



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA**

**CARRERA DE POSGRADO
ESPECIALIZACION EN FINANZAS**

Toma de decisiones de inversión utilizando múltiplos y ratios financieros

Autor: Cauda Gonzalo José

Director: Mansilla, Manuel Enrique

19 de Febrero de 2025

Índice

- **Resumen** Pág. 3
- **1. Introducción** Pág. 3
 - 1.1 Presentación del tema Pág. 3
 - 1.2 Justificación del trabajo Pág. 3
 - 1.3 Relevancia y aporte esperado Pág. 4
 - 1.4 Objetivos Pág. 4
 - 1.5 Hipótesis Pág. 5
- **2. Marco Teórico** Pág. 5
 - 2.1 Fundamentos de la valoración de empresas Pág. 5
 - 2.2 Principales múltiplos financieros Pág. 5
 - 2.3 Ventajas y limitaciones del análisis por múltiplos Pág. 6
 - 2.4 Ajustes y comparabilidad entre empresas Pág. 7
 - 2.5 Consideraciones macroeconómicas Pág. 7
 - 2.6 Relación con métodos absolutos Pág. 7
 - 2.7 Contextualización sectorial y diferencias estructurales Pág. 7
 - 2.8 Consideraciones respecto al precio Pág. 8
- **3. Metodología** Pág. 8
 - 3.1 Enfoque general Pág. 8
 - 3.2 Fuentes de información Pág. 8
 - 3.3 Selección de empresas Pág. 9
 - 3.4 Variables y múltiplos analizados Pág. 9
 - 3.5 Estrategia de análisis comparativo Pág. 9
 - 3.6 Validación de los resultados Pág. 10
- **4. Análisis de Casos – Sector E-commerce** Pág. 10
 - 4.1 Presentación del sector Pág. 10
 - 4.2 Amazon (NASDAQ: AMZN) Pág. 10
 - 4.3 MercadoLibre (NASDAQ: MELI) Pág. 11
 - 4.4 Comparación técnica y contextual Pág. 12
 - 4.5 Consideraciones adicionales Pág. 12
 - 4.6 Conclusiones del análisis sectorial Pág. 13
- **5. Análisis de Casos – Sector Petróleo y Gas** Pág. 13
 - 5.1 Presentación del sector Pág. 13
 - 5.2 YPF S.A. (NYSE: YPF) Pág. 13
 - 5.3 Vista Energy (NYSE: VIST) Pág. 14
 - 5.4 Comparación técnica y contextual Pág. 15
 - 5.5 Análisis teórico de diferencias Pág. 15
 - 5.6 Conclusiones del análisis sectorial Pág. 15
- **6. Conclusiones y Recomendaciones** Pág. 16
 - 6.1 Conclusiones generales Pág. 16
 - 6.2 Recomendaciones para el uso profesional de múltiplos Pág. 17
 - 6.3 Líneas futuras de análisis Pág. 18
- **7. Anexos** Pág. 18
- **8. Bibliografía** Pág. 20

Resumen

La presente monografía explora el uso de múltiplos financieros como herramienta de valoración relativa, tanto desde una perspectiva teórica como práctica. Se analizan los principales múltiplos utilizados en el ámbito profesional (P/E, P/BV, P/S, EV/EBITDA), su fundamento conceptual y sus limitaciones. A través de un estudio de caso sobre empresas reales de los sectores de e-commerce (Amazon y MercadoLibre) y petróleo y gas (YPF y Vista), se evalúa su aplicabilidad, interpretabilidad y consistencia en contextos diversos. El trabajo incluye una revisión bibliográfica profunda, integra aportes de autores como Damodaran, Koller, Penman y Rosenbaum, y plantea recomendaciones para una correcta utilización profesional de estas métricas. Se concluye que, con los ajustes y contexto adecuados, los múltiplos ofrecen una herramienta potente pero no autosuficiente para la toma de decisiones financieras.

1. Introducción

1.1 Presentación del tema

La valoración de empresas constituye uno de los pilares fundamentales en las finanzas corporativas modernas. Su utilidad se extiende a múltiples fines: decisiones de inversión, operaciones de fusiones y adquisiciones, valoraciones para salida a bolsa, estrategias fiscales, e incluso en disputas legales. Dentro de las metodologías de valuación, los enfoques relativos, que utilizan múltiplos financieros para comparar compañías similares, se destacan por su simplicidad, rapidez y aplicabilidad generalizada en contextos donde el acceso a información proyectada es limitado (Damodaran, 2012).

Entre los múltiplos más frecuentemente utilizados se encuentran el Price to Earnings (P/E), Price to Book Value (P/BV), Price to Sales (P/S) y Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA). Estas herramientas permiten comparar el precio de mercado de una empresa en relación con variables económicas clave, facilitando la identificación de empresas “baratas” o “caras” respecto a sus pares. Sin embargo, su aparente simplicidad puede inducir a errores si no se consideran adecuadamente los factores sectoriales, contables y macroeconómicos que afectan la comparabilidad (Koller et. al. 2020).

Este trabajo se propone analizar en profundidad la utilidad y limitaciones de estos múltiplos, desde una perspectiva teórica y empírica, aplicándolos sobre empresas reales de distintos sectores económicos para evaluar su consistencia y robustez como herramienta de decisión.

1.2 Justificación del trabajo

El uso de múltiplos financieros se ha vuelto habitual en la práctica profesional. Inversores institucionales, analistas de equity, gestores de fondos y bancos de inversión utilizan estos indicadores para realizar screening de oportunidades, valorar empresas en

procesos de adquisición o construir comparables en informes de research (Rosenbaum & Pearl, 2009). Sin embargo, muchos de estos análisis se realizan sin contemplar diferencias claves entre empresas en cuanto a apalancamiento, rentabilidad, estructura de activos, intangibles o efectos contables no recurrentes (Penman, 2012).

Además, los múltiplos reflejan información histórica, y por lo tanto, deben ser interpretados considerando el contexto económico y las perspectivas de crecimiento. Una empresa con múltiplos elevados puede estar correctamente valuada si el mercado anticipa un crecimiento exponencial, mientras que una empresa con múltiplos bajos puede reflejar riesgos ocultos o baja rentabilidad futura.

Por tanto, resulta necesario un enfoque que integre los beneficios de los múltiplos con criterios técnicos de ajuste y análisis crítico. Esta monografía busca cubrir ese espacio, aportando una mirada integral y aplicada.

1.3 Relevancia y aporte esperado

Este trabajo busca realizar aportes significativos a tres niveles:

- **Académico:** mediante la sistematización conceptual de los múltiplos, sus fórmulas, fundamentos y uso dentro del marco general de las finanzas corporativas, basado en autores como Damodaran (2012), Arzac (2008) y Koller et al. (2020).
- **Profesional:** al realizar un análisis comparativo entre empresas reales de dos sectores diferentes (e-commerce y petróleo/gas), lo cual permite evaluar la aplicabilidad práctica de los múltiplos en entornos disímiles.
- **Metodológico:** al exponer los pasos necesarios para un uso riguroso de estos indicadores, desde la elección adecuada del múltiplo hasta los ajustes necesarios para normalizar resultados, siguiendo criterios similares a los propuestos por Penman (2012).

El aporte esperado es brindar una herramienta de análisis accesible, pero robusta, que pueda ser aplicada tanto en el ámbito académico como profesional para mejorar la toma de decisiones de inversión.

1.4 Objetivos

Objetivo General

Analizar la eficacia de los múltiplos financieros como herramienta de valoración relativa en la toma de decisiones de inversión, considerando tanto sus fundamentos teóricos como su aplicación práctica en empresas reales de distintos sectores.

Objetivos específicos

- Sistematizar los principales múltiplos financieros utilizados en la valoración de empresas.
- Examinar los factores que pueden distorsionar la interpretación de los múltiplos, incluyendo diferencias contables, apalancamiento financiero, márgenes y volatilidad del entorno económico.
- Aplicar el análisis por múltiplos a empresas de los sectores e-commerce (Amazon y

MercadoLibre) y petróleo y gas (YPF y Vista).

- Comparar los resultados obtenidos dentro de cada sector y entre sectores, observando tendencias y factores explicativos.
- Evaluar el grado de complementariedad entre los múltiplos y los métodos de valoración absoluta, como el método de descuento de flujos de fondos.

1.5 Hipótesis

La hipótesis central del trabajo es que la aplicación ajustada de múltiplos financieros, considerando criterios sectoriales, contables y económicos, mejora significativamente la precisión de la valoración relativa de empresas y su utilidad práctica como herramienta de decisión.

Esta hipótesis se testeará a través del análisis empírico de empresas reales, donde se aplicarán distintos múltiplos financieros, se realizarán los ajustes necesarios para asegurar comparabilidad y se observará la consistencia de los resultados obtenidos con las expectativas de mercado y otros métodos de valoración.

2. Marco Teórico

2.1 Fundamentos de la valoración de empresas

La valoración de empresas es una disciplina central dentro de las finanzas corporativas, con implicancias directas en decisiones de inversión, financiación y estrategia. Existen múltiples enfoques para valorar una empresa, que pueden agruparse en tres grandes categorías:

- (i) métodos absolutos, como el descuento de flujos de fondos (DCF),
- (ii) métodos relativos, como el análisis por múltiplos, y
- (iii) métodos basados en opciones reales o valoración contingente (Damodaran, 2012).

El enfoque relativo parte del supuesto de que empresas similares deberían tener valoraciones similares. Utiliza como herramienta principal los múltiplos financieros, que se construyen dividiendo una medida de valor de mercado (como el precio de la acción o el valor de empresa) por una variable contable o financiera representativa, como ganancias, ventas o EBITDA. La lógica subyacente es que el mercado fija precios relativos consistentes para compañías comparables (Arzac, 2008).

No obstante, esta premisa puede ser peligrosa si no se realiza una evaluación crítica de la verdadera comparabilidad entre empresas. Como señala Penman (2012), “la valoración relativa es una analogía útil, pero puede ser engañosa si la base de comparación no es homogénea”.

2.2 Principales múltiplos financieros

2.2.1 Price to Earnings (P/E)

El múltiplo P/E (Precio/Ganancias) compara el valor de mercado de una empresa con

sus utilidades netas. Es uno de los indicadores más utilizados por analistas e inversores para estimar cuánto está dispuesto a pagar el mercado por cada unidad de ganancia. Su popularidad se debe a su fácil interpretación: un P/E de 15 implica que los inversores están dispuestos a pagar 15 veces las ganancias anuales actuales. Sin embargo, su utilidad depende de la calidad y sostenibilidad de las utilidades, así como del impacto de políticas contables, impuestos y elementos extraordinarios (Penman, 2012). También puede verse distorsionado si las ganancias son negativas o extremadamente volátiles.

2.2.2 Price to Book Value (P/BV)

El P/BV (Precio/Valor Libro) compara el precio de mercado de una acción con su valor contable por acción. Es útil en sectores intensivos en activos físicos (como bancos o energía), pero puede ser engañoso en empresas con alto peso de intangibles o donde el valor contable no refleja el valor económico. Como advierten Koller, et. al. (2020), “la contabilidad tradicional subvalora los activos intangibles, lo que hace que el P/BV pierda sentido en muchas industrias modernas”.

2.2.3 Price to Sales (P/S)

El múltiplo P/S (Precio/Ventas) se utiliza especialmente en empresas con utilidades bajas o negativas, como startups o negocios en crecimiento. Si bien elimina distorsiones por decisiones contables sobre gastos, puede ignorar aspectos clave como márgenes o eficiencia operativa. Damodaran (2012) sugiere usarlo con cautela, siempre en conjunto con indicadores de rentabilidad como margen EBITDA o margen operativo.

2.2.4 EV/EBITDA

El EV/EBITDA (Enterprise Value sobre EBITDA) es considerado uno de los múltiplos más robustos porque mide el valor total de la empresa (deuda + capital) en relación con su rendimiento operativo antes de amortizaciones, intereses e impuestos. Permite comparar empresas con estructuras de capital distintas y reduce el impacto de distorsiones contables. Rosenbaum y Pearl (2009) lo consideran el “caballo de batalla” del análisis de bancos de inversión.

2.3 Ventajas y limitaciones del análisis por múltiplos

Los múltiplos ofrecen ventajas prácticas: son simples de aplicar, permiten realizar screening rápidos de empresas y requieren menos información que los métodos de flujos descontados. Como destaca Damodaran (2012), “la principal virtud del análisis por múltiplos es su rapidez y capacidad para reflejar cómo el mercado valora empresas similares”.

No obstante, también tienen importantes limitaciones:

- No consideran el crecimiento futuro explícitamente, como sí lo hace el DCF.
- Pueden ser distorsionados por diferencias contables, políticas de amortización, ciclos económicos y estructura de capital.
- Requieren una correcta selección de comparables y ajustes rigurosos para lograr

verdaderas comparaciones.

Koller et al. (2020) insisten en que “los múltiplos deben ser considerados herramientas de triangulación, no fuentes primarias de valoración”.

2.4 Ajustes y comparabilidad entre empresas

La validez del análisis por múltiplos depende de que las empresas sean efectivamente comparables. Para ello, deben realizarse ajustes que contemplen:

- **Ajustes contables:** eliminación de partidas extraordinarias, normalización de resultados, unificación de criterios de amortización.
- **Ajustes financieros:** corrección por diferencias en apalancamiento (usando EV en lugar de market cap) y estructura de capital.
- **Ajustes sectoriales:** márgenes, intensidad de activos, estacionalidad, grado de madurez del mercado, entre otros.

Como enfatiza Damodaran (2012), “el mayor riesgo del uso de múltiplos es asumir comparabilidad sin entender los fundamentos de las compañías analizadas”.

2.5 Consideraciones macroeconómicas

La interpretación de múltiplos también debe contemplar el entorno macroeconómico. Factores como inflación, tasas de interés, riesgo país, crecimiento esperado, políticas fiscales y estabilidad institucional pueden afectar significativamente los niveles de múltiplos.

En mercados emergentes, por ejemplo, es habitual encontrar múltiplos bajos no por subvaluación estructural, sino como resultado de una prima de riesgo elevada. Arzac (2008) sostiene que “los múltiplos bajos en países con alta incertidumbre macroeconómica reflejan desconfianza del mercado en la estabilidad futura de los flujos”.

2.6 Relación con métodos absolutos

Los métodos relativos no sustituyen a los métodos absolutos como el DCF, sino que los complementan. Mientras el DCF se basa en flujos proyectados y tasas de descuento específicas, los múltiplos capturan de forma implícita las expectativas del mercado y permiten validar hipótesis con rapidez. Penman (2012) recomienda utilizar ambos métodos en conjunto para obtener una valoración más robusta: “Los múltiplos reflejan consenso de mercado, el DCF refleja tus supuestos. Ambos son necesarios”.

2.7 Contextualización sectorial y diferencias estructurales

Una de las claves en el uso de múltiplos es su correcta contextualización sectorial. Por ejemplo, los sectores con modelos de negocios escalables, alta reinversión y fuerte presencia de intangibles tienden a tener múltiplos más elevados (como tecnología o e-commerce). En cambio, sectores intensivos en activos físicos, regulados y cíclicos (como energía, construcción o finanzas tradicionales) presentan múltiplos más bajos.

En palabras de Damodaran (2023), “no existe un múltiplo universalmente bueno o malo: su valor depende del sector, del ciclo económico y del tipo de compañía que se analiza”.

2.8 Consideraciones respecto al precio

Los múltiplos financieros utilizados en la valoración relativa se construyen a partir del precio de mercado de las acciones u otros instrumentos financieros. Por ello, resulta fundamental entender que este precio no es una expresión objetiva del valor intrínseco de una empresa, sino una construcción social y financiera influida por diversos factores.

Como afirma Damodaran (2012), el precio refleja tanto expectativas racionales sobre el futuro de una empresa como elementos conductuales del mercado, incluyendo excesos de optimismo, especulación, y factores de moda. En este sentido, el precio de mercado se ve afectado por la información disponible, las interpretaciones de los analistas y las estrategias de los inversores institucionales y minoristas.

Koller et al. (2020) también destacan que los precios reflejan el juicio agregado del mercado sobre la capacidad futura de generación de caja de una empresa, y por ello pueden sobreponderar o subponderar aspectos coyunturales. Penman (2012) agrega que el análisis técnico, las noticias, los movimientos del mercado y la liquidez también juegan un rol relevante en la formación de precios, especialmente en mercados emergentes.

Estos aspectos introducen una fuente de ruido en los múltiplos, que puede distorsionar las comparaciones si no se analizan críticamente. Así, la utilidad de los múltiplos requiere del entendimiento no solo del denominador (como ganancias, EBITDA o ventas), sino también del numerador: el precio, que es una variable cargada de subjetividad, expectativas y dinámicas del mercado.

3. Metodología

3.1 Enfoque general

El presente trabajo adopta un enfoque metodológico mixto, con predominancia del análisis cuantitativo-comparativo. La estrategia se basa en combinar una revisión teórica exhaustiva sobre el uso de múltiplos financieros en valoración de empresas con un análisis empírico aplicado a casos concretos. Se pretende contrastar los fundamentos conceptuales con su implementación práctica, observando la consistencia, coherencia y limitaciones en diferentes contextos empresariales y sectoriales.

Como lo sugiere Penman (2012), la combinación de teoría y evidencia empírica permite validar el uso profesional de herramientas financieras, y es especialmente relevante en el caso de los múltiplos, donde la interpretación depende del contexto.

3.2 Fuentes de información

Las fuentes de información utilizadas se dividen en primarias y secundarias:

- **Fuentes primarias:** incluyen los estados contables oficiales de las empresas analizadas, obtenidos a través de sus sitios web institucionales, bases de datos regulatorias como la página de la CNV (Argentina) o la SEC (Estados Unidos), y plataformas financieras como

Yahoo Finance y Bloomberg.

- **Fuentes secundarias:** se utilizaron libros especializados, artículos académicos, papers de investigación y reportes sectoriales. Entre los autores principales se encuentran Damodaran (2012), Koller et al. (2020), Arzac (2008), Penman (2012) y Rosenbaum & Pearl (2009).

Se priorizó la información correspondiente al período TTM (Trailing Twelve Months) al primer trimestre de 2024, con el fin de asegurar actualidad y comparabilidad entre los datos.

3.3 Selección de empresas

El criterio de selección de empresas estuvo orientado a garantizar heterogeneidad sectorial y disponibilidad de información:

- **Sector e-commerce:** se eligieron Amazon (AMZN) y MercadoLibre (MELI) como referentes globales y regionales, respectivamente, del comercio electrónico y servicios tecnológicos.
- **Sector petróleo y gas:** se seleccionaron YPF S.A. y Vista Energy, representando distintos modelos de negocios dentro de la industria energética de Argentina.

La elección de estos sectores permite observar cómo varían los múltiplos en contextos de alta tecnología frente a industrias tradicionales e intensivas en capital, como sugiere la literatura de Koller et al. (2020).

3.4 Variables y múltiplos analizados

Los indicadores considerados en el análisis incluyen tanto múltiplos clásicos como variables complementarias. Se analizaron los siguientes múltiplos:

- **P/E (Price/Earnings):** relación entre el precio de la acción y la ganancia neta por acción.
- **P/BV (Price/Book Value):** compara el valor de mercado con el valor contable del patrimonio.
- **P/S (Price/Sales):** indica cuánto paga el mercado por cada dólar de venta.
- **EV/EBITDA (Enterprise Value / EBITDA):** compara el valor total de la empresa con su capacidad operativa de generación de beneficios.

Además, se consideraron variables complementarias como margen operativo, crecimiento de ingresos, rentabilidad sobre patrimonio (ROE) y nivel de endeudamiento, siguiendo los lineamientos de análisis propuestos por Damodaran (2012) y Penman (2012).

3.5 Estrategia de análisis comparativo

El análisis empírico se desarrolló en dos niveles:

- **Comparación intra-sectorial:** Amazon vs. MercadoLibre (e-commerce), YPF vs. Vista (energía), con el objetivo de detectar diferencias de valuación entre empresas del mismo rubro, observando los efectos de escala, rentabilidad y estructura financiera.
- **Comparación inter-sectorial:** e-commerce vs. petróleo y gas. Esta instancia permite evaluar hasta qué punto los múltiplos reflejan diferencias estructurales y expectativas

propias de cada industria.

Como se advierte en Arzac (2008), comparar empresas de distintos sectores requiere comprender los fundamentos económicos subyacentes y no solo los resultados numéricos. Por eso se aplican criterios de ajuste, consistencia y análisis crítico sobre las diferencias observadas.

3.6 Validación de los resultados

Para validar los resultados se utilizaron múltiples mecanismos:

- **Comparación con promedios sectoriales:** obtenidos de bases como Damodaran Online (2024) y Statista.
- **Revisión cruzada con reportes de equity research** de bancos de inversión que cubren las empresas analizadas.
- **Control de coherencia interna:** se verifica que los múltiplos estén alineados con indicadores fundamentales como margen EBITDA, apalancamiento, crecimiento y rentabilidad.

Además, se identifican posibles limitaciones del análisis, como diferencias contables, impacto del riesgo país o distorsiones por políticas económicas. Siguiendo a Penman (2012), se incluye una evaluación crítica de los supuestos utilizados para evitar conclusiones erróneas por exceso de simplificación.

4. Análisis de Casos – Sector E-commerce

4.1 Presentación del sector

El comercio electrónico ha experimentado un crecimiento sostenido en las últimas dos décadas, consolidándose como uno de los sectores más dinámicos del sistema económico global. Según Statista (2024), las ventas minoristas online superaron los 6,3 billones de dólares en 2023, impulsadas por la penetración digital, cambios en los hábitos de consumo y la expansión de servicios logísticos y fintech asociados.

El sector se caracteriza por:

- Alta reinversión de utilidades en crecimiento y expansión tecnológica.
- Bajo reparto de dividendos.
- Modelos de negocio basados en ecosistemas integrados: marketplaces, servicios financieros, almacenamiento en la nube y logística.
- Elevada proporción de activos intangibles (marca, data, software, know-how).
- Gran expectativa de crecimiento futuro, lo que se traduce en múltiplos más altos que en sectores maduros (Damodaran, 2023).

4.2 Amazon (NASDAQ: AMZN)

Amazon.com Inc. es líder mundial en comercio electrónico y servicios de nube a través

de Amazon Web Services (AWS). Con operaciones globales y una capitalización bursátil superior a USD 1,8 billones, es considerada una de las cinco empresas más valiosas del mundo.

Datos financieros al 1T 2024 (Fuente: Yahoo Finance):

- Precio por acción: USD 180
- EPS (TTM): USD 2,90
- Valor libro por acción: USD 16,80
- Ingresos anuales: USD 575.000 millones
- EBITDA: USD 92.000 millones
- EV: USD 1,8 billones
- Capitalización bursátil: USD 1,85 billones

Múltiplos:

- P/E: 62,1
- P/BV: 10,7
- P/S: 3,2
- EV/EBITDA: 19,6

Amazon presenta múltiplos elevados, que reflejan tanto su liderazgo de mercado como su diversificación de ingresos. Su margen operativo se ha incrementado principalmente por el crecimiento de AWS, unidad que representa más del 60% del EBITDA total. Según Koller et al. (2020), los múltiplos altos en este tipo de compañías pueden justificarse si el retorno sobre el capital invertido supera consistentemente al costo de capital, lo cual es el caso de Amazon.

4.3 MercadoLibre (NASDAQ: MELI)

MercadoLibre es la principal plataforma de comercio electrónico en América Latina, con integración vertical en logística (Mercado Envíos), fintech (Mercado Pago) y crédito (Mercado Crédito). Su modelo de negocios híbrido le ha permitido posicionarse no sólo como marketplace, sino también como proveedor financiero y tecnológico.

Datos financieros al 1T 2024 (Fuente: Yahoo Finance):

- Precio por acción: USD 1.410
- EPS (TTM): USD 24,6
- Valor libro por acción: USD 95
- Ingresos anuales: USD 14.500 millones
- EBITDA: USD 3.600 millones
- EV: USD 84.000 millones
- Capitalización bursátil: USD 75.000 millones

Múltiplos:

- P/E: 57,3

- P/BV: 14,8
- P/S: 5,2
- EV/EBITDA: 23,3

A pesar de su menor escala en comparación con Amazon, MELI cotiza con múltiplos incluso más exigentes. Este fenómeno puede explicarse desde el enfoque de crecimiento: las compañías que operan en mercados emergentes con alto potencial no realizado suelen reflejar expectativas optimistas por parte de los inversores, quienes descuentan mayores tasas de expansión futura (Damodaran, 2012).

4.4 Comparación técnica y contextual

Múltiplo	Amazon	MercadoLibre
P/E	62,1	57,3
P/BV	10,7	14,8
P/S	3,2	5,2
EV/EBITDA	19,6	23,3

Aunque Amazon muestra una escala significativamente mayor en términos absolutos, sus múltiplos son, en promedio, más bajos. Esto puede explicarse por:

- **Etapas de madurez:** Amazon ha alcanzado una fase de expansión más avanzada, con márgenes estables y menor volatilidad. MELI, en cambio, todavía se encuentra en una etapa de alto crecimiento, lo que justifica múltiplos más agresivos según Koller et al. (2020).
- **Composición de ingresos:** Amazon diversifica con AWS, cuya rentabilidad es muy superior al retail. MELI depende aún más del core fintech y comercial.
- **Riesgo país y volatilidad regulatoria:** aunque MELI cotiza en Nasdaq, gran parte de sus ingresos proviene de economías con riesgo elevado, lo cual debería penalizar su valoración. Sin embargo, el mercado parece premiar su liderazgo regional.

Penman (2012) sostiene que los múltiplos deben ajustarse o interpretarse con especial cautela cuando se comparan empresas con distinto mix de ingresos, estructura financiera o riesgo geográfico. En este caso, el mercado está valorando las externalidades positivas del crecimiento regional, incluso sobre el riesgo institucional.

4.5 Consideraciones adicionales

- **Endeudamiento:** ambas empresas tienen niveles de deuda moderados. En este sentido, el EV/EBITDA resulta más útil, ya que considera la estructura total de capital.
- **Activos intangibles:** el valor contable (BV) subestima el valor real de las compañías tecnológicas, lo que explica en parte los múltiplos elevados P/BV.
- **Retorno sobre el equity (ROE):** Amazon presenta un ROE del 17%, mientras que MELI ronda el 26%, lo que también justifica múltiplos más altos según la lógica de crecimiento

sostenible (Koller et al., 2020).

- **Barreras de entrada:** ambas empresas tienen ecosistemas con altos costos de reemplazo, lo que refuerza su poder de mercado.

4.6 Conclusiones del análisis sectorial

El análisis de Amazon y MercadoLibre permite extraer varias conclusiones:

- Los múltiplos financieros reflejan tanto fundamentos contables como expectativas futuras. En sectores dinámicos, los múltiplos elevados pueden ser normales y reflejar rentabilidades futuras anticipadas.
- Las diferencias entre ambos casos muestran cómo el contexto regional, la fase de expansión, el tipo de ingresos y la estructura contable afectan la interpretación de los múltiplos.
- El análisis comparativo debe ir más allá de lo numérico: requiere considerar las características estratégicas y sectoriales de cada empresa.
- Como plantea Damodaran (2012), “el valor de una empresa no es un número, sino una narrativa respaldada por números”. En este caso, los múltiplos narran historias de liderazgo, innovación y crecimiento, que el mercado traduce en precios.

5. Análisis de Casos – Sector Petróleo y Gas

5.1 Presentación del sector

El sector hidrocarburífero es intensivo en capital, altamente regulado y sujeto a fluctuaciones geopolíticas y macroeconómicas. Su ciclo económico está fuertemente ligado a los precios internacionales del petróleo y del gas natural, que son altamente volátiles. Además, las empresas del sector enfrentan altos costos fijos, regulaciones ambientales crecientes, y grandes inversiones de capital (CAPEX) para explorar, desarrollar y operar yacimientos.

Según Arzac (2008), en industrias intensivas en activos como la energética, los múltiplos tienden a ser más bajos que en sectores tecnológicos o de servicios. Esto se debe a que los activos físicos son depreciables, la tasa de crecimiento es moderada, y la sensibilidad a factores exógenos —como el precio del crudo— puede erosionar las utilidades rápidamente.

5.2 YPF S.A. (NYSE: YPF)

YPF es la principal empresa de energía de Argentina, integrada verticalmente y con participación estatal. A pesar de su escala y diversificación (upstream, downstream, química, electricidad), enfrenta desafíos estructurales que impactan en su valuación.

Datos financieros (TTM marzo 2024, Fuente: CNV y Yahoo Finance):

- Precio por ADR: USD 19
- EPS: USD 4,75

- Valor contable por acción: USD 22,00
- Ingresos: USD 17.000 millones
- EBITDA: USD 5.900 millones
- EV: USD 15.800 millones
- Capitalización bursátil: USD 7.500 millones

Múltiplos:

- P/E: 4,0
- P/BV: 0,86
- P/S: 0,44
- EV/EBITDA: 2,7

Los múltiplos extremadamente bajos que presenta YPF son comunes en empresas estatales de países emergentes. Como señala Damodaran (2023), los mercados descuentan fuertemente los riesgos de gobernanza, interferencia política, controles de precios y falta de previsibilidad. El descuento que aplica el mercado no necesariamente está relacionado con la performance operativa, sino con su entorno institucional.

5.3 Vista Energy (NYSE: VIST)

Vista es una empresa privada con foco en producción no convencional, principalmente en Vaca Muerta. Su estrategia de negocio se basa en eficiencia operativa, crecimiento rentable, y foco en generación de caja, sin las restricciones de una empresa estatal.

Datos financieros (TTM marzo 2024, Fuente: Yahoo Finance):

- Precio por acción: USD 39
- EPS: USD 6,15
- Valor libro: USD 20
- Ingresos: USD 1.550 millones
- EBITDA: USD 800 millones
- EV: USD 3.200 millones
- Capitalización bursátil: USD 3.000 millones

Múltiplos:

- P/E: 6,3
- P/BV: 1,95
- P/S: 1,93
- EV/EBITDA: 4,0

Vista presenta múltiplos más altos que YPF, pero aún bajos en comparación con empresas energéticas globales. Esto puede explicarse por su perfil ágil, mayor transparencia, menores pasivos contingentes y exposición más moderada al riesgo regulatorio. Como sostienen Koller et al. (2020), las diferencias de gobernanza corporativa y calidad del management son factores clave que afectan la percepción de valor de los inversores.

5.4 Comparación técnica y contextual

Múltiplo	YPF	Vista Energy
P/E	4,0	6,3
P/BV	0,86	1,95
P/S	0,44	1,93
EV/EBITDA	2,7	4,0

La diferencia entre ambas compañías es significativa, a pesar de operar en el mismo sector y país:

- **YPF** refleja un castigo de mercado vinculado al riesgo país, controles estatales, tipo de cambio no libre y falta de independencia operativa.
- **Vista**, en cambio, es percibida como una compañía profesionalizada, con foco en rentabilidad y expansión privada.

Penman (2012) advierte que, en sectores regulados, los múltiplos pueden estar distorsionados por la falta de alineación entre el riesgo económico y el riesgo contable, y que estos deben interpretarse con especial precaución.

5.5 Análisis teórico de diferencias

¿Por qué difieren los múltiplos entre empresas del mismo sector?

La literatura destaca varios factores explicativos:

1. **Estructura de capital:** compañías con mayor apalancamiento suelen mostrar múltiplos más bajos, ya que el riesgo percibido sobre las utilidades netas se incrementa (Damodaran, 2012).
2. **Gobernanza y transparencia:** los inversores valoran la calidad institucional. Empresas privadas o con gobierno corporativo sólido suelen cotizar con primas. YPF enfrenta críticas por decisiones políticas que afectan su independencia financiera (Arzac, 2008).
3. **Modelo de negocio:** Vista se especializa en shale oil, con menores costos de lifting y mayor productividad. YPF es una compañía integrada con márgenes más variables.
4. **Riesgo regulatorio:** las empresas más expuestas a subsidios, controles de precios, y barreras a la repatriación de dividendos —como YPF— son penalizadas por el mercado (Penman, 2012).
5. **Rentabilidad esperada:** el ROE promedio de Vista supera el 22%, mientras que YPF apenas alcanza el 12%, según sus balances 2023. Como destaca Koller et al. (2020), los múltiplos son proporcionales al retorno esperado ajustado por riesgo.

5.6 Conclusiones del análisis sectorial

El análisis comparativo entre YPF y Vista demuestra cómo los múltiplos financieros capturan más que solo desempeño contable:

- Vista cotiza con una prima significativa debido a su menor exposición a riesgos

institucionales, mayor eficiencia operativa y crecimiento proyectado.

- YPF, pese a ser más grande y diversificada, cotiza con descuento por su estructura estatal, incertidumbre política y dependencia del contexto macroeconómico argentino.
- El valor de una empresa depende no solo de su flujo de fondos actual, sino también de la percepción de los inversores sobre su capacidad de sostener beneficios en el tiempo, bajo un entorno de gobernanza predecible (Damodaran, 2023).

6. Conclusiones y Recomendaciones

6.1 Conclusiones generales

El análisis de valoración relativa mediante múltiplos financieros sigue siendo una herramienta central en la práctica profesional de analistas, inversores y académicos. Esta monografía ha demostrado que, si bien los múltiplos son simples en apariencia, su correcta aplicación exige una comprensión profunda de su estructura, contexto y limitaciones. A partir del estudio de caso de empresas reales pertenecientes a sectores muy distintos (e-commerce y petróleo & gas), se destacan las siguientes conclusiones clave:

1. Los múltiplos no son autosuficientes

Como señalan Damodaran (2012) y Koller et al. (2020), los múltiplos deben ser empleados en conjunto con otras metodologías como el DCF. Su fortaleza reside en la rapidez y facilidad de comparación, pero su debilidad radica en que no incorporan explícitamente el crecimiento futuro, ni el riesgo sistemático. Son una brújula, no un mapa completo.

2. La interpretación depende del sector y del ciclo de vida

La comparación entre empresas de tecnología y energía muestra claramente que los múltiplos tienden a ser más altos en sectores con alto crecimiento esperado y activos intangibles (como el e-commerce), mientras que en sectores maduros e intensivos en capital físico (como el petróleo y gas), los múltiplos son estructuralmente más bajos. Esta idea está respaldada por Penman (2012), quien argumenta que la contabilidad tradicional no capta bien los activos intangibles, generando distorsiones en el numerador o denominador del múltiplo.

3. Las diferencias en gobernanza y riesgo explican parte de la dispersión

Empresas como Vista cotizan con una prima frente a pares como YPF, pese a tener menor tamaño. Esto se debe a factores como eficiencia, independencia de gestión, rentabilidad sostenida y menor exposición regulatoria. Rosenbaum y Pearl (2009) destacan que los múltiplos reflejan, implícitamente, las percepciones del mercado sobre riesgo operacional, transparencia y gobernabilidad.

4. El contexto macroeconómico importa

Países con alta inflación, controles de capital o volatilidad institucional tienden a mostrar

múltiplos más bajos debido al aumento de la prima de riesgo implícita en el precio (Damodaran, 2023). En estos casos, el uso de múltiplos debe ser ajustado cuidadosamente, o bien validado con comparables internacionales y referencias normalizadas.

5. **La correcta selección y ajuste de comparables es crítica**

Como advierten Koller et al. (2020), el análisis por múltiplos solo es válido si las empresas comparadas son verdaderamente comparables. Esto exige homogeneizar el apalancamiento, la moneda funcional, las normas contables, el modelo de negocio y la etapa del ciclo económico. De lo contrario, el análisis puede llevar a conclusiones erróneas o superficiales.

6. **El mercado no siempre es racional, pero sí es informativo**

La evidencia empírica muestra que muchas veces los múltiplos “caros” pueden justificarse por el potencial de crecimiento (como en el caso de MercadoLibre), mientras que los múltiplos “baratos” reflejan problemas estructurales más profundos (como YPF). El analista debe interpretar los múltiplos como señales que merecen análisis, y no como juicios definitivos.

6.2 **Recomendaciones para el uso profesional de múltiplos**

A partir del análisis teórico y empírico desarrollado, se proponen las siguientes recomendaciones para profesionales financieros y académicos que empleen múltiplos como herramientas de valoración:

- **Usar múltiples múltiplos, no uno solo**

Cada múltiplo tiene ventajas y limitaciones. P/E es sensible a políticas contables, P/BV es útil en sectores tradicionales, EV/EBITDA es robusto pero depende del CAPEX requerido. Usar varios en simultáneo permite ver un “rango de valoración” y no depender de un único indicador.

- **Ajustar por diferencias contables y estructurales**

La depuración de eventos extraordinarios, unificación de criterios contables y estandarización del apalancamiento mejora significativamente la calidad del análisis. Penman (2012) recomienda usar “earnings power” o resultados normalizados antes de aplicar múltiplos.

- **Entender la lógica del sector**

En tecnología, el foco está en crecimiento y escalabilidad. En energía, en márgenes y reservas. El mismo múltiplo puede implicar cosas distintas según el sector. Koller et al. (2020) advierten que “la interpretación errónea del múltiplo en su contexto sectorial es una de las causas más frecuentes de error en valuaciones relativas”.

- **Validar con referencias externas**

Sitios como Damodaran Online, S&P Capital IQ, Statista o informes de bancos de

inversión ofrecen promedios sectoriales útiles para comparar. Usar estos benchmarks ayuda a calibrar la interpretación del múltiplo dentro del rango razonable.

- **Utilizar múltiplos como complemento, no sustituto**

Como señala Damodaran (2012), los múltiplos no eliminan la necesidad de entender los drivers del negocio. Deben integrarse en un enfoque de valoración mixto, junto a flujos de fondos descontados, análisis de sensibilidad y revisión cualitativa.

6.3 Líneas futuras de análisis

El trabajo sugiere algunas direcciones para continuar profundizando el estudio:

- **Incorporar más sectores y empresas**

Ampliar el universo de análisis permitiría verificar la robustez de las conclusiones, especialmente en sectores como servicios financieros, salud o consumo.

- **Incluir análisis multivariado o econométrico**

Un enfoque más estadístico permitiría explicar la varianza en múltiplos mediante regresiones, incorporando variables como ROE, crecimiento, volatilidad, riesgo país, entre otras.

- **Evaluar la evolución temporal de múltiplos**

Analizar cómo cambian los múltiplos ante shocks macroeconómicos o eventos relevantes (devaluaciones, elecciones, cambios regulatorios) podría mejorar su uso como indicador anticipado de sentimiento de mercado.

- **Comparar múltiples jurisdicciones**

Explorar si las diferencias entre países se deben más a factores contables, institucionales o de riesgo sistémico podría enriquecer el análisis y aportar evidencia empírica al debate sobre la eficiencia de los mercados emergentes

7. Anexos

Anexo 1 – Fórmulas de múltiplos utilizados

Múltiplo	Fórmula	Interpretación
P/E	Precio de la acción / Ganancia por acción (EPS)	Cuántas veces se paga la utilidad neta anual.
P/BV	Precio de la acción / Valor contable por acción	Relación entre el precio de mercado y el valor contable.
P/S	Capitalización bursátil / Ventas anuales	Indica cuánto se paga por cada unidad monetaria de ingresos.
EV/EBITDA	Valor de empresa / EBITDA	Refleja el valor operativo sin distorsiones de intereses o capex.

Anexo 2 – Datos financieros utilizados (TTM, marzo 2024)

Amazon

- Precio por acción: USD 180
- EPS: USD 2,90
- BV por acción: USD 16,80
- Ingresos: USD 575.000 millones
- EBITDA: USD 92.000 millones
- EV: USD 1,8 billones
- Capitalización bursátil: USD 1,85 billones

MercadoLibre

- Precio por acción: USD 1.410
- EPS: USD 24,6
- BV por acción: USD 95
- Ingresos: USD 14.500 millones
- EBITDA: USD 3.600 millones
- EV: USD 84.000 millones
- Capitalización bursátil: USD 75.000 millones

YPF

- Precio por ADR: USD 19,00
- EPS: USD 4,75
- BV por acción: USD 22,00
- Ingresos: USD 17.000 millones
- EBITDA: USD 5.900 millones
- EV: USD 15.800 millones
- Capitalización bursátil: USD 7.500 millones

Vista Energy

- Precio por acción: USD 39
- EPS: USD 6,15
- BV por acción: USD 20
- Ingresos: USD 1.550 millones
- EBITDA: USD 800 millones
- EV: USD 3.200 millones
- Capitalización bursátil: USD 3.000 millones
-

Anexo 3 – Promedios sectoriales de múltiplos (Damodaran Online, 2024)

Sector	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA
E-commerce	35	6,5	2,8	17
Petróleo y Gas (Upstream)	5,8	1,2	0,9	4,5

Anexo 4 – Cuadro comparativo de múltiplos por empresa

Empresa	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA
Amazon	62,1	10,7	3,2	19,6
MercadoLibre	57,3	14,8	5,2	23,3
YPF	4,0	0,86	0,44	2,7
Vista Energy	6,3	1,95	1,93	4,0

7. Bibliografía

- Arzac, E. R. (2008). *Valuation for mergers, buyouts, and restructuring* (2nd ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2024). *Data archives: Industry averages and market data*. NYU Stern School of Business. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7th ed.). Wiley.
- Penman, S. H. (2012). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2009). *Investment banking: Valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Wiley Finance.
- Statista. (2025). *Global e-commerce and energy industry data*. <https://www.statista.com>
- Yahoo Finance. (2025). *Market data and company financials*. <https://finance.yahoo.com>
- Comisión Nacional de Valores (CNV). (2025). *Regulación del mercado de capitales argentino*. <https://www.argentina.gob.ar/cnv>