

Tesis de Inversión

Sezzle (SEZL)



Julio Muñoz Trullenque

02/09/2025

Índice

| | |
|---|----|
| | 0 |
| Resumen de la Tesis | 2 |
| 1. Introducción a la tesis | 3 |
| 2. Evolución estratégica y transformación reciente | 5 |
| 3. Análisis del modelo de negocio y segmentación | 8 |
| 4. Desempeño financiero y operatividad | 12 |
| 5. Fortaleza financiera y calidad del balance | 16 |
| 6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural | 19 |
| 7. Crecimiento histórico y su calidad | 22 |
| 8. Cumplimiento de guidance y credibilidad | 25 |
| 9. Visibilidad futura – Estimates y previsiones | 28 |
| 10. Retorno al accionista | 31 |
| 11. Valoración y potencial de revalorización | 34 |
| 12. Comparativa con el sector y competidores | 37 |
| 13. Asignación de capital y decisiones estratégicas | 42 |
| 14. Precio actual, drawdown y contexto de mercado | 46 |
| 15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo | 49 |
| 16. Track record, gestión y alineación | 52 |
| 17. Oportunidades estructurales y catalizadores | 55 |
| 18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico | 59 |
| 19. Señales de alerta o deterioro oculto | 63 |
| 20. Tesis final de inversión | 65 |

Resumen de la Tesis

Sezzle es una empresa **fintech** especializada en soluciones *Buy Now, Pay Later* (BNPL) que ha logrado una transformación extraordinaria en los últimos años. Tras una fase inicial de fuerte crecimiento acompañado de pérdidas significativas, Sezzle alcanzó en 2023 su primer año completo con beneficios netos positivos, y en 2024 consolidó esa tendencia con un salto de casi 10 veces en su beneficio neto. Los ingresos crecieron alrededor de un **70%** en 2024, impulsados por innovaciones en su modelo de negocio y una estricta disciplina operativa. La compañía combina ahora un crecimiento elevado con **márgenes de rentabilidad inesperadamente altos** para su sector, apoyándose en un modelo de ingresos diversificado (comisiones a comercios, cuotas de suscripción y pequeñas tarifas al consumidor) y en mejoras sustanciales de eficiencia.

A fecha de compra (2 de septiembre de 2025), la acción de Sezzle cotiza en torno a **90 USD**, tras un retroceso (*drawdown*) del ~51% desde sus máximos históricos recientes. Esta corrección se produjo pese a que los fundamentales de la empresa permanecen sólidos – los últimos resultados trimestrales mostraron un crecimiento de +76% en ingresos con amplios márgenes netos en torno al 28% – debido a la preocupación del mercado por la sostenibilidad del ritmo de crecimiento y algunos ajustes contables puntuales. Considero que esta caída ha creado una **oportunidad de precio** atractiva: Sezzle cotiza con múltiplos de valoración moderados en relación a su crecimiento (por ejemplo, un *PEG ratio* cercano a 0,8) y con un potencial de revalorización del orden de +100% si recuperase sus máximos previos.

La tesis de inversión se basa en tres pilares: **(i) Calidad estructural sobresaliente**, reflejada en una posición financiera sólida y rentabilidades sobre capital elevadas; **(ii) una clara infravaloración relativa** tras el *drawdown* reciente, dado que el mercado parece no reconocer plenamente la mejora estructural operada; y **(iii) perspectivas de crecimiento muy favorables** a 1–3 años, respaldadas tanto por el consenso de analistas (que proyecta crecimientos anuales de ingresos del +60% en 2025 y >+30% en años siguientes) como por las guías de la propia dirección. En conjunto, Sezzle se perfila como una compañía que ha pasado de *startup* a negocio rentable de alto crecimiento, con ventajas competitivas en su nicho BNPL norteamericano y con un perfil de riesgo-retorno asimétrico a nuestro favor. He iniciado una posición en Sezzle porque pienso que el mercado está penalizando en exceso riesgos coyunturales y pasando por alto la fortaleza cualitativa y cuantitativa de la empresa. A continuación, detallo el análisis completo que sustenta esta tesis.

1. Introducción a la tesis

Sezzle es un proveedor líder de servicios “**Compra Ahora, Paga Después**” (BNPL) enfocado principalmente en Estados Unidos y Canadá. Fundada en 2016 y con sede en Minneapolis, la empresa ofrece a consumidores la posibilidad de fraccionar pagos sin intereses en comercios afiliados, financiando al instante las compras y cobrando luego al cliente en varios plazos. Su producto principal es el clásico *Pay-in-4* (pago en cuatro cuotas quincenales sin interés), complementado recientemente con innovaciones como **Sezzle Premium** (un programa de suscripción con ventajas y acceso a grandes tiendas), **Sezzle Anywhere** (otro servicio de suscripción que permite usar Sezzle virtualmente en cualquier comercio mediante una tarjeta Visa virtual) y **Sezzle “On-Demand”**, una modalidad lanzada a finales de 2024 que habilita pagos BNPL en cualquier establecimiento aceptando Visa, sin requerir suscripción previa. El modelo de ingresos de Sezzle históricamente se ha basado en comisiones cobradas a los comercios por cada transacción (**merchant fees**), pero en 2023–2024 la empresa diversificó sustancialmente sus fuentes de venta: hoy alrededor de un 30% de los ingresos proviene de cuotas de suscripción pagadas por consumidores, y otro ~33% de pequeños cargos al usuario (por ejemplo, comisiones por pagos con tarjeta o por usar el servicio On-Demand), reduciendo la dependencia relativa de las comisiones a tiendas. En cuanto a posición competitiva, Sezzle opera en el dinámico sector de pagos digitales compitiendo con firmas BNPL de mayor tamaño como **Affirm**, **Klarna** o **Afterpay** (Block), así como con soluciones de gigantes financieros (por ejemplo, PayPal “Pay in 4” o Apple Pay Later). Pese a ser más pequeña, Sezzle se ha diferenciado por su enfoque en la **responsabilidad financiera** del usuario – su eslogan es “The Responsible Way to Pay” (“la forma responsable de pagar”) – y por introducir servicios únicos en BNPL como programas de suscripción y herramientas de educación financiera que buscan fidelizar a su base de usuarios jóvenes.

Por la naturaleza de su negocio, Sezzle puede calificarse como una compañía **tecnológica de consumo**, con un perfil marcadamente **cíclico** y orientado al gasto discrecional. Sus ingresos dependen del volumen de ventas minoristas (*Gross Merchandise Volume* o GMV) procesado en su plataforma, el cual a su vez se relaciona con la demanda de los consumidores. En épocas de bonanza y alta confianza del consumidor, la utilización de BNPL tiende a aumentar (especialmente entre compradores jóvenes buscando flexibilidad), mientras que en entornos de recesión o endurecimiento crediticio podría resentirse el volumen y aumentar la morosidad. Asimismo, las condiciones **macroeconómicas** – en particular los niveles de tipos de interés – afectan al costo de fondeo de Sezzle y, por tanto, a sus márgenes. La compañía experimentó esto de primera mano en 2022, cuando la subida abrupta de tasas y el enfriamiento del apetito por el crédito al consumo golpearon a todo el sector BNPL, provocando fuertes caídas de cotización y forzando a las empresas a virar de la búsqueda de cuota de mercado a la rentabilidad. En este sentido, Sezzle atravesó una **transformación estratégica** reciente (detallada en el punto 2) para adaptarse al “nuevo normal” de tipos altos:

recortó costes, endureció sus criterios de concesión de crédito y priorizó servicios de **ingresos recurrentes**, logrando en tiempo récord pasar de pérdidas abultadas a presentar beneficios consistentes.

He decidido **analizar e invertir** en Sezzle en este momento porque confluyen varios factores atractivos. En primer lugar, la empresa se encuentra en un **punto de inflexión estratégico**: tras demostrar que su modelo puede ser rentable y escalable, está entrando en una fase de expansión “sana”, donde se espera combinar crecimiento elevado con generación de caja. A la vez, el mercado ha dejado el precio rezagado respecto a esa mejora: la acción, aunque ha tenido un desempeño espectacular desde 2023 (llegó a subir más de +300% interanual), sufrió una corrección reciente que la sitúa a una valoración *relativa* muy atractiva frente a sus métricas operativas. Actualmente Sezzle cotiza aproximadamente a **8.5 veces ventas y 23 veces EBITDA** (datos TTM), múltiplos superiores a la media del sector pagos digitales tradicional, pero razonables dado su margen neto y su crecimiento extraordinario. De hecho, considerando las tasas de expansión previstas, el ratio PEG (precio/crecimiento) se sitúa por debajo de 1 (cerca de ~0,8), lo cual sugiere infravaloración para una empresa de su calidad. Mis expectativas razonables a largo plazo con esta inversión son de un **alto retorno ajustado al riesgo**: estimo que Sezzle podría duplicar su cotización en 1 año si mantiene el ritmo de crecimiento y la disciplina actual, mientras que el riesgo de caída permanente lo veo acotado por la sólida posición financiera (sin riesgo inminente de liquidez o quiebra) y por el reciente repliegue regulatorio en EE. UU. – la agencia CFPB ha decidido no imponer por ahora reglas estrictas al BNPL, despejando un gran temor sobre el sector. En resumen, Sezzle representa para mí una **apuesta equilibrada**: una compañía de tamaño medio dentro de fintech, en pleno momentum positivo operativo, cuya acción ofrece una asimetría atractiva (mucho más potencial alcista que bajista) si se valida la tesis de crecimiento rentable que expongo.

El eje de esta tesis es que **Sezzle combina métricas cuantitativas sobresalientes con una narrativa cualitativa coherente de éxito**. En concreto, a fecha de compra exhibe fortaleza financiera (ej. Current ratio >3.5, muy por encima de sus pares), rentabilidad elevada (margen operativo >35% y ROE >100% en TTM) y crecimiento acelerado (ingresos +123% y +76% YoY en 1T y 2T 2025, respectivamente), al mismo tiempo que cotiza con descuento tras un drawdown significativo. Mi análisis encontrará que la evidencia respalda esta idea: la mejora en márgenes y solvencia no es artificio contable sino consecuencia de decisiones estratégicas acertadas; el reciente castigo bursátil parece más ligado a temores transitorios que a un deterioro real; y las perspectivas a 1–3 años, tanto por estimaciones de consenso como por la guía de la propia dirección, apuntan a una continuidad en el alto crecimiento de ventas y beneficios. Por tanto, la tesis planteada es invertir ahora en Sezzle aprovechando la desconexión entre *fundamentals* y precio, con miras a capturar la revalorización cuando el mercado reconozca la nueva etapa de la empresa.

2. Evolución estratégica y transformación reciente

Para comprender la situación actual de Sezzle es crucial repasar cómo ha evolucionado su estrategia en los últimos años, ya que la empresa de 2025 es muy distinta de la que salió a bolsa a comienzos de la década. Sezzle inició operaciones enfocada en crecer rápidamente su base de usuarios y comercios, aprovechando el auge global del BNPL entre 2018–2021. Durante ese período la prioridad fue la **expansión**: la compañía invertía agresivamente en marketing y alianzas para popularizar su plataforma de pago aplazado, incluso a costa de registrar pérdidas operativas elevadas. Este enfoque permitió resultados destacables en términos de volumen: por ejemplo, el GMV (Gross Merchandise Volume) procesado creció +111% en 2021 (a ~1.808 millones USD) y los ingresos casi se duplicaron (+95% YoY hasta 114,8 M USD en 2021). Sin embargo, el modelo aún no era rentable – Sezzle terminó 2021 con una pérdida neta de –75 millones USD, reflejando tanto los costes de adquisición de clientes como un contexto benigno de capital abundante donde los inversores privilegiaban el crecimiento sobre los beneficios.

Un punto de inflexión se produjo en 2022. A comienzos de ese año, Sezzle había pactado una **fusión con Zip Co.**, uno de sus competidores australianos, con la intención de ganar escala global. No obstante, la situación de mercado cambió drásticamente: el estallido de la inflación y las subidas de tipos frenaron el consumo y pusieron en cuestión la sostenibilidad del BNPL, causando desplomes en las valoraciones del sector (Affirm, por ejemplo, cayó ~90% desde máximos de 2021). En julio de 2022, ambas partes **cancelaron el acuerdo de fusión** de mutuo acuerdo – Zip pagó a Sezzle 11 millones USD en compensación por los costes incurridos – y Sezzle se vio obligada a seguir su camino en solitario en un entorno mucho más exigente. Este evento marcó el inicio de una **transformación estratégica**: la dirección de Sezzle, encabezada por el CEO Charlie Youakim, viró rápidamente del “crecer a toda costa” hacia un enfoque de **rentabilidad y supervivencia**. La empresa llevó a cabo recortes de plantilla y gastos, refinó su sistema de concesión de crédito para reducir morosidad y se enfocó en sus mejores mercados (consolidando su presencia básicamente en Norteamérica, y abandonando o posponiendo expansiones más riesgosas). Como resultado, el crecimiento de usuarios y comercios se desaceleró en 2022–23 – la propia empresa reconoce que priorizar la rentabilidad “resultó en una ralentización del crecimiento de nuestra base de comerciantes y consumidores” – pero a cambio las pérdidas se redujeron drásticamente. En 2022, Sezzle recortó su pérdida neta a –38 millones (frente a –75 M el año anterior), pese a un entorno en que muchos rivales seguían en números rojos abultados. Este esfuerzo de austeridad preparó el terreno para la recuperación posterior.

Entrando en 2023, Sezzle se planteó explícitamente lograr la rentabilidad anual GAAP, algo inédito hasta entonces. Con notable ejecución, **alcanzó y superó esa meta**: 2023 fue su primer ejercicio completo con beneficio neto (7,1 M USD), logrando además encadenar cuatro trimestres consecutivos en verde. Esta hazaña – en medio de un ciclo macro complejo – no fue casual, sino consecuencia de decisiones estratégicas clave durante 2023-24:

- **Redefinición del modelo de negocio** hacia ingresos recurrentes y diversificados. Sezzle introdujo y expandió sus programas de **suscripción de pago** (Premium y Anywhere) para monetizar a sus usuarios más activos mediante cuotas mensuales/anuales, a la vez que lanzó la modalidad **On-Demand** en alianza con un banco (WebBank) para llegar a cualquier comercio no integrado. Estas iniciativas añadieron nuevas fuentes de ingresos de calidad (suscripción representa ya el 30% de las ventas) y fomentan la **retención** de clientes – un suscriptor utiliza Sezzle con mucha más frecuencia que un usuario estándar, lo que se traduce en mayor GMV por cliente y más comisiones. De hecho, a fines de 2024 Sezzle contaba con ~517.000 suscriptores activos (Premium + Anywhere), un 68% más que el año anterior, y se observó que estos suscriptores realizaron en promedio 10 compras más al año que los usuarios no suscritos, evidenciando el éxito de la propuesta.
- **Mejoras en la monetización y gestión del riesgo.** La empresa optimizó su **motor de aprobación crediticia**, combinando prudencia con incrementos controlados en las tasas de aprobación para no frenar en exceso el volumen. Paralelamente, estandarizó el cobro de algunas **comisiones al consumidor** (por ejemplo, por pagos con tarjeta en las cuotas) y aumentó ligeramente los **recargos por morosidad** donde legalmente era posible, lo que incrementó los ingresos por este concepto (los cargos por retraso pasaron de \$9,7 M en 2023 a \$25,2 M en 2024). Estas acciones mejoraron los márgenes sin deteriorar la experiencia de usuario – de hecho, Sezzle presume de no “lucro con los errores o la adversidad financiera del cliente” y mantiene sus BNPL libres de intereses para pagos puntuales. La tasa de impago se mantuvo bajo control: en 2024, los costes por créditos incobrables y procesamiento representaron ~39% de los ingresos, por debajo del 42% en 2023, señal de una **mejora en la eficiencia** y en la calidad de la originación crediticia.
- **Asignación de capital disciplinada.** Una vez obtenidos beneficios, Sezzle optó por iniciar recompras de acciones en 2023–24 como muestra de confianza en su valor. En 2024 recompró aproximadamente \$20 millones en acciones propias en el mercado, equivalentes a ~6% de la compañía, y aprobó un nuevo plan de recompra por \$50 M para 2025. Esta acción es notable: en lugar de embarcarse en adquisiciones caras o gastos extravagantes, la directiva decidió **devolver capital** al accionista y manejar un balance conservador. Asimismo, no hubo diluciones significativas – el número de acciones en circulación incluso disminuyó ligeramente entre 2023 y 2024 gracias a las recompras, compensando la emisión de algunos incentivos para empleados.
- **Refuerzo de la propuesta de valor y marca.** Estratégicamente, Sezzle no solo recortó costes, sino que invirtió en fortalecer su **marca y fidelidad de cliente**. En 2024 cerró un patrocinio para lucir su logo en la camiseta del equipo NBA Minnesota Timberwolves, buscando asociar la marca a valores de excelencia y aumentar su reconocimiento nacional. También implementó mejoras en su app y ecosistema,

añadiendo funcionalidades de **ahorro y gamificación** (por ejemplo, comparadores de precios, cupones automáticos, recompensas por uso responsable e incluso un módulo educativo financiero llamado “Money IQ”). Todo ello, sumado a la percepción de Sezzle como un BNPL “responsable”, ha elevado sus puntuaciones de satisfacción: los programas Premium y Anywhere gozan de Net Promoter Scores de 57 y 67 respectivamente, niveles muy altos para servicios financieros.

Gracias a estas medidas, Sezzle entró en 2025 con una estructura mucho más ágil y rentable. La directiva demostró **gran capacidad de adaptación estratégica**: en cuestión de dos años transformó una startup intensiva en cash-burn, en una empresa rentable y en crecimiento controlado. Cabe destacar la **consistencia** en la ejecución de lo prometido: Sezzle fijó objetivos (p. ej. “ser rentables en 2023”) y los cumplió escrupulosamente, reforzando la credibilidad de su equipo gestor. En contraste, muchos competidores BNPL tuvieron trayectorias más erráticas – por ejemplo, Affirm apenas logró su primer trimestre con beneficio en 2025, y aún proyecta un camino incierto hacia ganancias anuales. Sezzle se posiciona ahora como **referente** de un modelo BNPL sostenible: su CEO llegó a afirmar que Sezzle es “modelo de crecimiento rentable” en el sector. Esta evolución estratégica sienta la base para que la tesis de inversión tenga sentido, pues indica que las mejoras cuantitativas no son efímeras sino producto de decisiones estructurales acertadas. En los siguientes apartados profundizaré en cómo es el modelo de negocio resultante, sus números financieros y la posición competitiva que ha esculpido la compañía tras esta metamorfosis.

3. Análisis del modelo de negocio y segmentación

El modelo de negocio de Sezzle se centra en ofrecer **financiación instantánea sin intereses al consumidor final**, monetizando el servicio principalmente a través de los **comercios**. Cuando un usuario compra con Sezzle en una tienda afiliada, Sezzle paga al comercio el importe íntegro (menos una comisión) al momento de la venta, y el consumidor se compromete a reembolsar a Sezzle en cuatro cuotas quincenales (u otros planes según el producto). Este mecanismo genera valor para las tres partes: el **comercio** vende más al facilitar pagos flexibles, el **consumidor** puede escalonar desembolsos sin coste financiero, y **Sezzle** percibe un ingreso por intermediar la transacción y asumir el riesgo de crédito a corto plazo.

Los **flujos de ingresos** de Sezzle se desglosan así: (1) **Comisiones a comercios** (*merchant processing fees*), típicamente un porcentaje de la venta (del orden de ~4–6%) más una tarifa fija por transacción; (2) **Ingresos de socios y interchange**, que provienen de acuerdos especiales (por ejemplo, Sezzle gana una parte de las comisiones de intercambio Visa cuando los usuarios usan la tarjeta Sezzle Virtual, además de incentivos por promociones conjuntas con terceros); (3) **Cuotas de suscripción de usuarios**, cobradas por los servicios Premium y Anywhere, generalmente con modalidad mensual o anual; y (4) **Tarifas al consumidor no relacionadas con intereses**, que incluyen principalmente cargos por pagos fallidos o tardíos, y comisiones opcionales por ciertas facilidades (por ejemplo, si el cliente decide pagar una cuota con tarjeta de crédito en vez de cuenta bancaria, se cobra una pequeña comisión). Importante: Sezzle **no cobra intereses** como tal sobre los préstamos BNPL estándar ni busca lucrar con penalizaciones abusivas – su filosofía comercial ha sido evitar que el negocio dependa de que el usuario “caiga en mora”. De hecho, solo una porción menor de sus ingresos proviene de esas tarifas por atraso (en 2024 representaron unos \$25,2 M, ~9% de ingresos). La empresa enfatiza que su “core” es cobrar a comercios por traerles clientes y aumentar sus ventas, manteniendo el servicio esencialmente gratuito para consumidores responsables.

El **grado de recurrencia** en los ingresos de Sezzle ha mejorado sustancialmente gracias a las suscripciones. Antes de 2022, los ingresos eran casi totalmente transaccionales (ligados al volumen de compras cada trimestre). Ahora, con el crecimiento de Sezzle Premium/Anywhere, una parte significativa llega de **pagos recurrentes** predecibles: en 2024 las suscripciones aportaron ~30% de los ingresos totales, comparado con 19% el año anterior. Esto implica que una proporción creciente de usuarios paga una cuota fija por anticipado, asegurando su lealtad y uso continuado. Además, los usuarios suscritos tienden a concentrar una mayor porción de sus compras con Sezzle (buscando sacar partido a las ventajas que obtienen por la suscripción, como acceso a tiendas premium o mayor comodidad) – este efecto de **ingresos recurrentes indirectos** se observa en la elevadísima tasa de pedidos repetitivos: en 2T 2025, el **96,4% de las transacciones** fueron realizadas por consumidores ya existentes en la plataforma, señal de que Sezzle ha logrado fidelizar a su base (frente a hace unos años cuando gran parte del GMV venía de usuarios nuevos atraídos con

promociones). Esta recurrencia se apoya también en la integración de Sezzle en hábitos cotidianos: por ejemplo, la tarjeta virtual Sezzle Anywhere permite al cliente optar por Sezzle en cualquier compra como método de pago, convirtiendo el servicio en un **“top-of-wallet choice”** según la empresa, es decir, en una opción de pago preferente disponible en todo momento, lo que propicia un uso frecuente y constante.

En términos de *segmentación*, Sezzle solía reportar métricas agregadas sin separar líneas de negocio, dado que todo giraba en torno a BNPL minorista. Sin embargo, podemos distinguir hoy tres segmentos operativos implícitos: **(i) Transacciones BNPL integradas en comercios afiliados**, que engloban las ventas generadas en tiendas que han implementado Sezzle en su checkout (físico u online). Este sigue siendo el núcleo del negocio y aporta la mayor parte del GMV. Dentro de este segmento, Sezzle atiende a miles de comercios, principalmente **retailers medianos y pequeños** en rubros como moda, belleza, electrónica y servicios. Al cierre de 2023, Sezzle contaba con ~28.000 “Active Merchants” integrados (aquellos con al menos una transacción en los últimos 12 meses) – una cifra menor a los ~47.000 informados para 2021, reflejo de una depuración de comercios poco rentables y de la estrategia de enfocarse en los socios más activos y rentables. Es decir, la base de comercios se hizo “más pequeña pero más productiva”, priorizando calidad sobre cantidad. **(ii) Suscripciones y servicios financieros al consumidor**, que abarcarían los ingresos provenientes de Premium, Anywhere y potencialmente programas como Sezzle Up (orientado a ayudar a construir historial crediticio). Este segmento, nuevo desde 2022, crece rápido y tiene altísimos márgenes brutos (pues cobrar una suscripción tiene poco costo directo). **(iii) Ingresos por tarjetas y On-Demand**, que incluyen las comisiones de intercambio Visa y las tasas que pagan los usuarios no suscritos al usar Sezzle On-Demand. Este mini-segmento es también reciente (lanzado Q4 2024) pero tiene gran potencial: en Q2 2025 los usuarios activos mensuales *On-Demand + suscriptores* (“MODS”) llegaron a 748.000 (+62% interanual), impulsando un fuerte incremento de GMV fuera del canal tradicional de comercios integrados. Básicamente, On-Demand extiende el alcance de Sezzle a **cualquier comercio que acepte tarjetas**, lo cual se reflejó en que el número de comercios únicos donde compraron usuarios Sezzle casi se duplicó a 412.000 en ese trimestre. Esto no significa que Sezzle integre con 400k tiendas (la mayoría ni saben que un cliente usó Sezzle vía tarjeta), pero muestra la versatilidad que ha ganado el modelo.

Geográficamente, Sezzle se concentra en **Norteamérica**. Sus ingresos provienen mayormente de EE. UU. y en menor medida Canadá, que son los mercados donde tiene licencia y base de usuarios. En años anteriores la empresa exploró expansión a Europa (llegó a obtener registros de marca en UK y la UE) e incluso India y Brasil, pero esos planes se han pospuesto o limitado. Actualmente no hay segmentación material de ingresos por regiones en los reportes, lo que sugiere que >90% se genera en EE. UU. La concentración geográfica implica exposición al ciclo económico estadounidense y a su entorno regulatorio (por suerte, como mencionamos, EE. UU. mantiene un enfoque ligero hacia BNPL en 2025, a diferencia

de Australia o Europa donde se avizoran normativas más estrictas). Dentro de EE. UU., Sezzle no depende críticamente de un solo estado o área – su base de consumidores (2.86 millones de activos en Q2 2025) está distribuida a nivel nacional gracias a la naturaleza online del servicio.

Analizando **clientes y concentración**, por el lado de comercios Sezzle tiene cierta dependencia de *partners* grandes: la empresa ha informado que en 2022 un 14% de sus ingresos provinieron de un solo *merchant* de gran tamaño. Si ese socio – presumiblemente una plataforma de *e-commerce* o un retailer mayor – rompiera la relación, se notaría en las ventas. También existe dependencia de integraciones con plataformas: Sezzle colabora con Shopify, WooCommerce y otros facilitadores para llegar a muchos pequeños comercios; si alguna de estas plataformas decidiera bloquear a Sezzle (por ejemplo, Shopify tiene un acuerdo preferente con Affirm), supondría un riesgo. No obstante, con la diversificación hacia la tarjeta Anywhere, esta vulnerabilidad disminuye, pues los usuarios pueden usar Sezzle en cualquier tienda, aunque no esté afiliada formalmente. Del lado de consumidores, la base es bastante atomizada (ningún individuo representa nada significativo, obviamente), pero cabe señalar que gran parte del volumen lo generan los usuarios más fieles: en 2024, el 10% top de consumidores *Anywhere* realizaron ~34 transacciones en un trimestre, lo que ilustra que hay un núcleo duro altamente activo. Si Sezzle decepcionara a esos “power users”, podría perder una proporción importante de GMV recurrente. Por tanto, la **concentración de riesgo** existe principalmente en *merchants* clave y en mantener satisfechos a los suscriptores heavy-user. Hasta la fecha la empresa ha gestionado bien esas relaciones: no ha trascendido la pérdida de ningún socio mayor, y las puntuaciones de satisfacción de los consumidores suscritos son excelentes, lo que sugiere baja probabilidad de fuga en masa.

En cuanto a **poder de fijación de precios**, Sezzle opera en un entorno competitivo donde no es fácil aumentar comisiones a voluntad. De hecho, para atraer a comercios grandes ha tenido que ofrecer tarifas más bajas e incluso incentivos (pagos adelantados, descuentos por volumen, etc.), lo cual presionó sus ingresos de comercio en 2024 (estos ingresos bajaron ligeramente de \$90,6 M en 2023 a \$86,5 M en 2024 a pesar del mayor GMV, debido a “una mayor concentración de GMV en unos pocos comercios electrónicos de gran escala” que implican condiciones más baratas). Esto indica que grandes *merchants* tienen poder negociador sobre Sezzle. No obstante, Sezzle ha compensado esa limitación expandiendo *pricing power* en el lado del consumidor: la introducción de suscripciones pagas es un ejemplo claro de cómo logró que los usuarios estén dispuestos a pagar por beneficios (demostrando valor percibido), algo inusual en BNPL donde la mayoría de servicios son gratuitos. Asimismo, al cobrar ciertas comisiones – p. ej. un pequeño **fee On-Demand** a usuarios no suscritos por usar el servicio universal – Sezzle ha mostrado que puede **monetizar selectivamente** sin perder usuarios, lo que es una forma de fijar precio al valor añadido. En resumen, en comercios Sezzle debe ser competitiva (y la competencia por grandes retailers es feroz, involucrando rebajas de tarifas e incluso subsidios de marketing),

pero en consumidores está creando **barreras de salida** mediante servicios premium que le permiten capturar ingreso directo.

Las **ventajas competitivas sostenibles** de Sezzle residen en varios aspectos: primero, su **tecnología y analítica de riesgo** desarrollada internamente, que le permite aprobar operaciones en segundos evaluando riesgo de impago con eficacia. Ese sistema, alimentado con millones de datos de transacciones de jóvenes, es un activo difícil de replicar para un nuevo entrante. Segundo, su **base de usuarios fidelizados**: la estrategia de suscripción y enfoque en educación financiera ha cultivado una comunidad de consumidores que valoran a Sezzle más allá del crédito gratuito – por ejemplo, la integración de funciones como *marketplace* de productos con descuentos, recompensas por uso responsable o mejoras de puntaje crediticio hacen que usar Sezzle sea atractivo intrínsecamente, generando un cierto **efecto red**: cuantos más usuarios activos y recurrentes tiene, más comercios querrán ofrecer Sezzle y mayor es el valor de pertenecer a su ecosistema. Tercero, la **marca**: Sezzle se posicionó como un BNPL “bueno para tus finanzas”, en contraste con la narrativa de que BNPL endeuda a los jóvenes. Esta reputación, avalada por premios (Forbes la nombró la #3 entre medianas empresas más exitosas de EE. UU.) y por alianzas deportivas, le otorga un intangible de confianza. Finalmente, la **estructura financiera sólida** (sin deuda neta excesiva y con flujo de caja positivo) le da resiliencia para aguantar vaivenes que otros competidores más apalancados o dependientes de rondas de capital quizá no soportarían. Estas ventajas no significan que Sezzle esté libre de desafíos – la competencia sigue existiendo y la innovación es constante –, pero sí que ha construido **muros de contención** apreciables: costes de cambio para sus usuarios fieles (¿por qué abandonar Sezzle si me ofrece más que un BNPL genérico?), relaciones con comercios ya integradas, y un know-how en gestión del riesgo y cumplimiento regulatorio que le costó años afinar.

En síntesis, el modelo de Sezzle tras su transformación se ha vuelto más **robusto y defensible**. Genera ingresos diversificados (reduciendo vulnerabilidad a un solo canal), tiene elementos de recurrencia y fidelización que aumentan la predictibilidad, y cuenta con ciertas barreras de entrada basadas en su base instalada, datos y reputación. Todavía enfrenta límites de pricing por la competencia y la necesidad de seguir captando comercios, pero su adaptación a incluir el pago “en cualquier sitio” vía tarjeta le abre una frontera amplia sin requerir integraciones comercio por comercio. Esto sugiere que Sezzle puede seguir creciendo sin depender totalmente de firmar miles de nuevos merchants, apoyándose más en la **profundización** (más volumen por cliente existente) que en la **extensión** (más clientes nuevos) – un signo de maduración del negocio.

4. Desempeño financiero y operatividad

El desempeño financiero de Sezzle refleja nítidamente la evolución estratégica descrita: pasó de un crecimiento explosivo pero poco eficiente, a un crecimiento alto acompañado de mejoras drásticas en rentabilidad. Es ilustrativo revisar la trayectoria de sus ingresos y resultados netos en los últimos años:

Ingresos vs. Resultado neto (USD millones):

| Año | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ingresos | 15,8 | 58,8 | 114,8 | 126 | 159,4 | 271,1 |
| Net Income | -13,0 | -32,0 | -75,1 | -38,1 | 7,1 | 78,5 |

Vemos que los **ingresos** se multiplicaron casi x17 entre 2019 y 2024 (CAGR ~78%), con fases diferenciadas: hasta 2021 crecían al 90–100% anual, luego se moderaron a ~25–30% en 2022–23 al enfocar rentabilidad, y volvieron a acelerar a +70% en 2024 tras introducir nuevas fuentes de venta. El impulso continuó en 2025: en el primer semestre de 2025, Sezzle acumuló \$203,6 M en ingresos (104,9 M en Q1 + 98,7 M en Q2), lo que representa un +99% interanual sobre el 1S 2024. La empresa proyecta cerrar 2025 con un crecimiento del ~60–65% en ventas, evidenciando que la demanda por sus servicios sigue en fase de alta expansión.

Por el lado de la **rentabilidad**, la transformación es aún más marcada. Sezzle fue profundamente deficitaria hasta 2021, con márgenes EBITDA y netos muy negativos (p. ej. margen neto -65% en 2021). Pero a partir de 2022 inició una recuperación: redujo su pérdida neta a la mitad, y en 2023 logró un pequeño beneficio (margen neto +4%). El gran salto vino en 2024, donde alcanzó \$78,5 M de beneficio neto, equivalente a un **margen neto del 28,9%** sobre ventas. Este nivel de rentabilidad es sobresaliente para una fintech de crédito: implica que, por cada dólar ingresado, casi 0,29 se convierten en beneficio para accionistas. Detrás de esto está la escalabilidad de la plataforma y el control estricto de costes. Analicemos la cuenta de resultados 2024 vs 2023 para ver dónde mejoró la operativa:

- El **margen bruto** (ingresos menos costes directamente ligados a transacciones) se amplió gracias a menores costes relativos de procesamiento y menor proporción de pérdidas crediticias. En 2024, “los costes de transacción” fueron \$51,36 M y la provisión por pérdidas \$55,01 M, sumando ~\$106,4 M, lo que equivale al ~39% de ingresos. En 2023 esos rubros sumaban \$62,4 M + \$23,19 M = \$85,6 M, un 53,7% de ingresos. En otras palabras, el **margen bruto subió de ~46% a ~61%** en un año, impulsado por economías de escala (las comisiones de procesamiento por transacción se reducen en porcentaje al manejar volúmenes mayores) y por mejoras en la **calidad de la cartera** (la tasa de impago cayó: los *charge-offs* netos sobre préstamos se mantuvieron contenidos, incluso con la expansión de GMV). Esta mejora de casi +15

puntos porcentuales en margen bruto es crucial, pues indica que el crecimiento de ventas vino acompañado de mayor eficiencia.

- Los **gastos operativos** fijos se mantuvieron bajo control o crecieron mucho menos que los ingresos. En 2024, los gastos en personal, marketing, tecnología y generales sumaron ~\$82,5 M, apenas 7% más que en 2023 (~\$76,76 M). En cambio, los ingresos crecieron 70%. Esto revela un fuerte **apalancamiento operativo**: tras los recortes de 2022, Sezzle pudo escalar sus ventas sin necesidad de incrementar significativamente la estructura. Como proporción de ingresos, los gastos de personal+G&A cayeron de ~34% en 2023 a ~23% en 2024. Incluso en marketing se vio disciplina: el gasto en publicidad y promociones bajó un 18% en 2024 respecto a 2023 (de \$11,98 M a \$9,74 M), reflejando menor dependencia de incentivos para atraer usuarios, dado que el crecimiento vino más orgánico/vía suscripciones. Esta reducción de marketing en plena fase de aumento de ingresos sugiere que la marca y el boca-oreja están funcionando mejor.
- Consecuencia de lo anterior, el **resultado operativo (EBIT)** de 2024 fue \$82,25 M, multiplicando por ~3,7 veces el de 2023 (\$22,2 M). El margen operativo saltó de 13,9% a 30,3%. Esta formidable expansión de ~16 puntos porcentuales indica que Sezzle ha logrado una estructura altamente rentable sin sacrificar crecimiento.
- Hubo también factores puntuales: en 2024 Sezzle registró un **beneficio fiscal** extraordinario de \$11,2 M, producto de revertir provisiones y aprovechar pérdidas fiscales acumuladas (es decir, no pagó impuestos ese año, sino que reconoció un ingreso contable por impuestos diferidos). Esto infló algo la cifra de beneficio neto. Si excluyéramos ese efecto, el margen neto “normalizado” sería ~24% en vez de 29% – igualmente sobresaliente. En 2023, en cambio, la empresa sí pagó algo de impuestos (gasto de \$0,61 M), por lo que el beneficio neto de 7,1 M fue real. A futuro, conforme agote bases de pérdidas, Sezzle comenzará a pagar la tasa impositiva normal; pero su rentabilidad pre-impuestos es suficientemente alta como para absorberlo (por ejemplo, para 2025 Sezzle guía ~\$120 M de beneficio neto ajustado, que implicaría ya provisiones fiscales normales).

Un aspecto a destacar es la **calidad del resultado** en términos de caja. Pese al alto beneficio 2024, el flujo de efectivo operativo fue menor, unos \$40,9 M, debido a que gran parte de las ganancias se “reinvertieron” en crecimiento del crédito al consumidor (los préstamos en balance aumentaron con el mayor GMV, consumiendo capital circulante). Esto es normal en BNPL: cuando las ventas crecen rápido, la compañía destina efectivo a financiar las cuotas pendientes de cobrar de los clientes. En 2024 Sezzle aumentó su cartera de préstamos netos a \$164,6 M (desde \$130,6 M en 2023), explicando que no todo el beneficio contable se convirtiera en caja inmediata. Sin embargo, es importante que **ya genera caja positiva** aun creciendo ~70%. La relación entre flujo de caja y beneficio (alrededor de 0,52 en 2024) nos

dice que los beneficios son en buena parte *reales*, aunque haya un desfase temporal por el capital circulante. En 2023 el flujo de caja operativo fue ligeramente negativo a pesar de ganancias modestas, porque la compañía destinó \$68,4 M adicionales a financiar préstamos (lo cual cubre casi 3x su ganancia de 7 M). Este punto implica que, si el crecimiento se estabilizara o frenara, una cantidad significativa de efectivo quedaría liberada (al cobrarse los préstamos pendientes sin generar tantos nuevos, la caja aumentaría). En cambio, mientras siga la fase expansiva acelerada, es esperable que parte del beneficio contable se “invierta” en sostener ese crecimiento de crédito. Afortunadamente, Sezzle tiene acceso suficiente a liquidez (línea de crédito ampliada, flujo positivo, caja en balance) para financiar su cartera sin tensiones (profundizaremos en la fortaleza de balance en el punto 5).

Volviendo a la **operatividad**, los principales **márgenes de rentabilidad** muestran la ventaja comparativa que ha logrado Sezzle frente a competidores: margen bruto ~61%, margen EBITDA ~35%, margen neto ~28% en 2024. Muchos actores fintech de pagos tienen márgenes netos de un dígito o negativos, y pocas empresas jóvenes presentan un retorno sobre ventas tan elevado. Por ejemplo, Affirm – líder BNPL en EE. UU. – en su año fiscal 2024 aún registró pérdidas netas, y aunque reportó márgenes brutos sobre 50%, su estructura de costos fijos le impedía ser rentable de modo sostenido. Sezzle, con su menor escala, sorprende al generar márgenes mejores, lo cual subraya la eficiencia de su operación tras la reestructuración.

En perspectiva histórica, puede apreciarse también cómo **mejoraron los ratios de productividad**. El coste de adquirir cada dólar de ingreso bajó: en 2021, por cada \$1 de ingresos, Sezzle gastaba \$0,30 en marketing y \$0,40 en personal+TI (aprox), quedándole margen negativo; en 2024, por cada \$1 ingresa, solo \$0,19 se destina a personal+TI y \$0,04 a marketing, quedando un margen operativo holgado. Asimismo, la **conversión de ingresos en volumen** mejoró con las suscripciones – al cobrar suscripciones, la “tasa de monetización” (ingresos/GMV) subió ligeramente. De hecho, la métrica de *Total income as % of UMS (Underlying Merchant Sales)* que la empresa monitoriza fue 6,5% en 2019, 6,9% en 2020, bajó a ~6,4% en 2021 por la presión competitiva, y probablemente volvió a subir cerca del 10% en 2024 contando suscripciones (ya que los ingresos 271 M son ~10.6% de un GMV de \$2.56 mM en 2024). Este repunte en el *take rate* efectivo sugiere que Sezzle obtiene más ingresos por unidad de venta procesada que antes, gracias a la monetización directa de usuarios vía suscripciones y fees.

En definitiva, la fotografía financiera de Sezzle muestra **crecimiento robusto y rentabilidad en plena expansión**. La empresa pasó de quemar efectivo a generar ganancias significativas, y lo logró sin depender de eventos extraordinarios o artificios. Incluso ajustando cualquier beneficio no recurrente, la tendencia subyacente es de mejora año tras año. Por ejemplo, el *EBITDA ajustado* (excluyendo compensaciones no-cash, etc.) creció +92% en 2024, y la compañía espera casi duplicarlo de nuevo en 2025 según su guía (Adj. EBITDA proyectado

\$170–175 M vs \$88 M en 2024). Esto indica que la operación es *escalable*: los ingresos adicionales aportan cada vez más al resultado final.

Vale resaltar que durante esta trayectoria no hubo **discontinuidades significativas** más allá de la pandemia y la fallida fusión con Zip en 2022. La pandemia inicialmente impulsó el e-commerce y benefició a BNPL, pero luego en 2021 generó distorsiones (cheques de estímulo que quizá inflaron temporalmente el gasto). En todo caso, Sezzle navegó esas aguas y en 2022 supo reaccionar a la crisis sectorial. No realizó adquisiciones mayores ni cambios contables bruscos: su crecimiento y mejora de márgenes provienen mayormente de la **gestión orgánica**.

En conclusión, la situación financiera actual de Sezzle es la de una empresa en **franca expansión con elevados niveles de eficiencia operativa**. Los números validan el giro estratégico – hay creación de valor tangible en cada venta adicional – y sientan una base sólida para esperar que el negocio pueda seguir escalando con rentabilidades similares o mejores. En los siguientes bloques analizaremos si esta fortaleza se refleja también en la estructura de balance (deuda, liquidez) y en la capacidad de mantener retornos sobre el capital por encima del coste.

5. Fortaleza financiera y calidad del balance

La fortaleza financiera de Sezzle es notablemente sólida para una empresa de su tamaño en el sector fintech. Tras años de depender de capital externo para financiar su crecimiento, la compañía ha alcanzado un punto donde genera caja y mantiene una estructura de deuda prudente. Veamos los principales indicadores de solvencia y liquidez:

Al 31 de diciembre de 2024, Sezzle tenía **\$73,2 millones en efectivo** y equivalentes en su balance, además de \$4,8 M en efectivo restringido (depósitos vinculados a su socio bancario, WebBank, como colateral). Frente a esto, su deuda financiera consiste principalmente en una **línea de crédito** rotativa utilizada para fondear los préstamos a consumidores. A fines de 2024, el saldo utilizado de la línea era de ~\$104 millones (presentado como pasivo a largo plazo tras una refinanciación). En 2023 esa misma línea figuraba en corto plazo por \$94,4 M, pero en 2024 la empresa extendió plazos, reduciendo la presión de vencimientos inmediatos. Fuera de la línea, Sezzle apenas tenía deuda residual (unos \$0,25 M en préstamos diversos), por lo que podemos asumir **Deuda bruta ~\$104 M**. La **deuda neta** entonces es muy baja: apenas $\$104\text{ M} - \$73\text{ M} = \sim\$31\text{ M}$. Este apalancamiento neto es **marginal** comparado con la escala del negocio (por ejemplo, representa ~0,4 veces el EBITDA 2024). Diversos **ratios de solvencia** corroboran esta fortaleza: el **debt-to-equity** se sitúa aproximadamente en 1,0x (deuda 104 vs patrimonio 87,8 M), dentro de niveles moderados; el **debt-to-EBITDA** alrededor de 0,94x TTM, lo cual es bajísimo – implica que en un año de resultados operativos podría repagar toda su deuda financiera. El **interest coverage ratio** (EBIT/Intereses) fue ~6x en 2024 ($82,2\text{ M EBIT} / 13,76\text{ M gasto de intereses}$), y ha subido hasta 10,4x en 2025, dado que la empresa ha reducido costes financieros y aumentado EBITDA. Esto muestra una cómoda capacidad para cubrir el servicio de deuda: en 2024 pagó \$13,7 M de interés neto, que es apenas un 5% de ingresos, perfectamente asumible.

Un elemento destacable es que, pese a operar en financiamiento al consumo (sector que a veces conlleva alto apalancamiento), Sezzle ha mantenido su deuda en niveles controlados. ¿Cómo lo logró? Principalmente a través de la estrategia mixta de fondeo: usa la línea de crédito, pero también **involucra a los comercios en el fondeo a corto plazo** mediante el programa *Delayed Settlement*. En este programa, ciertos comercios aceptan recibir sus fondos con retraso a cambio de una pequeña remuneración diaria (un tipo de interés pagado por Sezzle). Esto actúa en la práctica como un préstamo de los comercios hacia Sezzle durante unos días, ayudando a financiar los préstamos a consumidores sin ampliar la deuda bancaria. Adicionalmente, la generosa generación de caja operativa en 2024 permitió que la empresa hiciera recompras de acciones y aun así incrementara su saldo de caja neto. Todo indica que Sezzle no ha necesitado ni planea endeudarse más allá de su línea principal. De hecho, la directiva declaró que con los \$40 M de flujo 2024 pudo pagar \$20 M en recompra y aun así aumentar caja.

Para dimensionar la solvencia de Sezzle en contexto, podemos mirar índices compuestos: el **Altman Z-Score** de la empresa (un indicador de riesgo de quiebra) está en torno a 11,18 – una puntuación muy alta que la sitúa en “zona segura” (muy por encima del umbral de 3) y superior a la media del sector tecnológico financiero, lo que indica una posibilidad ínfima de insolvencia a corto/medio plazo. Asimismo, el **Piotroski F-Score** calculado sería 7 sobre 9, señal de buena salud financiera: se cumplen criterios como rentabilidad positiva, generación de flujo positivo, mejora en márgenes, reducción de apalancamiento, etc. No sorprende puesto que Sezzle prácticamente marca todas las casillas de mejora financiera. Un ratio sencillo pero relevante es **Cash/Debt = 0,68**: tiene efectivo equivalente al 68% de su deuda total – pocos otorgantes de crédito dudarían de su liquidez con ese colchón. El **Current ratio** a fecha de compra se sitúa en ~3,51x, muy holgado. Esto implica que no hay presiones de liquidez inmediata; la empresa puede cubrir más de tres veces sus obligaciones de corto plazo con activos líquidos o realizables en el año.

La **estructura de vencimientos** de la deuda no se detalla públicamente, pero al reclasificar la línea como largo plazo en 2024 deduzco que consiguieron extender el plazo de esa facilidad crediticia, al menos más allá de 12 meses. Posiblemente la línea (otorgada por un sindicato de bancos) tiene vencimiento en 2025 o 2026, con posibilidad de renovación. Dada la rentabilidad actual y la moderación en crecimiento de la cartera que se espera conforme más usuarios repaguen, es factible que Sezzle pueda renegociar condiciones favorables o incluso **reducir deuda voluntariamente**. De hecho, en 2024 redujo ligeramente el coste de intereses: pagó \$14,0 M en intereses en efectivo, por debajo de los \$16,4 M pagados en 2023, pese a que las tasas de referencia subieron – señal de que usó eficientemente su exceso de caja para amortizar una parte o negociar menor spread.

Un tema a vigilar en términos de balance es la **calidad de los activos crediticios**: Sezzle mantiene en su activo circulante los *notes receivable* (préstamos a consumidores BNPL). Al final de 2024, esos préstamos netos sumaban \$164,6 M, para una cartera bruta originada de ~\$519,8 M comprada al banco socio durante el año (Sezzle compra la mayoría de los préstamos generados vía WebBank). La tasa de pérdida neta está contenida: en 2024 se castigaron \$31,07 M en principal como incobrable, con recuperaciones de \$0,56 M, lo que sugiere ~6% de *charge-off* sobre la originación anual (dentro de los rangos esperables en BNPL corto plazo, y manejado vía provisiones). La **cobertura de provisiones** es adecuada: la compañía mantiene un *allowance for credit losses* calibrado según modelos, y no ha reportado sorpresas de pérdidas superiores a lo reservado. Esto es importante pues unos activos de cartera de baja calidad podrían amenazar la solvencia. En 2024, la provisión total fue \$55 M, muy superior a las pérdidas efectivas de ~\$30 M, indicando un enfoque conservador.

En cuanto al uso del apalancamiento para financiar crecimiento vs ineficiencias: Claramente, la deuda de Sezzle se emplea para **financiar el crecimiento del negocio** (es decir, prestar a clientes) y no para cubrir pérdidas operativas ni pagar dividendos. Durante los años de

pérdidas, la empresa usó ampliaciones de capital (salió a bolsa en 2019 en ASX y luego en Nasdaq) para subsistir; pero desde 2023 la generación interna de fondos ha sido suficiente para todo. No reparte dividendos (lógico dado que reinvierte en crecimiento), y las recompras se hicieron con caja generada, no con deuda. Esto indica una **asignación de deuda prudente**: no se está endeudando para sostener operaciones deficitarias, sino que la deuda sube o baja en función del volumen de préstamos que financia a clientes – un modelo similar al de bancos o fintech crediticias sanas.

Si comparamos con otras fintech del sector, muchas presentan apalancamientos mayores: Affirm, por ejemplo, tenía deuda y líneas por varios miles de millones para fondear su cartera, con un ratio deuda/ingresos bastante más elevado (y su supervivencia dependía de las refinanciaciones del mercado de ABS). Sezzle, en cambio, mantuvo su escala de cartera en relación razonable con su capitalización. Un **Altman Z de 11,2** es extremadamente alto – por dar contexto, suele verse en empresas sin deuda y con alta rentabilidad; en el caso de Sezzle, lo logra combinando buen capital de trabajo, baja deuda y beneficios crecientes.

En resumen, el balance de Sezzle transmite **solvencia y resiliencia**. La empresa podría soportar escenarios adversos prolongados gracias a su liquidez y bajo apalancamiento. Por ejemplo, incluso si se enfrentase a un pico de impagos temporales, tiene capital para absorberlo; y si el crecimiento se frenara, podría repagar su deuda en poco tiempo con la caja que liberaría. No se perciben **riesgos financieros estructurales** importantes: no hay covenants conocidos que aprieten (no revelaron problemas de cumplimiento), no hay vencimientos masivos inmediatos, ni dependencia de instrumentos exóticos. De hecho, tras el fiasco de 2022, se abstuvo de cualquier ingeniería financiera arriesgada – recordemos que la fusión cancelada no dejó deudas (de hecho dejó caja por la indemnización). La única consideración es que su principal línea está a tipo variable (SOFR + 11,5%), lo que la hace sensible a subidas de tipos: en 2024 las tasas altas implicaron pagar más interés. Pero con el cambio de postura macro (tasas estabilizadas e incluso perspectivas de baja), la carga financiera puede reducirse. Además, la empresa mitigó esto subiendo algunos ingresos (p.ej. cobrando fee On-Demand que conceptualmente compensa tasa de interés para usuarios fuera de suscripción).

Podemos concluir que la **calidad del balance** de Sezzle es alta, sobre todo considerando que hace pocos años estaba en posición más frágil (quema de caja y dependiendo de equity). Este saneamiento y robustez financiera es un pilar fundamental de la tesis: le da la capacidad de **resistir shocks** (ej. un deterioro económico que provoque más morosidad, Sezzle podría aguantarlo sin insolvencia) y de **aprovechar oportunidades de crecimiento** (ej. extender más crédito o invertir en nuevos productos sin tener que emitir acciones o deuda cara). Dado que la inversión se plantea a largo plazo, contar con una empresa financieramente fuerte reduce significativamente el riesgo de cola (baja probabilidad de ruina).

6. Rentabilidad sobre el capital y eficiencia estructural

Un aspecto crucial para evaluar la creación de valor de Sezzle es medir su **rentabilidad sobre el capital** invertido y compararla con el costo de ese capital. Tras su giro a la rentabilidad, Sezzle ha empezado a generar retornos sobresalientes: en 2024 su **ROE (Return on Equity)** fue de nada menos que 103%. Este número, a primera vista exorbitante, se explica por la conjunción de un beneficio neto elevado (\$78,5 M) y un patrimonio contable relativamente pequeño (\$76,7 M promedio en 2024). Parte del ROE tan alto viene de la estructura de balance: tras años de pérdidas, el equity se redujo, y la ganancia de 2024 tuvo un efecto multiplicador. De todos modos, incluso si excluyéramos el efecto impositivo único, el ROE ajustado rondaría ~80–90%, una cifra muy superior a la media de la industria financiera. Para ponerlo en contexto, un ROE sostenible >20% suele indicar una compañía con **ventaja competitiva**; Sezzle ha logrado en su primer año completo de ganancias un ROE de cuatro a cinco veces ese nivel. Por supuesto, es de esperar que el ROE se normalice a la baja al crecer el equity con futuras ganancias retenidas, pero aun así proyecta un perfil de alta rentabilidad.

Más revelador es el **ROA (Return on Assets)**, que en 2024 fue alrededor de 30%. Este indicador muestra la eficiencia con la que la empresa utiliza sus activos totales (que en Sezzle son mayoritariamente cartera de préstamos y efectivo) para generar utilidad. Un ROA del 30% es extremadamente alto para una entidad financiera – típicamente bancos o fintech crediticias manejan ROAs del 1–5%. Sezzle, al ser ligero en activos fijos y operar una cartera de corto plazo rotativa, puede lograr un ROA mayor, pero 30% sugiere que está extrayendo mucho provecho de sus activos. De nuevo, parte es coyuntural (al liberar el activo diferido de impuestos, elevó el beneficio neto), pero incluso ajustando, el ROA estaría >20%. Es una señal de **eficiencia en el uso de activos**: su modelo genera altos ingresos por activo y mantiene controlados los gastos por activo.

El **ROIC (Return on Invested Capital)**, que considera la rentabilidad sobre el capital total invertido (deuda + equity) excluyendo intangibles, es otro indicador clave. Según mis cálculos, el ROIC de Sezzle TTM ronda el 44% – de nuevo un valor sobresaliente. El ROIC nos interesa especialmente en comparación con el **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**. Dado el carácter de alto crecimiento y pequeña capitalización, el costo de capital de Sezzle es relativamente alto (coste de equity exigido podría ser 15–20% anual en este sector; coste de deuda estaba en torno al 15–16% interest nominal). Combinando, un WACC razonable podría estimarse ~18–20%. Pues bien, con ROIC >40%, Sezzle está **generando retornos muy por encima de su costo de capital**, lo que significa que está creando valor para los accionistas con cada dólar reinvertido. En los años previos, el ROIC era negativo (destrucción de valor neta), pero ese ya no es el caso. Algunos analistas indican que el ROIC de Sezzle aún sería inferior al WACC si se normaliza mucho, pero los números mostrados contradicen eso: incluso mermado, quedaría >20%. Por prudencia, conviene vigilar si esta **brecha ROIC-WACC** se mantiene en el futuro más allá del primer año de euforia. Por

ejemplo, es distinto tener ROIC 40% en un año con evento fiscal puntual, que mantener un ROIC 25–30% sostenido; sin embargo, incluso este último seguiría superando el coste de capital.

La consecuencia es que Sezzle, al reinvertir ganancias en su negocio, probablemente esté incrementando el valor intrínseco del mismo rápidamente. Dicho de otro modo, cada dólar retenido se revaloriza a una tasa alta. Un punto interesante: la empresa no reparte dividendos y destinó parte de sus ganancias a recomprar acciones – al hacerlo, dado su ROIC elevado, está devolviendo capital que probablemente podría generar 30–40% de retorno interno, para beneficio del accionista (si la acción está infravalorada, recomprar es sensato). Este uso del capital propio sugiere que la directiva percibe que su acción estaba barata (lo cual concuerda con su $PEG < 1$, etc.), por lo que optaron por “invertir en sí mismos”.

Analizando la **fuerza de la rentabilidad**, vemos que proviene principalmente de márgenes altos, más que de un excesivo apalancamiento. De hecho, la **estructura de capital** de Sezzle es relativamente conservadora para un negocio de préstamo: su deuda neta es pequeña, por lo que la mayor parte del ROE proviene de márgenes y rotación de activos, no de deuda. Al cierre 2024, la **ratio de apalancamiento** (Activos/Patrimonio) era $\sim 3,0x$ (262,9 M activos / 87,8 M patrimonio). Esa palanca es modesta comparada con bancos (que operan 8–10x), por tanto, el $ROE > 100\%$ no es fruto de endeudarse mucho, sino de la altísima rentabilidad sobre activos. Podemos confirmarlo calculando: $ROA \sim 30\% * \text{leverage } 3x = ROE \sim 90\%$, más un pequeño plus por interés, nos da $\sim 100\%$. Así cierra la ecuación.

Esto significa que la rentabilidad de Sezzle **no depende críticamente del apalancamiento financiero**, lo cual es bueno para su sostenibilidad: incluso si tuviera cero deuda, su ROE sería muy alto (porque con A/P 1x, $ROA = ROE$). Por tanto, la empresa no necesita tomar riesgos excesivos de deuda para entregar retornos fuertes, a diferencia de otras financieras donde la rentabilidad viene al asumir mucho apalancamiento.

Otro factor a examinar es si el crecimiento erosiona o potencia la rentabilidad. Muchas empresas de crecimiento pierden rentabilidad marginal al expandirse (por saturación de mercado o necesidad de gastar más para cada unidad adicional). En Sezzle, hemos visto que los márgenes mejoran con la escala – el crecimiento ha sido **rentable** en 2023-24, expandiendo márgenes. Esto indica **apalancamiento operativo positivo**: sus costos fijos no crecen a la par que ingresos. Además, la diversificación de ingresos (suscripciones) aumenta la rentabilidad incremental (ingresos de suscripción tienen coste marginal casi nulo). Por tanto, la tasa de reinversión de utilidades que hace Sezzle (prácticamente el 100% de sus ganancias se reinvierten, sea en capital de trabajo o recompras) parece traducirse en **rentabilidad incremental alta**. Dicho de otro modo, por ahora no hay signos de rendimientos decrecientes fuertes: cada nuevo dólar invertido en la cartera BNPL o en adquirir suscriptores sigue generando un buen retorno.

¿En qué se apoya la rentabilidad de Sezzle? Principalmente en **márgenes brutos fuertes** (61% en 2024) y en costos operativos relativamente bajos gracias a su plataforma digital escalable. No depende de apalancamiento financiero ni de ventajas fiscales recurrentes. Su ROIC es alto tanto por la rentabilidad neta sobre ventas como por la alta rotación de capital: cada dólar invertido en préstamos rota alrededor de 8–10 veces al año (ya que las cuotas se pagan en ~6 semanas de promedio), permitiendo reutilizar capital varias veces en un año. Este modelo de rotación rápida es inherente al BNPL de corto plazo, y una vez se cubren los riesgos de impago, es muy rentable. Pensemos: con pérdidas crediticias ~4% del GMV y coste de fondos ~6% anualizado sobre GMV, y cobrando ~10% de ingresos sobre GMV, hay un spread positivo. El arte estuvo en recortar costos fijos para capturar ese spread como ganancia neta.

Comparando **rentabilidades con pares**, es difícil porque pocos competidores directos son rentables aún. Klarna, privada, recién en 2023 tuvo un trimestre en break-even tras grandes pérdidas; Affirm como vimos logró un mini beneficio trimestral en 2025, pero su ROE sigue negativo en global. Empresas de pagos más consolidadas (p.ej. Visa, Mastercard) tienen ROEs de 30–40%, pero son negocios muy distintos (redes dominantes). Que Sezzle logre ROIC/ROE superiores, aún con su escala pequeña, sugiere una **excelente eficiencia estructural**. Sin embargo, a largo plazo es esperable que la competencia (y quizá algo de regulación) *erosione algo los márgenes*, y que el equity crezca, moderando el ROE. Por ejemplo, si en 2025 gana \$120 M, su equity subirá a ~\$200 M, entonces el ROE sería ~60%. Sigue siendo altísimo y por encima de WACC, pero más normalizado. Será importante monitorear si en la medida que Sezzle crezca su base de capital (por retención de utilidades, ya que no parece necesitar emitir acciones), puede **mantener ROIC > WACC**. Por lo visto hasta ahora, la empresa tiene **economías de escala** y le quedan mercados por penetrar, lo que sugiere que sí podrá. Además, su adopción de suscripciones crea ingresos *steady* con poco capital, que elevan la rentabilidad de manera sostenible.

En conclusión, Sezzle exhibe **rentabilidades sobresalientes sobre su capital**, confirmando que ha pasado de destruir valor a **crearlo aceleradamente**. Está generando retornos muy por encima de su coste de capital, lo que se traduce en aumento de valor intrínseco año a año. Esto es un elemento fundamental de la tesis: no solo crece por crecer, sino que **crece sumando valor** (growth with profit). Mientras mantenga esa ventaja y disciplina, debería seguir en el top del sector en términos de ROE/ROIC. En el entorno actual de tipos altos, pocas empresas pueden presumir de ROIC 2–3 veces su WACC; Sezzle es una de ellas, lo cual justifica una valoración premium, que sin embargo el mercado aún no le está reconociendo del todo (como veremos en la sección de valoración).

7. Crecimiento histórico y su calidad

Sezzle ha exhibido un **crecimiento explosivo** desde su fundación, especialmente en la primera fase de expansión 2018–2021, seguido de un crecimiento algo más moderado, pero de mayor calidad en 2022–2023, para retomar un fuerte impulso en 2024–2025 una vez ajustado el modelo. Analicemos las tasas compuestas de crecimiento en los principales indicadores financieros y operativos, así como la naturaleza de ese crecimiento.

En términos de **ingresos**, el crecimiento compuesto a largo plazo es extraordinario: la **tasa CAGR 5 años (2019–2024)** fue de ~76,6% anual. Traducido: los ingresos pasaron de ~16 M USD en 2019 a 271 M en 2024. Pocas empresas mantienen un CAGR >75% por tanto tiempo, lo que refleja que Sezzle capturó una adopción muy rápida del BNPL entre usuarios y comercios. La **CAGR 3 años (2021–2024)**, más reciente, fue menor (~33,2% anual), indicando cómo en 2022–23 el crecimiento se moderó (a ~25–30% anual) por la reorientación estratégica. Aun así, +33% anualizado en 3 años sigue siendo impresionante. Y a partir de 2024 vemos una re-aceleración: ese año +70%, y la guía/consenso apunta a que 2025 podría repetir +60%. Por tanto, estamos ante una empresa que tras un breve “respiro” volvió a altas tasas de expansión.

No solo los ingresos han crecido: los **volúmenes operativos** se han expandido en la base. El GMV procesado alcanzó \$2.566 millones en 2024 (estimado, dado que 98,7 M de ingresos en Q2 representaban 10,6% del GMV, extrayendo GMV Q2 ~927 M; anualizando ~2.560 M). Esto es un salto enorme desde los \$244 M de UMS en 2019 – más de 10x en cinco años. En cuanto a **usuarios activos**, Sezzle pasó de 1,8 millones en 2019 a 3,4 millones en 2021, y luego a ~2,6 millones en 2023 (recordemos que endureció la definición y recortó usuarios inactivos). Así, la base de consumidores creció algo más lento en 2022–23 (incluso bajando del pico de 3,4 M a 2,6 M activos, al filtrar usuarios no recurrentes), pero en calidad aumentó su compromiso: la **frecuencia de uso** subió de 4,8 transacciones/trimestre en Q2 2024 a 6,1 en Q2 2025, y la proporción de usuarios suscritos fue creciente. En resumen, el crecimiento se ha ido trasladando de “más usuarios nuevos” a “más volumen por usuario existente”, lo cual suele ser un signo de madurez positiva (monetización intensiva de la base).

Examinando el **CAGR de EBITDA** y de **beneficio neto**: aquí se observa la inflexión de 2023. Hasta 2021 el EBITDA fue negativo, por lo que no tiene sentido un CAGR. Pero considerando 2021 a 2024: Sezzle pasó de EBITDA ajustado negativo a ~\$88 M positivo, un cambio enorme. Más ilustrativo es ver los crecimientos de un año a otro: EBITDA +303% YoY en 4T 2024, neto +1006% en 2024 (10x), y se espera ~>50% en 2025. Esto muestra **crecimiento “de calidad”**: no solo crecen ventas, sino que crecen los beneficios a tasas aún mayores. De 2021 a 2024, el beneficio neto pasó de –75 M a +78,5 M, lo cual estrictamente no es un “CAGR” sino un viraje de signo, pero podríamos decir que, en promedio, ha aumentado en decenas de millones por año.

¿De dónde proviene este crecimiento? En la fase inicial (hasta 2021), fue **impulsado principalmente por volumen**: Sezzle incorporó decenas de miles de comercios y millones de usuarios, creciendo geográficamente dentro de Norteamérica y aumentando su presencia *online*. En esa época ofrecían esencialmente el mismo producto (Pay-in-4 en comercios integrados) pero expandiéndose con marketing agresivo y conveniencia. El crecimiento era costoso, pues requirió subsidios (p. ej. *cashback*, promociones sin comisión a ciertos comercios, etc.) y lead-generation masivo. Luego, en la fase 2022–2023, el crecimiento del volumen se moderó, pero la empresa empezó a extraer **más ingreso por unidad de volumen** y a reducir costes – un crecimiento **más rentable pero menos acelerado**. Por ejemplo, en 2023 el GMV creció solo +5% (de ~\$2,0 mM en 2022 a ~\$2,1 mM en 2023, aproximado) mientras ingresos crecieron ~30%, reflejando que la diversificación (suscripciones, fees) elevó los ingresos sin depender tanto de GMV. En 2024, la introducción de On-Demand reavivó el crecimiento de GMV (+74% YoY Q2) y por ende de ingresos (+70%). Pero con la salvedad de que ahora cada unidad marginal de GMV venía con mejores márgenes (por usuarios suscritos, por menores costes transaccionales). Así que la **calidad del crecimiento mejoró**: pasó de ser “crecimiento a cualquier coste” a “crecimiento con apalancamiento operativo”.

Respecto al crecimiento **rentable vs erosión de márgenes**: Como ya se vio, hasta 2021 el crecimiento no era rentable (márgenes negativos). A partir de 2022, cada incremento de ingreso vino acompañado de mejora de margen, lo opuesto a erosión. Así que podemos afirmar que el crecimiento reciente ha sido **altamente rentable** – incluso se puede decir que el crecimiento “causó” la rentabilidad (porque sin aumentar ingresos en 2024 ~70%, quizá no se hubiera llegado al nivel de escalamiento que produjo 30% de margen neto).

Considerando factores cualitativos, el crecimiento de Sezzle se ha apoyado en **innovación de producto** y no solo en condiciones macro. Un ejemplo es su crecimiento acelerado en suscriptores (+68% en 2024): eso es una creación de nueva fuente de demanda genuina. También su entrada en segmentos como **BNPL en tienda física** (con la tarjeta tap-to-pay, etc.) abrió camino a más GMV. Por tanto, su crecimiento viene de la ejecución estratégica, no solo de “viento de cola” del comercio electrónico. Esto es importante para evaluar su sostenibilidad futura: la empresa no depende únicamente de que “el pastel BNPL crezca”, sino que lo está haciendo crecer con propuestas nuevas que captan más share y ocasiones de uso.

En términos de **calidad del crecimiento**, resumimos: la empresa creció rápido, corrigió su rumbo para no sacrificar rentabilidad, y volvió a acelerar con una base más sana. Ha logrado crecer en ingresos no solo por volumen sino añadiendo servicios de valor por los que sus clientes pagan, lo cual es crecimiento de alta calidad (menos susceptible a revertirse). Además, ha evitado crecimiento inorgánico – no hay grandes adquisiciones inflando la cifra de ingresos, todo es orgánico, lo que elimina riesgos de integración. Esto también significa

que su crecimiento es **auténtico** en términos de mercado ganado: ha expandido su propia operación en lugar de comprar participación.

La **comparativa frente a la evolución media** del sector BNPL indica que Sezzle ha sido uno de los casos de éxito más destacados post-2022. Muchos competidores sufrieron caídas de volumen o crecimiento marginal (Zip, por ejemplo, tuvo que reestructurarse fuertemente), mientras Sezzle mantuvo crecimiento de doble dígito alto. Frente al sector pagos en general, sus cifras de +70% en 2024 la sitúan muy por encima del crecimiento de proveedores de pago tradicionales (Visa crece ~10%, PayPal ~8%, incluso fintechs como Block crecieron 20–30%). Es decir, **Sezzle sigue en una curva de alto crecimiento secular**, apalancándose en tendencias de consumo BNPL y su propia ejecución.

En conclusión, el crecimiento histórico de Sezzle ha sido **muy alto y se ha transformado para ser de calidad y rentable**. El hecho de que tras alcanzar la rentabilidad no solo mantenga, sino que acelere el crecimiento (como en 2024–25) es un gran augurio: indica que no se conformó con volverse rentable a costa de crecer poco, sino que encontró la fórmula para crecer con salud financiera. Esto la diferencia de muchas startups que, al enfocarse en ganancias, sacrifican su dinamismo. Por ello, el perfil de crecimiento de Sezzle ahora es más **sostenible** que antes: ya no depende de gastar \$1 para ganar \$0,50 como en 2019, sino que puede ganar \$0,30 por cada \$1 ingresado. La convergencia de crecimiento y rentabilidad es la esencia de la oportunidad: estamos ante una compañía que todavía expande su negocio ~50%+ anual, pero con métricas de rentabilidad de empresa madura. Pocas veces esas dos condiciones coinciden, y el mercado a menudo no las reconoce inmediatamente, lo que crea la ineficiencia que tratamos de aprovechar en la tesis.

8. Cumplimiento de guidance y credibilidad

La **credibilidad del equipo directivo** de Sezzle a la hora de cumplir objetivos ha ido en aumento, en la medida que sus promesas recientes se han visto respaldadas por la ejecución. Es importante evaluar si la compañía suele entregar lo que proyecta (o superar expectativas), pues de ello depende la confianza en las guías de crecimiento futuro que sustentan nuestra tesis.

En los primeros años como cotizada (2020–2021), Sezzle, como muchas startups de alto crecimiento, no proporcionaba guías financieras precisas al mercado. Su comunicación se centraba más en métricas operativas (GMV, usuarios) y en la visión de crecimiento a largo plazo, sin comprometerse con metas concretas de ingresos o beneficios trimestrales. Esto era comprensible dado lo incipiente del negocio y la volatilidad de la pandemia. Durante ese periodo, la dirección hizo afirmaciones cualitativas optimistas (ej. proyectaba alcanzar 10 millones de usuarios en pocos años, o expandirse internacionalmente), algunas de las cuales resultaron demasiado ambiciosas considerando la posterior corrección del sector. Por ejemplo, la expansión a Europa/Asia nunca se concretó debido al cambio de prioridades en 2022, lo que podría verse como un “incumplimiento” de intenciones iniciales; aunque más bien fue una adaptación necesaria.

Sin embargo, a partir de 2022–2023, la comunicación se volvió más realista y enfocada en metas internas. Un hito clave: a inicios de 2023, Sezzle declaró públicamente su objetivo de lograr **rentabilidad GAAP anual en 2023**. Esta meta fue cumplida a cabalidad: la empresa entregó \$7,1 M de beneficio neto en 2023 cuando venía de pérdidas el año anterior. No solo eso, también señaló internamente la meta de tener utilidades en cada trimestre del año (cuatro trimestres consecutivos positivos), lo cual también consiguió, reforzando la noción de consistencia. El mercado probablemente era escéptico, dado que a mitad de 2022 Sezzle aún perdía dinero, pero la directiva **sobre-cumplió**: no solo llegó a break-even, sino con holgura creciente hacia fin de año (ganó \$2,9 M en 4T 2023, comparado con \$1–2 M en trimestres previos).

Otro ejemplo de credibilidad se vio en 2024. Habiendo alcanzado rentabilidad, la empresa comenzó a dar guías cuantitativas más claras. Tras el fuerte 1T 2025, Sezzle **revisó al alza su guidance de beneficio 2025**: inicialmente había orientado alrededor de \$80 M netos, y en mayo 2025 lo subió a \$120 M (un +50% de revisión), citando la confianza derivada de los resultados positivos. Esta proactividad en elevar la guía indica que la gestión monitorea de cerca las tendencias y se siente cómoda transmitiendo mejores perspectivas cuando los datos las avalan. Es preferible esto a empresas que mantienen guías tímidas para luego sorprender (o peor, guías agresivas sin base). En el caso de Sezzle, la actualización vino tras un trimestre excepcional (1T 2025 ingresos +123%, neto +286% YoY), lo cual la justificaba plenamente.

Adicionalmente, la compañía suele publicar métricas operativas en sus presentaciones trimestrales (como GMV, usuarios activos, margen de contribución) y a juzgar por los comunicados, esas métricas han estado **alineadas o por encima de las expectativas** internas. Por ejemplo, para 2024 la directiva hablaba de >55% crecimiento en pre-tax profit; finalmente entregaron +771% a nivel pre-tax (de \$7,7 M a \$67,3 M), aunque con ayuda fiscal, pero incluso a nivel operativo +270%. Esto sugiere que eran conservadores en proyecciones públicas.

Si bien Sezzle es todavía seguida por relativamente pocos analistas de Wall Street (por ser midcap reciente en Nasdaq), aquellos que la cubren han ido ajustando sus estimaciones al alza conforme la empresa demostraba resultados. Por ejemplo, tras los resultados de Q1 2025, el consenso de ingresos y ganancias para 2025 subió sustancialmente (de ahí la acción subió). Tras Q2, puede que el consenso se ajustara un poco a la baja en neto GAAP, pero no hay indicios de grandes “sorpresas negativas” ocultas. En general, **no se observan gaps entre lo prometido y lo logrado** en años recientes; más bien, Sezzle tiene un historial de **sobrepasar expectativas conservadoras**. Esto aumenta la credibilidad del management a ojos de inversores institucionales.

Cabe destacar también la comunicación transparente de riesgos: en su informe anual 2023, por ejemplo, enumeraron con franqueza los riesgos macro (tipos, competencia, dependencia de socios), lo que denota ser conscientes de potenciales obstáculos. La sinceridad en reconocer desafíos (ej: reconocieron en 2022 que el modelo anterior no era sostenible y actuaron) también genera confianza en que no “venderán humo” si las cosas se tuercen, sino que adaptarán guías.

¿Ha habido **inconsistencias**? Solo podríamos apuntar la abrupta diferencia entre la visión expansiva pre-2022 (que hablaba incluso de la fusión con Zip e internacionalización agresiva) y la realidad post-2022 (foco en rentabilidad en mercados actuales). Pero esto no fue tanto un fallo de guidance como un cambio de contexto. Desde que la estrategia cambió, la empresa ha sido bastante consistente en su mensaje: “ejecutaremos rentable, innovaremos producto y recompensaremos accionistas” – y lo ha cumplido con hechos (rentabilidad lograda, nuevos productos lanzados, recompra hecha).

En conclusión, la **capacidad de Sezzle para cumplir (o superar) sus objetivos financieros recientes ha sido muy alta**, lo que otorga credibilidad al management. Han entregado rentabilidad antes de lo que muchos esperaban y ajustado al alza guías con base en datos. Por lo tanto, al evaluar proyecciones futuras de ingresos y beneficios (que veremos en el bloque 9), podemos dar un peso significativo a las guías proporcionadas, asumiendo un cierto margen de prudencia. Siempre existe la posibilidad de que factores externos impidan cumplir al 100% (por ejemplo, una recesión fuerte podría hacer que en 2025 no alcancen 60% de crecimiento sino menos), pero no parece haber problemas de sobreprometer y no lograrlo, sino más bien lo contrario: **Sezzle se ha ganado la reputación de “underpromise and**

overdeliver” en esta nueva fase. Desde el punto de vista de un inversor, eso es ideal, ya que reduce el riesgo de decepciones negativas inesperadas. En mi monitoreo, prestaré especial atención a cualquier desviación en este historial (por ejemplo, si en próximos trimestres tuvieran que rebajar guidance sería una alerta), pero por ahora la trayectoria de ejecución refuerza la tesis de confianza en las proyecciones de crecimiento rentable.

9. Visibilidad futura – Estimates y previsiones

Las **estimaciones de los resultados futuros** de Sezzle son muy buenas para una empresa de alto crecimiento, gracias a la confluencia de factores: un modelo de ingresos con componentes recurrentes, guías públicas de la dirección, y una cobertura de analistas que, aunque limitada, converge en estimaciones optimistas. Analicemos las previsiones de consenso para los próximos años, su evolución reciente y los supuestos subyacentes, así como los riesgos que podrían afectar dichas estimaciones.

Según el consenso de analistas, Sezzle se espera que mantenga un fuerte crecimiento de ingresos en el horizonte de 1–3 años. Concretamente, las estimaciones recopiladas indican un **+63% YoY en ingresos para 2025**, seguido de un +28% en 2026 y +42% en 2027. Estas cifras parecen alineadas con la guía oficial para 2025 (60–65% de aumento), y reflejan la expectativa de que tras un posible leve enlentecimiento en 2026, el crecimiento re-aceleraría en 2027. Cabe resaltar que ese patrón de 63% → 28% → 42% es un tanto extraño, y podría deberse a diferencias en metodologías (algunos analistas proyectan a 3 años vista una cifra total y la reportan como “42%” quizá refiriéndose al crecimiento agregado 2025–27). No obstante, cualitativamente, el consenso cree que Sezzle puede duplicar sus ingresos aproximadamente en 2 a 3 años, lo cual es consistente con su trayectoria reciente.

En cuanto a **beneficios**, las estimaciones apuntan a incrementos sustanciales: para 2025 se proyecta un **+50% YoY en beneficio neto** (lo que daría alrededor de \$120 M, como la guía señala), y para 2026 otro ~+29%, seguido de ~+41% en 2027 en línea con ingresos. Esto sugiere que el consenso espera que los márgenes netos se mantengan estables. Es decir, se asume que Sezzle podrá **sostener sus altos márgenes** en los próximos años. Dado que en 2024 logró ~29% neto, los analistas probablemente modelan algo similar para 2025 y 2026, quizás bajando a ~25-27% transitoriamente si prevén mayor gasto en crecimiento, pero volviendo a ~28-30% al final del periodo.

En el plano operativo, la dirección de Sezzle brindó metas concretas para 2025: además de ingresos y neto, un **EBITDA ajustado de \$170–175 M** (+~95% vs 2024). Esto implica un margen EBITDA ~35-36%, superior al ~32% de 2024, reflejando nuevas eficiencias. El consenso avala esta mejora: no hay señales de alarma de que la empresa deba invertir desproporcionadamente más para crecer; al contrario, las previsiones suponen **apalancamiento operativo continuo** (gastos creciendo más lento que ventas). En general, no hay indicio de deterioro en *earnings* futuros en las previsiones; más bien al contrario, se espera **crecimiento robusto tanto en línea superior como inferior**.

La **estabilidad de estas previsiones en el tiempo** merece análisis. Hace un año, seguramente el consenso para 2025 era mucho más bajo, ya que pocos anticipaban un crecimiento tan explosivo en 2024. Por ejemplo, tras Q2 2024 (hace un año), quizás esperaban ingresos 2025 de +30-40%. Ahora es +60%. Esto significa que las estimaciones se han venido **revisando**

al alza paulatinamente conforme la empresa sorprendía con sus resultados. Una métrica: hace 6 meses, la previsión de beneficio 2025 era ~\$80 M (la propia guía inicial de la empresa); hoy es \$120 M. Esa es una revisión enorme (+50%). En cuanto a 2026–27, es probable que los analistas sean más conservadores por la incertidumbre a largo plazo, de ahí quizás el 28% en 2026. La subida al 42% en 2027 puede indicar que algunos prevén algún nuevo catalizador, o podría ser simplemente un error en la manera de presentarlo. En todo caso, se anticipa que tras 2025, Sezzle seguirá creciendo a tasas muy por encima del mercado, aunque posiblemente no al 60% anual sostenido – se modela una desaceleración, lo cual es lógico a medida que la base de ingresos se haga mayor.

¿El consenso es **optimista o conservador**? Diría que es moderadamente optimista, reflejando la confianza ganada. Un PEG < 1 implica que los analistas consideran plausible ese crecimiento alto y juzgan la acción barata respecto a él. Algunos podrían argumentar que prever >30% de crecimiento promedio en 3 años ya es optimista para cualquier empresa. Pero dado lo visto, Sezzle tiene catalizadores claros (suscripciones en aumento, On-Demand expandiendo mercado, sector BNPL en recuperación cíclica, etc.). Además, hay que considerar que las previsiones quizá **no incluyen** expansiones potenciales no anunciadas: por ejemplo, Sezzle podría en 2026 extender su servicio a más países o lanzar nuevos productos crediticios (como préstamos más largos, o integrarse en marketplaces globales) que no estén en los modelos. Así que hay una chance de “upside” adicional no contemplado. Por otro lado, riesgos como una recesión fuerte que frene consumo no parecen fuertemente incorporados: el consenso asume una macro razonable.

Analizando la **sensibilidad** de las estimaciones a variables críticas: el principal driver es el GMV, que depende del consumo minorista y de la penetración BNPL. Si la economía estadounidense entrara en recesión en 2024–2025 con caída de ventas retail, Sezzle podría ver su GMV crecer mucho menos (o hasta contraerse temporalmente). En tal caso, los ingresos crecerían menos del previsto 60%. Por ejemplo, si GMV 2025 solo creciera 20%, quizás ingresos crecerían 30–40%. Aún sería crecimiento, pero sustancialmente menor al consenso. También, un repunte fuerte de la morosidad (por desempleo alto) podría forzar a Sezzle a frenar aprobaciones (limitando crecimiento) y a aumentar provisiones (erosionando margen neto). Este es probablemente el escenario de “downside” principal y cabe monitorizarlo. No obstante, las señales al momento (desempleo bajo, consumidores aún gastando) no apuntan a un colapso inminente.

Otra variable es la **competencia**: si un jugador como Apple Pay Later o PayPal decide ser ultra agresivo con promociones (p.ej., subsidiar BNPL masivamente) podría quitarle volumen a Sezzle o presionar sus merchant fees a la baja. Esto podría ralentizar su crecimiento y/o achicar márgenes, pero dado el nicho específico de Sezzle (usuarios jóvenes subprime/moderados muy fieles) es poco probable que migraran en masa solo por una promo, más aún con suscripciones anuales ya pagadas.

En términos de **revisiones de guía de la propia empresa**, dado su estilo conservador, es más probable que actualicen al alza que a la baja si la tendencia continúa. De hecho, tras Q1 2025 subieron la guía, tras Q2 la mantuvieron; si Q3 2025 volviera a ser muy fuerte, no me sorprendería que vuelvan a ajustar. Si en cambio ven indicios de desaceleración, podrían quedarse callados (sin recortar oficialmente) y esperar a año nuevo. Considerando su credibilidad, un recorte de guidance sería tomado muy negativamente por el mercado, así que solo lo harían ante algo muy evidente.

Resumiendo, la visibilidad de Sezzle es **buena a 1 año**, apoyada por guidance concreta, y **razonablemente buena a 2 años** dado el momentum del modelo (suscripciones en auge dan cierta previsibilidad). A 3 años es menos nítida (como todo en tech, surgen más incógnitas), pero incluso ahí las estimaciones pintan un panorama de crecimiento sostenido. No se ve divergencia entre las expectativas del consenso y lo que la empresa cree lograr – ambas están en sintonía de crecimiento >50% inmediato luego moderando a ~30–40%. Para mi tesis, esto es importante: significa que no estamos apostando contra la corriente de analistas, sino más bien con ella (aunque podríamos argumentar que incluso están subestimando el potencial si todo va bien).

10. Retorno al accionista

La política de **retorno al accionista** de Sezzle ha evolucionado rápidamente, pasando de no existir (en la etapa de crecimiento inicial) a convertirse en una herramienta activa en 2023–2024 mediante recompra de acciones. Como empresa de alto crecimiento y relativamente joven, Sezzle **no paga dividendos** ni está previsto que lo haga en el corto plazo; toda la generación de caja se reinvierte en el negocio o se utiliza en recompras cuando se considera oportuno. Esto es razonable, ya que retener fondos para financiar la expansión genera mucho mayor valor compuesto dado su ROIC elevado, que distribuir efectivo a los accionistas que tendrían dificultad en reinvertirlo con retornos comparables.

El primer gesto tangible de retorno fue el anuncio a finales de 2023 de un **plan de recompra de acciones**. En diciembre 2023, Sezzle comunicó la aprobación de recomprar hasta \$5 millones en acciones (aprox 100 mil títulos), que ejecutó en el mercado abierto a precios en torno a \$16–18 por acción (equivalente pre-split). Posteriormente, ya en junio 2024, con la acción revalorizada, el directorio amplió el plan con una recompra adicional de **\$20 millones**, evidenciando una fuerte convicción en que la acción seguía infravalorada. Según los estados financieros, en 2024 Sezzle recompró y retiró ~294.959 acciones por un total de \$19,98 M, más otras ~46.464 acciones por \$3,63 M que mantiene en autocartera (tesorería). En conjunto, gastó ~23,6 M en recompra en 2024, lo que representó alrededor del 30% de su flujo de caja operativo de ese año y un 27% de su beneficio neto. Esta es una proporción significativa, que muestra la prioridad dada a retribuir accionistas una vez atendidas las necesidades de crecimiento. De hecho, la caja generada sobrante se destinó en gran medida a esta tarea, priorizándose sobre, por ejemplo, amortizar deuda (la deuda neta apenas varió, prefirieron recomprar acciones antes que reducir totalmente la línea de crédito).

La efectividad de estas recompras ha sido notable: Sezzle recompró en 2023-2024 un total neto de ~340 mil acciones, reduciendo el conteo de acciones en circulación de ~5,70 M a ~5,62 M (aprox -1,4%). Aunque el porcentaje de reducción no es enorme aún, hay que considerar que contrarrestó completamente las emisiones por stock options y RSUs a empleados (unas 75 mil acciones netas emitidas en 2024 por ejercicios e incentivos). Por tanto, la recompra logró que **no hubiese dilución neta**; más bien una leve anti-dilución. Esto es muy positivo, porque muchas startups continuaban emitiendo acciones y diluyendo a los inversores aun tras ser rentables, mientras que Sezzle muestra disciplina y consideración hacia el accionista.

En cuanto al **timing** de las recompras, la gestión acertó: compraron en 2023 a precios bastante bajos (recordemos que tras el reverse split de mayo 2023, la acción llegó a caer por debajo de \$10 en octubre 2023; la empresa compró en el rango de ~\$16 en Q4 23, que ajustado por la subida posterior fue muy barato). Y siguieron comprando en H1 2024 cuando el precio promedió ~\$60–70, anticipándose a la subida a \$180. Estas recompras tempranas generaron un aumento de valor por acción significativo para los accionistas restantes. También enviaron

una señal de confianza al mercado en momentos clave: por ejemplo, el anuncio del plan de \$50 M en enero 2025 (cuando la acción estaba subiendo) reforzó la tendencia alcista indicando que la directiva aún veía valor a esos niveles. Cabe señalar que un plan de \$50 M representaba cerca del 10% del *free float* a precios de principios de 2025 (~\$80–90 por acción). Esto es una cantidad agresiva y bastante inusual para una empresa de crecimiento (usualmente destinan todo a crecer, pero Sezzle generaba caja de sobra para hacer ambas cosas). Hasta ahora, es probable que no hayan ejecutado aún todo ese plan \$50 M (quizá lo han pausado tras la caída de agosto, o esperan momentos oportunos), pero su mera existencia es tranquilizadora: provee un **suelo implícito** al precio si cae demasiado, ya que la empresa puede entrar a apoyar la cotización con recompra.

Respecto a **dilución** por emisiones, revisemos: en 2019–2021 Sezzle emitió muchas acciones (OPV, follow-ons) para financiar su crecimiento, lo que diluyó a los iniciales. Pero tras 2022, no ha hecho ninguna ampliación de capital ni colocado nuevo equity (lo cual hubiera sido a precio deprimido). Solo ha emitido lo necesario para compensaciones a empleados: en 2024 fueron ~75 mil opciones y ~142 mil RSUs vestidas, representando ~3.8% del capital. Esto es relativamente moderado (muchas tech diluyen 5-8% anual en stock comp). Además, al recomprar ~6% del capital en mercado, cubrieron con creces esa emisión. De cara al futuro, de persistir la rentabilidad y flujo libre generoso, es de esperar que Sezzle continúe con recompras oportunistas para mantener la base accionarial estable o decreciente, maximizando el valor por acción.

No se han visto otras formas de retorno como **dividendos especiales** o similares, y no tendría sentido en esta fase de crecimiento. Quizá más adelante, si la empresa madura y reduce su ritmo de expansión, consideraría dividendos regulares. Pero en el horizonte visible, la preferencia es recompra, que además es fiscalmente más eficiente para los inversionistas y flexiblemente ajustable.

Un punto a favor es la ausencia de capital preferente o deudores que exijan retornos prioritarios (por ejemplo, no hay deuda convertible ni acciones preferentes con dividendos acumulativos). Todo el retorno de valor creado va a los accionistas comunes. Y los insiders (como CEO y directivos) tienen participaciones, así que están alineados en querer que el valor por acción suba, más que en recibir dividendos ahora.

¿La política de retorno ha sido **consistente con la generación de caja**? Sí, en 2024 generó ~\$40,9 M CFO, gastó ~\$23,6 M en recompras, y el resto fue a pequeños capex e intereses, manteniendo incluso algo para subir el cash neto. No se endeudó para recomprar (lo cual sería arriesgado), sino que usó caja orgánica. En 2025, con CFO proyectado mayor, podría ejecutar más recompra del plan \$50 M sin comprometer la liquidez operativa. Esta disciplina es un buen indicador de gobernanza: no están “quemando la caja” en autopistas, sino calibrando el retorno.

¿Ha habido algo *dilutivo* o contrario al accionista? La única nota sería la **reverse split 1:38 de mayo 2023**, pero esa maniobra fue para cumplir requisitos de cotización Nasdaq (ya que la acción estaba a centavos en ASX tras la caída de 2022). Aunque en teoría consolidó acciones reduciendo el número en circulación, eso no afecta la participación de cada accionista proporcionalmente, solo eleva el precio unitario. No fue perjudicial en sí, de hecho posibilitó la migración a Nasdaq donde la acción pudo atraer más inversores institucionales.

En términos de **policy outlook**, todo indica que Sezzle mantendrá una estrategia de retorno centrada en **recompras selectivas**. Dado que su acción tuvo una montaña rusa en 2025 (subió de ~\$16 a \$180, luego bajó a \$83), es probable que la directiva intente aprovechar caídas fuertes para recomprar más (si la consideran infravalorada). Por ejemplo, tras la caída de agosto 2025 a ~\$95, podrían haber acelerado compras (en su call de Q2 mencionaron que con la autorización en mano, decidirían según condiciones de mercado). Personalmente, me agrada esta flexibilidad: prefiero que recompren agresivamente cuando la acción está barata (como en Q4 2023, lo hicieron bien) y sean más cautos si la acción subiera a múltiplos exigentes (no malgastar dinero en recompras caras).

De cara al accionista minoritario, el **compromiso de la empresa con crear valor por acción** se evidencia con estos retornos. Muchas tech hubieran preferido acumular la caja o gastarla en adquisiciones dudosas; Sezzle en cambio la devuelve si ve que su propio papel es la mejor inversión. Hasta ahora no ha habido adquisiciones relevantes – lo cual suele ser un riesgo de destrucción de valor vía sobrepago. Sezzle no ha hecho compras caras con acciones sobrevaluadas (de hecho, fue al revés: la quisieron comprar barata y no se concretó, para suerte de los actuales, pues solos revalorizaron mucho más).

En resumen, la **política de retorno al accionista de Sezzle ha sido muy favorable al inversor** en esta nueva etapa: sin dividendos (lógico), pero con recompras oportunas que evitan dilución y aumentan la participación de cada accionista en los crecientes beneficios. Esta política parece **sostenible** mientras siga produciendo excedentes de caja. Considerando que la empresa no requiere grandes inversiones de capital ni guarda deuda excesiva, probablemente continúe generando flujo disponible para recompra en años venideros, equilibrando crecimiento y retribución. Esto añade un elemento de “income” indirecto a la tesis: aunque no pague dividendos, las recompras pueden resultar en apreciación del valor intrínseco por acción y quizás en un futuro, cuando la empresa madure, habilitar dividendos significativos sin diluir crecimiento.

Mi evaluación es muy positiva: la directiva está mostrando ser **buen administrador del capital**, retornándolo cuando corresponde y reinvirtiéndolo cuando hay alta rentabilidad interna. Para el inversor, esto ofrece lo mejor de ambos mundos: crecimiento compuesto y mejora en métricas por acción, aumentando la probabilidad de obtener retornos superiores a largo plazo.

11. Valoración y potencial de revalorización

La valoración actual de Sezzle ofrece, a mi juicio, una **significativa asimetría positiva**: la acción cotiza a múltiplos moderados considerando su crecimiento y rentabilidad, lo que sugiere un **descuento** respecto a su calidad intrínseca. Analicemos la valoración por múltiplos comparativos, su histórico, el potencial alcista hasta máximos previos y una aproximación a cuánto crecimiento futuro está (o no) descontando el precio actual.

A un precio de referencia de \$90 por acción (cierre del 2/9/2025), Sezzle presenta los siguientes múltiplos basados en cifras TTM (2024 completos y 1S 2025 parciales, aproximados):

- **Relación P/E** (precio/beneficio): ~32 veces utilizando GAAP EPS TTM. Este PER de ~32x aparentemente no es bajo en términos absolutos; sin embargo, cabe señalar dos cosas: (i) Está influido por la valoración de mercado que se disparó en H1 2025. Antes del drawdown, al precio pico (~\$180), el PER llegó a ~65x. Comparándolo contra su mediana histórica, vemos que su mediana se sitúa en negativo, puesto que se ve lastrado por los períodos anteriores donde no obtenía beneficios. En cualquier caso, comparado con el sector, **Sezzle cotiza con prima sobre los procesadores de pago tradicionales** (que están en PER 12–15) pero con **enorme descuento respecto a fintechs growth** (muchas ni tienen PER positivo). Por ejemplo, Affirm no tiene PER positivo (pérdidas) y PayPal tiene ~16x. (ii) Que Sezzle, creciendo mucho más rápido, cotice a un PER un poco más del doble de PayPal sugiere infravaloración o escepticismo del mercado sobre la permanencia de su beneficio. Sin embargo, dado su PEG ~0.8, el PER relativo a crecimiento es atractivo. Yo diría que un PER de 32 para +60% de crecimiento es muy bajo.
- **EV/EBITDA TTM**: ~23x La “mediana histórica 10 años” (–9,68) no es útil porque durante buena parte de ese periodo Sezzle **no era rentable**. En la etapa actual, el múltiplo parece **alto** en términos absolutos, pero **aceptable** para una compañía de **alto crecimiento** con márgenes en expansión y visibilidad creciente. En comparación sectorial (mediana ~12,6x), no desentona para un perfil que está consolidando escalabilidad y debería normalizar su valoración a medida que el EBITDA se afiance.
- **P/B (precio/valor contable)**: ~25.7x. Esto es elevado porque su equity contable era bajo tras pérdidas acumuladas. P/B sector ~1.6x. Pero P/B carece de sentido en esta fase: el patrimonio de Sezzle era pequeño (tras roer el déficit), y su valor real es intangible (red de usuarios, marca). Después de 2024, el patrimonio subió de 22 a 87 M, por lo que P/B actual ya es menor (~4.9x). Para una fintech rentable, eso no asusta. A medida que retenga ganancias, su BV aumentará y P/B se normalizará.

- **EV/FCF:** 113.5x, es un múltiplo **elevado** en términos absolutos y frente a su mediana histórica (~13x) y la del sector (~12x). La causa principal no es un encarecimiento del equity, sino que el **FCF** aún está en fase de **normalización**: hace poco era negativo y la compañía está ampliando su generación de caja (tras consumos de circulante ligados al crecimiento). Si esta trayectoria se mantiene, es razonable esperar que el múltiplo **descienda** progresivamente hacia niveles más normales conforme aumente y se estabilice el FCF.
- **PEG (PE/growth):** ~0.79, lo que indica una relación precio-crecimiento muy atractiva (<1). Esto asume growth de beneficio ~40%, pero si fuere >50%, PEG es incluso menor (~0.6). Un PEG por debajo de 1 sugiere infravaloración relativa: el mercado no está valorando plenamente la tasa de crecimiento futuro de las ganancias.

En suma, los **múltiplos absolutos** de Sezzle puede que no parezcan baratos, pero en términos relativos, para una compañía de estas características, están más próximos a niveles propios de una empresa madura o de bajo crecimiento, no de una con >50% crecimiento y ROE >50%. Esto implica que el mercado tal vez esté desconfiando de la durabilidad de sus ganancias (quizá asumiendo que la bonanza actual es pasajera). Alternativamente, podría haber ineficiencia por su bajo float o ser relativamente desconocida en Nasdaq tras la migración.

La **valoración respecto a su media histórica** es complicada por los años de pérdidas. Claro, antes no era rentable y hoy sí, lo que justificaría incluso un múltiplo negativos porque parte de ese crecimiento ya se monetiza en beneficio. Sin embargo, si su margen neto fuese sostenible ~25–30%, uno esperaría un múltiplo mayores, pues cada venta trae mucho profit. La relativamente baja valoración actual indica un **descuento claro**.

Respecto al **potencial hasta máximos anteriores**: Sezzle alcanzó ~\$186 de cierre en julio 2025. Desde \$90, volver allí supondría un +110% de subida. Si lo logra en 1–2 años, sería un enorme alpha. ¿Es realista? Para que el mercado recupere ese pricing, querría ver confirmación de que la caída de neto Q2 fue puntual y que en 2025 se cumple la guía. Probablemente, si Sezzle entrega los \$120M neto y un fuerte Q3-4 2025, la acción podría acercarse de nuevo a triple dígito. Por tanto, el *upside* hasta máximos se justifica si la empresa sigue ejecutando.

La asimetría de la tesis la podemos cuantificar: Upside scenario – recobrar al menos 50% de su caída, llegando a ~\$120 en 12 meses, representaría +58%. Downside scenario – si los fundamentales se deteriorasen severamente, digamos pierde crecimiento o sufre pérdidas, la acción podría caer más. ¿A cuánto? Su mínimo pos-split ajustado fue ~\$50 en marzo 2025 antes del rally final. Eso implicaría –40% desde \$90. Y eso fue en un punto sin claras razones, simplemente rotación. Difícil ver un downside mayor sin catástrofe macro. Así, la relación upside:downside es muy favorable (posible +100% vs posible -40%, con la probabilidad inclinada hacia el alza dado momentum operativo).

¿Hay margen de seguridad? Yo diría que sí, porque inclusive con supuestos de crecimiento mucho menores, la valoración actual seguiría no siendo cara.

El **mercado** parece estar descontando tal vez que BNPL es un modelo cíclico riesgoso, y penaliza con múltiplos de empresa financiera devaluada. Sin embargo, con la clarificación regulatoria y la demostración de rentabilidad de Sezzle, es plausible un *rerating*. Si inversionistas la empiezan a ver como “tech rentable”, la subida en su cotización sería inevitable. Claramente, no esperamos esa valoración de inmediato por la volatilidad del mercado y lo reciente del turn-around. Pero sugiere que la **margen de seguridad** es amplio

En cuanto a *margin of safety*, sumaría que la empresa tiene caja neta y generando más, por lo que es improbable que su valor se diluya o sufra un evento crediticio. El principal riesgo es ejecución (ver punto 15), pero con su historial reciente, la confianza es razonable.

Concluyendo, la acción de Sezzle a \$90 parece reflejar un mercado **demasiado pesimista**, pasando por alto la notable generación de valor actual. En mi opinión, hay un **claro descuento respecto a su calidad**: se paga múltiplos de empresa de crecimiento moderado por una que crece >50%. Este desajuste podría corregirse conforme Sezzle siga entregando resultados cercanos a guidance, llevando a un *re-rating*. Estimo un precio objetivo conservador en torno a \$170, lo que ofrece un **upside >80%**. En un escenario optimista, la acción podría retar de nuevo sus máximos ~\$180–200 en 1-2 años o superarlos, si mantiene crecimiento alto y amplía su reconocimiento en el mercado.

El **downside real** lo veo limitado por la valuación fundamental baja y por la recompra en curso (que actúa como soporte). Un riesgo sería un deterioro macro severo que recortase a la mitad sus beneficios. Por ello considero que la **asimetría es muy favorable**: el potencial de revalorización (doblar en próximos años) compensa sobradamente el riesgo de una caída adicional (quizá un -30% en peor caso). Por supuesto, vigilaremos métricas clave para ajustar esta valoración a medida que lleguen los próximos resultados, pero al día de hoy la *margin of safety* parece convincente.

12. Comparativa con el sector y competidores

Sezzle opera en el competitivo segmento de *Buy Now, Pay Later*, donde compite tanto con empresas especializadas BNPL (Affirm, Klarna, Afterpay, Zip, etc.) como con gigantes de pagos que han incursionado (PayPal, Apple Pay Later) e incluso con la alternativa tradicional de las tarjetas de crédito revolventes. Una comparativa con los principales **competidores directos** y el contexto sectorial permite situar la posición relativa de Sezzle en cuanto a modelo de negocio, escala, rentabilidad y valoración.

Principales competidores cotizados:

- **Affirm (NASDAQ: AFRM):** Es el referente BNPL en EE. UU. por volumen, con foco en acuerdos con grandes *merchants* (Amazon, Shopify, Walmart). Affirm ofrece tanto el pago a 4 como planes más largos con interés. En 2025, Affirm reporta GMV sustancialmente mayor (ej. ~\$8.6B solo en su Q3 FY25, vs Sezzle ~\$0.93B en Q2 25) y alrededor de 14 millones de usuarios activos. Sin embargo, Affirm hasta hace poco era muy deficitario; recién en 2025 logró un trimestre levemente positivo. Margen bruto ~45-50%, neto aún ~0%. Comparado con Affirm, **Sezzle es mucho más pequeña (GMV quizás <10% del de Affirm), pero sorprendentemente más rentable**. Affirm tiene escala mayor y presencia internacional limitada (Canadá, no tanto más), y se enfoca en tickets altos (promedio ~\$200+) y cero intereses (subsidiados por comercio). Sezzle en cambio se ha especializado en tickets medianos (~\$100) con pagos quincenales y ha diversificado ingresos a suscripciones (donde Affirm no tiene equivalente). Affirm tiene mayor cuota en comercios grandes (Amazon no ofrece Sezzle, por ejemplo) pero se ha quedado atrás en innovación de fidelización. Affirm también sufrió mayor **volatilidad**: su tasa de morosidad subió mucho en 2022, obligándoles a endurecer y recortar costes. En Q3 2025, Affirm creció +36% ingresos, menos que Sezzle (+76%). Por tanto, en comparación **Sezzle destaca por su crecimiento más veloz, su rentabilidad ya consolidada y su nicho bien atendido de clientes frecuentes**, aunque Affirm conserva la corona en cuota de mercado BNPL USA (~40% vs Sezzle <5%).
- **Klarna (privada, con intención futura de IPO en USA):** Es líder global BNPL (origen en Europa, pero con presencia grande en EEUU). Klarna tiene ~150M usuarios globales, GMV enorme (~\$80B en 2022) pero venía perdiendo dinero (perdió \$1B en 2022, y recortó mucho en 2023). Klarna ha pivotado a convertirse en una *shopping app* con marketplace, similar a lo que Sezzle también intenta con su marketplace y funcionalidades de comparación precios. En EEUU, Klarna compite por los mismos consumidores de BNPL de moda y retail. Klarna recientemente afirmó lograr rentabilidad mensual en Q4 2023 tras despidos y recortes. Aún así, su margen neto anual es cerca de 0 o levemente negativo. **En posicionamiento**, Klarna es premium en Europa, pero en EEUU su marca no es tan fuerte como Affirm. Sezzle

comparado a Klarna es pequeño, pero ágil: ha implementado innovaciones (Sezzle Up, On-Demand) que Klarna hasta ahora no replicó en EEUU. Por ejemplo, Klarna no tiene modelo de suscripción; su monetización es solo merchant fees y algunas comisiones tardías. Es probable que Klarna la vea como competidor menor en USA, centrados en Affirm. Pero la **ejecución más austera** de Sezzle la ha llevado a ganancias antes que Klarna. En cuota, Klarna podría tener ~20% del BNPL USA, Sezzle tal vez 5%.

- **Zip (ASX: ZIP):** Empresa BNPL australiana que intentó comprar Sezzle en 2022 pero abortó. Zip tiene presencia en EEUU (habían adquirido QuadPay). Están en una situación difícil: su crecimiento se estancó y aún pierden dinero, su acción se desplomó. Zip fue más orientado a ofrecer líneas de crédito rotatorias BNPL, y no logró despegar en USA. Comparativamente, Sezzle se encuentra mucho más robusta – hasta se puede decir que abortar la fusión salvó a Sezzle de las pérdidas de Zip. Zip hoy vale ~A\$400M, habiendo tenido que reestructurar. Con la distancia en performance, Sezzle ha superado a Zip en ejecución (pasó de potencial adquirida a claramente más fuerte independientemente).
- **PayPal “Pay in 4”:** PayPal implementó BNPL sin intereses dentro de su billetera a partir de 2020. Dado su enorme base de 400M usuarios, su BNPL se adoptó con cierta rapidez, pero no se han dado cifras detalladas. PayPal BNPL se limita a 4 pagos sin intereses, sin suscripciones ni cosas extras; su ventaja es la omnipresencia en checkouts. Por tanto, PayPal es un competidor *indirecto* peligroso porque puede quitarle adopción a Sezzle en comercios integrados con PayPal. Sin embargo, PayPal BNPL no da la misma experiencia (no tiene app independiente, no ayuda a credit score, etc.), y hay indicios de que muchos jóvenes prefieren apps dedicadas como Klarna o Affirm. En penetración, PayPal BNPL habrá tomado una buena porción del BNPL en EEUU quizá ~10%. **Sezzle se diferencia** en tener una plataforma propia con funcionalidades de fidelización, mientras PayPal es más transaccional. Además, PayPal no se enfocó en monetizar BNPL aún (lo usan más para retener usuarios). En rentabilidad, PayPal BNPL podría generar ciertas pérdidas por impagos, pero al ser una línea menor para ellos no impacta mucho. Sezzle compite colateralmente; un comercio que ofrece PayPal en checkout a veces no ofrece BNPL separado, lo cual puede excluir a Sezzle. Aun así, muchos comercios medianos implementan tanto PayPal como Sezzle/Afterpay etc.
- **Apple Pay Later:** Lanzado en 2023 en EEUU, Apple ofrece a usuarios de Apple Pay la opción de fraccionar compras en 4 pagos. Dado el alcance de Apple (millones con iPhone), este competidor es serio a medio plazo. No cobra intereses ni fees, y por ahora su límite es \$1000. Apple absorbe riesgos con su músculo financiero. **Punto positivo:** Apple Pay Later inicialmente funciona solo en compras online a través de Apple Pay. Muchos comercios pequeños no integran Apple Pay, o usuarios fuera de

iOS no acceden. Sezzle, siendo multiplataforma, no sufre ese sesgo. Además, Apple lanza esto más como feature de ecosistema, no busca generar comunidad BNPL. Sin embargo, Apple puede **erosionar el mercado** restando usuarios top-tier a BNPLs (un cliente con buen crédito quizá prefiera usar Apple Pay Later que Sezzle). Sezzle por su perfil de usuario (muchos subprime o sin tarjeta crédito) puede esquivar un poco la canibalización de Apple Pay Later, ya que Apple aprueba solo mediante chequeos de credit soft, y requiere vincular tarjeta de débito. Personas sin acceso a crédito tradicional tienden a usar BNPLs tipo Sezzle porque les permite más flexibilidad. En todo caso, Apple es un gran riesgo a vigilar: si decidiera expandir agresivamente su BNPL con ofertas, podría suponer presión competitiva severa. Por ahora, la entrada de Apple no ha detenido el crecimiento de Sezzle (sus cifras H1 2025 fueron récord a pesar de Apple Pay Later ya activo desde Q2 2023). Podría indicar que ambos conviven sirviendo segmentos algo distintos.

Comparativa de posicionamiento y métricas clave:

En rentabilidad, **Sezzle está en el top**. Su margen neto ~28% sobrepasa a Affirm (~0%), Klarna (~0%), PayPal BNPL (no separado, pero PayPal global net ~15%), Afterpay (desconocido, pero se duda que tenga margen neto >0%). En ROE/ROA, Sezzle > Affirm/Klarna en órdenes de magnitud. Esto la hace destacar como posiblemente **la BNPL cotizada más rentable del momento**.

En **crecimiento**, Sezzle crece ~70% yoy ingresos; Affirm ~30–40%; Klarna ~20%; PayPal BNPL se integra en su crecimiento single-digit. Así, Sezzle está entre las de mayor crecimiento – solo pequeñas como Zip en su día creció tanto pero con base minúscula. Dado que 2024 Affirm espera +20% rev, Sezzle > Affirm en growth. Por tanto, Sezzle combina raramente alta rentabilidad y alto crecimiento.

En **escala**, hay que reconocer que Sezzle es menor: Affirm con >14M usuarios vs Sezzle 2.6M activos; Affirm ~150k merchants vs Sezzle 28k directos. Klarna global es enorme. Una mayor escala suele significar más efecto de red, pero en BNPL local, escalas más allá de cierto punto dan retornos decrecientes – Affirm tuvo que expandir internacional para seguir creciendo su base, mientras Sezzle aún tiene headroom en su mercado.

En **modelo de negocio**, Sezzle diversificó a suscripciones, cosa que ninguno de sus competidores principales ha hecho. Esto es un *moat* incipiente: esos 517k suscriptores Premium/Anywhere son un activo intangible (clientes dispuestos a pagar por Sezzle). Affirm/Klarna no cobran suscripciones (a excepción de Klarna que experimentó con suscripción *reward club* en algunos países). Esa diferencia puede hacer que Sezzle tenga clientes más leales y repetitivos (de hecho, 96% repite), mientras Affirm o Klarna tienen un porcentaje mayor de “one-off” usage en compras puntuales.

Ventaja competitiva clara: Sezzle tiene una **combinación** de ventajas: su fuerte enfoque en *financial wellness* (reporta a buró, educa usuarios) la distingue para consumidores que desean mejorar crédito; su modelo de suscripción crea *costes de cambio* (un usuario Premium que paga anual querrá aprovecharlo, no saltarse a otra BNPL); su tamaño más pequeño la hizo ágil para innovar (ej: On-Demand, card, etc., Affirm tardó más en sacar su Debit+). También su base en Canadá/USA sin dispersarse globalmente le permitió concentrarse y optimizar su algoritmo en su demografía, obteniendo bajas pérdidas.

Otra amenaza es la **entrada de jugadores no fintech**: por ejemplo, bancos grandes (Chase, Citi) han lanzado opciones de fraccionar compras de sus tarjetas con BNPL-like installments. Eso compite indirectamente: alguien con tarjeta Chase quizá no use BNPL de terceros. Sin embargo, Sezzle atiende muchos no tarjetahabientes o que prefieren separar finanzas de su tarjeta.

Sector disrupción: BNPL en general disruptió algo a tarjetas, pero las tarjetas responden. A mediano plazo, BNPL seguirá creciendo dentro de e-commerce (se estima 2022 era ~5% de pagos ecomm, se proyecta ~9% para 2025). Si eso se cumple, hay espacio para varios ganadores. Sezzle, al ya ser rentable, puede invertir para mantener su nicho y crecer más orgánico que competidores con capital foráneo.

Resumiendo, **Sezzle se posiciona muy favorablemente** entre sus competidores: no es la más grande, pero su mezcla de rentabilidad alta + crecimiento + productos de fidelización es única. Donde Affirm es fuerte en escala, es débil en ganancias; donde Klarna es global, sacrifica foco; donde Afterpay es integrable en Square, no ofrece su propio toque al consumidor. Sezzle ha demostrado agilidad y disciplina que los demás a veces carecieron.

El principal riesgo competitivo sería que Affirm u otro decida **ganarle mercado con guerra de precios** (p. ej. bajar merchant fees <2%, etc.). Sezzle con su diversificación de ingresos podría aguantar más, pero una carrera a cero en fees dañaría a todos salvo Apple que no necesita ganancia. Por ahora, no se ve esa guerra frontal; los merchants quieren BNPL y no hay dumping masivo, cada uno tiene su red.

El sector BNPL está en fase de maduración tras la euforia 2021 y la corrección 2022: los jugadores supervivientes (Affirm, Klarna, Sezzle) están ahora enfocados en rentabilidad. Esto reduce comportamientos irracionales de competencia, lo cual beneficia a todos. P.ej., Affirm no está regalando dinero en marketing como antes, Klarna recortó, etc. Por tanto, Sezzle puede prosperar sin ser devorada.

Sezzle es un **jugador de nicho muy destacado** en su sector: aunque no lidera en cuota, lidera en métricas de calidad financiera. Tiene ventajas diferenciales sostenibles (sus comunidad de suscriptores, su enfoque responsable, su equipo directivo probado) que la protegen en buena medida frente a competidores más grandes. En el improbable caso de severa presión competitiva, su solvencia le daría resistencia. Es plausible que Sezzle siga ganando cuota

marginal en su segmento mediano, e incluso se consolide como objetivo de compra de algún actor mayor que busque su rentabilidad y base leal. La comparativa sectorial nos refuerza la idea de que **el mercado no está reconociendo adecuadamente a Sezzle**: la valora como pequeño BNPL más, cuando en realidad está emergiendo como **uno de los ganadores estructurales** del ajuste del sector. Esto alimenta mi convicción en la tesis de inversión, pues identificamos un caso en que la narrativa de “sector en problemas” ha opacado la realidad singular de Sezzle, generando oportunidad.

13. Asignación de capital y decisiones estratégicas

La gestión de Sezzle ha demostrado una acertada **asignación de capital** en los últimos años, priorizando las inversiones orgánicas de alto rendimiento y evitando malgastarlo en adquisiciones dudosas o gastos sin retorno. Es instructivo revisar cómo han empleado los recursos financieros (propios y ajenos) en sus decisiones estratégicas, incluyendo fusiones/adquisiciones (M&A) realizadas o intentadas, la financiación del crecimiento y el equilibrio entre reinversión y retorno al accionista.

Crecimiento orgánico vs inorgánico:

Hasta la fecha, Sezzle ha crecido prácticamente **100% de forma orgánica**. No ha realizado adquisiciones de empresas significativas, a excepción de pequeñas integraciones tecnológicas (por ejemplo, en 2019 adquirió una startup llamada *Portfell* para mejorar su app, por montos no relevantes). La gran operación planeada fue la **fusión con Zip Co.** en 2022, que de haberse completado habría sido transformacional. Según los términos anunciados, Zip iba a adquirir Sezzle en un intercambio de acciones (72% Zip, 28% Sezzle en la combinada), valorando Sezzle en ~A\$491M. Sin embargo, el contexto de mercado cambió drásticamente; las acciones de Zip cayeron >80% tras el anuncio, dejando la operación desbalanceada. Finalmente, en julio 2022 se canceló por mutuo acuerdo. Mirando retrospectivamente, esta resultó ser una **decisión estratégica sabia**: fusionarse en ese momento hubiera fusionado dos empresas en apuros, posiblemente generando una entidad con mayores pérdidas y confusión organizativa. Sezzle, al romper el acuerdo, consiguió \$11M de indemnización que le vinieron bien de liquidez, y se concentró en arreglar su casa. Evitar una mala fusión fue clave; muchas compañías habrían insistido, pero la directiva supo reconocer que no era conveniente en esas condiciones, mostrando pragmatismo.

Tras eso, Sezzle **no persiguió más M&A**. En lugar de buscar crecimiento por compras, enfocó su capital en desarrollar internamente nuevos productos (Premium, Anywhere, On-Demand) y optimizar operaciones. Esta disciplina es laudable: frecuentemente, directivos con caja podrían verse tentados a comprar competidores debilitados (ej. Zip mismo más adelante, o alguna fintech complementaria), pero Sezzle aparentemente entendió que su mejor apuesta era profundizar su nicho. Al no incurrir en adquisiciones grandes, **evitó dilución** (no emitió acciones para comprar nada) y evitó los riesgos de integración que a veces destruyen valor.

Inversiones de capital en crecimiento:

Sezzle ha asignado capital principalmente a:

- **Expansión de cartera de préstamos:** es decir, usar su línea de crédito para financiar más BNPL. Esto no es un gasto hundido sino su core business. En 2024 destinó ~\$94M neto a ello (aumentó su préstamo neto en ~\$34M, devolvió línea vieja y tomó

nueva de \$104M a largo). Este capital produce ingresos recurrentes: se traduce en GMV mayor y comisiones.

- **Tecnología y personal:** A fines de 2021-2022, con la crisis, revaluó el gasto en personal. Reduciendo costos (despidió ~20% staff en 2022), reasignó capital humano a áreas críticas (riesgo, dev). Los gastos de tech/datos \$9.6M en 2024, marketing \$9.7M, G&A \$11.4M son modulares. Diría que han invertido lo justo en marketing para crecer con payback 6 meses por cohort, lo cual es saludable (adquisición de usuarios con ROI rápido).
- **Nuevos productos:** Por ejemplo, para lanzar Sezzle Premium, invirtieron en integrar grandes marcas no afiliadas (a menudo comprando gift cards al instante tras bastidores). Para On-Demand, tuvieron que formar alianza con WebBank depositando colateral (\$25M restricted cash). Todas estas son asignaciones de capital orientadas a generar nuevos ingresos diversificados.

Uso del apalancamiento:

Sezzle tomó su línea de crédito (hoy ~\$105M) esencialmente para financiar la **cartera de préstamos BNPL**. No lo usó para gastos operativos recurrentes (pues ya genera flujo para eso). Tampoco se endeudó para pagar dividendos ni recompra (las recompras salieron de caja generada, no de deuda). Esto indica un **uso prudente y productivo de la deuda**: apalanca un activo rentable (los préstamos a tasa implícita ~0% pero con comisiones, que generaron >40% ROIC) con deuda costosa (~16% int), pero aun así sale rentable. Y no se excedieron: su ratio deuda/activos ~40% y bajando.

Visión estratégica revelada por asignación capital:

Las decisiones de capital de Sezzle reflejan una **visión de largo plazo** y foco en **sostenibilidad**. Por ejemplo:

- En lugar de inundar el mercado de marketing con dinero barato en 2021–21 (que muchos hicieron), ellos moderaron su marketing (apenas 6% de ingresos en 2024). Prefirieron crecimiento orgánico más genuino. Esto implica que valoran crear *customer lifetime value* más que crecimiento vacío.
- Rechazar la fusión con Zip sugiere que priorizaban **salud financiera** sobre fantasías de escala. Combinar dos negativos no iba con su nueva filosofía.
- No han pagado dividendos pese a tener beneficios; claramente piensan que reinvertir en el negocio (o recomprar) rinde más al accionista, lo cual concuerda con su $ROIC > WACC$.

- Sus *stock-based compensations* a directivos no han sido excesivas (e.g. equity comp \$5.2M en 2024, menos que \$6.9M en 2023, de hecho bajaron, alineando personal con performance). Esto sugiere prudencia en dilución y alineación del equipo.

Adquisiciones pasadas y creación de valor: Realmente, la “adquisición” más notable fue la *inversión intangible en su marca* con el sponsor NBA Timberwolves en 2024. Gastaron dinero en ello (no se reveló cuánto, pero un parche de camiseta NBA costará varios millones al año). Este es un gasto de marketing/inversión de marca. Estratégicamente, fue arriesgado (una empresa mediana patrocinando a un equipo NBA es inusual). Sin embargo, fue parte de su plan de elevar visibilidad y pasar de desconocido a reconocido. ¿Valió la pena? Difícil medir, pero la presencia en Forbes ranking sugiere que surtió efecto en reputación. Y no comprometió sus finanzas (siguieron ganando neto).

Balance entre inversión y retorno:

Sezzle está logrando un buen equilibrio: en 2024 destinó ~45% de OCF a recompras, y retuvo ~55% para crecimiento (además retuvo toda la utilidad contable en equity). No paga dividendos, pero como accionista preferiría recompras dado lo barata que estaba su acción. En 2025, si la acción la siguen valorando como baja, confío que repitan recompra sustancial; si sube a valor razonable, quizás retengan más para caja o incluso consideren repartir a futuro.

¿Objetivos cortoplacistas vs visión largo plazo? Diría que la directiva tiene visión de largo: no vendieron en la crisis (CEO no se fue, al contrario compró acciones en 2022 a lo bajo, según filings), redoblaron esfuerzos en tornarse rentables para demostrar modelo. La recompra puede verse como corto plazo, pero en este caso creo que también fue una apuesta a largo (creer que su valor intrínseco es mayor y que así evitan dilución futura).

En resumen, las decisiones de capital de Sezzle reflejan una administración muy efectiva del dinero de los accionistas. Han invertido en lo que mejor conocen (su propio negocio), han evitado aventuras caras, y han recompensado a los dueños (accionistas) con valorización y reaceleración del crecimiento. Al no tener adquisiciones que lamentar ni deudas caprichosas, hoy el balance está limpio para aprovechar oportunidades.

Mirando adelante, un uso posible del capital podría ser incursionar en nuevos productos financieros (por ejemplo, ofrecer cuentas de ahorro para consumidores o expandir Sezzle Capital para préstamos a merchants), siempre y cuando generen retorno. La historia sugiere que cualquier movimiento así será calibrado, no precipitándose. Quizá colaboren con terceros (como con WebBank) en lugar de gastar mucho en licencias.

La directiva de Sezzle ha demostrado **disciplina y acierto estratégico** en la asignación de capital. Han creado valor en vez de destruirlo: la cancelación de la fusión fue un puntal que les permitió sobrevivir y luego prosperar, la ausencia de M&A loco les dejó focalizados, y las recompras bien temporizadas están maximizando el beneficio por acción. Esta trayectoria inspira confianza para el futuro: como inversor, confío en que seguirán asignando los

recursos de forma óptima, y no caerán en errores comunes de empresas en crecimiento (sobreexpansión geográfica sin conocer mercados, fusiones por ego, endeudarse de más, etc.). Por tanto, la gestión del capital refuerza la tesis de que Sezzle es un **vehículo competente para convertir beneficios en más valor para los accionistas** a largo plazo.

14. Precio actual, drawdown y contexto de mercado

Actualmente, la cotización de Sezzle se encuentra en una situación de **corrección pronunciada** tras un pico alcanzado a mediados de 2025. Al precio de referencia de ~\$90 por acción, la acción acumula un drawdown de en torno al **-51%** respecto a sus máximos históricos recientes (unos \$185–\$180 de cierre en julio 2025). Es importante analizar las causas de esta caída, su magnitud en contexto y qué implicaciones tiene de cara a la oportunidad de inversión.

Magnitud del drawdown: Un 51% de caída en pocos meses es una corrección severa, aunque no inusual para una acción de pequeña capitalización y alta volatilidad como Sezzle. Conviene recordar que previamente la acción se había **multiplicado** varias veces en el último año: desde mínimos alrededor de \$16 en octubre 2023 hasta los mencionados ~\$155 en julio 2025 (un +870%). Ese rally espectacular dejó la acción expuesta a tomas de ganancias y a correcciones ante cualquier noticia no perfecta. En este sentido, el drawdown actual puede considerarse en parte una **normalización** tras un episodio de exuberancia. Incluso después del -51%, la acción continúa ~+300% por encima de niveles de hace un año, recordándonos lo volátil que ha sido su trayectoria.

Causas inmediatas de la caída: El factor desencadenante principal fue la reacción del mercado a los resultados del segundo trimestre de 2025, reportados a inicios de agosto. Si bien Sezzle mostró un **crecimiento de ingresos extraordinario (+76% YoY)**, sorprendió negativamente que el beneficio neto GAAP trimestral cayera un -7.1% YoY (de \$29.7M en Q2 2024 a \$27.6M en Q2 2025). Esta ligera contracción de la utilidad – la primera desde que se hizo rentable – preocupó a inversores que habían asumido una trayectoria ininterrumpida de ganancias crecientes. Como resultado, la acción se desplomó un -20.4% en premarket el día siguiente, pasando de ~\$139 a ~\$111, marcando el inicio del descenso. La percepción fue que el mercado se **replanteó la valoración** enfocándose en la posible *sostenibilidad del crecimiento y los márgenes*. A ojos de analistas, la caída de neto podía indicar que el rápido crecimiento de ingresos venía con más gasto o menor margen de lo previsto (por ejemplo, si estaban relajando criterios de crédito para crecer más, lo que podría ser arriesgado). Aunque la realidad es que el descenso del neto GAAP se debió a factores no operativos (un ingreso puntual de impuestos elevó artificialmente el neto de Q2 2024, mientras que Q2 2025 tuvo mayor beneficio subyacente ajustado), la simplicidad de “neto baja” bastó para sembrar dudas.

Además del aspecto micro de Sezzle, también **factores macro y sectoriales** jugaron un rol. En semanas posteriores a julio, los mercados de renta variable en general sufrieron presiones: aumentó la volatilidad (VIX subió +15% a inicios de agosto), y hubo un tono más defensivo por temores a tipos de interés altos más tiempo e incluso a señales de enfriamiento en consumo. Las acciones de alto crecimiento, en particular fintechs, fueron castigadas en ese periodo. Por ejemplo, Affirm cayó -35% entre julio y agosto 2025, otras fintech medianas

también retrocedieron. En ese **contexto de mercado** adverso, la corrección de Sezzle se amplificó: los inversores redujeron exposición a activos de riesgo elevado y tomaron beneficios tras la gran subida. Esto explica por qué la cotización siguió bajando más allá de la mera reacción al Q2: del ~\$110 post-earnings continuó a ~\$80 a fines de agosto, arrastrada por un entorno de ventas general (sell-off) en la tecnología más especulativa.

Razones de fondo del drawdown: Mirando más estructuralmente, la caída refleja cierta **disociación temporal entre fundamentales y cotización**. Tras el rally, la cotización había quizás corrido por delante de los fundamentales, descontando la perfección. El Q2, aunque en realidad no fue malo (ingresos récord, ajustado neto subiendo +92%), rompió la narrativa de “todo hacia arriba sin baches”. Esto llevó a reevaluar riesgos: la **sostenibilidad del crecimiento** es uno (¿podrá mantener +70% anual, o fue coyuntural?), la **competencia creciente** es otra (se mencionó en analistas que las entradas de Apple/otros podrían limitar su momentum), y la **calidad del crédito** (aunque provisiones mejoraron, siempre hay temor latente de reveses en un negocio crediticio si la economía empeora). En esencia, el drawdown señala que el mercado pasó de un modo muy optimista a **exigir ver pruebas** de que la empresa puede mantener su ritmo sin tropiezos. Esto no implica que los fundamentales se hayan deteriorado sustancialmente – de hecho, su guía 2025 optimista se reafirmó –, sino que la cotización ahora refleja mayor cautela o prima de riesgo.

Oportunidad que crea la caída: Desde un punto de vista de inversión contraria, este drawdown es precisamente lo que abre la oportunidad: la acción ha caído a niveles que, como argumentamos en la sección de valoración, parecen no reconocer la solidez de los fundamentales. Al compararlo con lo que ya sabemos: Sezzle sigue creciendo fuertemente, sus márgenes siguen altos, el sector BNPL en EE. UU. no ha mostrado signos de colapso (el gasto del consumidor se mantiene decente en 2025). Por tanto, la caída parece haber sido **excesiva** – en buena medida técnica (tomar beneficios, rotación) y **emocional** (miedo a que “lo bueno se acabó” tras un solo trimestre de leve baja neta). Este tipo de disociación suele generar puntos de entrada atractivos si la tesis de fondo no ha cambiado, que es nuestro caso.

Contexto de mercado actual para fintech/BMPL: Vale mencionar que hacia Q3 2025, la preocupación principal del mercado son los tipos altos persistentes y su impacto en la economía. Para BNPLs, tipos altos encarecen su fondeo (la línea de Sezzle es variable, así que su costo subió en 2023–25), y pueden frenar algo la demanda de bienes a crédito. El sector BNPL en su conjunto ya vivió una gran corrección en 2022 (varias quiebras de pequeñas, recortes de plan de crecimiento en Affirm, etc.). En 2025, el **sentimiento sectorial** es tibio: se reconoce que BNPL vino para quedarse, pero los inversionistas son selectivos (premiando más a jugadores rentables). En ese sentido, Sezzle debería, en teoría, destacarse por su rentabilidad – pero al ser menos conocida que Affirm, es posible que simplemente esté en el “paquete fintech arriesgada” que los fondos redujeron ante el entorno macro.

¿Señales de suelo? Observando la cotización reciente: tras caer a ~\$90, parece haber encontrado algo de estabilidad. La volatilidad se ha reducido comparado con la bajada en cascada. Si no hay noticias negativas nuevas, es plausible que en esta zona se forme un piso. Factores como la recompra corporativa, algún insider buying (si ocurriese), o la cercanía de resultados Q3 (que podrían ser catalizador) pueden frenar mayores debilidades.

La situación actual de la cotización – un drawdown del ~51% – se debe a una confluencia de un pequeño “tropezón” en las expectativas trimestrales y a un ajuste general de mercado que contrajo los múltiplos de las empresas de crecimiento. Lejos de indicar un problema estructural en Sezzle, esta caída parece *temporal y exagerada*. Si la compañía continúa ejecutando según su plan (como confío que hará), es de esperar que la cotización eventualmente recupere hacia niveles más alineados con sus fundamentales. El momento de entrada tras este drawdown se perfila atractivo, ya que compramos con un margen de seguridad mucho mayor que hace unos meses. Dicho esto, hay que mantener la prudencia: monitorizar indicadores macro (p.ej. si hay señales de consumo debilitándose notablemente, podría prolongar la cautela en BNPL) y micros (morosidad, guidance Q3) para asegurar que no emergen nuevas razones legítimas para un precio bajo. Pero hoy, con la evidencia disponible, el drawdown de Sezzle se percibe más como una *oportunidad de precio* – la pieza central de nuestra hipótesis de inversión – que como una señal de deterioro irreparable. Por ello, considero que aprovechar esta dislocación es acertado, siempre con la diligencia de seguir de cerca la evolución por si el mercado detectó algo que aún debamos descubrir.

15. Riesgos principales y gestión histórica del riesgo

Como con toda inversión, es fundamental identificar los **riesgos clave** que podrían afectar negativamente a Sezzle, evaluar cómo la empresa los ha manejado en el pasado y cómo está preparada para afrontarlos en el futuro. A continuación, destaco los principales riesgos, agrupándolos en categorías, y analizo la gestión y mitigantes de cada uno:

Riesgo de crédito y morosidad (operativo): Dado que Sezzle financia pagos de consumidores, uno de sus mayores riesgos es que los usuarios no paguen sus cuotas (**riesgo de incobrables**). Esto se manifiesta en *charge-offs* y provisiones por pérdidas crediticias. Históricamente, Sezzle ha enfrentado este riesgo con un enfoque prudente: su modelo exige un 25% de pago inicial y utiliza algoritmos para limitar los límites de compra por cliente, reduciendo la exposición individual. Durante la pandemia 2020, el sector BNPL en general vio incrementarse algo la morosidad, pero Sezzle logró mantener su *loss rate* controlado, posiblemente gracias a su base de usuarios responsables (la mayoría pagos con débito, que indica fondos disponibles) y rápida adaptación de underwriting. En 2022, con la inflación, este riesgo aumentó (más usuarios incumpliendo por estrecheces). Sezzle respondió **endureciendo criterios de aprobación** para nuevos usuarios, priorizando rentabilidad sobre volumen. El resultado: en 2023-2024 su índice de pérdidas mejoró (los costes de crédito como % ingresos bajaron de ~15% a ~11%). La gestión demuestra que la directiva monitorea de cerca la calidad crediticia y no duda en reducir crecimiento si la siniestralidad sube. Aun así, sigue siendo un riesgo visible: **si la economía entra en recesión severa**, los impagos podrían dispararse. Mitigantes actuales: la corta duración de sus préstamos (34 días promedio) limita la acumulación de deudas incobrables de largo plazo, permitiendo reaccionar rápido a tendencias; además, su base diversificada (2.9M consumidores) diluye riesgo idiosincrático. De cara al futuro, la implementación de **Sezzle Up** (que reporta pagos a burós) motiva a usuarios a pagar puntualmente para cuidar su crédito, lo cual es un mitigante innovador que competidores no ofrecen.

Riesgo de financiación y liquidez (financiero): Sezzle depende de acceso a capital para financiar los adelantos a comerciantes. Hasta ahora lo hace vía una línea de crédito. Un riesgo es que en escenarios adversos de mercado (p.ej. crisis financiera, o banca reticente a BNPL) pierda esa línea o le suban mucho el costo. Históricamente, Sezzle gestionó bien su liquidez: nunca dejó que su liquidez cayera a niveles críticos, redujo GMV en 2022 cuando el funding era más caro para no quemar caja, y diversificó su financiamiento con el *Delayed Settlement Program* (merchants posponen cobro y la financian en parte). Hoy tiene ~\$73M en caja y \$25M depositado colateral, más flujos entrantes constantes; su *current ratio* >3 sugiere que puede cubrir obligaciones a corto. Aún, si su línea (renovable) no se extendiera, tendría que encontrar reemplazo, lo que es un riesgo latente. La respuesta de la empresa ante la subida de tasas fue satisfactoria: su interés pagado anual incluso bajó ligeramente 2023→2024 al optimizar el uso de la línea. A futuro, la **autofinanciación** vía flujo de caja cobrará más peso (ya en 2024 su CFO cubrió la mitad del origen de fondos para cartera). También, la buena

salud le permitiría atraer nuevos prestamistas si su banco actual recortara (tiene Altman Z alto, lo hace buen cliente). En suma, aunque se vigila, el riesgo de liquidez parece bien cubierto por ahora.

Riesgo regulatorio (legal): El marco legal para BNPL ha estado bajo escrutinio. En EE.UU., la CFPB ha investigado prácticas BNPL, preocupada por sobreendeudamiento y falta de protecciones al consumidor. Un riesgo era que BNPLs fueran equiparados legalmente a tarjetas de crédito, imponiéndoles requisitos más gravosos (verificación crediticia obligatoria, disputas formales, etc.) que encarecerían su operación y eliminarían algunas ventajas (ej. no cobrar interés, procesos rápidos). Cómo ha manejado Sezzle este riesgo: ha participado en discusiones regulatorias (respondiendo consultas de la CFPB), y ha adoptado voluntariamente algunas mejores prácticas (por ejemplo, no cobra intereses, deja claro los términos, ofrece planes de dificultad temporal). La gran noticia fue en mayo 2025, cuando la **CFPB anunció que de momento no priorizará la aplicación de la regla que asimilaba BNPL a crédito bajo la Reg Z**. Esto alivia bastante el riesgo regulatorio inmediato en EE.UU., señalando un entorno benigno. Sin embargo, a largo plazo, podría haber nuevas reglas (por ejemplo, reportar obligatoriamente todos los BNPL a burós, lo cual Sezzle ya hace en parte). Globalmente, hay movimientos: Australia exigirá licencias de crédito para BNPL, en UK se prepara regulación. Sezzle principalmente opera en Norteamérica, por lo que hoy la regulación le es favorable (incluso la ve como oportunidad: competidores menos disciplinados podrían salir del mercado, y su enfoque responsable la pone un paso adelante). Históricamente, no ha tenido litigios graves ni multas regulatorias, lo que sugiere buena conducta. Aun así, el **riesgo invisible** era que un cambio adverso, por ejemplo, limitar las comisiones que pueden cobrar a comercios (poco probable en US), o imponer caps de monto BNPL bajísimos, etc., pudiera golpear su modelo. De momento, ese espectro se disipa, pero mantendré vigilancia a cualquier señal de reactivación regulatoria (dado el cambio de administración EEUU en 2025-26 podría cambiar la postura de CFPB, por ejemplo).

Riesgo de competencia disruptiva (competitivo): Abordado en comparativa, la principal amenaza es Apple Pay Later, que a largo plazo podría quitarle relevancia a BNPLs independientes al integrarse fluidamente en Apple Wallet. Sezzle debe innovar continuamente para mantener su ventaja (lo ha hecho: sus subs, su marketplace). Otro “riesgo invisible” sería si un gigante del e-commerce (por ej. Amazon) decide desarrollar su propio BNPL y vetar a terceros. Amazon ya tiene Affirm, pero imaginemos que lanza “Amazon Pay in 4” nativo: Affirm perdería, pero Sezzle indirectamente también porque Amazon arrastraría cultura y consumidores. Sezzle en su base actual no depende de un solo socio, pero la consolidación de plataformas (Shopify integrando BNPL nativamente, etc.) es una amenaza latente. Hasta ahora, Sezzle ha diversificado con su tarjeta On-Demand para no depender de integraciones: si no la integran, el cliente puede pagar con su tarjeta Sezzle Anywhere en cualquier tienda de todas formas. Este es un mitigante clave: reduce el poder de gatekeepers (como Shopify Pay installments). A futuro, deben seguir cultivando su **comunidad**

(subscribers) y servicios de valor agregado para no competir solo en precio vs gigantes. La historia sugiere que Sezzle es consciente de no tener los bolsillos más profundos, así que compite con agilidad y nicho, lo cual hasta ahora ha funcionado.

Riesgo macroeconómico (macro): BNPL es sensible al ciclo. Una recesión con desempleo alto podría reducir demanda de compras, y a la vez elevar impagos. Ese doble golpe es el escenario de peor caso. Sezzle ha mostrado cierta capacidad anticíclica en su base de usuarios: anecdóticamente, en entornos de estrechez, consumidores pueden usar BNPL para cuadrar su flujo (lo vimos en 2022 con inflación, BNPL seguía creciendo). Pero hasta cierto punto: en recesión severa, su crecimiento seguramente se frenaría o revertiría momentáneamente. La empresa no puede mitigar el ciclo macro, pero ha construido un **balance robusto** (que aguantaría, con caja y baja deuda, incluso un par de trimestres duros). Además, su modelo de costos es flexible: el gasto más grande es variable (p.ej. costes transaccionales caen si GMV cae), y puede ajustar rápido marketing o personal de ser necesario (ya lo hizo en 2020 y 2022). Por tanto, en una recesión, espero que Sezzle priorizaría preservación de capital, endurecer riesgo y esperar. Este riesgo es real pero en nuestras manos está calibrar la exposición a la acción según panorama macro; la empresa en sí ha demostrado ser capaz de “aguantar la respiración bajo el agua” (sobrevivió 2020 y 2022 crisis de sector).

En síntesis, **los riesgos visibles principales** (crediticio, competencia, macro) parecen estar **bajo control** gracias a la prudencia y acciones proactivas de Sezzle. Los “invisibles” (autosatisfacción, complacencia) se combaten con su cultura de mejora continua – la directiva hasta ahora ha sido bastante autocrítica y no se apoya en artificios contables (sus beneficios son reales, su flujo es real).

En la cartera, reconozco que esta inversión conlleva riesgos considerables (es un negocio de crédito al consumo, sensible), pero considero que esos riesgos están **compensados por la calidad de gestión y la valoración actual**. De hecho, el haber identificado y mitigado muchos riesgos hasta ahora es parte de por qué confío en Sezzle como oportunidad. No obstante, enumerarlos y vigilarlos me permitirá reaccionar si alguno se intensifica más allá de lo asumido en la tesis, p.ej. si el entorno macro se deteriora gravemente, tendría que reevaluar la posición ya que el perfil riesgo/beneficio habría cambiado sustancialmente.

16. Track record, gestión y alineación

La calidad del **equipo directivo** de Sezzle y su alineación con los accionistas ha sido puesta a prueba en los últimos años, y el historial que han construido es muy meritorio. A continuación, evaluaremos su *track record* de ejecución, su credibilidad comparando lo que han prometido con lo que han hecho, la consistencia estratégica de sus decisiones y el grado de alineación (participación accionaria, incentivos) con nosotros como accionistas.

Equipo directivo y liderazgo:

Sezzle fue fundada por **Charles “Charlie” Youakim**, quien se desempeña como CEO desde el inicio. También co-fundó la empresa el presidente **Paul Paradis**. Estos dos líderes han estado al frente durante toda la evolución. La continuidad de la dirección es un plus: conocen íntimamente el negocio, sus errores y aprendizajes. A su lado, hay un CFO experimentado incorporado en 2021 (Karen Hartje), quien guió las finanzas durante la transición a la rentabilidad. El management, aunque no ampliamente conocido en Wall Street, ha ganado reconocimiento en su nicho: su CEO fue incluido por Forbes en una lista de emprendedores exitosos gracias al desempeño reciente.

Credibilidad (“dijo vs hizo”): Ya vimos en la sección de guidance que la directiva ha cumplido o superado sus objetivos financieros clave: prometieron rentabilidad GAAP en 2023 y entregaron; dieron guías optimistas para 2024–25 y, por ahora, los resultados van en línea. Esto ha elevado su perfil de credibilidad: por ejemplo, la revisión al alza del guidance neto 2025 en mayo mostró que no temen comprometerse si saben que pueden lograrlo, a la vez que la reacción prudente ante Q2 (mantener guía en lugar de exagerar excusas) muestra sinceridad.

Mirando los últimos 4 años: en 2019 prometían crecimiento rápido y lo hicieron (ingresos x7 en 2020); en 2020 la pandemia los hizo ajustar, no prometieron imposibles y de hecho salieron a bolsa en ASX valiéndose de su momentum sin prometer beneficios en ese entonces. Cuando vieron la necesidad de cambiar a rentabilidad (2022), comunicaron el cambio con claridad: el CEO en cartas de 2023 habla de “dedicación a ejecución superior” y “modelo sostenible”. Y lo respaldaron con hechos (reducción de gastos, plusvalías). En 2022, la fusión con Zip fracasada fue un potencial fiasco reputacional, pero la directiva lo gestionó con transparencia (anunciaron la terminación e indemnización, y explicaron que seguirían solos). La reacción posterior del mercado sugiere que su manejo fue bien percibido: en lugar de hundirse tras la ruptura, la acción se recuperó conforme demostraron que solos podían hacerlo mejor.

El verdadero test de un management es cómo maneja crisis imprevistas. Sezzle tuvo varias:

- *Crisis COVID (2020)*: BNPL pudo haber colapsado si impagos masivos o colapso de e-commerce. Sezzle redujo originación a los consumidores más confiables al inicio, gestionó su liquidez (pidió prestado su primer crédito grande en agosto 2020 para fortalecer balance)

y pospuso su planned IPO en Nasdaq. Resultado: sobrevivió sin daños mayores. - *Crisis Sector Fintech 2022*: Sus acciones cayeron 90%, su plan de fusión se fue, muchos BNPL competidores colapsaban. La directiva implementó un plan drástico de **”digital detox”**: recortó costos, renegoció deuda, hizo reverse split para mantener listing, pero nunca entró en pánico vendiendo la empresa a precio de liquidación ni diluyendo a accionistas con una capitalización de emergencia (como Affirm tuvo que hacer con convertibles). Supieron mantener la empresa a flote con los recursos internos y la indemnización de Zip. Esto habla de temple y enfoque en el largo plazo, no capitular al peor momento. - *Crisis reputacional inexistente*: No han tenido escándalos de atención al cliente ni de prácticas abusivas (a diferencia de Affirm que recibió críticas por promover endeudamiento, Sezzle se apoda “responsible way to pay”). La directiva adoptó pronto la narrativa de uso responsable y la ha mantenido; no hemos visto contradicciones (no es que por un lado decían “responsable” pero en hechos subían fees ocultas; más bien eliminaron fees de pago tardío voluntariamente en algunos casos para estandarizar y no lucrar de penalidades).

Revisando la evolución, su estrategia macro ha sido consistente: desde el principio su misión fue “empoderamiento financiero de la siguiente generación”, y han mantenido ese norte, adaptando táctica. No han cambiado de modelo de negocio radicalmente; por ejemplo, Affirm probó hacer tarjetas de débito, seguras, etc., divergentes. Sezzle más bien profundizó su BNPL, añadiendo complementos (suscripciones, educación) sin salirse de su ámbito. Esto da coherencia a la narrativa que cuentan a inversionistas y empleados, ayudando a su ejecución. Cuando vieron la necesidad, pivotaron en énfasis (de crecimiento sin ganancias a “profit first”), pero supieron comunicarlo y llevarlo a cabo.

Alineación con accionistas: Los fundadores-insiders poseen una parte significativa de la compañía (no tengo la cifra exacta post-split, pero pre-split se informaba ~30% sumados). Además, la cultura de recompra en 2024 demuestra que les importa la valorización de la acción y creen en ella: es improbable que recompres si crees que tu acción está sobrevalorada; lo hicieron porque la consideraban infravalorada. Esto alinea su pensamiento con el inversor. Por otra parte, la estructura accionaria post-SPAC (listada Nasdaq) no tiene dual share classes ni súper-votos: cada acción vale igual, los insiders no tienen blindaje de control excesivo. Eso es bueno para la gobernanza (aunque también es susceptible a OPA, pero mientras ellos no vendan se mantiene).

Remuneración e incentivos: Sezzle ha implementado planes de stock options para directivos y empleados, pero no parecen excesivos: en 2024, equity comp fue \$3.3M, que en base capital ~\$420M es <1%. Mucho menor que fintechs usuales. Esto indica que la directiva no se está auto-recompensando excesivamente a costa del accionista; al contrario, están generando valor por acción sin diluir.

Reacción a errores: No todo ha sido perfecto. Por ejemplo, tal vez tardaron en moverse al Nasdaq; su cotización en ASX tenía liquidez baja y posiblemente penalizó la valoración.

Corrigieron eso con la SPAC in 2023. La fusión con Zip fue quizás un error de juicio inicial – pensar que dos pérdidas se resolvían juntas – pero supieron rectificar a tiempo. No los vemos persistir en errores por orgullo; más bien son pragmáticos.

Skin in the game: Aparte de su propiedad, directivos clave compraron acciones en mercado en momentos críticos. Sé de un reporte que en Q4 2022, el CFO y algún directivo hicieron compras modestas tras el reverse split, mostrando confianza interna. Estas señales me tranquilizan en que ven su propia acción como inversión atractiva.

El equipo directivo de Sezzle ha navegado por aguas extremadamente turbulentas y ha llevado a la empresa a un **estado mucho mejor** que hace unos años, sin sacrificar sus valores ni los intereses de los accionistas. Han sido **consecuentes y efectivos**: lo que dicen, lo hacen, y cuando se equivocan, corrigen rápido. Su alineación es sólida, pues poseen participación, su compensación depende del valor creado (sus RSUs valen más si la acción sube), y no parecen tomar decisiones para beneficio a corto plazo en detrimento del largo (no hay indicios de ello; la recompra se puede malinterpretar así, pero en este caso fue crear valor dada la infravaloración).

Como accionista, me siento **cómodo confiando** en este management. Han ganado mi confianza por cómo manejaron la empresa hasta aquí. Por ahora, todo indica una directiva **comprometida con maximizar el valor para accionistas en el largo plazo** mediante crecimiento rentable – exactamente lo que busco. Esta alineación reduce el riesgo de “agencia” (que los gestores busquen objetivos ajenos al accionista).

Por último, la credibilidad que han ganado en el mercado (inversores e incluso Forbes reconociéndoles) es un intangible valioso: aumenta la probabilidad de que obtengan buenas condiciones en financiamiento, que atraigan talento, y que consigan mayores clientes corporativos (comercios confían más en BNPLs financieramente sólidas). Esa reputación se la han forjado ellos mismos con resultados, y es otra fortaleza.

En resumen, considero que Sezzle cuenta con un equipo gestor de **alto calibre para su tamaño**, con incentivos fuertemente alineados con los accionistas, lo que es un pilar crucial de la tesis de inversión: sabemos que nuestro dinero está en manos de personas que han demostrado saber multiplicarlo de forma responsable.

17. Oportunidades estructurales y catalizadores

Mirando hacia el futuro, Sezzle cuenta con varias **palancas de crecimiento estructurales** y posibles **catalizadores** a corto y medio plazo que podrían impulsar la acción al alza. Estas oportunidades se derivan tanto de tendencias del sector como de iniciativas propias de la empresa. A continuación, detallo las más relevantes:

Expansión orgánica del mercado BNPL: La tendencia secular de adopción de pagos fraccionados sigue en marcha. Aunque BNPL ya es popular entre consumidores jóvenes, su penetración en el *retail* total aún es relativamente baja (alrededor del 5% de las ventas online en EE. UU. en 2022). Hay espacio estructural para crecer hasta porcentajes mucho mayores (en Australia, BNPL alcanzó ~10% de transacciones online en su pico). En Norteamérica, a medida que más comercios ofrezcan BNPL y más consumidores lo normalicen, **el TAM de Sezzle se expande**. Sezzle está bien posicionada para captar una parte de ese crecimiento orgánico, dado que tiene presencia y marca reconocida en su nicho. Incluso sin ganar cuota de mercado, el mero hecho de operar en un mercado que puede duplicar su volumen en los próximos 3 años le favorecerá. Esto es una oportunidad estructural: *tailwind* sectorial.

Aumento de la base de suscriptores y servicios recurrentes: La decisión estratégica de Sezzle de introducir suscripciones Premium y Anywhere abre una nueva palanca de crecimiento. Ya han superado el medio millón de suscriptores, y todavía eso es ~20% de su base activa. Existe la oportunidad de seguir convirtiendo usuarios gratuitos en suscritos mediante más beneficios, fomentando así ingresos recurrentes de alta calidad. Cada suscriptor gasta más (recordemos: +10 pedidos/año promedio vs no subs), por lo que aumentar sus subs tiene efecto multiplicador en GMV. Además, *Sezzle Premium* y *Anywhere* pueden mejorarse con más features (por ejemplo, planes de cashback, recompensas exclusivas, etc.), haciéndolos más atractivos y reteniendo incluso en presencia de competidores. Si Sezzle lograra, digamos, que el 50% de sus usuarios activos adoptasen una suscripción, sus ingresos de suscripción podrían duplicarse o más. Esto es una oportunidad estructural a monetizar dentro de su propia base.

Profundización en el sector físico y omnicanal: Tradicionalmente, Sezzle fue fuerte en e-commerce. Sin embargo, la BNPL está entrando también en tiendas físicas (puntos de venta), algo en lo que Affirm y Afterpay ya han invertido. Sezzle podría crecer en el *brick-and-mortar* aprovechando su tarjeta *Sezzle Virtual* y alianzas con sistemas de punto de venta. Por ejemplo, integraciones con terminales en tiendas (Square, Verifone) permitirían a usuarios pagar con Sezzle presentando un código QR o su app. Este canal offline es enorme (5x el comercio online). Aunque BNPL en físico está naciendo, Sezzle tiene la tecnología y la asociación (la tarjeta con Visa) para empujar en ese frente. Cualquier avance en saturar comercios físicos como opción de pago (similar a cómo Apple Pay se expandió en datáfonos) implicaría un **salto en GMV** sin necesitar tantos comercios integrados uno a uno. El *On-Demand* de Visa ya permite esto en principio: la tarjeta puede usarse en cualquier tienda con

Visa. Catalizadores concretos aquí: lanzar quizás una tarjeta física (no solo virtual) para usuarios Anywhere, facilitando su uso en comercios presenciales; o llegar a acuerdos con cadenas físicas (imaginemos, un retail acepta pagos Sezzle directamente en caja). Estos eventos pueden impulsar la adopción.

Expansión geográfica selectiva: Hasta ahora Sezzle se ha concentrado en Norteamérica. Una oportunidad a medio plazo es entrar a nuevos mercados donde BNPL esté en crecimiento pero falten jugadores rentables. Pienso en Europa (aunque dominada por Klarna, hay huecos locales), o América Latina (México, Brasil, donde Affirm y Afterpay apenas tienen presencia, pero hay demanda creciente). Sezzle en 2021 tenía planes de Brasil que luego pospuso. Con su modelo robusto, podría reactivar una expansión internacional de forma calibrada (por ejemplo, replicando su alianza con un banco local para On-Demand en un país emergente). Aunque las expansiones geográficas conllevan riesgos, si se ejecutan cuando la empresa ya tiene caja y know-how, pueden aumentar su TAM significativamente. Un catalizador concreto sería algún **anuncio de entrada a un nuevo país** mediante asociación: por ejemplo, aliarse con un gran minorista canadiense para crecer en Canadá (ya operan allí pero no es tan masivo), o usar su plataforma para lanzar BNPL en una región via JV (joint venture con, digamos, MercadoLibre en Latam, etc.). Si bien esto es especulativo, la posibilidad existe y, de ocurrir, el mercado lo recibiría positivamente como diversificación de fuentes de ingreso.

Catalizadores financieros: Por el lado financiero, un **catalizador de corto plazo** importante es la posibilidad de iniciar cobertura por más analistas. Actualmente, al ser nueva en Nasdaq y pequeña, tiene muy poca cobertura de bancos de inversión. Si tras un par de trimestres rentables más, analistas de renombre comienzan a cubrir y recomiendan la acción, esto podría atraer nuevos inversores institucionales. Igualmente, la eventual inclusión en algún índice (por capitalización, en Russell 2000 por ejemplo) sería un catalizador técnico que generaría demanda pasiva de acciones.

Potenciales mejoras en valoración/mercado: A mediano plazo, si Sezzle mantiene su rentabilidad, podría considerar solicitar una **uplisting al Nasdaq Global Market o en el índice S&P/TSX** en Canadá, aumentando su visibilidad. O la entrada de algún inversor estratégico: por ejemplo, no descartaría que un banco o fintech mayor tome una participación minoritaria en Sezzle para asociación (eso sería visto como voto de confianza y catalizador alcista). Otro factor catalizador podría ser un **short squeeze** si hubiera posiciones cortas significativas: tras la caída, la base de accionistas cambió, pero una subida de resultados podría pillar cortos desprevenidos, alimentando una subida rápida.

Catalizadores específicos próximos: Hablando concretamente, los próximos 6-12 meses traen:

- Resultados Q3 y Q4 2025: si confirman la tendencia (sobre todo la fortísima temporada navideña Q4 que la dirección guiaba +55% profit yoy), podrían provocar reevaluación y subidas.
- Anuncio formal de cumplimiento o superación del guidance 2025 a mediados de año: cumplir \$120M neto sería un hito, consolidando credibilidad y, probablemente, derivando en revaloración.
- Ejecución (o ampliación) del plan de recompra: si la empresa en algún momento indica cuántas acciones ha recomprado, podría dar un empujón a la acción por la reducción de free float.
- Posible implementación de un **programa de relación con consumidores** más sofisticado (como un programa de recompensas por puntos, etc.), Sezzle insinuó cosas como "Payment Streaks rewards". Si lanzan gamificación exitosa que aumente engagement, se traducirá en más valor en largo plazo.
- Cambios en percepción macro: por ejemplo, si la Fed empieza a recortar tasas en la segunda mitad de 2024, ello reduciría costes de intereses de Sezzle, mejorando su margen financiero. Eso sería un catalizador sectorial (las fintech crediticias repuntarían).

Ventajas estructurales sostenibles: Recapitulando ventajas: la **comunidad de usuarios leales** (con altos NPS, 57-67) es un motor orgánico de crecimiento (boca a boca). Eso seguirá generando valor sin gasto en marketing: consumidores satisfechos recomiendan Sezzle, como de hecho sucede (muchos comercios adoptan BNPL tras oír que clientes lo quieren). Además, el hecho de ser una de las pocas fintechs con **lucro neto** la abre a oportunidades que competidores en pérdidas no pueden: por ejemplo, podría en algún momento pagar dividendos. O hacer adquisiciones de competidores menores a precio ganga, financiadas con su propia caja, consolidando su posición. Un posible catalizador: si alguna BNPL más débil quiebra o sale del mercado, Sezzle podría absorber su base. Actualmente hay murmullos de consolidación, pero tras 2022, la mayoría ya se consolidó. Aún, cualquier noticia de retirada de un competidor es buena para Sezzle (más share a repartir).

Upside no descontado: Diría que en la cotización actual no se descuenta, por ejemplo, la posibilidad de que Sezzle alcance la escala de Affirm. Pero ¿y si en 5 años lo hace? A su ritmo actual, si mantuviera +30% CAGR en usuarios podría llegar a ~10M activos (cerca de Affirm actual). No digo que lo haga, pero de ser así, su negocio valdría decenas de billones. Esa es la oportunidad estructural: un camino para convertirse en uno de los líderes *top-tier* del BNPL global. Con su modelo de suscripciones y rentabilidad, podría ser un “BNPL 2.0” que devore cuota de Affirm si éste tropieza. El mercado no ve eso hoy (la valora poco), pero no es imposible.

Catalizador de M&A: Aunque no es base de la tesis, existe la posibilidad de que Sezzle se vuelva **objetivo de adquisición** por parte de un jugador más grande: podría ser un banco que quiera entrar en BNPL rentable sin construir desde cero, o un competidor (por ejemplo, si Affirm busca consolidar y comprar su competencia rentable). Si bien prefiero que siga independiente, si llegara una oferta a prima significativa, la acción se dispararía. Esto es un catalizador más especulativo pero real dado su pequeño tamaño y grandes logros; en 2022 Zip casi la compró, pero ahora su valor intrínseco es mayor, lo que podría atraer a otros con mayor solvencia.

En resumen, las **palancas de crecimiento** (más usuarios, más uso por usuario, nuevos productos, nuevos mercados) y los **catalizadores** (próximos resultados, hitos operativos, mejoras macro) pintan un panorama con numerosos elementos que pueden desbloquear valor no reflejado actualmente. En mi plan de inversión, estaré atento a: - Indicadores de aumento en suscriptores (reportados en presentaciones) – catalizador de revalorización si sorprenden al alza. - Las decisiones de la dirección sobre expansiones o partnerships – que pueden crear narrativas nuevas de crecimiento. - Eventos macro favorables –ej: recorte de tasas– que revaloricen el sector fintech completo.

Creo que Sezzle tiene bastantes "cartuchos" positivos que aún no han sido disparados, lo que me da confianza en un **upside significativo** en los próximos años si se ejecutan. Mi labor será monitorear que se están aprovechando estas oportunidades adecuadamente, ajustando la tesis si alguno de esos catalizadores no se materializa como esperaba. Por ahora, la mesa está servida para que la empresa siga su trayectoria ascendente, y la actual infravaloración nos permite entrar antes de que dichos catalizadores vayan materializándose y reconozcan su valor.

18. Ventajas competitivas y posicionamiento estratégico

Sezzle ha logrado establecer varias **ventajas competitivas reales** que la distinguen de sus rivales en el sector BNPL, y ha consolidado un posicionamiento estratégico relativamente defensible en su nicho. Analicemos esos factores diferenciadores y su sostenibilidad:

1. Estructura de costes más bajos (eficiencia operativa): Una de las ventajas de Sezzle es su **estructura de costos notablemente ligera** en comparación con competidores. Al haber nacido como startup *lean* y tras la optimización de 2022, sus gastos fijos son reducidos. Por ejemplo, Sezzle gasta apenas ~4% de ingresos en marketing, mientras Affirm solía gastar >20% en épocas de expansión. También su personal (menos de 150 empleados actualmente tras recortes) es compacto, frente a miles en Klarna. Esto se traduce en costes por transacción bajos, permitiéndole ser rentable con merchant fees similares o incluso menores. Poseer una **estructura de costos optimizada** es una ventaja sostenible si la dirección continúa con disciplina; competidores mayores tienen inercias y gastos más elevados (Klarna con presencia global tiene costes de localización y compliance en decenas de países; Affirm tiene gran equipo de ventas corporativas, etc.). Sezzle, enfocada en Norteamérica y con mucha operación automatizada, puede operar con menos gastos relativos.

2. Intangibles difíciles de replicar - Marca y confianza: Sezzle se ha forjado una marca con atributos de "responsable" y "accesible". Sus usuarios asocian Sezzle con no cobrar intereses ni sorpresas (a diferencia de tarjetas) y con ayudar a mejorar su crédito (por Sezzle Up). Esa reputación es un intangible valioso: mientras Affirm es vista como "BNPL para cualquier compra grande" y Klarna como "BNPL de moda", Sezzle se posicionó como "*the responsible way to pay*", algo que resuena con usuarios jóvenes conscientes. Además, el altísimo NPS de sus productos Premium (57) y Anywhere (67) indica una satisfacción que impulsa el boca-oreja positivo, difícil de lograr si no es genuino. Este capital de marca y satisfacción no se construye de la noche a la mañana; le costó varios años a Sezzle ganarse esa confianza. Competidores como Klarna han tenido tropiezos de imagen (por ejemplo, envíos masivos de marketing criticados), Affirm tuvo fiascos con su tarjeta Debit+. Sezzle, en cambio, ha mantenido un perfil impecable, lo que se convierte en **lealtad** de clientes (ventaja sobre competidores). Los usuarios que valoran la mejora de crédito vía Sezzle Up tienen un incentivo a quedarse con Sezzle para seguir construyendo historial (un *switching cost* intangible).

3. Relaciones con comercios clave y barreras de salida: Sezzle ha desarrollado integraciones con plataformas de e-commerce (Shopify, WooCommerce, Magento) y alianzas (por ejemplo, con Target dot com, con American Eagle en su app). Una vez integrados y con usuarios repitiendo compras mediante Sezzle, los comercios tienen cierta barrera de salida: quitar Sezzle significaría potencialmente perder ventas de esos usuarios fieles. Por ende, hay **costos de cambio** para los comercios, sobre todo medianos, en remover Sezzle si ya vieron que incrementó conversión. Además, Sezzle ha adaptado su modelo para

diferentes segmentos: su *merchant toolkit* ofrece co-marketing, lo que la convierte más en un socio comercial que en solo un proveedor de pago. Esta cercanía la hace preferible a competidores más impersonales para ciertos merchants. Por ejemplo, se sabe que Sezzle se enfoca en ayudar a pequeños comercios a crecer (les brinda opciones de préstamos con Sezzle Capital, etc.), generando fidelidad en su base merchant. A mayor escala, Affirm se concentra en gigantes; Sezzle acoge a los medianos-pequeños que pueden percibirla como una aliada más atenta.

4. Ventaja geográfica y demográfica: Sezzle centra su negocio en Norteamérica, especialmente en EE. UU. y una parte en Canadá. Esto le da **ventaja geográfica** en su enfoque: entiende profundamente el comportamiento del consumidor estadounidense (donde nació) sin dispersarse. Competidores globales tienen que adaptar scoring y marketing a múltiples países. Sezzle, al centrar fuerzas en su mercado doméstico, puede optimizar underwriting con datos locales con mayor precisión (lo evidencian sus bajos impagos). Además, su demografía principal es jóvenes millennials/Gen Z con ingresos moderados, a quienes han sabido llegar vía redes sociales y su branding. En ese segmento, Sezzle es altamente reconocible; su patrocinio NBA Minnesota Timberwolves potenció su presencia en la región central de EE. UU. donde su base era fuerte, ampliando su **ventaja regional** como BNPL preferido localmente. Esa inserción local/regional es algo que Affirm o Klarna no cultivaron específicamente.

5. Propiedad intelectual y plataforma de datos: Sezzle ha desarrollado internamente su sistema de scoring de riesgo y su plataforma tecnológica BNPL. Aunque no tenga patentes disruptivas, la **plataforma tecnológica** y la base de datos de comportamiento de pagos de millones de transacciones son un activo muy valioso y difícil de replicar. Su modelo de machine learning ajustado a su perfil de clientes le permite aprobar con confianza donde otros BNPL o bancos quizá rechazarían, sin aumentar demasiado el impago. Ese refinamiento de algoritmos y datos es una ventaja competitiva oculta. Cada día que pasa, su modelo se entrena con más datos, generando un **efecto de aprendizaje** difícil de alcanzar para un nuevo entrante.

6. Efectos de red indirectos: Cuantos más usuarios consigue Sezzle, más atractiva es para comercios; y cuantos más comercios la ofrecen, más útil es para usuarios. Este clásico **efecto de red** se está viendo amplificado por su tarjeta On-Demand: con 400k comercios usados por clientes en Q2 2025, su red se multiplicó. Aunque no es un network propietario (usa Visa), logró que su base de usuarios vea a Sezzle como un método de pago ubicuo, incrementando valor de la red Sezzle. Otros BNPL se limitan a su lista de merchants integrados. Este **efecto de red híbrido** (gracias a Visa, pero monetizado por Sezzle) es ingenioso y crea un ecosistema: los usuarios Sezzle pueden usarla casi en cualquier compra, por lo que tienden a centralizar su actividad con Sezzle (beneficios como Streaks, etc.). A su vez, la altísima repetición (96% orders de usuarios recurrentes) indica una suerte de "dependencia benigna" de los usuarios con la plataforma – si la dejaran, perderían esas facilidades y su historial de

buen pagador. Otros BNPLs tienen repetición menor (Affirm <90%). Esa red de usuarios intensivos es un moatsito.

7. Flexibilidad estratégica y tamaño manejable: Sezzle ha demostrado ser **ágil estratégicamente**. Su tamaño mediano es suficiente para tener impacto (por ejemplo, su \$2.5B GMV anual es relevante) pero le permite pivotar rápido sin burocracia. Un ejemplo fue la implementación de Sezzle On-Demand: en pocos meses cerraron el acuerdo con WebBank, desarrollaron la funcionalidad y la lanzaron en Q4 2024. Affirm tardó mucho más en poner en marcha su tarjeta, y Klarna tardó años en pasar de solo Pay-in-4 a ofrecer banca. Esta agilidad es en sí una ventaja competitiva en un sector en evolución. Pueden adelantarse a competidores en satisfacer demandas de consumidores (como lo hicieron con suscripciones o con su integración de AI-driven features en marketplace). La **visión** del equipo directivo (enfocada en "financiamiento" y no solo en pagos) es también singular: integraron educación financiera (Money IQ) y gamificación (Payment Streaks) antes que otros. Si bien competidores podrían copiar algunas ideas, la ejecución y tenerlos ya integrados les da un primer mover advantage dentro de su base.

Sostenibilidad de estas ventajas: Muchos de estos factores (marca, datos, comunidad de usuarios, eficiencia) parecen **sostenibles** mientras la empresa siga con su cultura y foco. Las grandes amenazas a la sostenibilidad vendrían si competidores replicaran exitosamente sus diferenciadores

Ventaja ampliándose o diluyéndose: Hasta ahora, las ventajas de Sezzle se han **ampliado con el tiempo**: en 2019 apenas era un BNPL más pequeño; hoy, tiene la comunidad de subs, la rentabilidad, etc. La tendencia es que con cada iniciativa (suscr, On-Demand) su proposición de valor mejora vs pares. Y cuanto más rentable se muestre, más confianza genera a merchants importantes (ya en 2024 logró integraciones con grandes retailers). Sin embargo, hay que ser vigilante: en un sector tan dinámico, ninguna ventaja es inexpugnable si se dejan estar. Por eso la directiva debe seguir innovando. Pero su track record dice que lo harán.

Dominio de nicho: Podemos objetivamente decir que Sezzle **domina el nicho BNPL de valor responsable en Norteamérica**. No es el líder absoluto en cuota, pero sí en su subsegmento (comercios medianos de e-commerce y consumidores mid-subprime). En ese espacio, competidores como Zip se han retirado o debilitado, y Affirm se enfoca más en prime/largos. Así, Sezzle ha consolidado su nicho con poca interferencia. Esto es evidencia de que su ventaja en ese segmento es real y reconocida.

Equipo directivo como ventaja: Agrego que la **visión diferencial del equipo** es también un intangible: Youakim y Paradis, con backgrounds modestos (Minnesota vs Silicon Valley), han adoptado una mentalidad más pragmática y cercana al cliente que algunos CEO fintech ultra-ambiciosos. Ese *approach* es una ventaja cultural difícil de replicar en empresas con

En conclusión, Sezzle ha construido un **foso competitivo** basado en:

- Excelente eficiencia y costos bajos
- Fuerte marca y lealtad de clientes/merchants
- Datos propietarios y algoritmo refinado
- Agilidad e innovación continua.

Estas ventajas parecen **sostenibles** dado que radican en la cultura y modelo de la empresa, no solo en algo transitorio. Siempre existe riesgo de erosión si subestiman a competidores, pero por ahora se están ampliando (sus clientes están más integrados que nunca). Continuaré evaluando si mantienen su NPS alto y su repetición alta, porque esos son termómetros de sus ventajas. Por el momento, la evidencia objetiva – rentabilidad top del sector, retención altísima – muestra que **domina su segmento y posee ventajas competitivas duraderas** que respaldan la tesis de inversión.

19. Señales de alerta o deterioro oculto

Aunque el panorama cuantitativo y cualitativo de Sezzle es mayormente positivo, es prudente examinar si existen **señales de alerta** o posibles deterioros ocultos detrás de las métricas. Estas podrían manifestarse como tendencias incipientes en márgenes, deuda, segmentación, gobernanza u otros, que no sean evidentes a primera vista pero que pudieran presagiar problemas. A continuación, señalo algunos puntos a vigilar:

1. Calidad de ingresos (income quality) relativamente baja: Una métrica donde Sezzle sale mal parada es la **calidad de beneficios (income quality ratio = 0.28)**. Esto sugiere que la proporción de beneficio neto convertido en flujo de caja operativo es baja (de hecho, CFO 2024 \$40.9M vs neto \$78.5M – ~0.52). En 2023 fue CFO negativo vs neto positivo (0.28 ratio). Esto indica que gran parte de sus beneficios se quedan "en el aire" por crecimiento de working capital. Si bien sabemos que esto es por la expansión de la cartera (notas por cobrar), podría ser señal de alerta si se interpretara como *earnings* de baja calidad. No es que estén inflando beneficios con contabilidad creativa (no hay indicios de eso), sino una consecuencia del modelo: el neto sube rápido por no pagar impuestos (beneficio fiscal 2024) y porque se reconocen ingresos efectivos aunque la caja entre más tarde. **No detecto de momento manipulación:** sus ajustes son explícitos. Pero vigilemos la **evolución del flujo de caja:** me gustaría ver CFO empezando a acercarse al neto conforme el crecimiento normalice (lo cual se espera 2025+). Si no ocurre, sería un *warning* de que las ganancias contables no se están materializando en caja por algún factor (¿quizá clientes tardando más en pagar?).

2. Aumento de duración de las cuentas por cobrar (DSO alto): Ligado a lo anterior, su **Days Sales Outstanding ~182 días** es altísimo – sugiere que su rotación de cobro es semestral. Esto parece incoherente con un producto a 6 semanas, pero probablemente se debe a la forma en que contabilizan ingresos por intereses efectivos (reconocidos al plazo del préstamo) versus la rotación real de dinero. Es decir, DSO como ratio clásico no calza bien en BNPL. Aun así, un DSO de 182 vs sector inferior es un *red flag* teórico: indica que su dinero tardaría 6 meses en recuperarse tras venta. No creo que estén sufriendo más retrasos de pago – su net charge-off ratio no sugiere estancamiento en cobranzas. Lo tomaría con pinza, pero es un número a clarificar. **Si hubiera alargamiento de plazos** – es decir, clientes tardando más de 6 semanas – sería preocupante, pero su product pay-in-4 no cambió.

3. Potencial saturación de ciertos segmentos de usuarios: Otro riesgo escondido podría ser que los **usuarios top** (ese 10% que transa 34 veces/90 días) estén llegando a un techo de gasto. Sezzle depende fuertemente de usuarios repetidores. Si esos heavy users se saturan (ya usan Sezzle en todo lo posible), el crecimiento incremental deberá venir más de usuarios nuevos, que son menos rentables al inicio y con más riesgo. Por ahora no hay señal de saturación (transacciones por usuario subieron de 4.8 a 6.1 qoq), lo contrario. Pero es un factor a monitorear: si se estanca la frecuencia en el informe de engagement, podría indicar saturación. También, su *Active Consumers* crece lento (+9.5% yoy solo), porque priorizan

valor por cliente vs cantidad. Mientras moneticen más cada usuario, está bien; pero que no decaiga la adición neta. Hasta ahora se contrabalancea con subs (que aumentan valor), pero si en un par de trimestres la base activa no crece nada, sería una bandera amarilla de saturación de mercado.

5. Movimientos accionariales inusuales: Otro indicador de alerta es **venta de acciones por insiders** en gran volumen sin justificación. Hasta ahora no hemos visto a los fundadores vender tras la subida, lo que es tranquilizador (pudieron hacerlo y no lo hicieron). Si en futuros documentos vemos al CEO reduciendo significativamente su posición, valdría preguntarse por qué. En 2024, de hecho, compraron (recompras corporativas, e insiders mantuvieron). Pero es solo un punto a seguir.

6. Uso de la recompra: Irónicamente, una alerta sería que suspendieran la recompra no porque la acción subiera (esperable), sino sin explicación a pesar de la acción deprimida. Significaría quizás que priorizan guardar caja, lo que me haría pensar que ven alguna incertidumbre. Si a fines de 2025, al ver su capital devuelto, notamos que no usaron la recompra asignada, habría que preguntar por qué.

En general, de mi análisis actual no emergen señales severas de deterioro oculto; al contrario, las métricas fuertes y la transparencia mitigaron muchos temores. Pero los puntos mencionados – conversión de beneficios en caja, provisiones, saturación usuarios – merecen seguimiento de cerca.

Por ahora, la tesis sigue firme porque ninguno de estos posibles problemas se ha materializado significativamente; son más bien elementos a vigilar para asegurar que la historia no descarrile.

20. Tesis final de inversión

Después de este análisis exhaustivo, **reafirmo con convicción mi decisión de haber iniciado una posición en Sezzle**. Destaco que representa una oportunidad única al conjugar crecimiento elevado, rentabilidad sorprendente para su sector y una valoración en bolsa que no refleja adecuadamente esa realidad. A continuación, sintetizo los argumentos explicados.

Por qué invierto en Sezzle:

En primer lugar, **Sezzle ha demostrado calidad estructural sobresaliente**: es una fintech que, tras años de iteración, ha alcanzado márgenes operativos y netos muy altos (30%+ y ~28% respectivamente) y un ROE >100%, algo prácticamente inaudito en empresas de crecimiento. Esto indica creación de valor consistente. Su fortaleza financiera es patente en su balance saneado (deuda moderada, caja abundante) y en la disciplina con la que se maneja (costes bajo control, inversiones con payback rápido).

Simultáneamente, **la empresa mantiene un fuerte dinamismo de crecimiento**: sus ingresos crecieron ~70% en 2024 y se proyectan incrementos anuales del orden de 30-40% los próximos años, apoyados por tendencias favorables (adopción creciente del BNPL) y por iniciativas propias (expansión de suscripciones, base de usuarios recurrentes en aumento). Este crecimiento, crucialmente, es *rentable*: Sezzle está ampliando su negocio sin sacrificar rentabilidad, al contrario, con cada dólar adicional de ventas parece mejorar su eficiencia operativa. Esta rara combinación de **“crecimiento alto + rentabilidad alta”** sitúa a Sezzle en una posición privilegiada dentro de su sector.

Por último, **la acción de Sezzle cotiza con una clara infravaloración** tras el reciente drawdown de ~51%. A ~\$90, los múltiplos son moderadamente bajos, comparables a empresas estables sin crecimiento, cuando Sezzle está todo menos estancada. En mi evaluación, el mercado ha penalizado excesivamente una preocupación coyuntural (ligera caída del neto GAAP en Q2) y riesgos generales del sector, pasando por alto la robustez intrínseca y la resiliencia demostrada. Esto nos brinda un **margen de seguridad** amplio: incluso si su crecimiento se moderase o surgieran contratiempos razonables, la empresa seguiría justificando una valoración mayor que la actual. En otras palabras, el mercado está descontando un escenario demasiado pesimista, lo que genera una asimetría riesgo/retorno muy atractiva a favor del inversor paciente.

Por qué el momento de entrada es adecuado:

He elegido este momento – tras la corrección significativa pero con los fundamentales intactos – porque considero que la disonancia entre cotización y valor real ha alcanzado su máximo. Sezzle viene de reportar resultados sólidos y reiterar guías ambiciosas para 2025, lo que me da confianza de que la debilidad del precio es temporal. Asimismo, hay catalizadores en el horizonte (resultados de 2S 2025, posibles expansiones de producto) que

podrían restablecer la confianza del mercado y desencadenar una rápida reevaluación al alza. Entrar ahora, en mi opinión, me sitúa un paso por delante de esa potencial revalorización. Mi tesis no se fundamenta en esperar un "rebote técnico" breve, sino en capturar el proceso de revalorización sostenida que debería acompañar la ejecución continua de Sezzle en los próximos 1–3 años.

Principales riesgos y cómo los acepto dentro de la estrategia:

No obstante, soy consciente de los riesgos que existen. Los más destacados incluyen: i) *Deterioro macroeconómico* que incremente impagos y frene el consumo, afectando tanto volumen como pérdidas crediticias de Sezzle; ii) *Competencia intensiva* de gigantes (Apple, PayPal) que erosione su base de usuarios/partners; iii) *Riesgos regulatorios* inesperados (aunque atenuados tras la última postura del CFPB); iv) *Eventual saturación de crecimiento* en su nicho principal que la obligue a gastar más en marketing o bajar precios (comisiones) para seguir creciendo. También, por su menor tamaño, la acción de Sezzle es volátil, lo que es un riesgo de corto plazo (psicológico y de timing).

Considero estos riesgos aceptables. El riesgo macro está parcialmente mitigado por la flexibilidad operativa de Sezzle (puede recortar costos rápidamente si es preciso). El riesgo competitivo lo mitigo diversificando mi cartera en otros segmentos y, específicamente en BNPL, vigilando de cerca señales del terreno competitivo – si viese a Apple Pay Later ganando tracción significativa más allá de lo previsto, reevaluaría. Aprecio que invierto en una empresa de mediana capitalización, lo que conlleva volatilidad, pero confío en su liquidez (cotiza en Nasdaq, volumen razonable) y en la capacidad de la directiva para navegar entornos adversos, como ya probó.

Estoy dispuesto a tolerar oscilaciones en el corto plazo – incluso podría aumentar posición si la acción injustificadamente cayera por debajo de, digamos, \$60, siempre y cuando no haya cambios fundamentales – porque mi visión es a largo plazo. Sin embargo, tengo definidos ciertos *stop-loss mentales* basados en fundamentales: por ejemplo, si Sezzle empezase a quemar caja de nuevo trimestre tras trimestre, o si sus márgenes se comprimieran sustancialmente (<10% neto) sin una estrategia convincente, consideraría reducir/cerrar la posición pues significaría que la tesis ha perdido validez.

Plan de seguimiento (hitos e indicadores clave):

Para confirmar la validez de la tesis a lo largo del tiempo y reaccionar ante eventualidades, monitorizaré los siguientes puntos:

- **Crecimiento de ingresos y GMV:** Espero ver +60% en 2025 y >25% en 2026. Si en algún trimestre de 2025 el crecimiento orgánico cayese abruptamente <30% sin motivo estacional, investigaría qué lo causa. Mientras se mantenga en línea con guías, la tesis sigue fuerte.

- **Evolución de márgenes:** Margen bruto debería mantenerse ~60% y margen neto sostenible >20%. Acepto cierta fluctuación, pero un declive prolongado indicaría presión. Por ejemplo, si en 2026 margen neto bajara a <15% sin una inversión excepcional que lo explique, sería señal de alerta.
- **Calidad de activos crediticios:** Hay que vigilar el ratio de impagos (net charge-off % del GMV). Actualmente ronda ~4% del GMV anual. Si notara una tendencia alcista considerable (ej., sube a >6-7%), confirmaría deterioro del perfil de riesgo o entorno, y reconsideraría la posición según la causa (coyuntural vs estructural).
- **Base de usuarios suscriptores y activos:** Confío en ver la cifra de suscriptores Premium+Anywhere seguir creciendo (ideal >800k para fines 2025) y usuarios activos totales aumentando, aunque sea a un dígito alto. Estancamiento en estos podría implicar saturación o pérdida de relevancia, lo cual pondría en entredicho la tesis de crecimiento.
- **Indicadores cualitativos:** Seguiré las conferencias y comunicaciones del management. Hasta ahora han sido francos. Estaré atento a cualquier cambio de tono o narrativas incoherentes. Una red flag sería que empezaran a culpar factores externos de no cumplir, en lugar de afrontarlos (lo opuesto de su actitud actual).
- **Desempeño de la acción:** Aunque no gestiono a corto plazo, si la acción superara ampliamente mi valor intrínseco estimado antes de lo previsto, reevaluaría la relación riesgo/beneficio actualizada. Podría tomar ganancias parciales para rebalancear, dado que parte de mi tesis de re-rating ya se habría cumplido. La mantendría en cartera mientras siga viendo potencial a largo plazo o no detecte deterioros mencionados.

En suma, mi plan es acompañar de cerca la evolución de Sezzle, confirmando que los pilares de la tesis –crecimiento rentable, disciplina y ventajas competitivas– se mantienen en pie.

Reflexión final:

He invertido en Sezzle porque creo firmemente que el mercado está pasando por alto la metamorfosis exitosa de la empresa: de start-up emergente (que valía solo expectativas) se ha convertido en un negocio consolidado con amplia capacidad de generación de beneficios, sin renunciar por ello a crecer vigorosamente. En mi análisis he encontrado coherencia entre los números y la narrativa: la señal cuantitativa inicial de calidad y drawdown no fue un espejismo; la investigación cualitativa la ha ratificado con creces. Por supuesto, permaneceré vigilante – no se trata de comprar y olvidar – pero la evidencia me indica que Sezzle está en la senda correcta para seguir aumentando su valor intrínseco.

Confío en la **ejecución del equipo directivo**, que ya en circunstancias adversas ha cumplido lo prometido y se ha adelantado con innovaciones. Confío en la **resiliencia del modelo de negocio**, que supo absorber choques (macro, fusiones fallidas) y emergió más fuerte. Y

confío en la **asimetría de esta inversión**, en que la espera paciente será recompensada a medida que Sezzle continúe creciendo y más actores del mercado se percaten del valor que tiene delante. Con esa convicción, he tomado la posición y planeo mantenerla a largo plazo, acompañando activamente su evolución, preparado tanto para capitalizar sus éxitos como para reaccionar con disciplina si la tesis llegara a invalidarse.

En conclusión, tras contrastar los datos cuantitativos con la realidad cualitativa de la empresa, considero que Sezzle es una **oportunidad de inversión atractiva** que combina una empresa de creciente calidad, un momento estratégico oportuno y un precio injustificadamente deprimido.