



Reflexiones semanales de Mercado

# Acciones destacadas: Petrobras (PBR) y Mercado Libre (MELI)

A medida que la temporada de ganancias termina, pensamos que podría ser útil compartir nuestras opiniones sobre algunas acciones que son de interés para muchos de nuestros clientes. A continuación, profundizaremos en Petrobras (PBR) y Mercado Libre (MELI), en más detalle.

**Por Mauricio Viaud**

PM y Estratega de Inversión Senior  
Insigneo

## Acciones destacadas: Petrobras (PBR) y Mercado Libre (MELI)

A medida que la temporada de ganancias termina, pensamos que podría ser útil compartir nuestras opiniones sobre algunas acciones que son de interés para muchos de nuestros clientes. A menudo recibimos consultas sobre Petrobras (PBR) y Mercado Libre (MELI), por lo que profundizaremos en cada una con más detalle a continuación.

**Petróleo Brasileiro – Petrobras (PBR) ADR**

Precio (al 10/8/2023): \$13.68

Dividendo: 11%

Capitalización de mercado: \$86 mil millones USD

Petrobras es una productora integrada de energía. A través de un modelo de negocio integrado verticalmente, la compañía tiene operaciones en la exploración, producción, transporte y refinación de petróleo y gas natural, así como en la generación de energía. Con un modelo de negocio muy parecido a Exxon Mobil o Chevron, Petrobras es la mayor productora de energía en Brasil y un jugador dominante en la industria energética de América Latina. Aproximadamente el 75% de los ingresos de la compañía provienen de Brasil. La compañía opera en tres segmentos de negocio, principalmente: 1) Refinación, Transporte y Comercialización, 2) Exploración y Producción (E&P), y 3) Gas y Generación de Energía. Desde una perspectiva de ingresos, a finales del año pasado, aproximadamente el 85% de las ventas brutas

provenían de su segmento de Refinación, Transporte y Marketing, mientras que Gas y Generación de Energía equivalían al 10%, y Exploración y Producción al 5%. Sin embargo, las apariencias pueden ser engañosas. Muchos inversionistas tienden a centrarse en las ventas brutas y la utilidad neta al evaluar una empresa. Suena fácil, simplemente mirando las ventas de una empresa y calculando sus ganancias. Pero las ventas brutas tienden a ser de naturaleza muy general y la utilidad neta puede ser influenciada para hacerla ver mejor de lo que es. Por lo tanto, en nuestra opinión, la utilidad operacional es la métrica en la cual debemos centrarnos, ya que es el alma de cualquier empresa, representando la utilidad que es generada puramente por las operaciones de una empresa. Con base en esta métrica, si nos enfocamos en las utilidades operacionales de PBR, encontramos una jerarquía diferente en sus líneas de negocio, donde Exploración y Producción generan el 79% de las utilidades operacional, seguido por Refinación, Transporte y Marketing con 18%, y Gas y Generación de Energía con 3%. Esto significa que, aunque la mayoría de las ventas de la compañía se generan a partir de sus operaciones de refinación, la mayoría de sus utilidades son generadas por su negocio de exploración y producción. Esto tiene sentido, ya que las líneas de negocio de E&P tienden a producir flujo de caja, mientras que las líneas de negocio de refinación tienden a utilizar ese flujo de caja.

La buena noticia es que, como jugador dominante en la formación presal frente a las costas de Brasil, Petrobras tiene operaciones de exploración y producción muy fuertes. En los últimos años, la

compañía se centró en desarrollar esta línea de negocio, lo que resultó en flujos de caja sólidos, conllevando a un alto pago de dividendos. Sin embargo, recordemos que Petrobras es, en su mayoría, una empresa estatal. La administración de Bolsonaro había dejado que la compañía se manejara a sí misma, lo que en gran medida le permitió a la junta directiva centrarse más en la rentabilidad y los rendimientos para los accionistas. Sin embargo, cuando el gobierno de Lula llegó al poder, el foco pasó de la rentabilidad al uso de las operaciones de refinación de diésel y gasolina de la compañía para subsidiar los precios de estos productos en los mercados locales. Como se mencionó anteriormente, las operaciones de refinación tienden a consumir, no a producir, flujo de caja, ya que estas tienen mayores costos operacionales. Como resultado de este reciente cambio de enfoque, es probable que el flujo de caja de PBR disminuya en un futuro cercano, una expectativa que agregó un alto grado de incertidumbre al rendimiento de dividendos de la acción. Dado el cambio hacia un mayor consumo de caja, creíamos que era probable que el dividendo de la acción disminuyera, aunque nunca consideramos que este se suspendiera o sufriera un gran recorte. Nuestras expectativas demostraron ser ciertas cuando la compañía anunció recientemente una "nueva política de dividendos" relativamente benigna. En esta nueva política, la administración mantuvo su dividendo trimestral, pero redujo el pago de dividendos del 60% del flujo de caja de las operaciones al 45% de la misma métrica. A pesar de que es un pago más bajo, de hecho, se va a encontrar en un nivel más sostenible y, en su mayoría, en línea con algunos de los pares de energía global de la compañía.

Dada la importancia de las utilidades operacionales para la compañía y el flujo de caja operativo para su rendimiento de dividendos, es primordial monitorear estas métricas. Como dijimos antes, dado el cambio de la compañía de exploración y producción a operaciones de refinación, su utilidad operacional probablemente disminuirá en los próximos años. Dicho esto, aunque menor que en años anteriores, es probable que la generación de flujo de caja de la compañía se siga manteniendo relativamente sólida y esta sea capaz de mantener su nueva política de dividendos. La junta directiva está buscando aumentar los rendimientos a través de operaciones más eficientes en sus campos petroleros de Tupi y Buzios. Al mismo tiempo, un enfoque en la disciplina de capital dirigida a mantener la generación de flujo de caja, así como un compromiso para aumentar la exposición a proyectos bajos en carbono podría ayudar a mantener la generación de flujo de caja en el futuro. Desde el punto de vista de la rentabilidad, los márgenes operativos y los ratios de retorno sobre el capital – o ROE por sus siglas en inglés- también siguen siendo sólidos y más altos que el promedio de la industria, aunque es probable que retrocedan a niveles más normales en un futuro cercano. Cabe resaltar que la compañía tiene niveles más altos de deuda que sus pares, como Exxon Mobil y Chevron. Aunque la junta directiva ha declarado que quiere continuar saneando la hoja de balance de la compañía, es probable que el enfoque esté en mantener la generación de flujo de caja para cubrir sus pagos de intereses y dividendos. Las fuertes métricas de generación de flujo de caja, como un alto rendimiento de flujo de caja libre cercano al 20% nos llevan a creer que, salvo cualquier imprevisto, la compañía podrá mantener sus pagos

de intereses y dividendos. Desde una perspectiva de valoración, la acción de PBR cotiza con un descuento respecto a los promedios de sus pares. Dados los altos niveles de deuda y activos fijos que normalmente poseen las empresas del sector energético, el EV/EBITDA es una mejor métrica para evaluar la valoración de una acción como esta. Según esta métrica, las acciones cotizan cerca de 2.5x, en comparación con el promedio de pares de la compañía de energía integrada cerca de 4x.

En resumen, mantenemos una visión neutral sobre las acciones de Petrobras. Creemos que, dada nuestra visión positiva sobre el sector energético en general, la ventaja competitiva de la compañía debido a su fuerte perfil de exploración y producción, en conjunto con la generación de flujo de caja sostenible y una valoración a descuento, podrían convertirla en una inversión atractiva para un inversionista con un horizonte a largo plazo y una tolerancia al riesgo relativamente alta. Sin embargo, el cambio de la compañía hacia un enfoque en operaciones de refinación menos rentables, utilizadas para subsidiar precios artificialmente más bajos del diésel y la gasolina en su mercado local, limitan el potencial de crecimiento de utilidades en el corto y mediano plazo. Es importante tener en cuenta que ambas clases de acciones de Petrobras se combinan para formar cerca del 15% del iShares MSCI Brazil ETF (EWZ). Como resultado, el precio de las acciones de la compañía podría ser impulsado artificialmente por inversionistas que buscan obtener exposición general al país a través del ETF. En aras de la transparencia, el Latin American Equity SMA Portfolio de Insigneo mantiene exposición a acciones de Petrobras; sin embargo, dada nuestra

visión neutral sobre la acción, el portafolio mantiene un peso combinado de ambas clases de acciones igual al peso combinado de estas en su índice de referencia.

### **Mercado Libre Inc. (MELI)**

Precio (al 10/8/2023): \$1,387.06

Dividendo: N/A

Capitalización de mercado: \$69.5 mil millones USD

Con operaciones dominantes de comercio electrónico y fintech en toda América Latina, Mercado Libre es considerado por algunos como el eBay de la región y por otros como el Amazon de América Latina. La compañía opera un modelo de negocio que consiste en una plataforma integrada de líneas de negocio diversificadas, proporcionando a los consumidores de la región uno de los ecosistemas más completos a través de los cuales realizar transacciones. Mercado Libre está compuesta por un portafolio de negocios complementarios que incluyen Mercado Libre Market Place, Mercado Pago, Mercado Crédito, Mercado Envíos, Mercado Libre Ads, Mercado Libre Classifieds y Mercado Shops. A través de este portafolio, la compañía puede ofrecer servicios que van desde comercio electrónico, fintech, crédito y financiamiento, hasta logística y puntos de venta en línea. Al final del último trimestre, aproximadamente el 57% de los ingresos de la compañía provenían de líneas de negocios de comercio, con un 43% proveniente de Fintech. Con más de 650 millones de usuarios en 20 países, Mercado Libre tiene un amplio alcance geográfico en América Latina. Actualmente, los tres principales países para las operaciones de la compañía son Brasil, Argentina y

México, con Brasil representando aproximadamente el 55% de las ventas, Argentina el 24%, México el 18%, con el resto distribuidos en varios países de la región.

Beneficiándose del aumento del consumo de una clase media emergente, el comercio ha sido tradicionalmente la base de la empresa. Este segmento continúa creciendo, con un aumento de los ingresos de casi el 40% a/a al final del segundo trimestre. El valor de todas las mercancías transaccionadas a través de la compañía, también conocido como Valor Bruto de Mercancías -o GMV por sus siglas en inglés-, aumentó casi un 35% en México y cerca del 25% en Brasil en una base interanual. Países como Uruguay y Chile también vieron un crecimiento en sus tasas de consumo. Estas cifras podrían aumentar aún más, ya que las tasas de interés más bajas en la región podrían estimular el crecimiento del consumo.

Sorprendentemente, el gasto "offline" también está creciendo a niveles relativamente altos, a medida que los encuentros en el mercado impulsados por plataformas como Mercado Libre Classifieds ganan popularidad.

Fintech también se está convirtiendo en un motor importante de crecimiento para MELI. Prueba de esta tendencia es el creciente volumen de pagos procesados por la empresa. Al final del segundo trimestre, el valor total de los pagos procesados, -o TPV por sus siglas en inglés-, aumentó cerca del 100% a/a. Las transacciones realizadas a través de la plataforma de pago Mercado Pago están impulsando los números al alza, así como un mayor uso de fintech a través de la plataforma de la compañía Mercado Crédito. De hecho, estos dos

negocios, que incluyen los sistemas de pago en línea y Punto de Venta Móvil de Mercado Pago, son en gran parte responsables de las recientes tasas de crecimiento de la compañía. MELI se ha convertido en un agente disruptivo en América Latina, proporcionando servicios financieros a sectores previamente no bancarizados de la población de la región a través de su plataforma Mercado Crédito. Los perfiles crediticios para este sector de la población eran, al principio, en gran parte desconocidos, pero la compañía está empezando a ver una disminución en el número de préstamos vencidos a medida que más personas comienzan a utilizar financiación a crédito. La calidad crediticia podría mejorar aún más, a medida que caigan las tasas de interés en la región.

Las altas tasas de crecimiento de los ingresos, junto con una gestión prudente de los gastos, han llevado a una mayor rentabilidad para Mercado Libre. Los márgenes operativos y el ROE continúan fortaleciéndose, lo que ha conllevado a un aumento en las métricas de flujo de caja operativo y flujo de caja libre. De hecho, su sólida rentabilidad es, en nuestra opinión, una de las principales cualidades que hacen de Mercado Libre una inversión atractiva. Es probable que esta calidad se fortalezca aún más, a medida que la compañía expanda su negocio de publicidad, un segmento que tradicionalmente conlleva altos márgenes de retorno. Actualmente, los márgenes de utilidades operacionales de MELI se sitúan cerca del 13%, más altos que el promedio de sus pares más cercanos, incluyendo Amazon, Ebay, Alibaba, Sea Ltd. y JD.Com. Al mismo tiempo, la compañía parece estar bien capitalizada, con su posición de efectivo representando el 85% de sus métricas de deuda

total, al igual que una cobertura de intereses que supera a muchos de sus pares de la industria. Además, una junta directiva muy experimentada al frente de Mercado Libre ha logrado posicionar con éxito a la compañía como líder en su nicho industrial. Dicho esto, la compañía está experimentando cambios en su junta directiva, dado que Pedro Arnt, su CFO desde hace mucho tiempo, salió de la empresa hace solo unos días. Martin De Los Santos, vicepresidente senior de la exitosa división de crédito de la compañía, asumirá como CFO, una prueba de la calidad del grupo de líderes de la compañía.

Como podemos imaginar, un jugador de comercio electrónico y fintech bien capitalizado, regionalmente dominante, con alta rentabilidad, con una junta directiva con experiencia, y con perspectivas de crecimiento prometedoras no puede cotizar con una valoración a descuento. Esto se evidencia en el hecho de que, sobre una base de P/E a 2 años, MELI cotiza cerca de 50x ganancias, lo que representa una prima del 45% a su par más cercano y mayor rival, Amazon. Dicho esto, con un rendimiento de flujo de caja libre cercano al 6%, significativamente más alto que el de su par más cercano, MELI parece más razonablemente valorada, cotizando a 16x sobre una base P/FCF.

En resumen, hemos tenido y seguimos manteniendo una postura de sobreponderar las acciones de MELI. Creemos que la posición competitiva dominante de la compañía en las industrias de comercio electrónico y fintech en América Latina, el modelo de negocios integrados y altamente rentables, la sólida posición financiera y

una junta directiva muy capaz, hacen de esta acción una inversión potencialmente fructífera a largo plazo. Sin embargo, la valoración relativamente alta de la compañía aumenta su riesgo. Como resultado, esta acción sería más adecuada para un cliente con una tolerancia relativamente alta al riesgo y un horizonte de inversión a largo plazo. En aras de la transparencia, y dada nuestra visión positiva sobre esta acción, el Latin American Equity SMA Portfolio de Insigneo está sobreponderado en las acciones de MELI.

Es importante tener en cuenta que las acciones individuales a las que se hace referencia aquí pueden exhibir altos grados de volatilidad y no son adecuadas para todos los inversionistas. Estas inversiones se consideran mejor caso por caso,

basadas en la disposición y capacidad de un inversionista en particular para tolerar el riesgo. Si necesita más información o desea discutir estas posibles ideas con más detalle, no dude en ponerse en contacto con el equipo de investigaciones de Insigneo.



Click or scan this code to access more insights at [insigneo.com/insights](https://insigneo.com/insights)

## Important Legal Disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC). Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo International Asesores de Inversion Uruguay, SA, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these eight operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via [www.finra.org](http://www.finra.org). To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

### FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Asesores de Inversión de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.