

LA PRIMERA · ANÁLISIS DE UNA ACCIÓN DE CALIDAD

MercadoLibre (MELI)

El banco, el Amazon y la autopista de América Latina, todo en uno

COTIZA EN NASDAQ · ESTADOS UNIDOS · TICKER MELI

Recomendación: Comprar

Función: La Primera

Puntaje Compounder: 8,75 / 10

Semáforo: Amarillo

CÓMO LEER ESTE INFORME

No te pedimos que nos creas: te llevamos paso a paso por nuestro **Detector de Compounders**, el mismo método con el que evaluamos cada empresa de la cartera. En cada criterio vas a ver el número de MELI al lado del umbral que exigimos, y su puntaje. La escala es simple: **2** = cumple holgado, **1** = al límite, **0** = no cumple (usamos una banda de 10% sobre el umbral). La nota de cada pilar es el promedio llevado a 10, y el Puntaje Compounder es el promedio de los tres pilares.

MercadoLibre no es una empresa, son tres negocios que se refuerzan entre sí (logística, comercio y finanzas) contruidos sobre algo que ningún competidor pudo replicar. Hoy el mercado la castiga por comprimir márgenes a propósito, y creemos que ese castigo es la oportunidad.

PASO 1

La Puerta de Entrada

Antes de medir un solo ratio, el Detector hace tres preguntas de sí o no. Si alguna da que no, la empresa queda afuera por más linda que se vea. Acá vive casi toda la historia cualitativa de MELI.

¿Entiendo cómo gana plata el negocio? Sí.

Adentro de MercadoLibre conviven dos compañías que se alimentan entre sí. En el último trimestre, sobre ingresos de US\$8.845 millones: **Commerce US\$4.868 M (55%)**, que es el marketplace, la logística propia y un negocio de publicidad de márgenes altísimos que creció 73% interanual; y **Fintech US\$3.977 M (45%)**, que es Mercado Pago y Mercado Crédito, con una cartera de crédito ya en US\$14.555 M. Por país, Brasil pesa 54%, México 22% y Argentina 19%. Dato que sorprende: Argentina, con solo el 19% de los ingresos, fue el mayor aportante de ganancia directa del trimestre. El macro que solemos ver como riesgo es, hoy, el negocio más rentable de la empresa.

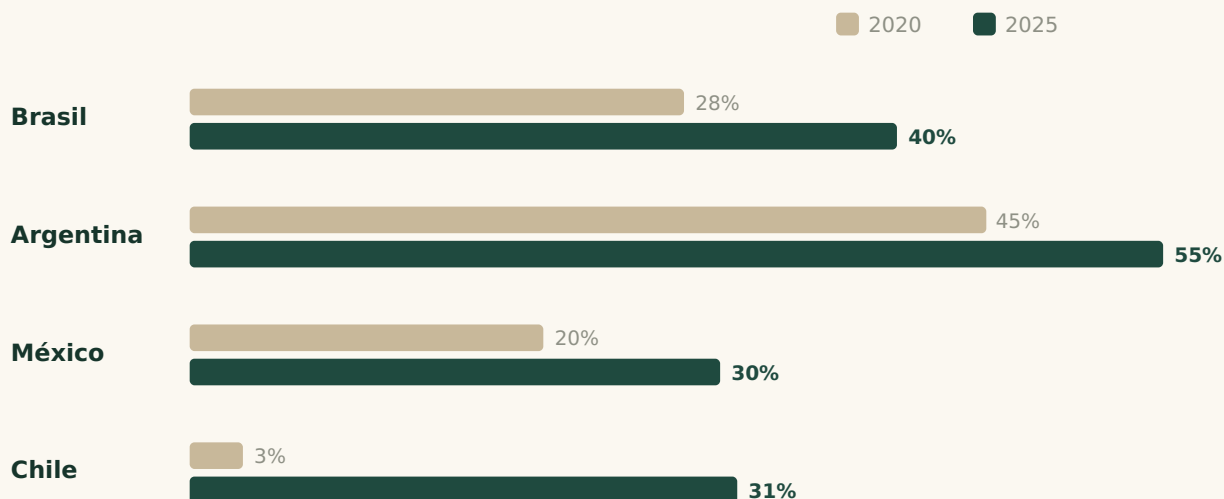
¿Tiene una ventaja competitiva difícil de destruir? Sí, y cada vez más.

La logística propia es la base. MELI resolvió el problema que nadie había resuelto en la región: construyó depósitos, camiones y miles de puntos de entrega propios, y hoy controla cerca del 96% de sus envíos, entregando la mayoría en menos de 48 horas. La clave es económica: sumar un paquete a un camión que ya está en ruta cuesta casi cero, así que cuanto más mueve, más

barato le sale cada envío, más subsidia y más compradores atrae. En el último trimestre, pese a millones de pedidos baratos, el costo por envío en Brasil bajó 17%.

Pero la ventaja real de MELI ya no es una sola cosa, es el **ecosistema completo retroalimentándose**. Hay efecto de red en el marketplace (más vendedores traen más variedad, que atrae más compradores, que atrae más vendedores). Hay costos de cambio altos: un vendedor con inventario en Mercado Envíos, cobrando con Mercado Pago y tomando crédito de MELI no se muda a otra plataforma sin un dolor enorme. Y, sobre todo, hay retroalimentación entre los negocios: los pagos mejoran la conversión, la logística mejora la entrega, el crédito ayuda al vendedor a comprar inventario y al comprador a gastar más, la publicidad monetiza la atención, y la escala abarata el envío, que vuelve a alimentar todo.

Por eso se vuelve más difícil de atacar cada año: no alcanza con copiar una pieza, hay que copiar la interacción de todas a la vez, en una región donde los pagos están fragmentados y la regulación cambia país por país. Y con el tiempo se suma la ventaja más silenciosa de todas, el **hábito y la confianza**: cuando alguien usa la misma app para comprar, pagar, pedir crédito y manejar su plata, esa app deja de ser "un lugar donde comprar" y pasa a ser parte de su vida financiera diaria. Eso no se compra ni con todo el capital del mundo.



Gana cuota en todos sus mercados. Participación de MercadoLibre en e-commerce, 2020 contra 2025 (estimaciones de mercado).

Por eso la amenaza china hace ruido, pero en el segmento equivocado: el ticket promedio de Shopee en Brasil ronda los US\$7 contra ~US\$21 en MELI, y como Shopee paga transporte a terceros, no puede subsidiar a ese precio de forma sostenible. MELI sí, porque tiene red propia.

¿El management está alineado y es capaz? Sí.

Fundada por Marcos Galperin en 1999, que conserva cerca del 7% de la empresa. Desde enero de 2026 el CEO es Ariel Szarfsztejn, en la casa desde 2017, donde lideró estrategia, logística y el marketplace. Galperin pasó a presidente ejecutivo del directorio y sigue al frente de lo que más importa: estrategia de largo plazo, cultura y asignación de capital. Transición planificada durante años, no una improvisación.

Y una señal fresca que vale más que mil palabras: con la acción golpeada, dos insiders compraron en el mercado abierto en los últimos meses. Un director sumó casi US\$1 millón en mayo a ~US\$1.655, y el director de contabilidad de la compañía (el que mejor conoce los

números) compró ~US\$200.000 en junio a ~US\$1.605. Los insiders venden por mil razones; compran por una sola.

Resultado de la Puerta: PASA. Las tres preguntas con un sí claro.

PASO 2

El Negocio · Nota 7,5 / 10

Acá medimos la calidad del negocio hoy, con números duros. Es el pilar donde aparecen las manchas que el mercado castiga, y conviene mirarlás de frente.

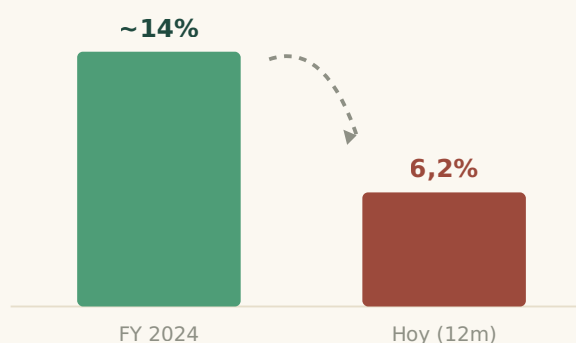
CRITERIO	MELI	UMBRAL	PUNTAJE
Ventaja competitiva (ancho de la ventaja)	cualitativo	criterio	2
Margen bruto	43,9%	≥40%	1
Margen FCF	6,5%	≥15%	0
Calidad de ganancias (FCF / Ganancia neta)	~100%	≥90%	2
CapEx / Ingresos	4,2%	≤5%	2
CapEx / Caja operativa	10,2%	≤25%	2
ROIC	6,2%	≥15%	0
ROE	27,4%	≥20%	2
Compensación en acciones / Ingresos	1,0%	≤5%	2
Cobertura de intereses (EBIT / interés)	16,4x	≥15x	1
Deuda neta / EBITDA	1,70x	≤1,0x	0
Goodwill / Activos	0,35%	≤20%	2
Crecimiento de ingresos (5 años)	46,6%	≥5%	2
Crecimiento de ganancias por acción (10 años)	~30%	≥7%	2
Owner's Earnings (10 años)	~29%	≥12%	2
Valor creado: precio desde el IPO (anual)	28,3%	≥15%	2

Las manchas, explicadas

Tres criterios dan 0 o 1, y todos cuentan la misma historia: el brazo financiero. El **margen FCF da 0** y el **ROIC da 0**, pero no porque el negocio se pudra. El libro de crédito consume capital (para prestar US\$14.555 M hay que fondear esos préstamos) y eso baja el ROIC; al mismo tiempo, la ganancia de hoy está pisada por una particularidad contable: cuando MELI emite un préstamo, la norma la obliga a reservar el día uno la pérdida esperada de toda su vida, antes de cobrar un peso de interés. Con la cartera creciendo 87%, esa provisión adelantada se come la ganancia presente contra ingresos que el crédito va a generar durante años.

Por eso, además, en la calidad de ganancias usamos la **ganancia normalizada**: el FCF reportado venía inflado por el float (la plata de terceros que la billetera administra de paso), así que lo limpiamos para que cuente la verdad. Float que infla la caja y libro de crédito que consume capital son las dos caras de MELI volviéndose, también, medio banco.

El **margen bruto da 1** (43,9% contra un umbral de 40%): cumple, pero al límite, y viene en baja desde ~59% en 2017. Es la banda del Detector funcionando: para un 2 hacía falta superar el 44%. Y **Deuda neta / EBITDA da 0** (1,70x contra 1,0x), pero se lee con contexto: la cobertura de intereses es sana (16,4x) y buena parte de esa deuda fondea un libro de crédito que genera su propio retorno.



1 · El crédito consume capital

La cartera creció +87% en un año.

2 · La ganancia está pisada

Por la provisión de crédito adelantada.

Por qué cae el ROIC. No es deterioro del negocio: es capital que entra a trabajar y una ganancia momentáneamente pisada por la provisión adelantada.

Las fortalezas

El resto del pilar es de primera. MELI es **liviana en capital** donde importa (CapEx bajísimo sobre ingresos, compensación en acciones de apenas 1%, goodwill casi inexistente: crece de forma orgánica, no comprando a precio de oro), tiene un **ROE de 27,4%**, y un track record de crecimiento apabullante: ingresos al 46,6% anual en cinco años, ganancias por acción cerca del 30% anual en la última década, y un precio que compuso 28% por año desde que salió a bolsa. (Para el crecimiento de ganancias usamos la ventana de diez años, no la de cinco, porque la de cinco está distorsionada por la base baja de 2020 y exageraría el número.)

PASO 3

El Futuro · Nota 8,75 / 10

El Negocio mira el hoy; El Futuro mira la pista que queda por delante.

CRITERIO	MELI	UMBRAL	PUNTAJE
Atractividad del mercado y entorno competitivo	cualitativo	criterio	2
Crecimiento estimado (ganancias, próx. 2-3 años)	31,2%	≥10%	2
Runway de reinversión y optionality	cualitativo	criterio	2
Durabilidad de la ventaja	cualitativo	criterio	1

El mercado y la pista. El e-commerce en América Latina es apenas el 10 a 12% del comercio total, contra ~20% en Estados Unidos y ~30% en China. Es una década de convergencia por delante, y MELI ya tiene la infraestructura construida para capturarla. En finanzas el techo es todavía más alto: 200 millones de personas sin acceso al sistema bancario formal en la región.

El runway y la optionality. Acá entra el punto más subestimado de la tesis. Mercado Pago capta clientes bancarios a costo casi cero: el usuario llega solo, atraído por el comercio, y adentro le ofrecen cuenta, crédito y tarjeta. Y los conoce mejor que cualquier banco, porque ve qué compran y cómo pagan. El dato que lo prueba: el usuario integrado al ecosistema gasta 18% más con débito y 44% más con crédito, y tiene 49% menos de morosidad. Más datos, mejores créditos, menos riesgo. Además, la rentabilidad de un cliente no es lineal: como en Nubank, aporta poco el primer año y mucho cuando madura. Cuando los clientes jóvenes (México, Chile) alcancen la madurez de Brasil, la rentabilidad no crece, se multiplica.

La durabilidad da 1, y es honesto. La ventaja en comercio y logística es durísima. Pero el peso creciente del crédito introduce una pregunta legítima: si el libro de crédito se vuelve el negocio dominante, la naturaleza de la empresa cambia y con ella el perfil de riesgo. Por eso no le ponemos un 2.

PASO 4

El Precio · Nota 10 / 10

Una gran empresa a mal precio es una mala inversión. Miramos el precio por tres caminos, y los tres apuntan en la misma dirección.

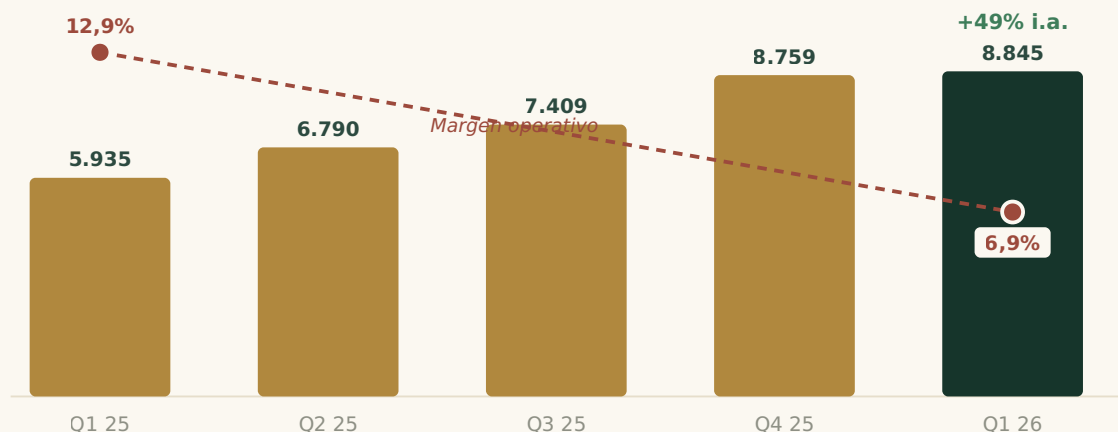
CONCEPTO	MELI	REFERENCIA	PUNTAJE
Múltiplo (Forward PE) vs. su historia	~ 39,8x	prom. ~47x	2
Retorno esperado (método propio)	~ 16,5%	≥15%	2
Crecimiento implícito vs. demostrado	~ 13% vs ~30%	pide menos	2
Precio / Ventas (señal de apoyo)	2,63x	mínimos históricos	no puntúa

Contra su propia historia. MELI cotiza hoy a un múltiplo por debajo de su promedio reciente. La misma empresa, más barata que de costumbre. A precio sobre ventas, está en torno a 2,63x, de lo más bajo en toda su historia.

El retorno que podemos esperar. Proyectamos alrededor del 16,5% anual con un método deliberadamente exigente: tomamos el crecimiento *esperado* por el consenso de analistas y lo castigamos un 30%, y suponemos que el múltiplo se desinfla hasta 25 veces ganancias, muy por debajo del que la acción tuvo casi siempre. Aun castigando los supuestos, el número da atractivo. Seamos transparentes: este es el criterio más al filo de los tres, porque la acción entra a un múltiplo todavía alto y los analistas recortaron las ganancias cercanas. Cumple el 2, pero por poco, sostenido por ese crecimiento futuro fuerte.

Lo que el precio está pidiendo. Dado cuánto vale hoy, el mercado le exige a MELI crecer alrededor del 13% anual, bastante **menos** del ~30% que ya demostró en la última década. Cuando el precio te pide menos de lo que la empresa probó que sabe hacer, hay margen a favor.

Ingresos del trimestre (US\$ millones)



El trade-off que el mercado castiga. Los ingresos del trimestre se dispararon mientras el margen operativo se comprimió. Eso es inversión deliberada, no debilidad.

PASO 5

Riesgos y Semáforo

Este paso no puntúa, pero define el color. Listamos los riesgos y el peor manda.

- **Macro de la región.** El 95% de los ingresos está en Brasil, Argentina y México. Una recesión golpea el volumen y, sobre todo, la calidad de la cartera de crédito.
- **El libro de crédito.** Crece muy rápido y todavía no atravesó un ciclo malo completo. Hoy la mora de más de 90 días ronda el 8% y las provisiones cubren cómodamente los vencidos, pero es la variable número uno a vigilar.
- **Competencia en fintech.** Nubank, la presión de Pix sobre las comisiones, los bancos reaccionando.
- **Regulación.** Brasil ya puso topes a las tasas de crédito al consumo; si se replica, la rentabilidad financiera puede sufrir.
- **Dependencia del fundador.** Galperin sigue siendo central, aunque la transición ordenada del CEO mitiga este punto.

● **Semáforo: Amarillo . El peor riesgo (macro y libro de crédito) define el color.**

CONCLUSIÓN

Puntaje Compounder · 8,75 / 10

El Negocio	7,5
El Futuro	8,75
El Precio	10
Puntaje Compounder	8,75

MercadoLibre está construyendo tres negocios dominantes al mismo tiempo, y la compresión de márgenes que el mercado castiga es, en buena parte, el costo de hacerlo. Las grandes compounders casi nunca se sienten cómodas de comprar: siempre hay una razón para no hacerlo. La volatilidad es el precio de entrada. Lo que importa con una empresa así no es el trimestre, es el destino, y el que vemos es el de una compañía ensanchando su ventaja mientras el mercado discute el ruido. Por eso la recomendación es **comprar calidad dominante a precio atractivo**: paciencia y estómago, o nada.

QUÉ VAMOS A VIGILAR

- La transición de inversión a monetización a partir de 2027: si los márgenes empiezan a recuperarse cuando baje el ritmo de inversión.
- La calidad del libro de crédito: morosidad de más de 90 días y pérdidas crediticias, trimestre a trimestre.
- La recuperación efectiva del margen operativo a medida que maduran las cohortes de crédito y se modera el subsidio de logística.

GLOSARIO EN CRIOLLO

GMV. El valor total de todo lo que se vende en la plataforma antes de comisiones; mide el tamaño del marketplace.

ROIC. Cuánto rinde cada peso de capital que la empresa pone a trabajar.

ROE. Cuánto rinde el dinero de los accionistas.

PE (Forward PE). Precio dividido por la ganancia (las próximas, en el caso "forward"); cuántos años de ganancia pagás por la acción.

Free Cash Flow / Margen FCF. La caja libre que genera el negocio después de invertir para sostenerse, sobre las ventas.

Owner's Earnings. La ganancia "del dueño": lo que de verdad le queda al accionista.

Float. Plata de terceros que la empresa administra de paso (saldos de la billetera, pagos en tránsito); no es suya.

Deuda neta / EBITDA. Cuántos años de ganancia operativa harían falta para pagar la deuda.

Provisión por incobrables. Reserva contable por préstamos que estadísticamente no se van a cobrar.

CAGR. El crecimiento promedio anual compuesto a lo largo de varios años.

Fede Tessore

www.fedetessore.com

Fuentes: Fiscal.ai (datos financieros y de segmento), estados contables y comunicados de MercadoLibre (Q1 2026) y presentaciones a la SEC (proxy 2026). Datos de participación de mercado: estimaciones de mercado.

Documento educativo de Capital Antifrágil. No constituye una recomendación de inversión personalizada ni asesoramiento financiero individual. Las inversiones en acciones implican riesgo de pérdida, incluida la pérdida total del capital. La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros. Realizá tu propio análisis antes de invertir. Poket Financial LLC · Inviu. Edición: junio 2026.