separarse, lo cual favorece la valuación de *PayPal Standalone*.

El tercer factor determinante de la valuación es el deterioro anual del *market share* de eBay en el *e-commerce*. Se presupone que el *market share* se irá deteriorando progresivamente a medida que surgen nuevos competidores y que el sector de e-

commerce aumenta sus ventas exponencialmente. En este sentido, el supuesto de proyección determina un deterioro diferencial en el caso de *Old* eBay respecto de *eBay Standalone*. Para el caso de *Old* eBay, el escenario base supone un pérdida de *market share* anual de 10%, mientras que para *eBay Standalone* el deterioro anual alcanzaría el 11%. La idea detrás de este supuesto diferencial es análoga a la mencionada en el párrafo anterior respecto al *TPV* del segmento *Merchants*, ya que los menores incentivos que tendrán los usuarios de PayPal para comprar en el *Marketplace* de eBay afectarán a su vez el *GMV* de eBay, y por lo tanto su *market share* en el *e-commerce*.

A los efectos de evaluar el impacto individual de estos supuestos en la conclusión respecto a la conveniencia de la separación, se realizaron pruebas de tensión sobre cada uno de estos factores.

La siguiente tabla resume los resultados de dicho análisis. Para cada uno de los supuestos fundamentales referidos anteriormente se muestra el valor a partir del cual resulta conveniente la separación para cada año analizado, dadas todas las demás variables constantes.

Tabla 22
Prueba de tensión. Valor a partir del cual resulta conveniente la separación para cada año analizado.

	Esc. base	2013	2014	2015	2016	2017
Mejora en el margen por separación	6,0%	0,8%	-5,4%	-7,1%	-14,5%	-21,2%
Crec. anual <i>TPV Merchants</i> año de separación	30,0%	27,9%	25,4%	25,2%	22,7%	20,3%
Caída anual <i>market share</i> eBay <i>Standalone</i>	11,0%	12,4%	14,9%	17,7%	26,7%	46,2%

Fuente: *Elaboración propia.*

Se observa que la mejora en el margen derivada de la separación no resulta tan decisiva a la hora de evaluar su conveniencia. Incluso si la mejora fuera tan solo de un 0,8% (en lugar del 6% supuesto inicialmente), seguiría siendo positiva la separación a partir del año 2013 en cuanto a creación de valor. Asimismo, si la separación resultara en un aumento de costos producto de la duplicación de estructuras luego del *spin-off*, y por ende en una caída en el margen, en caso de que este empeoramiento fuera menor a un 5,4%, se generaría valor a partir del año 2014. El *spin-off* sigue siendo capaz de generar valor aún en el escenario de que este ocasione un deterioro del margen cercano al 20%, en cuyo caso sería conveniente realizar la escisión en 2017.

Por otra parte, el crecimiento anual del *TPV* del segmento *Merchants* de PayPal *Standalone* en el año de separación sí parece ser decisivo para determinar el año a partir del cual el *spin-off* sería generador de valor. Si el crecimiento fuera inferior a 27,9%, en lugar de 30% como se supone en el escenario base, la separación generaría valor a partir del año 2014. Esto podría suceder en el caso de que el mercado de pagos *online* aún no esté lo suficientemente desarrollado en ese momento como para que PayPal sea capaz de crecer por sí solo, y por lo tanto sea ventajoso seguir formando parte de eBay en tanto su *Marketplace* sea la mayor fuente de usuarios disponible en ese momento. La valuación parece ser muy sensible a este supuesto, ya que si este fuera de 25%, la separación pasaría a ser conveniente recién a partir de 2015. De todas formas, siempre que el crecimiento anual del *TPV Merchants* en el año de separación sea superior al 20,3%, esta logrará generar valor en el período de análisis.

Por último, la caída anual en el *market share* de eBay en el año de separación no parece ser un elemento clave en la decisión de escindir PayPal, pero sí es importante para determinar el año a partir del cual resulta positivo el *spin-off*. En este sentido, una caída de hasta 12,4% (comparado con una caída de 10% anual para *Old eBay*) determina que la separación sea conveniente a partir de 2013. La escisión de PayPal continúa siendo conveniente a partir del 2017 incluso si la caída anual en el *market share* de eBay en el año de separación superara el 40%, dado que el enorme crecimiento de PayPal *Standalone* compensa esta caída en eBay.

En vista de los resultados obtenidos, se mantiene la conclusión de que la separación de PayPal logra generar valor, y que incluso hubiera sido más conveniente realizarla en 2013 o 2014. Tanto el análisis de sensibilidad como las pruebas de tensión realizadas sobre las principales variables de proyección revelan la robustez de los resultados mencionados.

7.3.3. Análisis de sensibilidad cruzada

Luego de sensibilizar las tres variables clave del negocio y determinar la incidencia de cada una de ellas por separado a la hora de analizar la conveniencia del *spin-off*, se realiza un análisis de sensibilidad cruzada combinando de a dos variables a los efectos de observar el impacto conjunto.

Para ello, se parte del escenario base de cada variable y se suponen valores alternativos menos favorables a la separación, de forma de analizar cómo iría cambiando la fecha de conveniencia del *spin-off*. Se toma como valor máximo para cada variable el valor determinado en las pruebas de tensión a partir del cual la separación sería conveniente en el año 2017.

Se analizan los resultados para el período correspondiente al alcance del trabajo, entre los años 2013 y 2017. Para resultados posteriores al año 2017 se utiliza la notación “n/a”.

La primera combinación realizada fue para las siguientes variables: 1) mejora en el margen de eBay *Standalone* y PayPal *Standalone* (derivada de la separación), y 2) crecimiento del TPV del segmento *Merchants* en PayPal *Standalone* en el año de separación.

Tabla 23
Análisis de sensibilidad cruzada, crecimiento TPV Merchants en PayPal Standalone en año de separación con mejora en el margen PayPal y eBay Standalone.

		Crecimiento TPV Merchants en PayPal Standalone en año de separación									
		20,3%	21,4%	22,5%	23,6%	24,6%	25,7%	26,8%	27,9%	28,9%	30,0%
Mejora en el margen PayPal y eBay Standalone	-21,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	-18,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017
	-15,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017
	-12,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016
	-9,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2016
	-6,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2016	2015
	-3,1%	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2016	2015	2014
	0,0%	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2016	2014	2014	2014
	3,0%	n/a	2017	2017	2017	2016	2016	2014	2014	2014	2013
	6,0%	2017	2017	2017	2016	2016	2014	2014	2014	2013	2013

Fuente: Elaboración propia.

Se observa que para el menor valor observado de la variable crecimiento del TPV del segmento *Merchants* de PayPal *Standalone* (20,3%), solamente manteniendo el porcentaje de mejora en el margen del escenario base (6,0%), el año de separación se

mantiene dentro del rango evaluado. A medida que aumenta el porcentaje de crecimiento del *TPV* del segmento *Merchants*, la prueba admite en un poco más de la mitad de los casos, disminuciones en la mejora del margen (incluso valores negativos) para que el año de separación se mantenga dentro del rango objeto de estudio.

Posteriormente, se combinan las variables 1) crecimiento del *TPV* del segmento *Merchants* en *PayPal Standalone* en el año de separación, con 2) deterioro anual del *market share* de eBay en el *e-commerce*.

Tabla 24
Análisis de sensibilidad cruzada, crecimiento *TPV Merchants* en *PayPal Standalone* en año de separación con deterioro *Market share* anual para *eBay Standalone*.

		Crecimiento <i>TPV Merchants</i> en <i>PayPal Standalone</i> en año de separación									
		20,3%	21,4%	22,5%	23,6%	24,6%	25,7%	26,8%	27,9%	28,9%	30,0%
Deterioro <i>Market share</i> anual para <i>eBay Standalone</i>	46,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017
	42,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017
	38,4%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017
	34,5%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017
	30,6%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017
	26,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016
	22,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2016
	18,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2016	2016
	14,9%	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2016	2016	2015	2014
	11,0%	2017	2017	2017	2016	2016	2014	2014	2014	2013	2013

Fuente: Elaboración propia.

Analizando los resultados, se constata que la combinación de ambas variables arroja un porcentaje sustancialmente menor a la mitad de los casos, en donde la separación se debería de realizar dentro del rango de evaluación. Esto remarca la conclusión obtenida en las pruebas de tensión, donde se hacía hincapié sobre la importancia, por sí sola, de la variable crecimiento del *TPV* del segmento *Merchants* a la hora de evaluar la separación. En este caso la combinación con la variable deterioro anual del *market share* de eBay en el *e-commerce*, determina una proporción mayor de casos donde se va posponiendo el año de separación óptimo.

Finalmente, se analizaron conjuntamente las variables 1) deterioro anual del *market share* de eBay en el *e-commerce*, y 2) mejora en el margen de *eBay Standalone* y *PayPal Standalone* (derivada de la separación).

Tabla 25

Análisis de sensibilidad cruzada, deterioro Market share e-commerce anual para eBay Standalone con mejora en el margen PayPal y eBay Standalone.

		Deterioro Market share e-commerce anual para eBay Standalone									
		46,2%	42,3%	38,4%	34,5%	30,6%	26,7%	22,7%	18,8%	14,9%	11,0%
Mejora en el margen PayPal y eBay Standalone	-21,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	-18,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017
	-15,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017
	-12,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2016
	-9,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016
	-6,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2015
	-3,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2016	2016	2014
	0,0%	n/a	n/a	n/a	2017	2017	2017	2017	2016	2016	2014
	3,0%	n/a	n/a	2017	2017	2017	2017	2016	2016	2015	2013
	6,0%	2017	2017	2017	2017	2017	2016	2016	2016	2014	2013

Fuente: Elaboración propia.

Para este último análisis, se observa que al igual que para el segundo par de variables estudiado, la combinación de ambas variables presenta un poco menos de la mitad de los casos donde la separación se mantiene dentro de la ventana de análisis. Esto demuestra que la variable mejora en el margen se torna más importante cuando se la combina con la variable deterioro anual del *market share* de eBay en el *e-commerce*.

8. Valuación por múltiplos

Siguiendo la metodología de valuación por múltiplos de empresas comparables, se lleva a cabo un ejercicio de valuación similar al realizado con la metodología de flujos de fondos descontados, es decir, de comparar el valor de *Old* eBay con la suma del valor teórico que tendrían eBay y PayPal *Standalone*. Los múltiplos utilizados para estimar el valor que hubieran tenido tanto eBay como PayPal *Standalone* en caso de haberse separado en 2013 o 2014 surgen a partir del promedio simple de los múltiplos que efectivamente tuvo cada una como empresa *standalone* en 2015 y 2016. El ratio seleccionado para la valuación fue el de *EV/EBITDA*.

En primer lugar, cabe destacar que se observan grandes diferencias en los múltiplos de eBay y PayPal *Standalone* en los primeros años luego de la separación. El ratio *EV/EBITDA* promedio de los años 2015 y 2016 para eBay *standalone* fue de 11, al tiempo que el de PayPal *standalone* fue de casi el doble, alcanzando un promedio de 21. Esto muestra a su vez las diferencias en la etapa del ciclo de vida en la que se encuentran cada empresa y sector, ya que los múltiplos reflejan el potencial de crecimiento a futuro de cada compañía y por lo tanto se esperan múltiplos menores para industrias de crecimiento bajo.

Al aplicar dichos múltiplos al *EBITDA* de los segmentos de *Marketplace* y *Payments* de *Old* eBay (obtenidos en los reportes 10-k de cada una de las compañías *standalone* de 2015 y 2016) se obtuvo el valor estimado para eBay *Standalone* y PayPal *Standalone* suponiendo que se hubieran separado en 2013 o 2014. Luego, la suma de dichas valuaciones se comparó con el *market cap.* de *Old* eBay para estos años, para evaluar si el *spin-off* hubiera generado valor en caso de haberse llevado a cabo en 2013 o 2014.

Tabla 26
Múltiplos de valuación eBay Standalone.

eBay standalone	2013	2014	2015	2016
<i>EBITDA</i> (US\$ millones)	3.114	3.158	2.884	3.007
<i>Enterprise Value</i> (Market Cap., US\$ millones)	n/a	n/a	32.536	32.273
<i>EV/EBITDA</i>			11,28	10,73
Múltiplo promedio	11,01			

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Tabla 27
Múltiplos de valuación PayPal Standalone.

PayPal standalone	2013	2014	2015	2016
EBITDA (US\$ millones)	1.544	1.784	2.069	2.310
Enterprise Value (Market Cap., US\$ millones)	N/A	N/A	44.309	47.640
EV/EBITDA			21,42	20,62
Múltiplo promedio	21,02			

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Tabla 28
Múltiplos de valuación PayPal Standalone.

Valuación por múltiplos	2013	2014
eBay standalone (US\$ millones)	34.276	34.761
PayPal standalone (US\$ millones)	32.454	37.499
Suma compañías standalone (US\$ millones)	66.730	72.259
Market Cap. Old eBay (US\$ millones)	70.995	68.691
Dif. Old eBay vs. Compañías standalone (US\$ millones)	(4.265)	3.569

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Se observa que para el año 2013, seguía siendo conveniente no separarse, ya que el valor de Old eBay supera a la suma de las valuaciones de eBay y PayPal Standalone. Como ya se mencionó, esto significaría que PayPal aún lograría mayores beneficios formando parte de eBay dado que puede aprovechar con ventaja competitiva el enorme crecimiento de pagos *online* dentro de su plataforma. Asimismo, el sector de pagos *online* por fuera de eBay puede aún no estar lo suficientemente desarrollado como para que PayPal pueda alcanzar un crecimiento en forma independiente que compense la pérdida de la ventaja competitiva que tiene dentro de la plataforma de eBay.

Sin embargo, para el año 2014 esta situación se revierte y pasa a ser más conveniente el *spin-off*, generando un diferencial de valor positivo en el escenario de empresas Standalone. Al igual que en la valuación por flujo de fondos descontados, este análisis permite concluir que la separación logra generar valor, y a su vez hubiera sido conveniente llevarla a cabo incluso antes de cuando efectivamente se concretó.

9. Caso de estudio en la región: Mercado Libre y Mercado Pago

En el presente capítulo se realiza una comparación entre el caso analizado de eBay y PayPal con la empresa regional Mercado Libre y su plataforma de pagos Mercado Pago, con el fin de analizar la viabilidad y conveniencia que tendría llevar a cabo una estrategia de separación en esta última.

9.1. Comparación entre eBay/PayPal y Mercado Libre/Mercado Pago

A continuación se estudian similitudes y diferencias entre los modelos de negocio de eBay/PayPal y Mercado Libre/Mercado Pago, a los efectos de determinar los puntos de comparación entre las compañías.

9.1.1. Similitudes entre las compañías

Mercado Libre desarrolló a nivel de Latinoamérica un modelo de negocios basado en la compra y venta de productos a través de internet, el cual es muy similar al llevado a cabo por eBay. Los usuarios publican los objetos para la venta y la plataforma le cobra al vendedor una comisión. Por tal motivo, a Mercado Libre se la conoce como el “eBay de Latinoamérica”. Adicionalmente, cabe mencionar que eBay fue el mayor accionista de Mercado Libre a partir de 2001, cuando la compañía argentina adquirió iBazar.com de eBay a cambio de una participación accionaria del 20%, la cual eBay vendió en su mayoría en 2016 para destinar a otros fines. Dicha asociación le proporcionó a Mercado Libre un importante *know how* del negocio vinculado al e-commerce.

En cuanto a la estructura de negocio, tanto Mercado Libre como eBay dividen su operativa en dos grandes áreas que son complementarias, *Marketplace* y *Non-Marketplace*. Dentro del segmento *Non-Marketplace*, ambas empresas cuentan con una solución de pagos *online* que permite el pago de transacciones de forma segura, tanto dentro de las plataformas web como fuera de ellas.

Adicionalmente, las compañías se asemejan en que, a pesar de operar principalmente en mercados geográficos diferentes, tanto Mercado Libre (Latinoamérica), como eBay (Estados Unidos), fueron pioneros en el desarrollo del negocio de e-commerce.

Con respecto a la operativa, otro punto en común entre ambas empresas radica en el hecho de que cada país miembro opera en forma independiente, por lo que los usuarios solamente pueden acceder a las publicaciones de su país de residencia.

9.1.2. Diferencias entre las compañías

Mientras Mercado Libre opera en varios países de Latinoamérica, eBay lo hace en Estados Unidos y Europa. Mercado Libre es una compañía líder de *e-commerce* en Latinoamérica, a pesar de la reciente competencia de Amazon en México y Brasil (MercadoLibre, Inc., 2017). En 2005, DeRemate.com, el competidor regional más fuerte fue adquirido por Mercado Libre como parte de su proceso de expansión. Por su parte eBay, compite con grandes jugadores como Amazon y Alibaba.

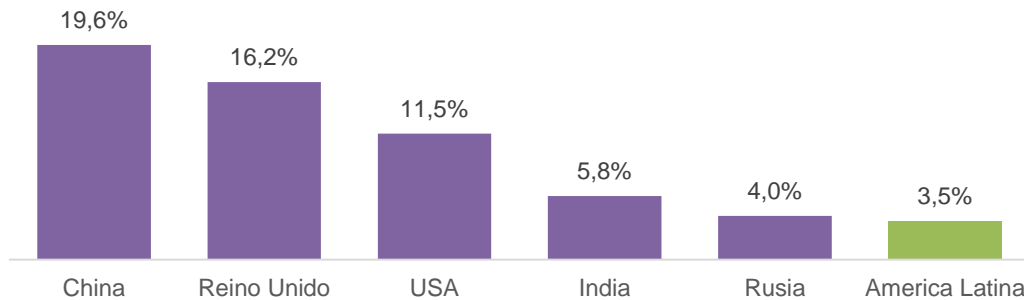
Mercado Libre concentra gran parte de su negocio en países con gran población y un cierto grado de conectividad a internet, como ser México, Brasil y Argentina. En tanto que en países con menor desarrollo como Paraguay y Bolivia, la plataforma tiene una presencia más reducida. Por su parte, eBay además de Estados Unidos opera en varios mercados como Reino Unido, Alemania, entre otros.

eBay incorpora el segmento de pagos a su negocio a través de la adquisición de PayPal, quien era considerada la empresa líder del sector de pagos *online*. En tanto, Mercado Libre desarrolló su propia plataforma de pago (Mercado Pago) y la está implementando en forma progresiva en los distintos países de Latinoamérica.

9.2. Desarrollo del sector de e-commerce en América Latina

Actualmente, el comercio *online* en América Latina representa menos del 4% del total de ventas de *retail* de la región. Este es un nivel de desarrollo similar al que presentaba el e-commerce en Estados Unidos en 2003.

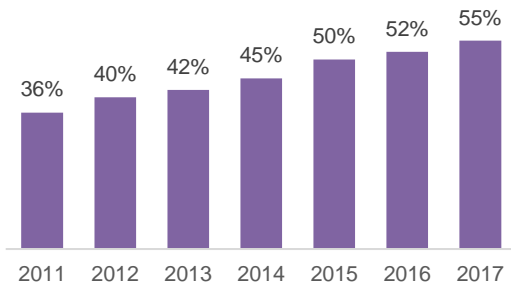
Gráfico 10
Participación del e-commerce en el total de retail por región, 2007 - 2017.



Fuente: Kahn (2018)

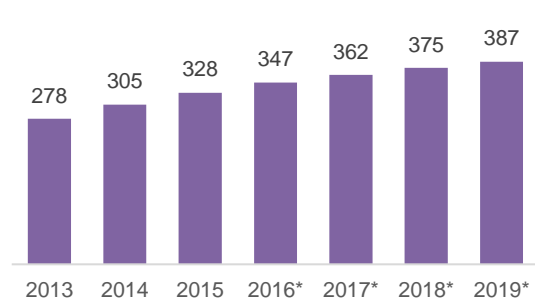
Si bien Mercado Libre ha estado operando desde 1999, Kahn (2018) considera que el e-commerce en América Latina aún se encuentra en su infancia, habiendo crecido a ritmo mucho más lento que en otras partes del mundo. Sin embargo, se estima que el crecimiento puede acelerarse en los próximos años a medida que aumenta la penetración de internet en la región, la cual se espera alcance el 60% en 2018.

Gráfico 11
Penetración de internet en América Latina (porcentaje sobre población. 2011-2017e).



Fuente: STATISTA (2017a).

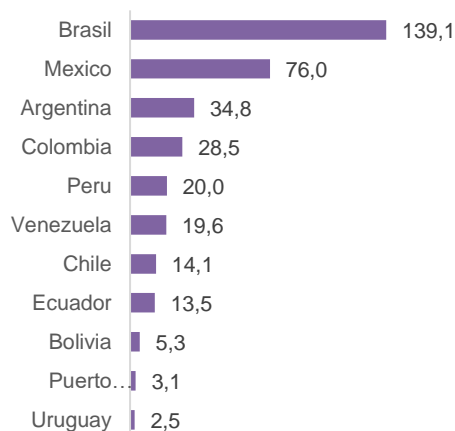
Gráfico 12
Número de usuarios de internet en América Latina (en millones), 2013-2019e.



Fuente: STATISTA (2016a).

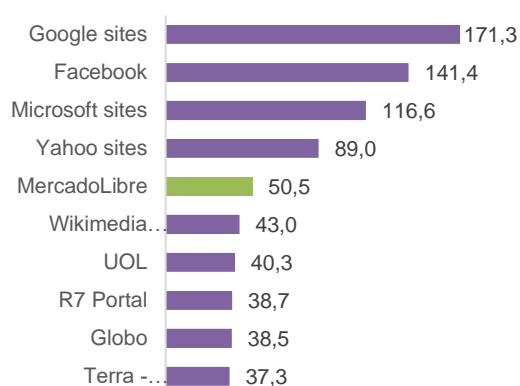
A nivel de países, se observa que Brasil y México son los mercados con mayor potencial para el desarrollo del e-commerce y de los pagos *online* debido a la mayor cantidad de personas con acceso a internet, y son por lo tanto los mercados donde se desarrolla la mayor competencia en el sector. Asimismo, en cuanto a los sitios web más visitados se destaca Mercado Libre entre los más populares en América Latina.

Gráfico 13
Usuarios de internet en América Latina por país, 2017 (en millones)



Fuente: STATISTA (2017b)

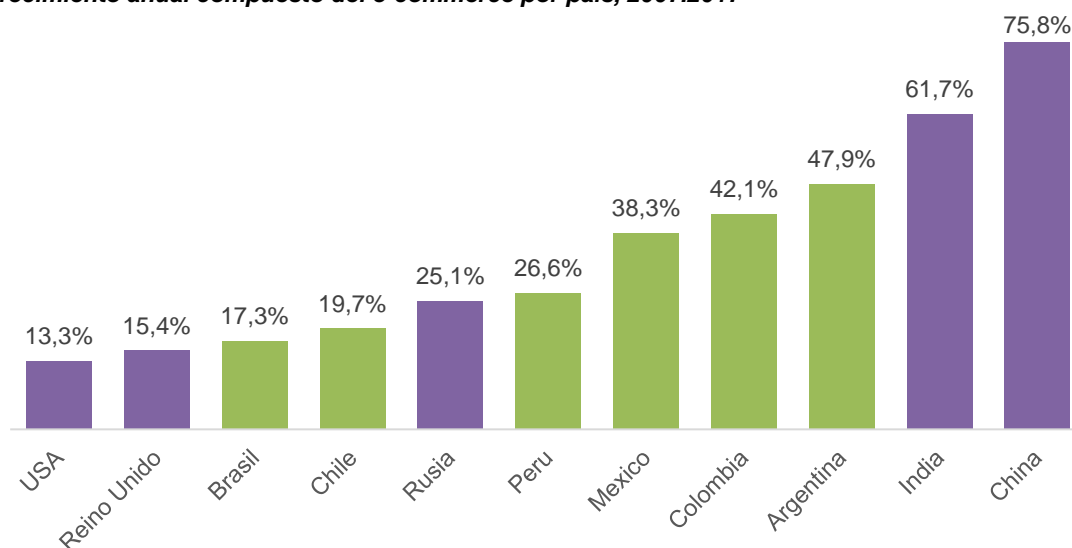
Gráfico 14
Sitios web más populares en América Latina, 2016 (visitas únicas, en millones)



Fuente: STATISTA (2016b)

Si bien las perspectivas de crecimiento del *e-commerce* en Latinoamérica son buenas, hay elementos particulares de la región que harían difícil que el sector crezca a niveles similares a los observados en China en los últimos años. En este sentido, la baja penetración de cuentas bancarias y tarjetas de crédito en la población, junto a los elevados costos de envío y a un sector de *retail offline* muy fuerte son algunos de los obstáculos que deberán enfrentar los principales competidores del sector en los próximos años (Kahn, 2018).

Gráfico 15
Crecimiento anual compuesto del e-commerce por país, 2007.2017

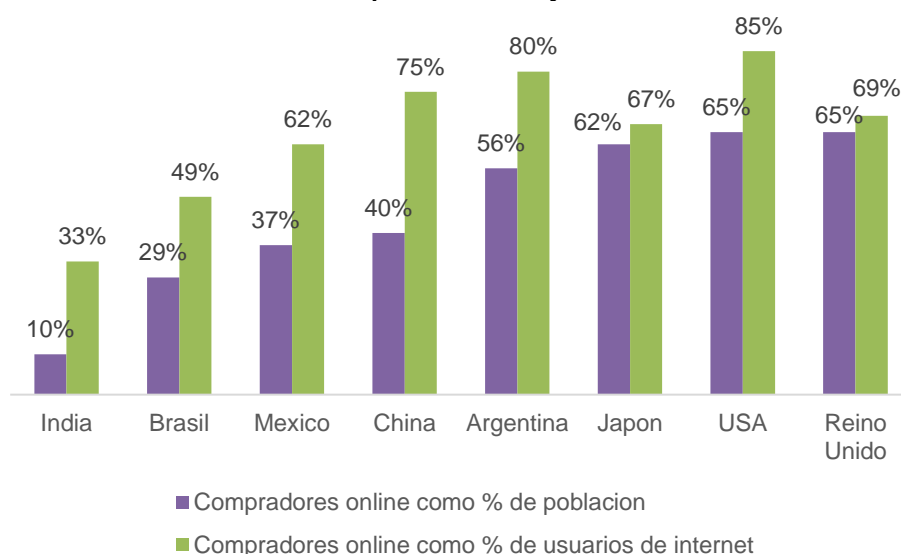


Fuente: Kahn (2018)

El crecimiento en el e-commerce de América Latina en los últimos años proviene, en primer lugar, de un mayor gasto *online* por cliente, derivado tanto de mayores ingresos como de migración de gasto *offline* a *online*, y en segundo lugar de una mayor cantidad de personas comenzando a comprar *online* al incrementarse la penetración de internet en la región.

Dentro de los mayores mercados de Mercado Libre, Argentina es el más avanzado en términos de adopción de *e-commerce*, con más de 56% de la población realizando compras *online*, al tiempo que en el caso de Brasil la penetración del *e-commerce* no alcanza el 30% de la población.

Gráfico 16
Prevalencia del e-commerce en la población total y en los usuarios de internet.



Fuente: Kahn (2018)

El mercado de *e-commerce* Latinoamericano alcanza actualmente los US\$ 28 mil millones. Kahn (2018) estima que para 2021 dicho mercado se incrementará a US\$ 82 mil millones aproximadamente, casi triplicando su tamaño actual.

9.3. Desarrollo del sector de pagos *online* en América Latina

Mercado Libre ha tenido la posibilidad de observar modelos exitosos de *e-commerce* en Estados Unidos y China y adaptar algunas de esas innovaciones al mercado Latinoamericano. Además de ser líder en el comercio *online* en la región, Mercado Libre está innovando en servicios financieros al extender su plataforma de pagos *online*

Mercado Pago más allá de su *Marketplace*, de forma similar a como lo hizo eBay con PayPal en su momento.

Adicionalmente, Mercado Libre está ofreciendo financiamiento a los consumidores, obteniendo un *spread* sin tomar riesgo de crédito, y también incursionando en los préstamos *online* a vendedores.

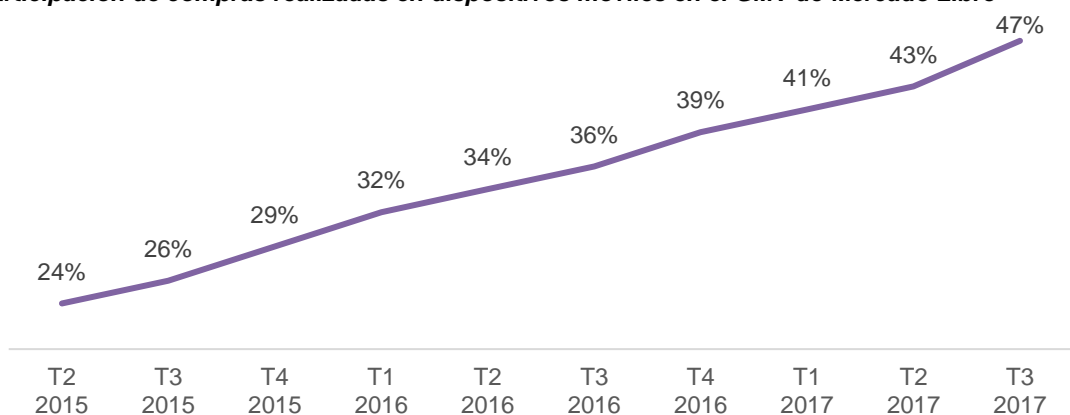
La habilidad de ofrecer financiamiento ha sido una razón fundamental por la cual los compradores buscaban los artículos *online* pero luego compraban en las tiendas físicas, dado que podían obtener mejores condiciones de financiamiento a través de las tarjetas emitidas por los *retailers* tradicionales. Mercado Libre se encontraba en una desventaja especialmente en el caso de Brasil, donde un amplio porcentaje de las compras son realizadas en cuotas. Sin embargo, Mercado Libre encontró una forma de brindar financiamiento a consumidores, obteniendo ganancias por el servicio, pero sin asumir riesgo de crédito (Kahn, 2018).

Mercado Pago es fundamental para la habilidad de Mercado Libre de aprobar transacciones rápidamente y facilitar pagos para su *Marketplace*. Además, mejora sustancialmente la experiencia del consumidor en términos de eliminar la necesidad de reingresar información de pago, otorgar mayor seguridad y resolver disputas y devoluciones. Esto es especialmente relevante a medida que la importancia de los pagos móviles se incrementa.

El *m-commerce*, definido por Bravo Torres (2011) como el comercio electrónico inalámbrico mediante dispositivos móviles, es un factor de crecimiento decisivo para el sector de pagos *online*, dado que las compras con un solo clic y la facilidad de uso se hacen cada vez más relevantes en las pantallas pequeñas. La proporción de compras realizada a través de teléfonos móviles continúa incrementándose, tanto a nivel de *Marketplace* como fuera de él. En el caso de Mercado Libre, las compras realizadas en dispositivos móviles representan aproximadamente la mitad del *GMV*.

Gráfico 17

Participación de compras realizadas en dispositivos móviles en el GMV de Mercado Libre



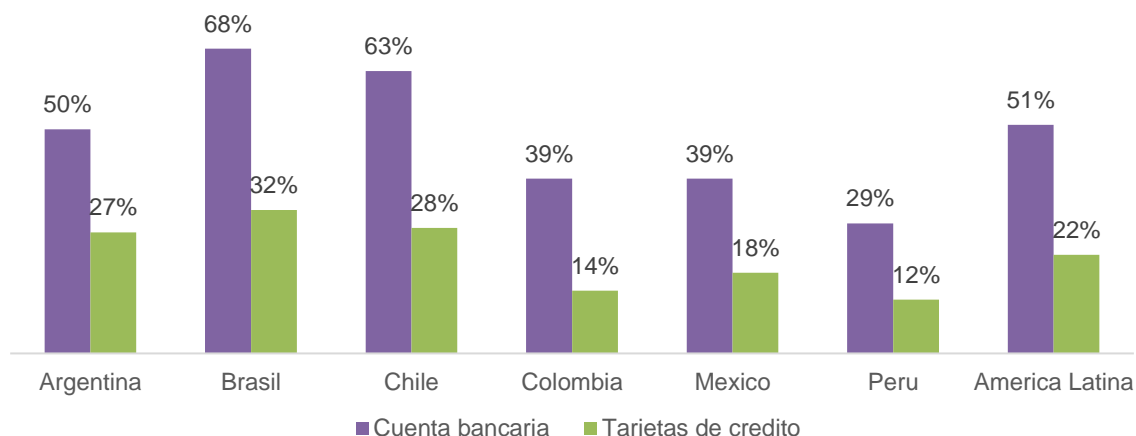
Fuente: Elaboración propia en base a Mercado Libre Inc. (2017)

Los ratios de conversión de plataformas de pagos *online* como Mercado Pago y PayPal tienden a ser más altos que los de otras formas de pago, especialmente al utilizarse a través de dispositivos móviles. Por lo tanto, para muchos *retailers online* esta podría ser una razón suficiente que justifique pagar los mayores *take-rates*, por lo cual se espera que este tipo de soluciones continúen creciendo a medida que se desarrolla el *e-commerce* en la región (Kahn, 2018).

Sin embargo, la adopción de tarjetas de crédito y la utilización de cuentas bancarias es aun relativamente baja en América Latina al comparar con otros mercados emergentes. De acuerdo con The World Bank Group (2018), poco más de la mitad de la población de América Latina tiene cuentas bancarias en 2017, y un 18% cuenta con tarjetas de crédito. Esto representa un desafío importante para el sector en la actualidad, y significa a su vez que aún tiene un enorme potencial de desarrollo en la región.

Gráfico 18

Penetración de servicios financieros básicos en América Latina, 2017.



Fuente: Elaboración propia en base a The World Bank Group (2018).

9.4. Situación competitiva de Mercado Libre

9.4.1. Marketplace

Durante muchos años, Mercado Libre no tuvo contendientes de peso en Latinoamérica. Sin embargo, el crecimiento del mercado potencial está volviendo al *e-commerce* cada vez más competitivo. Según sus estados financieros anuales de 2016, Mercado Libre espera un crecimiento de la competencia dadas las bajas barreras de entrada para las grandes compañías del rubro a nivel mundial. Aun así, al observar la región en su conjunto, la empresa se mantiene como líder indiscutida del mercado de comercio electrónico.

Kahn (2018) indica que al mismo tiempo que las compras transfronterizas siguen en aumento en Latinoamérica, grandes empresas como Amazon ya cuentan con presencia directa en los 2 gigantes de esta región, México y Brasil, al tiempo que muchas tiendas *offline* comienzan a ofrecer sus productos a través de sus propias plataformas web.

Amazon comenzó sus operaciones en México en 2015, y se ha convertido rápidamente en el líder de este mercado. Según Solomon (2017), Amazon ha generado ventas por US\$ 505 m en 2017, lo que representa un 107% de crecimiento anual en dicho mercado. Mercado Libre fue relegado al segundo lugar, aun cuando sus ventas en ese país crecieron un 90%, pasando de US\$ 257 m en 2016 a US\$ 489 m en 2017. Según indica Kahn (2018), con la competencia desatada, Mercado Libre parecería no querer resignar mercado, y ha reducido sustancialmente sus márgenes en este país para poder competir con una política de envío gratuito (*free shipping*).

El mercado de comercio electrónico es aún una porción menor del total de ventas minoristas en México, principalmente dada la relativamente baja penetración de internet y los bajos niveles de acceso a tarjetas de crédito de su población. Se observa que tanto Mercado Libre como las restantes empresas del sector aún tienen terreno para crecer en esta economía (Kahn, 2018).

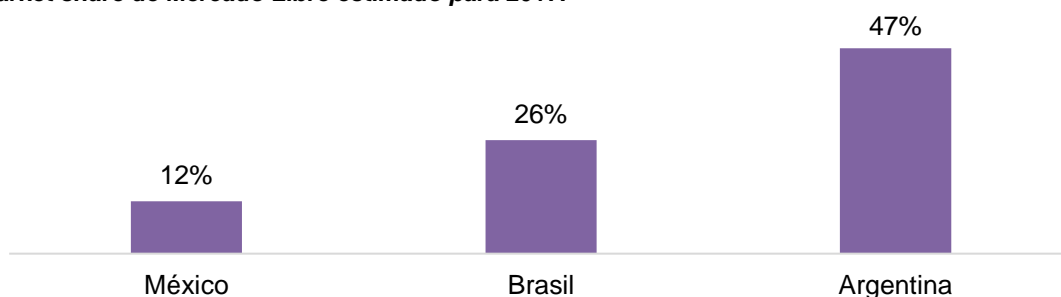
En línea con la estrategia empleada en México, Amazon ha anunciado su desembarco en Brasil, lo cual representa una amenaza aún mayor para Mercado Libre. De acuerdo con MercadoLibre, Inc. (2017), las operaciones en este país representan un 53,9% de los ingresos totales de la compañía. Kahn (2018) indica que al igual que en México, en Brasil Mercado Libre ha optado por el crecimiento de la participación de mercado por sobre mantener el margen a corto plazo. La situación en Brasil es más incierta, pero es

previsible que el mercado se amplíe, generando un crecimiento para todos los participantes del mercado.

En Argentina, por su parte, Mercado Libre está consolidado como líder del mercado de *e-commerce*. De acuerdo con lo mencionado anteriormente, este país, que aporta un 31,1% de los ingresos para la empresa, tiene tasas altas de adopción de internet, con más del 56% de la población realizando actualmente compras *online*. Si bien aún no se han instalado competidores fuertes en Argentina, Mercado Libre ha optado por invertir otorgando envíos gratuitos a sus usuarios, al igual que lo realizó en México y Brasil.

La porción del mercado de *e-commerce* que capta Mercado Libre en los tres países que le reportan mayores ingresos es disímil. Kahn (2018) estima que mientras que en 2017 el *market-share* en Argentina fue cercano al 50% del mercado, en México capta apenas un 12% del mercado, tal como se muestra en el gráfico 19.

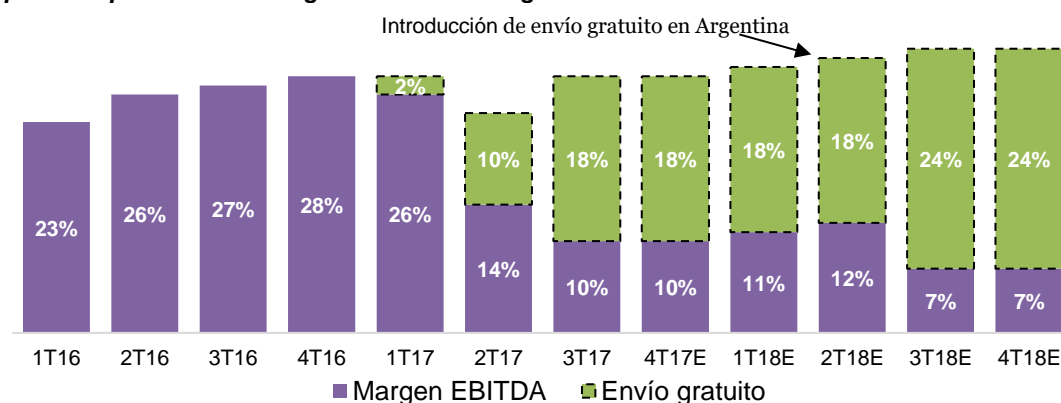
Gráfico 19
Market share de Mercado Libre estimado para 2017.



Fuente: Kahn (2018)

La fuerte competencia debilitó los márgenes de Mercado Libre. Según Baggio, Santos y Anmuth (2017), la introducción del *free shipping* en Argentina, esperada para fines de 2018, reducirá aún más los márgenes, tal como muestra el gráfico 20.

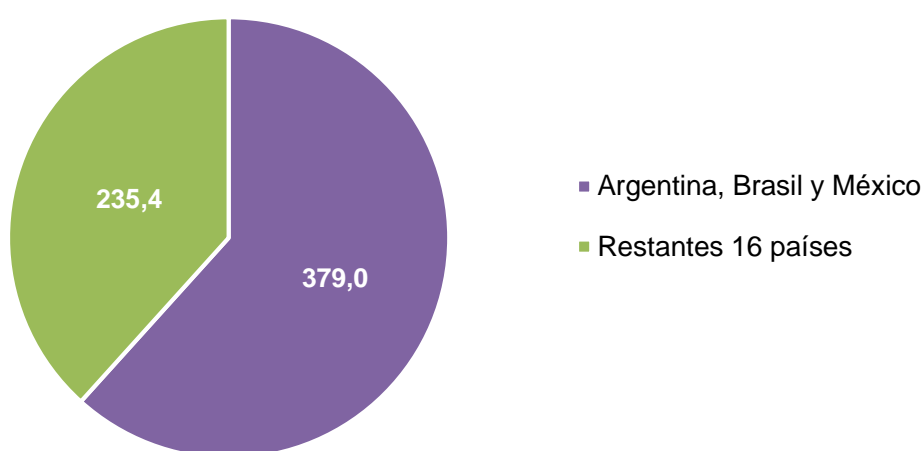
Gráfico 20
Impacto de política de envío gratuito en los márgenes de Mercado Libre



Fuente: Baggio et al. (2017)

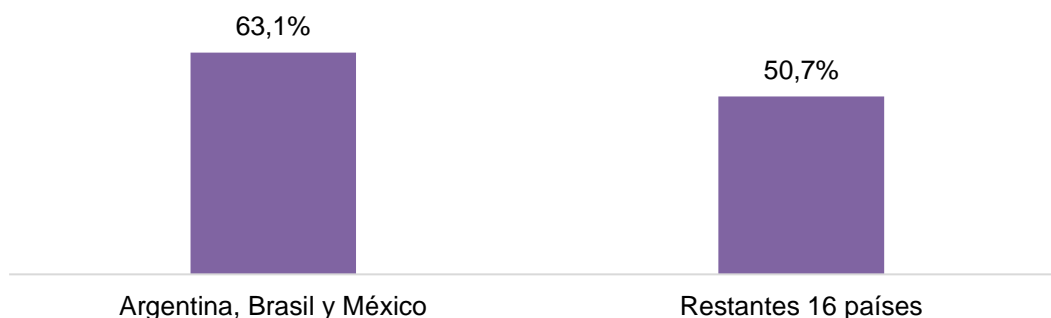
Además de las tres grandes economías mencionadas, Mercado Libre tiene actividad en otros 16 países (Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, República Dominicana, Salvador, Uruguay y Venezuela). MercadoLibre, Inc. (2017) declara que los ingresos de la compañía provenientes de estos mercados representan únicamente el 9,6% de sus ingresos totales. Entre otras razones se ubican los menores niveles de población, menores niveles de penetración de Internet y el menor desarrollo del comercio electrónico.

Gráfico 21
Población de los países en los que Mercado Libre tiene actividad (millones de personas).



Fuente: Elaboración propia en base a Mercado Libre Inc. (2017).

Gráfico 22
Penetración de internet en los países en los que opera Mercado Libre (% de población).



Fuente: Kahn (2018).

Si bien no se dispone de información respecto al posicionamiento competitivo de Mercado Libre en los restantes países, MercadoLibre, Inc. (2017) establece que la compañía es líder en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela, basado en la cantidad de visitantes y vistas a la página web.

La empresa reconoce en sus estados financieros anuales como competidores a Rakuten en Brasil, Amazon en Brasil y México, además de competir con otras tiendas que ofrecen comercio *online*, como Submarino, Cnova, Aliexpress, Netshoes, Dafiti, y tiendas físicas que tienen sus propios portales de comercio electrónico: Americans, Casas Bahía, Walmart, Fravega, Garbarino y Falabella. En el segmento de clasificados la empresa compite con empresas regionales como OLX y Viva Street, y locales como Webmotors y Zap, que cuentan con un fuerte posicionamiento competitivo en alguno de los mercados en los que opera Mercado Libre. Adicionalmente, la empresa afronta competencia de comunidades *online* como Facebook y Google.

9.4.2. Pagos

En su segmento de pagos, MercadoLibre, Inc. (2017) establece que se encuentra presente en 8 países: Argentina, Brasil, México, Uruguay, Colombia, Venezuela, Chile y Perú. En estos países compite con otros medios de pago *online* y *offline*. Entre estos medios de pago se incluyen bancos, tarjetas de crédito, cheques y depósitos bancarios, medios de pago *online* internacionales como PayPal, Google Checkout, y servicios de pago locales como DineroMail en Argentina, Chile, Colombia y México, Bcash y PagoSeguro en Brasil. Adicionalmente, enfrenta competencia de compañías de giros de dinero como Western Union, y el uso de efectivo que está ampliamente difundido en la región. Muchos de estos medios de pago operan sin comisión, o con una comisión menor a la de Mercado Pago.

Si bien PayPal es un competidor fuerte de Mercado Pago en América Latina, el mercado de pagos *online* continúa siendo relativamente pequeño y muy fragmentado. Al ser Mercado Pago obligatorio en el *Marketplace* de Mercado Libre en México y Brasil, el aumento de usuarios de Mercado Libre debería traducirse en mayores pagos a través de Mercado Pago, lo cual le otorgaría ventaja para lograr asociarse con un mayor número de vendedores *online* fuera del *Marketplace*.

Kahn (2018) presenta un sondeo sobre preferencias de pago *online* realizado por Deutsche Bank, que indica que Mercado Pago es utilizado frecuentemente por un 25% de los participantes en Brasil, donde el medio de pago más utilizado es aún la tarjeta de crédito y PayPal tiene un posicionamiento mejor a Mercado Pago. El sondeo reconoce una debilidad respecto a la medición de preferencias, ya que muchos de los pagos realizados por Mercado Pago no mostraban la marca, y es por ello que Kahn cree que dicha plataforma es en realidad mucho más fuerte que PayPal en este país.

Un sondeo similar realizado en México muestra que la plataforma Mercado Pago obtuvo una preferencia del 20%, donde PayPal se impone como el método de pago más frecuentemente utilizado.

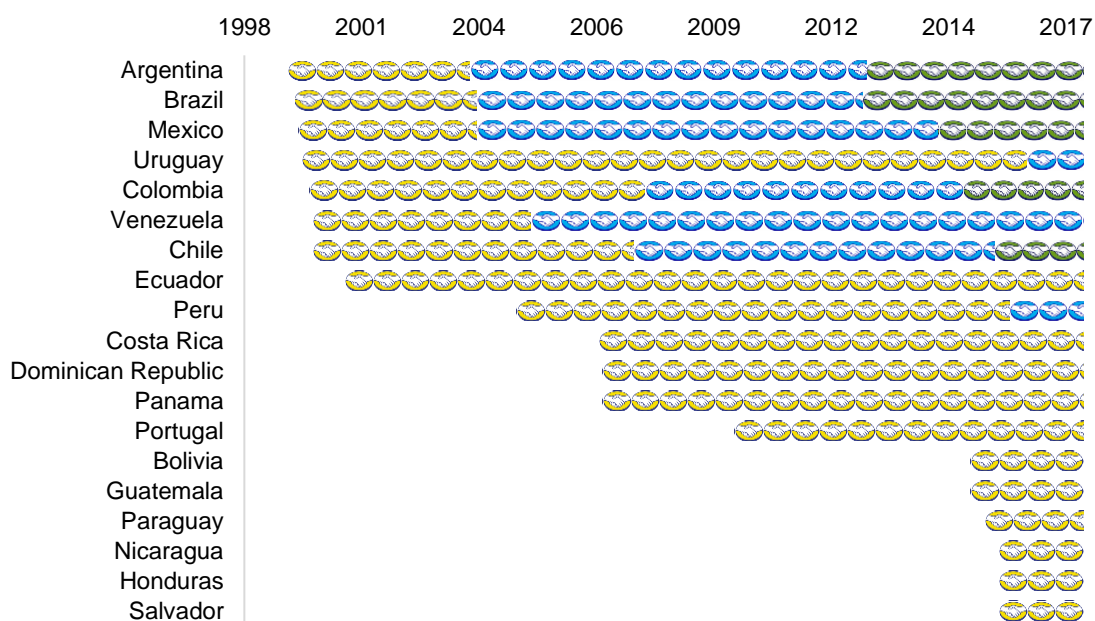
9.5. Evolución del segmento *Non-Marketplace* – Mercado Pago

Si bien el segmento *Marketplace* de Mercado Libre sigue siendo el mayor en términos de ingresos, el segmento *Non-Marketplace* continúa incrementando su participación año a año.

Dentro de dicho segmento, la mayor parte de los ingresos provienen del servicio de Mercado Pago. Estos se originan tanto en comisiones que representan un porcentaje del volumen del pago procesado y que son cobradas a los vendedores, como de ingresos por financiamiento que ocurren cuando un comprador elige pagar en cuotas a través de Mercado Pago. Ambas formas de ingresos incluyen transacciones tanto dentro como fuera de la plataforma de Mercado Libre.

Otros ingresos del segmento son los cargos por envíos, avisos clasificados, publicidad y venta de POS móviles. En el gráfico 23 se exhibe una línea de tiempo marcando la introducción en cada país de las principales líneas de negocio: *Marketplace*, Pagos y Envíos.

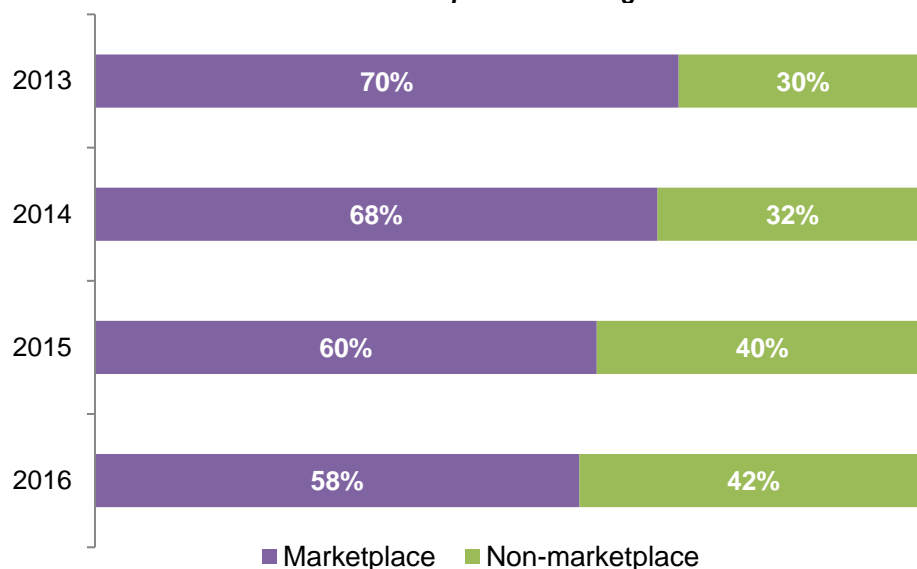
Gráfico 23
Surgimiento de unidades de negocio de Mercado Libre



Fuente: Elaboración propia en base a Mercado Libre Inc. (2017)

La participación del segmento *Non-Marketplace* en los ingresos totales de Mercado Libre se ha ido incrementando en los últimos años, pasando de un 30% en 2013 a un 42% en 2016. Esto se debe a un crecimiento promedio de los ingresos del *Non-Marketplace* en los últimos 5 años que casi duplica al del *Marketplace*.

Gráfico 24
Ingresos netos consolidados de Mercado Libre por línea de negocio



Fuente: Elaboración propia en base a Mercado Libre Inc. (2016), Mercado Libre Inc. (2015), Mercado Libre Inc. (2014)

Tabla 29
Ingresos netos consolidados de Mercado Libre por segmento de negocios (US\$ millones)

	2012	2013	2014	2015	2016
Marketplace	262	331.3	376.2	393	491.6
Non-Marketplace	111.6	141.3	180.4	258.8	352.8
Total	373.6	472.6	556.6	651.8	844.4

Fuente: Elaboración propia en base a Mercado Libre Inc. (2016), Mercado Libre Inc. (2015), Mercado Libre Inc. (2014), Mercado Libre Inc. (2013)

Tabla 30
Crecimiento anual de los ingresos netos consolidados de Mercado Libre, por segmento de negocio.

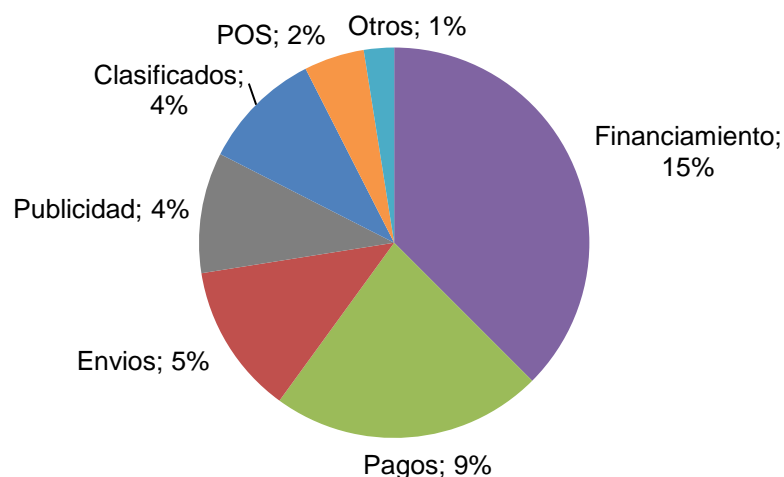
	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
Marketplace	20%	26%	14%	4%	25%	18%
Non-Marketplace	38%	27%	28%	43%	36%	34%

Fuente: Elaboración propia en base a Mercado Libre, Inc. (2017), Mercado Libre, Inc. (2016), Mercado Libre, Inc. (2015)

Aproximadamente un 60% de los ingresos del segmento *Non-Marketplace* podría asociarse a Mercado Pago. Esto implica que actualmente alrededor de un 25% de los ingresos de Mercado Libre estarían proviniendo de Mercado Pago.

Gráfico 25

Ingresos del segmento Non-Marketplace de Mercado Libre, al tercer trimestre de 2017



Fuente: Kahn (2018)

A continuación, se analiza en detalle la evolución de las principales fuentes de ingresos de Mercado Pago.

9.5.1. Pagos

Mercado Pago ha alcanzado actualmente una alta penetración en las transacciones de Mercado Libre. En Brasil, esta alcanza el 100% dado que Mercado Libre lo hizo obligatorio. De acuerdo con MercadoLibre, Inc. (2017), al cierre del tercer trimestre de 2017, Mercado Pago procesaba un 84% de las transacciones realizadas a través del *Marketplace*, y su *TPV* representaba el 81% del *GMV* de Mercado Libre.

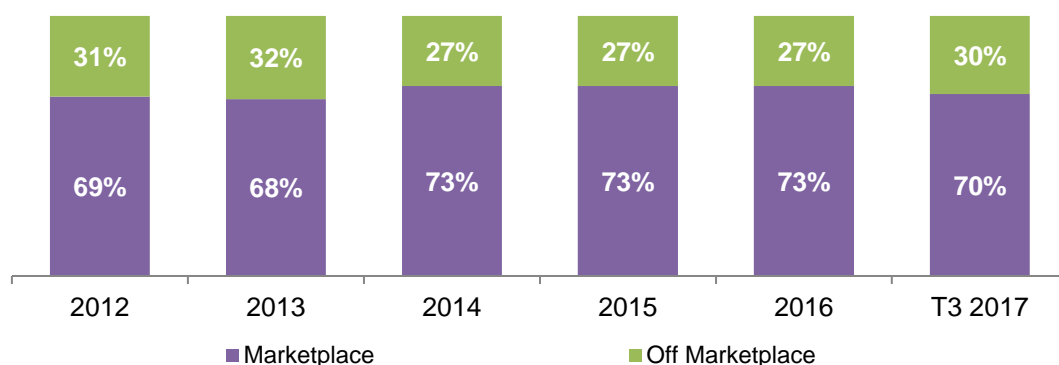
En este sentido, el próximo paso de Mercado Libre debería ser incrementar la aceptación de Mercado Pago por fuera del *Marketplace*. Realizando un paralelismo con el caso de eBay, PayPal históricamente creció dentro de las transacciones de eBay, pero luego ganó mayor aceptación *online* gracias a mejores ratios de conversión y un mayor número de usuarios de internet que se hicieron una cuenta de PayPal por comprar en eBay.

Mercado Pago ya procesa pagos para *merchants* grandes como Groupon, AirBnb, Aliexpress y Spotify. A su vez, Mercado Libre actualmente vende terminales POS móviles para profundizar la adopción de Mercado Pago. De acuerdo con Kahn (2018), los pagos móviles representan un 28% del *Off-Marketplace TPV*.

El *Off-Marketplace TPV* está creciendo más rápido que el *on-Marketplace TPV*, acelerando un 107,6% en moneda constante, comparado con un 73,5% para el *TPV* total, al tercer trimestre de 2017 comparado con igual trimestre de 2016, siendo Brasil el mercado más grande y de mayor crecimiento para Mercado Pago (Mercado Libre, 2017).

Sin embargo, actualmente el *TPV* de Mercado Pago continúa siendo altamente dependiente del *Marketplace*, dado que representa un 70% del *TPV* total.

Gráfico 26
TPV de Mercado Libre, Marketplace vs. Off Marketplace.



Fuente: Elaboración propia en base a MercadoLibre, Inc. (2017), MercadoLibre, Inc. (2016), MercadoLibre, Inc. (2015)

En cuando al modelo de ingresos del área de pagos, para las transacciones del Marketplace, las comisiones de Mercado Pago ya están incluidas en el *take-rate* que Mercado Libre le cobra a los vendedores. Por lo tanto, Mercado Libre asume los costos de procesamiento y financiamiento relacionados al segmento de pagos. Para transacciones fuera del Marketplace, Mercado Libre cobra un *take-rate* de entre 3% y 4%, y también carga con los costos de los POS móviles.

Kahn (2018) estima que al cierre del tercer trimestre de 2017, los ingresos vinculados al segmento de pagos (comisiones de procesamiento de pagos *Off-Marketplace*, comisiones por retiro y venta de POS móviles) representaban 10% del total de ingresos de la empresa y 26% de los ingresos del segmento *Non-Marketplace*.

9.5.2. **Financing Business**

De acuerdo con Kahn (2018), los mayores ingresos del segmento *Non-Marketplace* provienen del área de financiamiento (*Financing Business*), el cual representa un 32% del segmento y un 12% del total de Mercado Libre.

Mercado Libre ha logrado ofrecer financiamiento a consumidores sin tomar riesgo de crédito y obteniendo una ganancia. Se les ofrece a los compradores la opción de pagar por el financiamiento ellos mismos (24% de las transacciones en Brasil), o tomar plan de pagos sin interés a través de Mercado Pago. Esta última opción se lanzó en 2014 y es muy popular, dado que los costos incrementales de financiamiento son pasados a los vendedores en forma de mayores *take-rates* (16% en Brasil vs 11% sin financiamiento). Los ingresos por financiamiento han crecido 34% compuesto anual en los últimos dos años, con un 70% del *GMV* siendo financiado actualmente (Kahn, 2018).

9.5.3. Mercado Crédito

Mercado Crédito es otro segmento relativamente nuevo en Mercado Libre. Se lanzó en Argentina en el último trimestre de 2016 y está diseñado para dar préstamos a vendedores específicos. El negocio es costado por Mercado Libre, pero la compañía es muy selectiva respecto a los vendedores a los cuales les otorgará el préstamo. Los vendedores pueden tomar prestado un cierto porcentaje de su volumen de ventas y se les cobra una tasa de interés fija de aproximadamente un 40% anual por un período de 3 a 12 meses. El préstamo promedio es de unos US\$ 6.000. Al cierre del tercer trimestre de 2017, Mercado Libre tenía prestado US\$ 42 millones y había generado US\$ 8 millones de ingresos trimestrales. El negocio es de márgenes elevados, pero es importante señalar que consume capital de trabajo (Kahn, 2018).

Mercado Crédito es una forma inteligente de tomar provecho de la toda la información de la que dispone Mercado Libre respecto del volumen de ventas de sus vendedores tras muchos años de asociación. Este sistema le permite a Mercado Libre disminuir el riesgo de *default*, al realizar un buen análisis crediticio por contar con información histórica detallada y además controlar el flujo de ingresos del vendedor a través de Mercado Pago.

De esta forma, Baggio et al. (2017) consideran que Mercado Crédito es una oportunidad de crecimiento de bajo riesgo para Mercado Libre, y que además cuenta con mucho potencial ya que la demanda por préstamos de capital de trabajo es muy grande y muchos vendedores no pueden acceder a ellos por fuera de Mercado Libre. Asimismo, los costos de esta estrategia deberían ser bajos, ya que el crédito se procesa y otorga enteramente *online* con limitada intervención humana.

9.6. Análisis de ciclo de vida de Mercado Libre y Mercado Pago

Con base en lo expuesto anteriormente, se concluye que el sector de *e-commerce* en América Latina se encuentra en una etapa de pleno crecimiento. El comercio *online* representa actualmente menos del 4% del total de ventas de *retail* de la región, nivel muy inferior al observado en otras regiones. En este sentido, considerando la rápida transición del *retail* tradicional hacia el comercio *online* observada en Estados Unidos, Reino Unido y China, se espera una tendencia similar en América Latina a medida que aumenta la penetración de internet y de *smartphones*, la cual continúa siendo relativamente baja.

Kahn (2018) estima que el mercado de *e-commerce* latinoamericano experimentará un crecimiento compuesto anual de 24% entre 2016-2021, casi triplicando su valor actual. Por lo tanto, si bien la competencia se ha incrementado en los últimos años a partir de la llegada de Amazon a la región, lo cual ha hecho disminuir los márgenes, cabe señalar que dado el enorme potencial de mercado de países como Brasil y México, se espera que las tasas de crecimiento en el sector continúen en niveles elevados durante los próximos años. En este sentido, de acuerdo con la clasificación de Ribeiro (2013) se concluye que el sector de *e-commerce* en América Latina se encuentra en la primera etapa de crecimiento.

De manera análoga, a nivel de ciclo de vida de la empresa se considera que el segmento *Marketplace* de Mercado Libre también se encuentra en la etapa de crecimiento, dado el acelerado ritmo de expansión observado en los últimos años. A pesar de la creciente competencia, la enorme capacidad de crecimiento de la región en términos de penetración de internet y *smartphones* y el liderazgo de Mercado Libre en mercados como el de Brasil y Argentina permite concluir que aún se está lejos de alcanzar la etapa de madurez.

Los mercados menores de Latinoamérica también presentan oportunidades importantes para Mercado Libre, en tanto el mismo ya goza de una posición competitiva dominante que le otorga ventaja para captar un elevado porcentaje de los nuevos compradores a medida que crecen los usuarios de internet. Además, no parece factible que competidores globales como Amazon dediquen el esfuerzo necesario como para desafiarla en dichos mercados dada la dispersión geográfica y las particularidades de estos países. Por tanto, se considera que dicha estrategia resultaría demasiado costosa con relación al tamaño de los mercados y requeriría desviar el foco respecto de otros mercados más relevantes a nivel mundial.

En cuanto al sector de pagos *online*, el potencial de crecimiento es también muy importante y está marcado por la penetración aún muy baja de cuentas bancarias y tarjetas de crédito en la población latinoamericana. Asimismo, se espera que los pagos *online* acompañen en buena forma el crecimiento del *m-commerce* a medida que este desplaza al pago en efectivo como forma de pago debido a la facilidad de su uso. En este sentido, el avance de plataformas de economía colaborativa también contribuye al desarrollo de los pagos *online*.

El constante crecimiento de las preferencias de los consumidores por compras *online*, a su vez, hará que la aceptación de estos medios de pago sea cada vez mayor y que muchos comercios tradicionales comiencen a incluir esta modalidad de venta.

Se entiende de esta manera que el segmento de pagos *online* probablemente aún está en la etapa de nacimiento o en el comienzo de la etapa de crecimiento, con enorme potencial de desarrollo que se espera se continúe manifestando en los próximos años.

En cuanto a Mercado Pago en particular, los niveles de crecimiento observados en los últimos años sugieren que se encuentra en la primera etapa de crecimiento. Si bien en la actualidad la mayor parte del *TPV* proviene de Mercado Libre, el mayor potencial de crecimiento se encuentra por fuera de la plataforma, principalmente en la aceptación de Mercado Pago como medio de pago de nuevos *merchants*. Como se mencionó, el alto ratio de conversión puede incentivar a muchos vendedores a aceptarlo e incluso puede ser la vía por la cual *retailers offline* tradicionales aumenten su presencia *online*.

Adicionalmente, la línea de negocios vinculada a los créditos a vendedores también exhibe grandes posibilidades de crecimiento por la enorme demanda de financiamiento existente entre los vendedores de Mercado Libre, que difícilmente puedan acceder a préstamos a través del sistema bancario tradicional. El volumen de los préstamos otorgados es aún pequeño dado que el negocio es relativamente nuevo, pero se espera un importante desarrollo en los próximos años. Se concluye que el negocio de créditos se encuentra aún en la etapa de nacimiento.

9.7. Lecciones del caso eBay – PayPal

En el presente capítulo se realiza una comparación entre la situación actual de Mercado Pago como unidad de negocio de Mercado Libre, con la situación de PayPal tanto al momento del anuncio de su efectiva separación de eBay en 2014, como en 2013, año en el cual la creación de valor hubiera sido máxima según la valuación realizada. A los

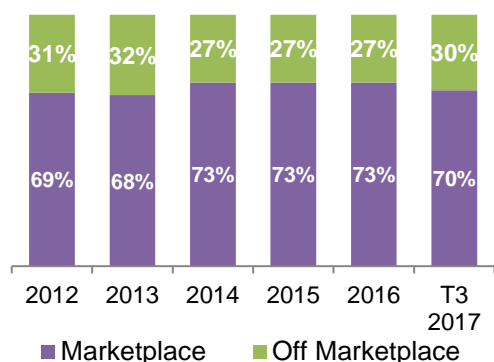
efectos de evaluar la conveniencia de llevar a cabo una acción similar en Mercado Libre, se observan diversas variables relacionadas al tamaño relativo del segmento de pagos en relación al *Marketplace* y su dependencia de este para generar ingresos, así como también elementos que conciernen al ciclo de vida tanto de la plataforma de pagos como del sector de pagos *online* en la región.

En primer lugar, analizando el *TPV* de Mercado Pago se observa que al tercer trimestre de 2017 un 70% proviene de transacciones realizadas a través del *Marketplace* de Mercado Libre. Si bien el *Off-Marketplace TPV* crece a tasas más altas que el *On-Marketplace TPV*, el volumen de pagos continúa siendo mucho más grande dentro de la plataforma.

El crecimiento de las compras *online* en América Latina continúa siendo muy elevado, y por más que Mercado Pago está extendiendo su aceptación como medio de pago por fuera de Mercado Libre a un ritmo acelerado, el *On-Marketplace TPV* sigue siendo muy importante y aún no ha empezado a decrecer en su participación. En este sentido, la introducción en los últimos años de Mercado Pago como medio de pago obligatorio para las ventas de Mercado Libre en determinados mercados, explica la tendencia creciente de su participación hasta el año 2016. Esto implica que Mercado Pago goza aun de las ventajas de su situación privilegiada como medio de pago en el *Marketplace*, que le otorga preferencia frente a otros medios de pago y sus ingresos dependen en gran medida de dicha posición dominante dentro de la plataforma.

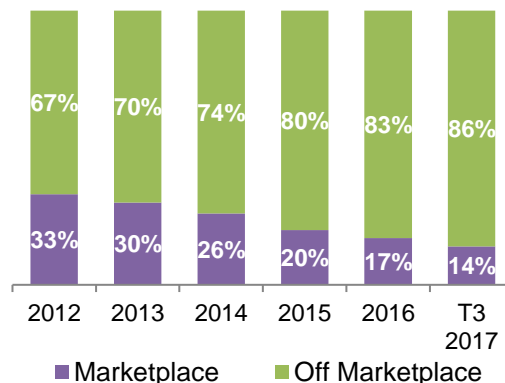
En el caso de PayPal, al momento del anuncio de la separación en 2014, el *on-eBay TPV* representaba solamente un 26% del *TPV* total, con una marcada tendencia decreciente en los años anteriores. En tanto, en el año 2013, cuando la separación hubiera generado más valor según el ejercicio de valuación dinámico realizado, el volumen de pagos proveniente de transacciones de eBay alcanzaba el 30%. Esto permite concluir que eBay podría ser considerado quizás como un *merchant* más para PayPal, siendo una fuente de ingresos importante pero no la mayoritaria.

Gráfico 27
TPV de Mercado Pago, Marketplace vs. Off Marketplace



Fuente: Elaboración propia en base a MercadoLibre, Inc. (2017), MercadoLibre, Inc. (2016), MercadoLibre, Inc. (2015)

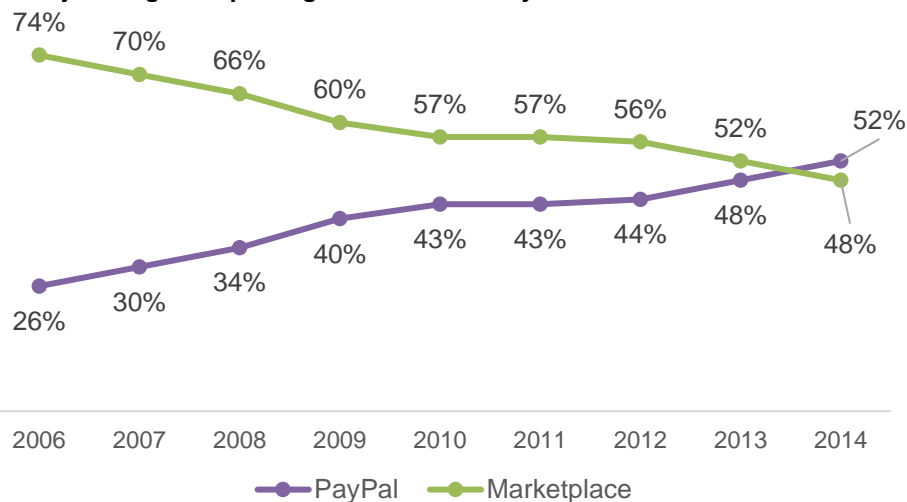
Gráfico 28
TPV de PayPal, Marketplace vs. Off Marketplace



Fuente: Elaboración propia en base a MercadoLibre, Inc. (2017), MercadoLibre, Inc. (2016), MercadoLibre, Inc. (2015)

De la observación de los ingresos totales de *Old* eBay surge que al momento de la separación, el segmento de pagos había superado con un 52% del total a la facturación del *Marketplace* (48%). En tanto para el año 2013, momento a partir del cual la separación hubiera sido conveniente, los ingresos provenientes del segmento pagos representaban un 48% del total, tal como se aprecia en el gráfico 28.

Gráfico 29
Porcentaje de ingresos por segmento de Old eBay



Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2014), eBay, Inc. (2013), eBay, Inc. (2012), eBay, Inc. (2011), eBay, Inc. (2010), eBay, Inc. (2009), eBay, Inc. (2008)

De forma análoga, se encuentra que al cierre de 2016 Mercado Pago representa aproximadamente un 25% de los ingresos totales de Mercado Libre, cifra que se encuentra aún lejos de los valores que hicieron considerar una separación de las compañías estadounidenses. Este valor se asemeja al presentado por eBay en 2006, 8

años antes de que se anunciara la separación, y 7 años antes del óptimo establecido por el presente trabajo.

De acuerdo a lo descrito anteriormente, en 2014 (año de anuncio de la separación) PayPal procesaba un 72% del valor de las transacciones de eBay, siendo el restante 28% procesado con otros medios de pago. Tal como se aprecia en el tabla 31, esta cifra se ubicaba en 65% en 2013.

Tabla 31
Proporción de GMV de eBay procesado mediante PayPal, 2012-2014

	2012	2013	2014
% de GMV de eBay procesado por PayPal	63%	65%	72%

Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2014)

En los países en que ya opera, Mercado Pago ha ingresado de forma agresiva, en ocasiones obligando a los vendedores a aceptar este medio de pago. Como resultado de esta política, se obtuvo que al cierre de 2017, Mercado Pago procesaba un 84% de las transacciones totales del *Marketplace*, niveles superiores a los obtenidos por PayPal.

Por otra parte, si se analiza la evolución de las *revenues* de ambos segmentos de negocio, se observa que en Mercado Libre el segmento *Non-Marketplace* crece a un promedio de 34% anual en los últimos 5 años, mientras que el *Marketplace* lo hace casi a la mitad (18%). En dicho análisis, dada la falta de información más desagregada, se asume que Mercado Pago crece a la misma tasa que lo hace el segmento *Non-Marketplace*. Estas cifras van en línea con la percepción de que en Mercado Libre el segmento *Marketplace* se encuentra en una fase más avanzada de la etapa de crecimiento, y que por el contrario el sector de pagos *online* se encuentra en una fase más temprana del ciclo de vida.

Si se compara esta situación con la de *Old* eBay para el período 2007-2015, si bien el crecimiento promedio del segmento *Non-Marketplace* más que duplica al del *Marketplace*, en ambos segmentos los guarismos de crecimiento son sensiblemente menores a los de Mercado Libre.

Tabla 32

Crecimiento de los ingresos netos consolidados de Old eBay por segmento de negocios

Old eBay	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Prom.
Marketplace	24%	4%	-5%	-10%	13%	36%	12%	6%	-2%	9%
Non-Marketplace	34%	25%	16%	17%	26%	35%	19%	21%	15%	23%

Fuente: Elaboración propia en base a eBay, Inc. (2015), eBay, Inc. (2014), eBay, Inc. (2013), eBay, Inc. (2012), eBay, Inc. (2011), eBay, Inc. (2010), eBay, Inc. (2009), eBay, Inc. (2008)

A modo de resumen de esta comparación entre el caso eBay – PayPal y la situación actual de Mercado Libre, se entiende que aún no sería el momento adecuado para que Mercado Pago se escinda de Mercado Libre. Dicho análisis se basa en dos variables clave. En primer lugar, actualmente el volumen de pagos de Mercado Pago proviene en gran parte (70%) del *Marketplace*, lo cual haría muy poco viable una separación dados altos los niveles de dependencia respecto de él. En segundo lugar, Mercado Pago solamente representa en la actualidad un 25% de los ingresos totales de Mercado Libre y, por lo tanto aún tiene mucho potencial de crecimiento dentro de Mercado Libre a medida que avanza el *e-commerce* en la región. Cabe destacar que si bien la alta participación de Mercado Pago como forma de pago de las transacciones del *Marketplace* (84%) jugaría a favor de la separación en tanto se encuentra en niveles superiores a los que presentaba PayPal al momento de la separación, este guarismo se debe fundamentalmente a la obligatoriedad de aceptar este medio de pago, y no representa una limitación a su crecimiento debido a la fase temprana del ciclo de vida en la que se encuentra el *Marketplace*.

10. Conclusiones

Los métodos de valuación aplicados indican que la estrategia de separación de eBay y PayPal generó valor para sus accionistas. Adicionalmente, se concluye que hubiera resultado conveniente realizar el *spin-off* incluso antes de la fecha en que efectivamente se llevó a cabo.

Esta estrategia le permitió a PayPal explotar sus fortalezas y le otorgó la flexibilidad necesaria para enfocarse en su negocio principal, lo cual se refleja en el incremento de adquisiciones de negocios y alianzas estratégicas luego de la separación. A su vez, el *spin-off* le brindó a eBay mayor libertad para reconvertir su negocio, en una industria cada vez más competitiva y con menores niveles de rentabilidad.

En el análisis de ciclo de vida realizado en el capítulo 4, se determinó que las industrias de pagos *online* y de *e-commerce* se encuentran en etapas diferentes de desarrollo. El *e-commerce* ha desacelerado su crecimiento en mercados desarrollados en los últimos años, donde las compras *online* ya se han convertido en una práctica habitual, desplazando en buena medida al *retail* tradicional. Asimismo, se observa una erosión en los márgenes de rentabilidad, debido a una fuerte competencia en el sector, tanto por parte de los grandes *players* de la industria, como de comercios tradicionales que incursionan en esta modalidad y nuevas plataformas innovadoras que ingresan al mercado atraídas por las bajas barreras de entrada.

Por su parte, el sector de pagos *online* se encuentra en plena etapa de crecimiento, en la medida en que las billeteras móviles y pagos digitales continúan ganando popularidad y desplazando progresivamente al pago en efectivo aun en los mercados más desarrollados, favorecidos por la alta penetración de algunos servicios financieros como tarjetas de crédito y cuentas bancarias.

Se observó que esta disparidad entre fases de desarrollo se mantenía a nivel de las líneas de negocio de *Old eBay (Marketplace y Payments)*. En este sentido, los resultados de la valuación realizada refuerzan el argumento de que el bajo crecimiento del *Marketplace* representaría una limitante para el desarrollo de PayPal, por lo que la separación lograría generar valor al permitirle a PayPal aprovechar de mejor manera las oportunidades de una industria en expansión.

A nivel de los supuestos de valuación, este resultado indicaría que la reducción de costos derivada de la reestructura asociada al *spin-off*, junto con el mayor potencial de crecimiento que puede lograr PayPal como entidad separada en su segmento *Merchants*, lograrían superar un eventual efecto negativo sobre eBay fruto de un menor incentivo en los usuarios de PayPal para comprar en su plataforma.

Los resultados obtenidos son consistentes con la literatura de *spin-off* analizada en el capítulo 2, donde se destaca que las separaciones realizadas como estrategia proactiva para la creación de valor con la intención de incrementar el foco en el negocio principal suelen ser las más exitosas y se asocian con mayores retornos. La separación en estos casos suele mejorar la rentabilidad global y el crecimiento de la empresa por mayor foco en las unidades restantes, mejor asignación de capital entre unidades de negocio, y mayor disponibilidad de fondos.

Asimismo, los inversores perciben a las empresas que realizan *spin-off* activamente como entidades mejoradas y mejor enfocadas, y también disponen de mejor información para valorarlas eficientemente, lo cual se evidencia claramente en el incremento del precio de la acción al momento del anuncio determinado en el análisis de evento del capítulo 6 y en los mayores retornos percibidos por los accionistas como producto de la separación, como se analizó en el capítulo 5.

A su vez, quizás la connotación negativa que puede tener la estrategia de separar un negocio, al ser percibida como una señal de fracaso y debilidad de la empresa, puede haber ocasionado que eBay decidiera posponer la decisión más de lo que hubiera sido deseable en cuanto a creación de valor, como se determinó en la valuación realizada en el capítulo 7.

En cuanto a la aplicación al caso regional de Mercado Libre y Mercado Pago, si bien no se descarta la conveniencia de una posible escisión en el futuro, entendemos que en la actualidad no resultaría conveniente llevar a cabo dicha acción. Consideramos que una separación en este momento podría generar una pérdida de valor ya que Mercado Pago aún crece en gran medida a impulso del *Marketplace* de Mercado Libre, y se espera que esto continúe en el corto plazo teniendo en cuenta el potencial de crecimiento que tiene dicha plataforma.

El estudio del ciclo de vida permite concluir que los mercados de *e-commerce* y pagos *online* en América Latina cuentan actualmente con un nivel de desarrollo muy inferior al observado en América del Norte y otras regiones. La creciente penetración de internet

y avances en la formalización y desarrollo del sector financiero en la región permiten anticipar un fuerte crecimiento de dichos sectores en los próximos años.

En este sentido, el todavía incipiente desarrollo del sector de pagos *online* en la región latinoamericana hace que la mayor parte de los ingresos de Mercado Pago aún se deban a su pertenencia a Mercado Libre. El gran potencial de crecimiento de Mercado Libre en mercados grandes como México y Brasil, así como también la posibilidad de desarrollar otros mercados menores de América Latina son elementos importantes al considerar una posible separación de Mercado Pago, teniendo en cuenta la enorme ventaja con la que cuenta dicha plataforma de pagos dada la obligatoriedad de su aceptación como medio de pago en el *Marketplace*. Adicionalmente, consideramos que el sector de pagos *online* aún se encuentra en una etapa muy temprana del ciclo de vida y Mercado Pago no tiene aún la capacidad de crecer en forma acelerada sin estar asociado a un *Marketplace* que lo impulse.

A su vez, a pesar de las similitudes con el caso eBay-PayPal, es importante señalar que existen diferencias relevantes con Mercado Libre-Mercado Pago, particularmente en cuanto a la dependencia de las plataformas de pagos respecto de las transacciones del *Marketplace*, y por ende en la capacidad de generar ingresos de manera autónoma. En el caso de eBay, el sector de *retail online* en Estados Unidos había alcanzado un mayor nivel de madurez al momento de la separación, con menores guarismos de crecimiento debido a la mayor competencia. Por tanto, su nivel de arrastre hacia PayPal en cuanto a generación de ingresos adicionales era bajo en la medida en que PayPal ya dominaba la mayor parte de las transacciones del *Marketplace*. Asimismo, el segmento *Merchants* crecía a un ritmo mucho mayor en un sector en plena etapa de crecimiento, y la mayor parte de los ingresos de PayPal ya provenía de transacciones fuera de eBay al momento de la separación. Cabe señalar además que al momento de la *spin-off*, PayPal como unidad de negocio había logrado superar al *Marketplace* en términos de ingresos.

En el caso de Mercado Pago, las transacciones del *Marketplace* continúan siendo la principal fuente de ingresos y mantienen niveles importantes de crecimiento debido a la expansión geográfica de Mercado Libre y al acelerado avance del comercio *online* en la región. Si bien los pagos por fuera de la plataforma también crecen a tasas muy altas, la baja penetración de cuentas bancarias y tarjetas crédito aun hace difícil pensar en una separación de Mercado Pago en el corto plazo. Asimismo, los ingresos de Mercado Pago representan un porcentaje cercano al 25% del total de Mercado Libre, un nivel sustancialmente inferior al exhibido por PayPal dentro de *Old* eBay al momento del *spin-off* (52%).

Otro elemento a tener en cuenta al evaluar una posible escisión de Mercado Pago es el segmento de Mercado Crédito. Dado que esta es un área de enorme potencial para Mercado Libre, es importante definir cuál sería el destino de dicha área de negocios en un escenario de separación. Si bien los créditos y las amortizaciones son realizados a través de la plataforma de Mercado Pago, la información financiera y el historial de facturación de los vendedores proviene del *Marketplace* de Mercado Libre. Una eventual separación podría significar desaprovechar la información crediticia de los vendedores, la cual es fundamental para el análisis de riesgo realizado antes de otorgar los préstamos y es, a su vez, la principal fuente de valor del segmento. En un escenario de separación, sería fundamental analizar previamente cómo esta podría ser instrumentada de manera de no perjudicar la ventaja competitiva de Mercado Crédito generada por dicha sinergia.

A nivel general, a los efectos de evaluar posibles estrategias de escisión de unidades de negocio, sugerimos adoptar una actitud proactiva, monitoreando frecuentemente las oportunidades de cada segmento dentro y fuera de la empresa, de forma de maximizar el valor para el accionista.

La metodología sugerida para evaluar este tipo de estrategias comprende la aplicación del método de flujo de fondos descontados, junto a un análisis detallado de ciclo de vida a efectos de determinar la fase de desarrollo en que se encuentran tanto las unidades de negocio, como los sectores en que éstas operan. El resultado de este análisis será un insumo relevante para los supuestos del modelo de valuación. Asimismo, con la finalidad de determinar el momento más adecuado para llevar a cabo la separación, recomendamos aplicar el método de valuación para diferentes momentos en el tiempo de manera de no generar una pérdida de valor apresurando o dilatando demasiado la decisión.

11. Limitaciones y sugerencias para futuros estudios

Durante la realización del presente documento se han encontrado restricciones generadas en gran medida por falta de cierta información contable detallada. Del mismo modo, han surgido noticias que afectan a las compañías y podrían modificar parcialmente los supuestos de valuación utilizados. Estas restricciones obligan a limitar el alcance a lo detallado en la introducción de este trabajo. Se establecen a continuación temáticas derivadas que se podrían estudiar en caso de contar con información adicional, o de incorporar al análisis las nuevas circunstancias.

En febrero de 2018, eBay anunció que intentaría traer nuevamente a su propia órbita los pagos entre compradores y vendedores, a través de un acuerdo con la empresa de procesamiento de pagos Adyen, una *start-up* basada en Holanda. Esto desplazaría a PayPal como principal procesador de pagos del *Marketplace* de eBay para sustituirlo por una nueva solución nativa. Esta noticia hizo caer el precio de la acción de PayPal un 7% en el día del anuncio. Sin embargo, en abril 2018 se anunció un nuevo acuerdo entre eBay y PayPal, por el cual eBay continuaría ofreciendo a PayPal como medio de pago hasta 2023. El nuevo acuerdo incluye mantener el botón de pago de PayPal en la plataforma y otros servicios como detección de fraude y protección del comprador (eBay, Inc., 2018b).

Adicionalmente, a pesar de realizar diversos intentos, no se ha podido acceder a la información de costos del segmento de pagos de Mercado Libre. Por este motivo, resulta imposible realizar una evaluación detallada de ambos segmentos, utilizando el método de Flujos de Fondos Descontados o el método de Múltiplos.

Del mismo modo, no se cuenta con información contable detallada por regiones o países en los que participa Mercado Libre. Si se dispusiera de esta información, se podría realizar un análisis de posibles estrategias de separación por regiones para Mercado Libre y Mercado Pago.

12. Bibliografía

- Amazon.com, Inc. (2016). 2015 Annual Report. Accedido el 15 de junio, 2017 desde <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=97664&p=irol-reportsannual>.
- Ansotegui, C. (2010). ¿En qué Consiste Crear Valor?. Harvard Deusto Finanzas & Contabilidad 98, 26 – 36.
- Baggio, A., Santos, M. y Anmuth, D. (2017). MercadoLibre, Inc. Latin America Equity Research. JPMorgan. Accedido desde base de datos Factiva.
- Bajaj, M., Denis, D., Sarin, A. (2004). Mean Reversion in Earnings and the Use of E/P Multiples in Corporate Valuation. *Journal of Applied Finance*, 14(1).
- Basu, S (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypotesis. *Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Bensinger, G. (22 de enero, 2014). Icahn Calls for eBay to Split Up. *The Wall Street Journal*. Disponible: <https://www.wsj.com/articles/icahn-calls-for-ebay-to-split-up-1390425872>.
- Black, L. (1998). Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. *The Journal of Financial Statement Analysis*, 4, 40-56.
- Braintree. Accedido el 25 de mayo, 2018, desde <https://www.braintreepayments.com/blog/one-touch/>.
- Brandimarte, J.P., Fallon, W.C. y McNish, R, S. (2001). Trading the corporate portfolio. *McKinsey on Finance*, 2, 1-5.
- Bravo Torres, J. (2011). M-Commerce. *Ingenius* No. 5. Enero/Junio. Pp. 81-91.
- Caballer, V. (1998). *Métodos de valoración de empresas (2da edición)*. Madrid: Pirámide.
- Cornell, B. (1993). *Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making*. Chicago, IL: Business One Irwin
- Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation*. New Jersey: Prentice Hall.
- Damodaran, A. Stern School of Business. Accedido el 2 de agosto , 2017, desde <http://pages.stern.nyu.edu>.
- Dasgupta, S, Laplante, B, Mamingi, N. (1998). Capital market responses to environmental performance in developing countries. The World Bank Development Research Group.

- De la Merced, M. J., Ross Sorkin, A. (30 de setiembre, 2014). EBay Does About-Face in Spinoff of PayPal Backed by Icahn. The New York Times. Disponible: <https://dealbook.nytimes.com/2014/09/30/ebay-to-spin-off-paypal-adopting-strategy-backed-by-icahn/>.
- Deleeuw, J. S., Robinson, E. M. (2017). Digital/Mobile Wallet Partnerships Raising the Stakes for PayPal. PiperJaffray. Accedido desde base de datos Factiva.
- Desai, H. y Jain, P.C. (1999). Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. Journal of Financial Economics, 54, 75–101.
- Dranikoff, L., Koller, T. y Schneider, A. (2002). Divestiture: Strategy's Missing Link. Harvard Business Review. 80 (5), 74-83.
- Dyckman, T., Philbrick, D. y Stephan, J. (1984). A comparison of event study methodologies using daily stock returns - a simulation approach. Journal of Accounting Research, 22, 1-30.
- EBay, Inc. (2018a). Accedido el 25 de mayo, 2018, desde <https://pages.ebay.es/vero/index.html>.
- EBay, Inc. (2018b). eBay and PayPal Finalize New Payments Agreement. Accedido el 31 de mayo, 2018, desde <https://www.ebayinc.com/stories/news/ebay-and-paypal-finalize-new-payments-agreement/>.
- EBay, Inc. (2018c). eBay to Intermediate Payments on its Marketplace Platform. Accedido el 31 de mayo, 2018, desde <https://www.ebayinc.com/stories/news/ebay-to-intermediate-payments-on-its-marketplace-platform/>.
- EBay, Inc. (2017), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2016. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=1065088-17-7&CIK=1065088>.
- EBay, Inc. (2016), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2015. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=1065088-16-265&CIK=1065088>.

- EBay, Inc. (2015), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2014. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=1065088-15-54&CIK=1065088>.
- EBay, Inc. (2014), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2013. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=1065088-14-10&CIK=1065088>.
- EBay, Inc. (2013), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2012. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=1065088-13-4&CIK=1065088>.
- EBay, Inc. (2012), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2011. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=1065088-12-6&CIK=1065088>.
- EBay, Inc. (2011), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2010. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=1065088-11-3&CIK=1065088>.
- EBay, Inc. (2010), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2009. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-10-33324&CIK=1065088>.
- EBay, Inc. (2009), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2008. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=950134-09-3306&CIK=1065088>.

- EBay, Inc. (2008), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2007. Accedido el 10 de abril, 2017 desde <https://investors.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=950134-08-3741&CIK=1065088>.
- Eisenmann, T. y Barley, L. (2007). PayPal Merchant Services. Harvard Business School Case 806-188.
- EMarketer (2016). Worldwide Retail E-commerce Sales: The eMarketer Forecast for 2016. Accedido el 20 de junio, 2017 desde <https://www.emarketer.com/Report/Worldwide-Retail-Ecommerce-Sales-eMarketer-Forecast-2016/2001849>.
- Fernandez, P. (2001). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. San Diego, CA: Academic Press.
- Fernandez, P. (2014). *Valoración de Empresas y Sensatez*. Universidad de Navarra.
- Habib, M.A., Johnsen, B.D., y Naik, N.Y. (1997). Spinoffs and information. *Journal of Financial Intermediation*, 6, 153–176.
- Isidore, C. (30 de setiembre, 2014). EBay spinning off PayPal as separate company. CNN Money. Accedido el 3 de abril, 2017 desde <http://money.cnn.com/2014/09/30/technology/ebay-paypal/index.html>.
- Kahn, Masha (2018). MercadoLibre–The best defense is a good offense. Deutsche Bank Markets Research. Accedido desde base de datos Factiva.
- Keane, B., Sabadra, A., Marcello, K. y Dass, M. (2017). PayPal - Creating a Stronger Business Model. Deutsche Bank Markets Research. Accedido desde base de datos Factiva
- Kengelbach, J., Roos, A. y Keienburg, G. (2014). Don't miss the exit – creating shareholder Value through divestitures. The Boston Consulting Group. Accedido el 5 de mayo de 2017 desde http://img-stg.bcg.com/MA_2014_Dont_Miss_the_Exit_Sep_2014_tcm9-82800.pdf.
- Krishnaswami, S. y Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 53, 73-112.
- Kutscher, E. (2012). A Spinoffs Study Applied to the Airline Industry. Master of Science in Engineering and Management at the Massachusetts Institute of Technology.
- Labatut, G. (2009). La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 8, 59-76.

- Lie, E. y Lie, H. (2002). Multiples used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysis Journal*, 58(2), 44-54
- Lipsman, A. (2017). State of the U.S. Online Retail Economy in Q1 2017. ComScore, Inc.
- Lupu, S., Mual, M., y Stiphout, M.V. (2016). E-commerce Payment Methods Report 2016. The Paypers BV. Accedido desde base de datos Factiva.
- MacKinlay, A. (1997). "Event Studies in Economics and Finance." *Journal of Economic Literature*, 35, no. 1, 13–39.
- Magalhães, F. y Da Rocha, L. A. (2014). The process of internationalization of e-commerce companies from a behavioural perspective: a longitudinal study of the cases of MercadoLibre and eBay. *Revista Alcance - Eletrônica*, 21, 126-151.
- Meldner, L. (2017). EBay Invites Sellers to Join Guaranteed Delivery Program. eSellerCafé. Accedido el 10 de octubre, 2017 desde <https://esellercafe.com/ebay-invites-sellers-guaranteed-delivery-program/>.
- MercadoLibre, Inc. (2017), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2016. Accedido el 4 de abril de 2017 desde <http://investor.mercadolibre.com/node/10321/html>.
- MercadoLibre, Inc. (2016), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2015. Accedido el 4 de abril de 2017 desde <http://investor.mercadolibre.com/node/10156/html>.
- MercadoLibre, Inc. (2015), Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the securities exchange act of 1934, for the fiscal year ended December 31, 2014. Accedido el 4 de abril de 2017 desde <http://investor.mercadolibre.com/node/10026/html>.
- Miller, D. y Friesen, P. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management science*, 30(10), 1161- 1183.
- PayPal. Accedido el 25 de mayo, 2017, desde <https://www.PayPal.com/us/webapps/mpp/about>.
- PayPal Holdings, Inc. (2017a). PayPal Mobile Leadership Extends. Accedido el 25 de mayo, 2017, desde <https://www.PayPal.com/stories/us/PayPal-mobile-leadership-extends>.
- PayPal Holdings, Inc. (2017b). Annual Report for the fiscal year ended December 31, 2016. Accedido el 06 de junio, 2017 desde

- <https://investor.paypal-corp.com/secfiling.cfm?filingID=1633917-17-27&CIK=1633917>.
- PayPal Holdings, Inc. (2016). Annual Report for the fiscal year ended December 31, 2015. Accedido el 6 de junio, 2017 desde <https://investor.paypal-corp.com/secfiling.cfm?filingID=1633917-16-113&CIK=1633917>.
 - Peterson, A. (2016). Online Payment Type: Conversion Analysis. ComScore, Inc. Accedido desde base de datos Factiva.
 - Reuters. Accedido el 29 de mayo, 2018 desde <https://www.reuters.com/finance/stocks/company-profile/EBAY.O>.
 - Ribeiro, R. (2013). *Valuación de empresas. Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes – tercera edición*. Montevideo: KPMG Uruguay
 - Solomon, D. (2017), Amazon se convierte en el principal minorista en línea en México en 2017: reporte. Reuters. Accedido el 2 de febrero de 2018 desde <https://mx.reuters.com/article/comercio-mexico-internet-idMXL1N1OF1NG>.
 - STATISTA. (2017a). Internet user penetration in Latin America from 2011 to 2017. Accedido el 16 de febrero, 2018, desde <https://www.statista.com/statistics/274868/internet-penetration-in-latin-america/>.
 - STATISTA. (2017b). Number of internet users in selected Latin American countries as of January 2017 (in millions). Accedido el 16 de febrero de 2018 desde <https://www.statista.com/statistics/186919/number-of-internet-users-in-latin-american-countries/>.
 - STATISTA. (2016a). Number of internet users in Latin America from 2014 to 2019 (in millions). Accedido el 16 de febrero, 2018, desde <https://www.statista.com/statistics/274860/number-of-internet-users-in-latin-america/>.
 - STATISTA. (2016b). Most popular websites in Latin America as of January 2016, based on number of unique visitors (in millions). Accedido el 16 de febrero, 2018, desde <https://www.statista.com/statistics/525636/latin-america-leading-website-visitors/>.
 - Swanson, J. (2017). The Payments World: PayPal Vs. Apple Pay Vs. Visa Checkout Vs. Masterpass Vs. Amazon Payments Vs. Facebook Payments. Benzinga. Accedido el 10 de febrero, 2018 desde <https://www.benzinga.com/analyst-ratings/analyst-color/17/03/9157419/the-payments-world-paypal-vs-apple-pay-vs-visa-checkout->.

- Terreno, D. Sattler, S. y Pérez, J. (2017). Las etapas del ciclo de vida de la empresa por los patrones del estado de flujo de efectivo y el riesgo de insolvencia empresarial. *Contabilidad y Negocios*, 12 (23), 22-37.
- The World Bank Group. (2018). *The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*.
- Veld, C., y Veld-Merkoulova, Y. V. (2009). Value creation through spin-off: A review of the empirical evidence. *International Journal of Management Reviews*, 11, 407–420.
- Venmo. Accedido el 25 de mayo, 2018, desde <https://venmo.com/about/fees/>.

13. Anexos

13.1. Valuación por flujos de fondos descontados (en US\$ millones): 2013

Old eBay (Marketplace + Payments)

Resumen

Año de valuación	2013										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2012										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	8,45%										
Año de cálculo		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DCF		2.657	2.521	2.597	2.651	2.715	2.748	2.786	2.850	2.840	50.086
VPN	74.452										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	14.912	16.721	18.003	20.116	22.471	25.560	28.634	31.739	34.220	36.745
EBIT	3.371	3.514	3.954	4.418	4.935	5.613	6.288	6.970	7.515	8.070
Tax	-610	-741	-833	-931	-1.040	-1.183	-1.325	-1.469	-1.584	-1.701
Amortización	1.400	1.490	1.444	1.452	1.460	1.494	1.575	1.746	1.882	2.021
Inversiones en activo fijo e intangibles	-1.250	-1.271	-1.232	-1.239	-1.245	-1.406	-1.575	-1.746	-1.882	-2.021
Inversión en Capital de trabajo	-30	-28	-20	-32	-36	-47	-47	-48	-38	-39
FCFF sin VT	2.881	2.965	3.313	3.668	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330
VT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	106.392
FCFF	2.881	2.965	3.313	3.668	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	112.723
DCF	2.657	2.521	2.597	2.651	2.715	2.748	2.786	2.850	2.840	50.086

Ebay Standalone

Resumen

Año de separación	2013										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2012										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	9,26%										
Año de cálculo		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DCF		1.733	1.868	1.660	1.533	1.429	1.410	1.374	1.326	1.247	18.470
VPN	32.052										

Proyección de Flujos de fondos (millones de USD)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	8.043	9.517	9.127	9.245	9.423	10.198	10.847	11.461	11.748	12.041
EBIT	2.314	2.738	2.626	2.660	2.711	2.934	3.121	3.298	3.380	3.464
Tax	-417	-494	-473	-480	-489	-529	-563	-594	-609	-625
Amortización	818	968	835	762	699	680	651	630	646	662
Inversiones en activo fijo e intangibles	-811	-960	-828	-755	-693	-675	-646	-630	-646	-662
Inversión en Capital de trabajo	-10	-23	6	-2	-3	-12	-10	-9	-4	-4
FCFF sin VT	1.894	2.230	2.166	2.185	2.226	2.399	2.554	2.694	2.766	2.835
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	41.944
FCFF	1.894	2.230	2.166	2.185	2.226	2.399	2.554	2.694	2.766	44.780
DCF	1.733	1.868	1.660	1.533	1.429	1.410	1.374	1.326	1.247	18.470

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

PayPal Standalone

Resumen

Año de separación	2013										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2012										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	7,64%										
Año de cálculo		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DCF		744	844	952	1.073	1.239	1.404	1.546	1.623	1.679	35.183
VPN	46.287										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	6.657	8.150	9.689	11.559	13.590	15.750	17.985	20.295	22.563	24.864
EBIT	1.114	1.364	1.621	1.934	2.274	2.636	3.010	3.396	3.776	4.161
Tax	-143	-175	-208	-248	-292	-338	-386	-436	-485	-534
Amortización	456	559	598	642	747	866	989	1.116	1.241	1.368
Inversiones en activo fijo e intangibles	-610	-747	-799	-858	-908	-947	-989	-1.116	-1.241	-1.368
Inversión en Capital de trabajo	-17	-23	-24	-29	-31	-33	-34	-35	-35	-35
FCFF sin VT	800	977	1.188	1.441	1.790	2.183	2.589	2.925	3.256	3.591
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	69.873
FCFF	800	977	1.188	1.441	1.790	2.183	2.589	2.925	3.256	73.464
DCF	744	844	952	1.073	1.239	1.404	1.546	1.623	1.679	35.183

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

13.2. Valuación por flujos de fondos descontados (en US\$ millones): 2014

Old eBay (Marketplace + Payments)

Resumen

Año de valuación	2014										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2013										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	8,45%										
Año de cálculo		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DCF		2.734	2.817	2.875	2.945	2.981	3.022	3.091	3.080	3.050	53.571
VPN	80.165										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	16.721	18.003	20.116	22.471	25.560	28.634	31.739	34.220	36.745	39.287
EBIT	3.514	3.954	4.418	4.935	5.613	6.288	6.970	7.515	8.070	8.628
Tax	-741	-833	-931	-1.040	-1.183	-1.325	-1.469	-1.584	-1.701	-1.818
Amortización	1.490	1.444	1.452	1.460	1.494	1.575	1.746	1.882	2.021	2.161
Inversiones en activo fijo e intangibles	-1.271	-1.232	-1.239	-1.245	-1.406	-1.575	-1.746	-1.882	-2.021	-2.161
Inversión en Capital de trabajo	-28	-20	-32	-36	-47	-47	-48	-38	-39	-39
FCFF sin VT	2.965	3.313	3.668	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330	6.771
VT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	113.795
FCFF	2.965	3.313	3.668	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330	120.565
DCF	2.734	2.817	2.875	2.945	2.981	3.022	3.091	3.080	3.050	53.571

Ebay Standalone

Resumen

Año de separación	2014										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2013										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	9,26%										
Año de cálculo		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DCF		2.076	1.846	1.707	1.593	1.573	1.534	1.485	1.403	1.316	19.499
VPN	34.030										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	9.802	9.401	9.522	9.705	10.503	11.172	11.804	12.100	12.402	12.712
EBIT	2.820	2.705	2.740	2.792	3.022	3.214	3.396	3.481	3.568	3.657
Tax	-508	-488	-494	-503	-545	-579	-612	-628	-643	-659
Amortización	968	928	846	776	756	724	688	665	682	699
Inversiones en activo fijo e intangibles	-988	-948	-864	-793	-772	-739	-703	-665	-682	-699
Inversión en Capital de trabajo	-23	6	-2	-3	-12	-10	-10	-5	-5	-5
FCFF sin VT	2.268	2.204	2.226	2.270	2.449	2.609	2.760	2.849	2.920	2.993
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	44.280
FCFF	2.268	2.204	2.226	2.270	2.449	2.609	2.760	2.849	2.920	47.273
DCF	2.076	1.846	1.707	1.593	1.573	1.534	1.485	1.403	1.316	19.499

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

PayPal Standalone

Resumen

Año de separación	2014										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2013										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	7,64%										
Año de cálculo		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DCF		896	1.006	1.153	1.302	1.502	1.699	1.872	1.958	2.028	42.571
VPN	55.987										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	8.038	9.702	11.753	14.020	16.474	19.057	21.767	24.480	27.265	30.089
EBIT	1.345	1.624	1.967	2.346	2.757	3.189	3.643	4.097	4.563	5.035
Tax	-173	-208	-253	-301	-354	-410	-468	-526	-586	-647
Amortización	551	665	725	778	906	1.048	1.197	1.346	1.500	1.655
Inversiones en activo fijo e intangibles	-737	-889	-970	-1.041	-1.101	-1.146	-1.197	-1.346	-1.500	-1.655
Inversión en Capital de trabajo	-22	-25	-31	-35	-38	-40	-41	-42	-43	-43
FCFF sin VT	965	1.165	1.438	1.747	2.170	2.642	3.134	3.529	3.934	4.346
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	84.545
FCFF	965	1.165	1.438	1.747	2.170	2.642	3.134	3.529	3.934	88.890
DCF	896	1.006	1.153	1.302	1.502	1.699	1.872	1.958	2.028	42.571

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

13.3. Valuación por flujos de fondos descontados (en US\$ millones): 2015

Old eBay (Marketplace + Payments)

Resumen

Año de valuación	2015										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2014										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	8,45%										
Año de calculo		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DCF		3.055	3.118	3.194	3.233	3.277	3.352	3.340	3.308	3.263	57.051
VPN	86.190										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	18.003	20.116	22.471	25.560	28.634	31.739	34.220	36.745	39.287	41.825
EBIT	3.954	4.418	4.935	5.613	6.288	6.970	7.515	8.070	8.628	9.185
Tax	-833	-931	-1.040	-1.183	-1.325	-1.469	-1.584	-1.701	-1.818	-1.936
Amortización	1.444	1.452	1.460	1.494	1.575	1.746	1.882	2.021	2.161	2.300
Inversiones en activo fijo e intangibles	-1.232	-1.239	-1.245	-1.406	-1.575	-1.746	-1.882	-2.021	-2.161	-2.300
Inversión en Capital de trabajo	-20	-32	-36	-47	-47	-48	-38	-39	-39	-39
FCFF sin VT	3.313	3.668	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330	6.771	7.211
VT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	121.187
FCFF	3.313	3.668	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330	6.771	128.398
DCF	3.055	3.118	3.194	3.233	3.277	3.352	3.340	3.308	3.263	57.051

Ebay Standalone

Resumen

Año de separación	2015										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2014										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	9,26%										
Año de calculo		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DCF		1.841	1.753	1.569	1.545	1.506	1.458	1.371	1.293	1.213	17.978
VPN	31.528										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	8.592	8.979	8.730	9.448	10.049	10.618	10.884	11.156	11.435	11.720
EBIT	2.472	2.583	2.512	2.718	2.891	3.055	3.131	3.210	3.290	3.372
Tax	-446	-466	-453	-490	-521	-551	-565	-579	-593	-608
Amortización	848	887	776	756	723	688	635	614	629	645
Inversiones en activo fijo e intangibles	-866	-905	-792	-772	-739	-702	-648	-614	-629	-645
Inversión en Capital de trabajo	3	-6	4	-11	-9	-9	-4	-4	-4	-4
FCFF sin VT	2.012	2.093	2.046	2.201	2.345	2.481	2.549	2.627	2.692	2.760
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	40.826
FCFF	2.012	2.093	2.046	2.201	2.345	2.481	2.549	2.627	2.692	43.586
DCF	1.841	1.753	1.569	1.545	1.506	1.458	1.371	1.293	1.213	17.978

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

PayPal Standalone

Resumen

Año de separación	2015										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2014										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	7,64%										
Año de cálculo		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DCF		1.048	1.214	1.378	1.555	1.795	2.033	2.238	2.344	2.431	51.060
VPN	67.095										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	9.376	11.760	14.021	16.750	19.683	22.814	26.020	29.309	32.678	36.092
EBIT	1.569	1.968	2.346	2.803	3.294	3.818	4.354	4.905	5.469	6.040
Tax	-201	-253	-301	-360	-423	-490	-559	-630	-702	-776
Amortización	643	806	865	930	1.083	1.255	1.431	1.612	1.797	1.985
Inversiones en activo fijo e intangibles	-860	-1.078	-1.157	-1.244	-1.315	-1.372	-1.431	-1.612	-1.797	-1.985
Inversión en Capital de trabajo	-23	-36	-35	-42	-45	-48	-49	-50	-52	-52
FCFF sin VT	1.128	1.407	1.718	2.087	2.593	3.162	3.746	4.225	4.715	5.212
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	101.403
FCFF	1.128	1.407	1.718	2.087	2.593	3.162	3.746	4.225	4.715	106.615
DCF	1.048	1.214	1.378	1.555	1.795	2.033	2.238	2.344	2.431	51.060

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

13.4. Valuación por flujos de fondos descontados (en US\$ millones): 2016

Old eBay (Marketplace + Payments)

Resumen

Año de valuación	2016										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2015										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	8,45%										
Año de cálculo		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DCF		3.382	3.463	3.506	3.554	3.635	3.622	3.588	3.538	3.475	60.498
VPN	92.261										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	20.116	22.471	25.560	28.634	31.739	34.220	36.745	39.287	41.825	44.336
EBIT	4.418	4.935	5.613	6.288	6.970	7.515	8.070	8.628	9.185	9.737
Tax	-931	-1.040	-1.183	-1.325	-1.469	-1.584	-1.701	-1.818	-1.936	-2.052
Amortización	1.452	1.460	1.494	1.575	1.746	1.882	2.021	2.161	2.300	2.438
Inversiones en activo fijo e intangibles	-1.239	-1.245	-1.406	-1.575	-1.746	-1.882	-2.021	-2.161	-2.300	-2.438
Inversión en Capital de trabajo	-32	-36	-47	-47	-48	-38	-39	-39	-39	-38
FCFF sin VT	3.668	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330	6.771	7.211	7.646
VT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	128.510
FCFF	3.668	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330	6.771	7.211	136.156
DCF	3.382	3.463	3.506	3.554	3.635	3.622	3.588	3.538	3.475	60.498

Ebay Standalone

Resumen

Año de separación	2016										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2015										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	9,26%										
Año de calculo		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DCF		1.915	1.730	1.705	1.663	1.610	1.514	1.422	1.341	1.258	18.634
VPN	32.792										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	8.979	8.828	9.554	10.162	10.737	11.006	11.281	11.563	11.852	12.148
EBIT	2.583	2.540	2.749	2.924	3.089	3.167	3.246	3.327	3.410	3.495
Tax	-466	-458	-496	-527	-557	-571	-585	-600	-615	-630
Amortización	887	872	849	813	773	713	658	636	652	668
Inversiones en activo fijo e intangibles	-905	-890	-867	-830	-789	-728	-672	-636	-652	-668
Inversión en Capital de trabajo	-7	2	-11	-9	-9	-4	-4	-4	-4	-5
FCFF sin VT	2.092	2.066	2.224	2.370	2.507	2.576	2.642	2.723	2.791	2.861
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	42.317
FCFF	2.092	2.066	2.224	2.370	2.507	2.576	2.642	2.723	2.791	45.177
DCF	1.915	1.730	1.705	1.663	1.610	1.514	1.422	1.341	1.258	18.634

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

PayPal Standalone

Resumen

Año de separación	2016										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2015										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	7,64%										
Año de calculo		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DCF		1.308	1.467	1.685	1.903	2.198	2.481	2.731	2.866	2.977	62.618
VPN	82.234										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	11.760	14.152	17.181	20.502	24.110	27.832	31.756	35.838	40.025	44.267
EBIT	1.968	2.368	2.875	3.431	4.035	4.658	5.314	5.997	6.698	7.408
Tax	-253	-304	-369	-441	-518	-598	-682	-770	-860	-951
Amortización	806	970	1.060	1.138	1.326	1.531	1.747	1.971	2.201	2.435
Inversiones en activo fijo e intangibles	-1.078	-1.297	-1.418	-1.522	-1.611	-1.674	-1.747	-1.971	-2.201	-2.435
Inversión en Capital de trabajo	-35	-37	-46	-51	-55	-57	-60	-62	-64	-65
FCFF sin VT	1.408	1.700	2.102	2.555	3.176	3.859	4.572	5.165	5.774	6.392
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	124.355
FCFF	1.408	1.700	2.102	2.555	3.176	3.859	4.572	5.165	5.774	130.747
DCF	1.308	1.467	1.685	1.903	2.198	2.481	2.731	2.866	2.977	62.618

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

13.5. Valuación por flujos de fondos descontados (en US\$ millones): 2017

Old eBay (Marketplace + Payments)

Resumen

Año de valuación	2017									
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2016									
Perpetuidad (g)	2,50%									
WACC	8,45%									
Año de calculo	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
DCF	3.756	3.802	3.854	3.943	3.928	3.891	3.837	3.768	3.685	63.887
VPN	98.351									

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	22.471	25.560	28.634	31.739	34.220	36.745	39.287	41.825	44.336	46.803
EBIT	4.935	5.613	6.288	6.970	7.515	8.070	8.628	9.185	9.737	10.279
Tax	-1.040	-1.183	-1.325	-1.469	-1.584	-1.701	-1.818	-1.936	-2.052	-2.166
Amortización	1.460	1.494	1.575	1.746	1.882	2.021	2.161	2.300	2.438	2.574
Inversiones en activo fijo e intangibles	-1.245	-1.406	-1.575	-1.746	-1.882	-2.021	-2.161	-2.300	-2.438	-2.574
Inversión en Capital de trabajo	-36	-47	-47	-48	-38	-39	-39	-39	-38	-38
FCFF sin VT	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330	6.771	7.211	7.646	8.075
VT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	135.709
FCFF	4.073	4.472	4.916	5.454	5.893	6.330	6.771	7.211	7.646	143.783
DCF	3.756	3.802	3.854	3.943	3.928	3.891	3.837	3.768	3.685	63.887

Ebay Standalone

Resumen

Año de separación	2017									
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2016									
Perpetuidad (g)	2,50%									
WACC	9,26%									
Año de calculo	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
DCF	1.907	1.882	1.836	1.778	1.672	1.570	1.473	1.390	1.304	19.315
VPN	34.127									

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	8.927	9.661	10.276	10.858	11.130	11.408	11.693	11.985	12.285	12.592
EBIT	2.568	2.780	2.957	3.124	3.202	3.282	3.364	3.448	3.534	3.623
Tax	-463	-501	-533	-563	-577	-592	-606	-622	-637	-653
Amortización	881	954	913	868	801	739	682	659	676	693
Inversiones en activo fijo e intangibles	-900	-974	-933	-887	-818	-755	-696	-659	-676	-693
Inversión en Capital de trabajo	-3	-11	-9	-9	-4	-4	-4	-4	-5	-5
FCFF sin VT	2.084	2.247	2.395	2.533	2.604	2.671	2.739	2.822	2.893	2.965
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	43.862
FCFF	2.084	2.247	2.395	2.533	2.604	2.671	2.739	2.822	2.893	46.827
DCF	1.907	1.882	1.836	1.778	1.672	1.570	1.473	1.390	1.304	19.315

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.

PayPal Standalone

Resumen

Año de separación	2017										
Fecha de cálculo de VPN	31/12/2016										
Perpetuidad (g)	2,50%										
WACC	7,64%										
Año de calculo		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
DCF		1.540	1.763	2.028	2.288	2.632	2.976	3.282	3.450	3.588	75.571
VPN	99.121										

Proyección de Flujos de fondos

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total ingresos operativos	13.813	17.050	20.674	24.642	28.863	33.394	38.178	43.153	48.258	53.430
EBIT	2.312	2.853	3.460	4.124	4.830	5.588	6.389	7.222	8.076	8.941
Tax	-297	-366	-444	-530	-620	-718	-820	-927	-1.037	-1.148
Amortización	947	1.168	1.275	1.368	1.587	1.837	2.100	2.373	2.654	2.939
Inversiones en activo fijo e intangibles	-1.266	-1.563	-1.706	-1.830	-1.929	-2.009	-2.100	-2.373	-2.654	-2.939
Inversión en Capital de trabajo	-38	-50	-55	-61	-65	-69	-73	-76	-78	-79
FCFF sin VT	1.657	2.043	2.529	3.072	3.804	4.630	5.495	6.218	6.961	7.714
VT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	150.081
FCFF	1.657	2.043	2.529	3.072	3.804	4.630	5.495	6.218	6.961	157.795
DCF	1.540	1.763	2.028	2.288	2.632	2.976	3.282	3.450	3.588	75.571

(1) Supuesto: la separación se realiza al 1/1 del año seleccionado. La valuación se plantea al 31/12 del año anterior.