



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación de Expedia Inc.

Autor: Maria Florencia Gomez De Marco

DNI: 32.412.797

Director de Tesis: Javier Epstein

Buenos Aires, Argentina – 14 de diciembre de 2017



Universidad de
San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación de Expedia Inc.



Autor: Maria Florencia Gomez De Marco

DNI: 32.412.797

Director: Javier Epstein

Buenos Aires, Argentina – 14 de diciembre de 2017

INDICE

GLOSARIO	4
1. RESUMEN EJECUTIVO	6
2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA.....	7
2.1 La Compañía en la actualidad	7
2.2 Historia	11
2.3 Expedia características propias.....	14
2.4 Estrategia de Crecimiento	22
3. ANALISIS DE LA INDUSTRIA	27
3.1 Funcionamiento del negocio	27
3.2 La industria - Tendencias de los últimos años.....	31
3.3 Resultado regionales año 2016.....	32
3.4 Perspectivas futuras	39
3.5 Viajes en línea.....	41
3.6 Estacionalidad.....	45
3.7 La competencia	45
4. ANÁLISIS FINANCIERO	53
4.1 Análisis de Estados Contables.....	53
4.2 Evolución de ventas	56
4.3 Composición de costos y gastos de Expedia.....	57
4.4Evolución del EBIT y EBITDA	58
4.5Evolución del margen operativo y margen del EBITDA.....	59
4.6Evolución del ROA y ROE	60
4.7Evolución de la inversión de capital	62
4.8 La deuda financiera	62
4.9 Ratios en compañías similares	65
5. VALUACIÓN.....	67
5.1 Modelo Flujo de Fondos Descontados.....	67
5.2 Valor Terminal	70
5.3 Constitución de diferentes escenarios	70
5.4 Escenario Base	72
6. PROYECCIONES	73
6.1 Proyección de Ventas	73
6.2 Proyección de costo de productos vendidos, gastos de marketing, de tecnología y gastos operativos remanentes.....	79
6.3 Activos intangibles y activos fijos: Estimacion de su inversión y amortización.....	82

6.4 Proyección de capital de trabajo	83
6.5 Composición de los flujos de fondos libres	85
7. DETERMINACION DE LA TASA DE DESCUENTO: WACC	86
7.1 Determinación del Costo de Capital Re	86
7.1.1 Tasa Libre de Riesgo	87
7.1.2 Prima de Riesgo de Mercado.....	88
7.1.3 Estimación de Beta	90
7.2 Determinación del Costo de la deuda Rd	92
7.3 Determinación de la estructura de Capital	92
8. VALUACION.....	94
9. VALUACION POR MULTIPLOS	98
9.1 Metodo de Valuacion por Multiplos	98
9.2 Determinacion de Compañías Comparables.....	100
9.3 Determinación del Múltiplo	100
Anexo I: El Modelo CAPM.....	102
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	106



Universidad de
SanAndrés

GLOSARIO

Bed-and breakfasts: es un establecimiento hotelero que ofrece precios moderados. La expresión se traduce como 'cama y desayuno', y tiene su origen en los servicios brindados, los cuales son únicamente los de alojamiento y desayuno.

CAGR: la denominación proviene de sus siglas en inglés "compound annual growth rate" y se corresponde con una tasa de crecimiento promedio anual de una variable estimada para un periodo determinado de tiempo.

Call center: es un centro de llamadas telefónicas, un sistema de administración y gestión que se realiza a través de un solo canal, el telefónico, y cuya principal actividad es la recepción o emisión de información, la cual se realiza de manera rápida y concisa con una atención exclusiva a los clientes.

Conference Calls: son conferencias en las cuales los individuos se comunican por vía telefónica exponiendo tópicos, efectuando consultas y comunicando decisiones gerenciales.

Consolidadores en la industria del Turismo en Línea: Un consolidador es una agencia de viajes virtual que vende los productos y servicios de varias compañías turísticas. Generalmente obtienen precios especiales ya que generan transacciones de grandes volúmenes.

Datacenter: es, tal y como su nombre indica, un "centro de datos" o "centro de procesamiento de datos". Esta definición engloba las dependencias y los sistemas asociados por medio de los cuales: 1)-Los datos son almacenados, tratados y distribuidos al personal o procesos autorizados para consultarlos y/o modificarlos y 2)- Los servidores en los que se albergan estos datos y se mantienen en un entorno de funcionamiento óptimo.

EBIT: la denominación proviene de sus siglas in inglés, Earnings Before Interests and Taxes, hace referencia a las ganancias de las compañías antes de intereses e impuestos.

EBITDA: la denominación proviene de sus siglas in inglés, Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations hace referencia a las ganancias de las compañías antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Equity: es el capital propio de una empresa, constituido por una inversión inicial y ganancias retenidas en el tiempo.

IPO: Término que recibe dicha denominación por sus siglas en inglés “Initial Public Offering”. Es el proceso por el cual se ofrecen las acciones de una empresa a la venta al público inversionista por primera vez.

Market share: es un término inglés que se emplea para indicar el tamaño de la porción de mercado que una empresa tiene en un determinado segmento de este.

Millennials: es aquel tipo de persona que llegó a su etapa adulta después del año 2000, es decir, con el cambio de siglo, y que en conjunto, posee características particulares, tales como por ejemplo: una personalidad de descontento y amor por la tecnología.

OTA: Las Agencias de Viajes Online son conocidas como OTA por su definición en inglés Online Travel Agency, son sitios web dedicados principalmente a la venta de servicios dentro del sector de viajes.

Pasarelas: es un sistema de hardware y software que permite interconectar redes que utilizan arquitecturas completamente diferentes con el propósito de intercambiar información.

Publicidad de display: constituye un formato publicitario online en el que el anuncio, conocido generalmente como banner y formado por texto, imagen, audio, e incluso vídeo, se muestra en una página web, por lo general presentado en la parte superior o lateral de la misma.

Sitios de metasearch: El metabuscador es un sitio web que emplea un sistema que localiza información de numerosos motores de búsqueda, carece de base de datos propia por lo que usa las de otros buscadores y muestra una combinación de las mejores páginas que ha devuelto cada uno de ellos. La definición simplista sería que un metabuscador es un buscador en buscadores.

Smartphones: Se trata de un teléfono celular móvil que ofrece prestaciones similares a las que brinda una computadora y que se destaca por su conectividad.

S&P 500: El índice Standard & Poor's 500 es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos, el mismo se basa en la capitalización bursátil de 500 de las principales empresas que poseen acciones que cotizan en las bolsas NYSE o NASDAQ. Los componentes del índice S&P 500 y su ponderación son determinados por S&P Dow Jones Índices.

Yield to Maturity: Es la tasa de retorno que un inversionista recibiría si mantiene un bono hasta su vencimiento final.

RESUMEN EJECUTIVO

En el presente trabajo se efectuó una estimación del valor del equity de Expedia Inc. al 31 de diciembre de 2016 mediante la aplicación de dos metodologías: el método de flujos de fondos descontados y el de múltiplos de empresas comparables. Para la aplicación del primero de ellos se estimaron los futuros flujos de fondos, se calculó la tasa de descuento a aplicar a los mismos, se obtuvo un valor terminal y finalmente un valor de la firma al cual se detrajo el valor de la deuda financiera neta, este cálculo se efectuó para tres escenarios: un escenario base y más probable, uno optimista y otro pesimista. Para la aplicación de la metodología utilizando múltiplos de valuación comparables se identificaron empresas similares a la firma en cuestión, se obtuvieron diversos parámetros e indicadores de las mismas, los cuales fueron posteriormente vinculados al precio que el mercado ha atribuido a cada una de estas firmas y finalmente se estimó el múltiplo aplicable a Expedia y se efectuó un análisis de sensibilidad en relación al mismo.

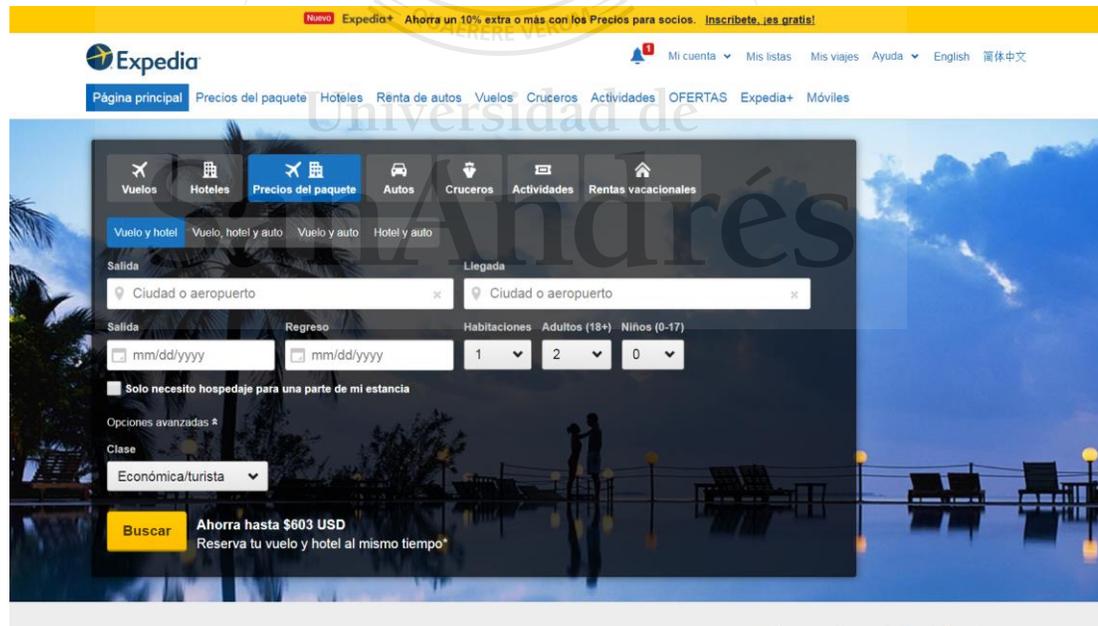
Para el desarrollo del presente trabajo se estudió la compañía, las diversas marcas que opera, su historia, modelo de negocios, la industria en la que se desenvuelve, se efectuó un análisis financiero de los últimos 5 años de la firma: se estimaron sus ratios de rentabilidad y endeudamiento, la evolución de su EBITDA, de sus resultados netos, todo esto permitió efectuar proyecciones fundamentadas, encontrar compañías similares y plantear escenarios alternativos factibles en futuro.

Los resultados de ambos análisis se compararon con el precio de mercado a la fecha de análisis: el precio de la acción de la compañía fue de \$ 113,28 dólares. El valor de la acción en el escenario base del primer método fue de \$114,85, un 1% por encima del precio de cotización, en un escenario optimista el valor alcanzado por acción es de \$126,59 mientras que en un escenario pesimista el valor estimado fue de \$54,38. Bajo la segunda metodología se estimó un valor de la acción que oscila entre \$103,30 y \$146,37.

2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

2.1 La Compañía en la actualidad

Expedia, Inc. (en adelante Expedia) es una de las compañías de viajes en línea más grande del mundo. Sus reservas expresadas en dólares representan alrededor del 4% del total de los gastos de viaje originados en transacciones en línea en todo el mundo, los cuales fueron estimados en aproximadamente \$ 1.3 billones de dólares en 2016 por Phocuswright. Sus oficinas centrales se encuentran en Washington, Estados Unidos. Opera a través de diversos sitios web en idiomas locales y tiene presencia en 33 países. Entre ellos: Australia, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, los Países Bajos, Noruega, China, España, Suecia, Reino Unido, Estados Unidos, La India, México y Nueva Zelanda. Hotels.com, otra unidad de negocios del grupo, cuenta con más de 70 sitios locales de países que abarca América del Norte, América del Sur, Europa, Oriente Medio y Asia¹.



¹ Véase EXPEDIA, INC. Reporte Anual 2016. 10 de febrero de 2017. Véase en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1324424/000132442417000006/a2016-10k.htm>

En el siguiente grafico se aprecian todos los países en los cuales la compañía opera, si bien sus ingresos se obtienen en mayor proporción del mercado estadounidense, durante el ejercicio 2015 el 79% de las operaciones de ventas se registraron en dicho territorio, una porción considerable de sus operaciones se efectúan en mercados latinoamericanos, europeos y asiáticos.

Grafico I. Países en los que opera Expedia

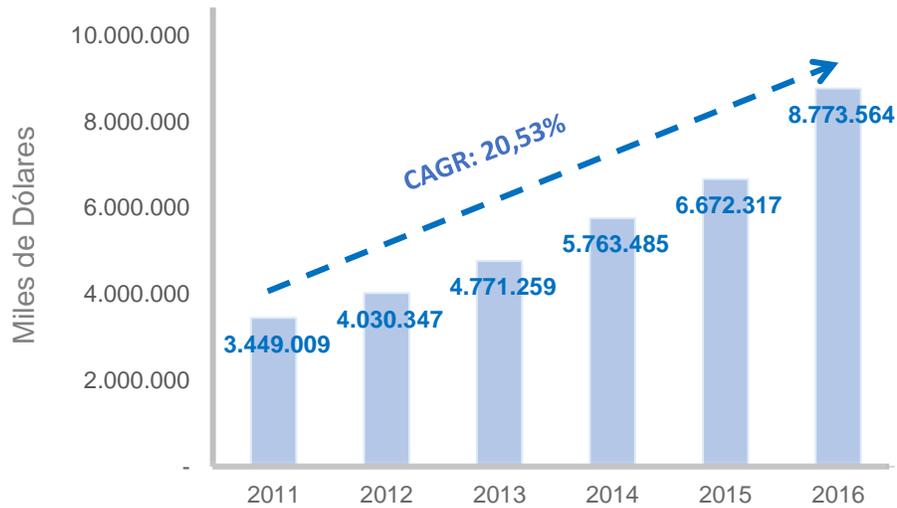


Fuente: Sitio Web Expedia- Relación con inversionistas - Elaboración propia

La compañía cuenta con convenios con aproximadamente 500 Aerolíneas y 510.000 hoteles afiliados alrededor del mundo, así como también facilita la posibilidad de realizar más de 7.000 actividades dependiendo de su destino.

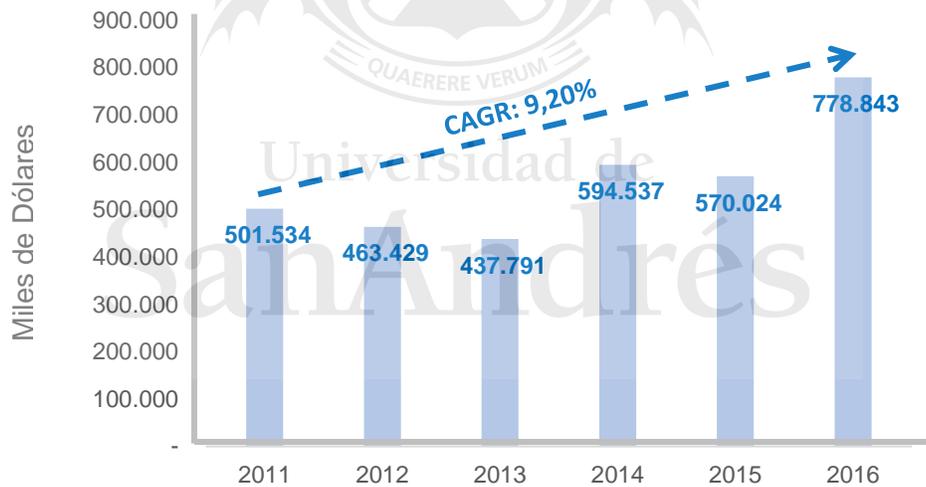
Las ventas de la firma durante 2016 ascendieron a \$ 8.774 millones de dólares, lo que generó un EBITDA de \$779 millones de dólares. Como se observa en los siguientes gráficos las ventas aumentaron progresivamente en los últimos 5 años a una tasa compuesta de crecimiento promedio anual (“CAGR” por sus siglas en inglés) de 20,53%, mientras que el EBITDA creció en promedio un 9,20%.

Grafico II. Evolución de Ventas de Expedia: 2011-2016 (US\$ miles)



Fuente: Expedia Inc. Reporte anual 2012-2016 - Elaboración propia

Grafico III. Evolución de EBITDA de Expedia: 2011-2016 (US\$ miles)



Fuente: Expedia Inc. Reporte anual 2012-2016 - Elaboración propia

El sitio web utiliza múltiples sistemas de distribución global para hacer las reservas, tales como Sabre, Worldspan, y Pegasus siendo utilizados para la reserva de vuelos y hoteles. Adicionalmente, cuenta con su propio sistema de reserva de hoteles pertenecientes a su red de acuerdos.

En los siguientes gráficos se puede apreciar la participación de la firma en los distintos segmentos geográficos durante 2016, del análisis de los mismo surge de forma evidente su posición consolidada en el mercado Norteamericano el cual a su vez es, en términos relativos, el más amigable con la industria de turismo en línea: 67% de las transacciones se efectúan por medio de ordenadores o aplicaciones de dispositivos móviles. A su vez, si bien Expedia se encuentra presente en los mercados europeos, asiáticos y latinoamericanos con porcentajes considerables de ventas, estos constituyen oportunidades de crecimiento exponencial para la firma, no solo en el sentido de ganar market share a sus competidores sino porque representan mercados en transición a la industria del turismo en línea.

Grafico IV. Posicionamiento de Expedia en el mercado mundial en base a facturación total de reservas año: 2016



Fuente: Expedia Inc. Reporte anual 2016

La Percepción de Expedia en el Mercado

Desde sus inicios en el mercado, el precio de la acción de la compañía ha presentado una tendencia mayoritariamente alcista, la cual se afianzó en los últimos 5 años cuadruplicando el valor de la misma pasando de \$ 27,65 dólares el 30/12/2011 a un precio de cierre el 31/12/2016 de \$ 112,80 dólares. Esto se debe a la percepción del mercado en relación a su sólido portafolio de marcas que la consolidan líder en el mercado norteamericano de donde obtiene la mayor proporción de sus ingresos.

Grafico V. Precios Históricos de las Acciones de Expedia Periodo: 2011 a 2016



Fuente <https://finance.yahoo.com> - Elaboración propia

2.2 Historia²

Origen

La empresa fue fundada en el año 1996 por Microsoft. En sus comienzos ofrecía servicios de viajes en línea en la red de su matriz, para lo cual, Microsoft Corporation alimentó a su nueva creación, invirtiendo fuertemente en tecnología para proporcionar capacidades de búsqueda avanzada y otras características y así extender su funcionalidad fuera de la compañía y generar ingresos ofreciendo sus servicios al mercado.

² Véase página EXPEDIA INC <http://www.expediainc.com/about/history/>

En sus inicios, Expedia permitió a los consumidores hacer reservas aéreas, hoteles y autos en línea y navegar por una biblioteca de guías de viaje multimedia, direccionando sus esfuerzos principalmente a consumidores individuales. Luego, en febrero de 1998, Expedia lanzó el Programa “*Expedia Associates*”, el cual proporcionó a los proveedores y otras compañías el acceso al motor de reservas de Expedia para establecer sitios web con marcas compartidas.

La empresa inicia una oferta pública de sus acciones

En 1999 la empresa ofreció por primera en el mercado sus acciones. El IPO de Expedia tuvo lugar la semana del 8 de noviembre de 1999, con un precio de apertura de sus acciones de \$ 38 dólares. Una vez que comenzó la negociación en el mercado, el precio de las mismas subió rápidamente a 63 dólares antes de cerrar el día a \$ 52,75 dólares. La compañía vendió 5,2 millones de acciones, el 13,6% de las que se encontraban emitidas a la fecha, mientras que Microsoft retuvo el 86,4% restante. En el momento de su salida a bolsa, los ingresos trimestrales de Expedia eran de alrededor de 15 millones de dólares. En 2002, USA Networks adquirió una participación controladora de Expedia por unos \$ 1.500 millones de dólares, comprando todas las acciones de Microsoft y las de otros accionistas. Durante 2003 USA Networks cambió su nombre a USA Interactive, Inc., luego de la venta de sus activos de entretenimiento a Vivendi Universal. Posteriormente, adquirió las acciones restantes de Expedia por un valor estimado de \$ 3.300 millones de dólares. Al 31 de diciembre de 2016, la compañía cotiza en el Nasdaq Global Select Market y, Liberty Expedia Holdings, Inc. y sus subsidiarias posee el control del 54% de los votos combinados de la sociedad.

Adquisiciones y Alianzas Estratégicas

Expedia integró el negocio turístico online gradualmente a través de las siguientes operaciones:

1)- En febrero de 2000, Expedia realizó dos importantes adquisiciones que le permitieron ofrecer una gama más amplia de alojamientos: A)- VacationSpot.com Inc. de Seattle, una

red de reservas para casas de vacaciones, alquiler de condominios y bed-and breakfasts.

B)- Travelscape.com, una compañía con sede en Las Vegas que se especializó en habitaciones de hotel con descuento.

2)- Durante el 2002 Expedia adquirió Metropolitan Travel, con sede en Seattle, en un movimiento que posicionó a la compañía para competir en el mercado de viajes corporativos. Tras la adquisición, Expedia lanzó un sitio de viajes corporativos, “Expedia Corporate Travel Services” que posteriormente recibiría el nombre de Egencia, el cual proporcionó a los clientes acceso tanto a los agentes de reservas del centro de llamadas como a las herramientas de reserva en línea.

3)- Entre 2003 y 2016, el dinamismo del sector se incrementó exponencialmente: Expedia adquirió Hostel.com y Hotwire en 2003. En 2007 consolidó una alianza con Cruiseships Centers obteniendo márgenes muy rentables en el negocio de los navíos y en 2008 adquirió Carrentals.com.

4)- Una nueva fuente de ingresos surge para Expedia con la aparición de la Red de Afiliadas Expedia “EAN” Expedia Affiliates Network en 2008, la cual se constituye con Hoteles, consolidadores, otras agencias de turismo online entrelazando las pasarelas bilateralmente a cambio de comisiones con precios diferenciales (menores a los usuales en estas operaciones).

5)- En 2010 Expedia adquirió Mobiaata, una compañía especializada en aplicaciones de celulares vinculadas a viajes turísticos, de cara a innovar en el desarrollo de una aplicación que le permita generar un nuevo canal de ventas y a la vanguardia de las demandas de los usuarios de las tecnologías actuales.

6)- En el año 2011, Expedia celebró un acuerdo estratégico con AirAsia, con el fin de explotar el mercado oriental, siendo líder en el Mercado norteamericano. La estrategia de la

compañía para crecer aún más apunta a ganar market share en los mercados emergentes, especialmente en Asia y el Pacífico.

7)- En 2012, la compañía innovó en su modelo financiero de negocios mediante el lanzamiento de su programa "Expedia Traveler Preference" (ETP), el cual consiste en un nuevo sistema de pago. Un viajero que reserva una habitación a través de uno de los sitios de la marca de la compañía puede optar por pagar a Expedia al momento de hacer la reserva o en el hotel a la salida.

8)- En 2013 Expedia adquirió una participación controlante en Trivago.com lo que le permitió consolidar su posición líder de metasearch en Hoteles. En 2014, compro Auto Escape Group y Wotif Group Wotif Group, una compañía de viajes en línea líder en Australia y durante 2015 Orbitz Worldwide, Homeaway y Travelocity y, con esta última, los activos asociados de Sabre Corporation ("Sabre"). Todas estas operaciones permitieron a Expedia incrementar sus ventajas competitivas mediante un mayor poder de negociación con sus proveedores y la absorción de su competencia.

2.3 Expedia Características Propias

Productos y Canales de Venta

Durante el año terminado el 31 de diciembre de 2016, casi una de cada tres transacciones de Expedia, Inc. se registró globalmente mediante dispositivo móvil. Las innovaciones tecnológicas continúan creando nuevas oportunidades para las reservas de viajes realizadas a través de dispositivos móviles, además de los métodos más tradicionales que involucran computadoras de escritorio y portátiles. Por ello, hoy en día Expedia emplea ambas vías para comercializar: 1)- billetes de avión, 2)- alojamiento, 3)- alquiler de coches, 4)- tren, 5)- cruceros, 6)- seguros 7)- Otros servicios en destino, como transferencias al aeropuerto, actividades, excursiones y tours. Los productos y servicios de viaje están disponibles tanto en forma independiente como en paquetes.

Portafolio de Marcas

La compañía obtiene principalmente sus ingresos, además de su sitio principal, de las siguientes sociedades (todas ellas buscadores de productos asociados al turismo online):

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Hotels.com • Orbitz Worldwide • Trivago • HomeAway • Egencia | <ul style="list-style-type: none"> • Travelocity • Hotwire • Wotif Group, • Classic Vacations • CarRentals.com |
|--|---|



Expedia opera una cartera de marcas con alcance global, dirigida a una amplia gama de viajeros, proveedores de viajes y anunciantes. Los consumidores suelen visitar varios sitios web antes de reservar un viaje y tener una estrategia multimarca aumenta la probabilidad de que esos consumidores visiten uno o más de sus sitios. También comercializa a los consumidores a través de una variedad de canales, incluyendo sitios de búsqueda en Internet y metasearch, y tener múltiples marcas en los resultados de búsqueda también aumenta la probabilidad de atraer visitantes. Las diversas marcas de la compañía adaptan sus ofertas de productos y sitios web a la demografía particular de los viajeros. Hotwire encuentra ofertas de descuentos para el comprador de viajes con presupuesto limitado, mientras que Classic Vacations se dirige a los viajeros de lujo.

- Brand Expedia abarca la más amplia gama de clientes potenciales con opciones de viaje a través de un amplio espectro de valor, mientras que la marca de Hotels.com se centra exclusivamente en la comercialización y distribución de alojamiento.

- HomeAway opera un mercado en línea para la industria de alquiler de unidades de alojamiento para vacaciones al tiempo que Egencia provee servicios completos de gestión de viajes, ofrece productos y servicios a empresas y viajeros corporativos, como así también servicios de consultoría y gestión de reuniones y oportunidades de publicidad.
- Trivago es una compañía de metasearch de hoteles con comparación de precios de aproximadamente 1,3 millones de hoteles, siendo una de las marcas más conocidas a nivel mundial para buscar hoteles en línea.
- CarRentals.com es una empresa de alquiler y venta de vehículos en línea que ofrece una amplia selección de alquileres de autos directos a los consumidores.
- Wotif Group es una compañía australiana de viajes en línea y Orbitz Worldwide, una cartera mundial de marcas de viajes que ofrece a sus clientes productos tales como: hoteles, coches de alquiler, vuelos, paquetes de vacaciones, seguro de viajes y cruceros a través de diversos portales más pequeños que opera como: CheapTickets.com, Hotelclub.com, Ratestogo.com, Asiahotels.com y Orbitzforbusiness.com.

La firma agrupa sus marcas en diferentes segmentos en base a los productos y servicios que ofrecen, los mismos se detallan en el siguiente gráfico:

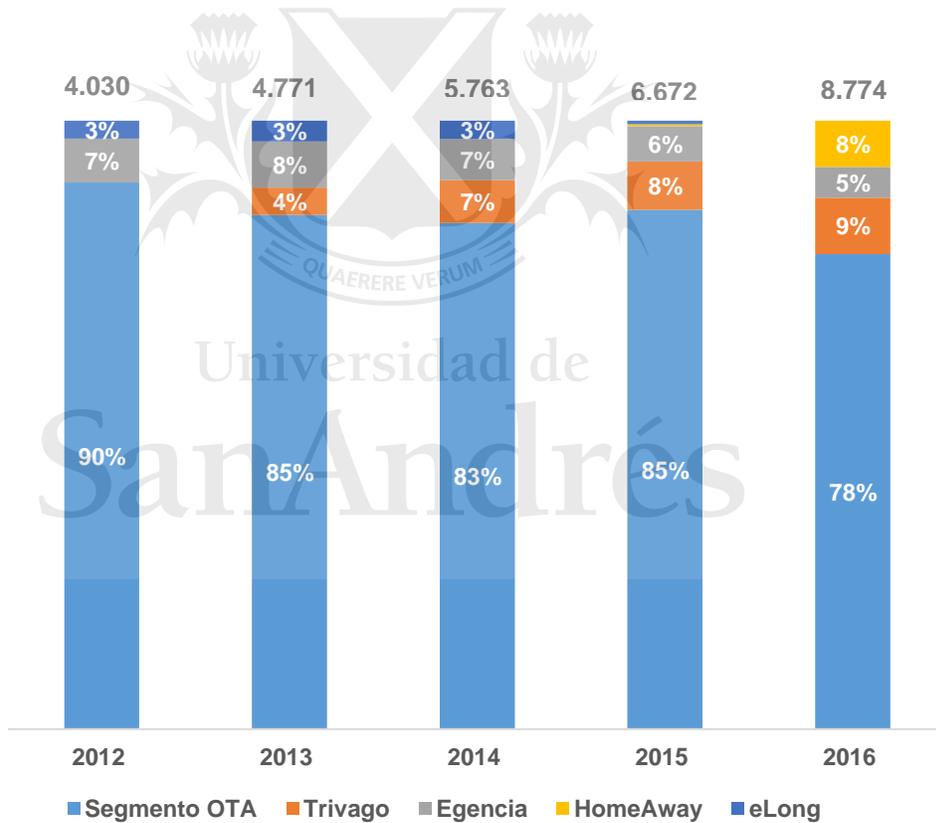
Grafico VI. Segmento de negocio de Expedia

Segmento OTA	Segmento de Viajes Corporativos	Segmento de Alquileres Temporarios	Segmento de Metasearch
Expedia Hostels.com Orbitz CheapTickets Travelocity Wotif group Hotwire Expedia Local Expert Expedia's Affiliate Network	Egencia	HomeAway	Trivago

Fuente: Expedia Inc. Reporte anual 2016 - Elaboración propia

Las diversas marcas de la firma contribuyen en distintas proporciones en los resultados consolidados. Como se observa en la siguiente tabla y su respectivo gráfico, no cabe duda que el segmento OTA es la principal fuente de ingresos, durante 2016 genero ventas por \$ 6.852 millones de dólares, y en promedio el 83% de las ventas en los últimos 5 años, igualmente su participación muestra una leve tendencia a la baja en su contribución considerando las inversiones sucesivas en otros segmentos como Home Away y Trivago y su participación de las mismas en las ventas globales de la firma.

Grafico VII. Participación porcentual en las ventas de cada segmento de negocio de Expedia: 2012 – 2016 (US\$ millones)



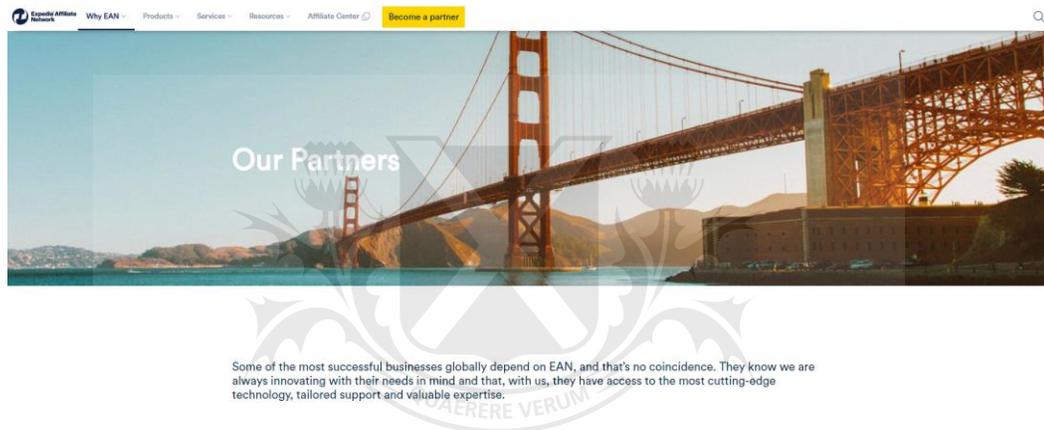
Fuente: Expedia Inc. Reporte anual 2016 - Elaboración propia

Tabla I. Ventas por segmento de negocio de Expedia: 2012 – 2016 (US\$ millones)

Millones de Dólares						
	2012	2013	2014	2015	2016	
Segmento OTA	3.621	4.033	4.794	5.694	6.852	
Trivago	0	214	405	531	809	
Egencia	291	362	391	388	447	
HomeAway	0	0	0	19	666	
eLong	118	163	174	41	0	

Fuente: Expedia Inc. Reporte anual 2016 - Elaboración propia

Red de afiliados de Expedia ("EAN")³



Expedia cuenta con su propio programa de afiliados, en el cual los socios pueden acceder a los alojamientos de EAN de la forma que mejor se adapte a su negocio. De esta forma, se integra el negocio verticalmente con aerolíneas, agentes de viajes y minoristas en línea. Mediante el desarrollo de tecnologías de interfaz la compañía facilita la interacción entre algunos de sus sitios web y los sistemas de reservas centrales de hoteles, haciendo más rentable que los hoteles gestionen las reservas realizadas a través de Expedia. Por medio de esta tecnología de "conexión directa", los hoteles pueden cargar información sobre los productos y servicios disponibles y las tarifas directamente desde sus sistemas centrales de reservas en los sitios web de Expedia, así como también, confirmar automáticamente las reservas de hoteles hechas por los viajeros.

³ Véase página EXPEDIA INC: <https://www.ean.com/about/partners>

A continuación se muestran las principales firmas que integran la red de afiliadas de la compañía:



Modelos de Negocios – Fuentes de Ingresos de la Compañía

El modelo de negocios de la empresa se segrega en tres unidades⁴:

- El modelo de comerciante
- El modelo de agencia
- El modelo publicitario

Bajo el modelo de comerciante, Expedia facilita la reserva de habitaciones de hotel, asientos de avión, alquiler de coches y servicios de destino de sus proveedores de viajes. Bajo el modelo de agencia, los viajeros pueden ensamblar dinámicamente paquetes de viajes de

⁴ Véase EXPEDIA, INC. Reporte Anual 2016. 10 de febrero de 2017. Véase en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1324424/000132442417000006/a2016-10k.htm>

componentes múltiples en una sola transacción a un precio más bajo en comparación con reservar cada componente por separado.

Los proveedores de viajes distribuyen y comercializan sus productos. La compañía cobra por este servicio comisiones, comúnmente denominadas up front incentives. A su vez, cuando se alcanzan determinados volúmenes de ventas la compañía recibe a modo de premio ciertos incentivos, conocidos como backends. Por cada transacción se cobra además una comisión al cliente.

Bajo el modelo publicitario la empresa ofrece a los anunciantes de viajes y no turísticos un espacio de promoción para sus productos y servicios, el cual logra llegar a una gran audiencia de viajeros en todo el mundo. Esto se gestiona a través de Expedia Media Solutions: la división de ventas publicitarias de Expedia, Inc.

El Negocio de Hoteles

Expedia genera la mayoría de sus ingresos a través de las reservas de hoteles (reservas independientes y de paquetes). A pesar de que las relaciones con sus socios de suministro de hoteles han permanecido ampliamente estables en los últimos años, como parte del despliegue global, la compañía ha reducido en ciertos casos sus márgenes para compensar a los socios de suministro de hoteles. Ello ha impactado negativamente el margen de ingresos por reserva. Además, a medida que la misma continúa ampliando la oferta global de hoteles, en algunos casos ha reducido y espera seguir reduciendo sus resultados en varias geografías basadas en las condiciones del mercado local. Estos impactos se deben a iniciativas destinadas a impulsar un mayor tamaño y escala a nivel mundial. Adicionalmente, el aumento de las actividades de promoción, tales como los programas de fidelización, contribuye a la disminución de los ingresos por habitación por noche. Por último, las fluctuaciones en las monedas de los países en los que opera, han tenido un efecto negativo en la economía de la unidad debido a los efectos desfavorables. Sobre la base de

esta dinámica, el ingreso promedio por habitación se redujo en cada trimestre de 2014, 2015 y 2016 y se espera que siga esta tendencia en el futuro.

Con la adquisición de HomeAway y de todas sus marcas en diciembre de 2015, Expedia se ha expandido hacia el mercado de alojamientos alternativos de más de 100.000 millones de dólares, siendo líder en este mercado y representando una oportunidad de crecimiento atractivo para la compañía. La misma lanzó una tarifa de servicio al viajero en los Estados Unidos y Europa durante el primer semestre de 2016, de acuerdo con la práctica del mercado. Se espera que la cuota continúe contribuyendo al crecimiento de los ingresos de la compañía y ayudando a financiar inversiones de marketing y futuras iniciativas de crecimiento. HomeAway representó el 8% del total de ingresos de la firma en 2016.

El negocio Aéreo

Como porcentaje de ingresos totales de Expedia en 2016, el negocio aéreo representó el 9%. Los volúmenes de boletos aéreos excluyendo eLong aumentaron 35% en 2015 y 32% en 2016 debido principalmente a la adquisición de Orbitz.

La consolidación significativa del sector aéreo en los Estados Unidos en los últimos años ha dado como resultado, en general, tarifas más altas, lo que combinado con la significativa disminución de los precios de los combustibles, llevó a niveles récord de rentabilidad para las aerolíneas estadounidenses. Sin embargo, en 2015 y 2016, ha habido evidencia de descuento por parte de los transportistas estadounidenses, mientras que los contratiempos monetarios y las tendencias macroeconómicas más débiles ejercieron presión sobre los resultados internacionales. Los precios de los boletos en los sitios de Expedia, excluyendo eLong, disminuyeron un 11% en 2015 y un 6% en 2016, ya que el tráfico de corto alcance y las aerolíneas de bajo costo crecieron junto con los precios cada vez más competitivos de las aerolíneas.

El Negocio de la publicidad

El negocio de publicidad y medios de comunicación está impulsado principalmente por los ingresos generados por Trivago (sitio líder de metasearch hotel) además de Expedia Media Solutions, la cual es responsable de generar ingresos publicitarios en las marcas globales de viajes en línea. En 2016, se generaron un total de 809 millones de dólares en ingresos por publicidad y medios que representan el 9% del total de los ingresos de la compañía, frente a los \$ 531 millones de dólares en 2015.

2.4 Estrategia de crecimiento

La inversión Tecnológica

La compañía depende del uso de sofisticadas tecnologías y sistemas de información para aplicaciones de sitios web y móviles, para efectuar reservas, pagos, detección y administración de fraudes, así como para lograr la conectividad con las plataformas de los proveedores. A medida que las operaciones crecen en tamaño, alcance y complejidad, los sistemas y su infraestructura deben evolucionar para soportar el tráfico de más viajeros, productos y servicios, al tiempo que se mantiene o mejora la confiabilidad e integridad de la plataforma.

El éxito futuro depende de la capacidad de adaptar los sistemas a las tendencias y demandas de los consumidores que evolucionan rápidamente. La estrategia central de Expedia se encuentra en la Innovación continua de sus productos. Cada una de sus marcas fue pionera en viajes en línea y ha sido responsable de impulsar innovaciones clave en el espacio durante las últimas dos décadas. En los últimos años, la compañía ha realizado inversiones claves en tecnología, incluyendo el desarrollo de plataformas técnicas que permiten ofrecer innovaciones a un ritmo más acelerado. Por ejemplo: nuevas Plataformas para Hotels.com y marca Expedia han permitido aumentar significativamente el ciclo de innovación, conduciendo tasas de crecimiento más rápidas para esas marcas. La intención

de la gerencia es la de seguir aprovechando estas inversiones para lanzar nuevos puntos de venta en nuevos países, la introducción de nuevas características del sitio web, la adición de productos y servicios

Las innovaciones tecnológicas y los desarrollos continúan creando nuevas oportunidades para las reservas de viajes realizadas a través de dispositivos móviles, además de los métodos más tradicionales como computadoras de escritorio y portátiles. Las reservas móviles a través de smartphones continúan presentando una oportunidad gran de crecimiento.

Expansión global

En todo el mundo, la compañía continúa expandiéndose, luego de sus diversas operaciones de adquisiciones de otras sociedades a lo largo de toda su vida, la intención prospectiva de la empresa es continuar con esa estrategia para aumentar su market share particularmente en los mercados emergentes, buscando oportunidades de crecimiento a largo plazo. Durante 2016, ciertas compañías de viajes en línea y sitios de metasearch continuaron expandiendo sus campañas de publicidad digital y offline en todo el mundo, aumentando la competencia por la cuota de mercado, y se espera que esta actividad continúe en el futuro, con lo cual la compañía debe mantener una estrategia expansiva agresiva. Asimismo, al ampliar el alcance global, se aprovechan inversiones significativas en tecnología, operaciones, construcción de marcas, relaciones con proveedores y otras iniciativas, al tiempo que el tamaño y escala le permiten a la empresa negociar tarifas competitivas con sus proveedores.

Expedia se está centrando en la expansión principalmente en Asia, ya que más del 50% de los millennials del mundo residen en el continente. Las personas más jóvenes tienden a ser más propensos a hacer reservas de viajes en línea. Además, tienden a planificar sus propias agendas, optando por tours embalados proporcionados por muchas agencias de viajes. Dada esta demografía, la región, Asia-Pacífico está viendo un crecimiento impresionante en su industria de viajes. Expedia está tomando medidas para aumentar su presencia en Asia.

Su sede regional en Singapur ha crecido en mano de obra y aumentado las inversiones en tecnología.

Expedia opera en una serie de jurisdicciones fuera de los Estados Unidos y sus ingresos internacionales (no estadounidenses) han aumentado de 39% en 2010 a 43% en 2016. En jurisdicciones extranjeras el riesgo se torna aún más complejo y variado ya que al comenzar a operar en nuevos mercados y países, la compañía debe adaptar sus servicios y modelos de negocio a las circunstancias únicas de estos mercados. Generalmente las leyes y prácticas comerciales favorecen a los competidores locales o prohíben o limitan la propiedad extranjera de ciertos negocios. Por ejemplo, para competir en ciertos mercados internacionales, Expedia tuvo que adoptar métodos de pago localmente preferidos, lo que ha aumentado los costos y casos de fraude. También ocurre que algunos mercados internacionales en los que opera tienen menores márgenes que los mercados más maduros.

A medida que la empresa continua creciendo a nivel global, acumula una mayor porción de saldos de efectivo fuera de los Estados Unidos en sus subsidiarias extranjeras y, la repatriación de los saldos de efectivo generalmente representan pagos incrementales de impuestos.

Marketing y Promociones

El éxito y rentabilidad a largo plazo de la compañía depende de su capacidad de mantener y aumentar el número total de transacciones. Para ello, la estrategia de Marketing que mantiene es agresiva. Sus canales de comercialización incluyen principalmente la publicidad en línea pero no se limitan únicamente a ella, abarcan también la optimización de motores de búsqueda y metasearch, sitios de redes sociales, publicidad fuera de línea, programas de fidelización, aplicaciones para celulares, comunicaciones en sus sitios web, así como por correo electrónico.

Los programas e iniciativas de marketing incluyen ofertas promocionales tales como cupones, así como ofertas especiales estacionales o periódicas de sus proveedores de viajes. Los programas de fidelización de viajeros incluyen: Hotels.com Rewards en Hotels.com, los premios Expedia en la página web principal y Orbitz Rewards en Orbitz.com. También hace uso de la comercialización del afiliado: los sitios web de Expedia.com, Hotwire, Travelocity, HomeAway, Wotif y lastminute.com.au reciben reservas de los consumidores que han hecho click en los respectivos sitios web a través de enlaces publicados en sitios web de socios afiliados.

El negocio EAN proporciona a sus afiliados tecnología y acceso a una amplia gama de productos y servicios, y gestiona acuerdos con miles de socios afiliados de terceros, incluyendo una serie de compañías de viajes líderes.

Expedia continúa adaptando su negocio para seguir siendo competitiva, lo que incluye invertir en la evolución de canales como metasearch y móvil, así como ofrecer nuevas opciones de consumo e incorporar servicios de nuevos proveedores en las plataformas existentes a través de adquisiciones y asociaciones. Si la compañía no se adapta adecuadamente a los desarrollos competitivos o de preferencia de los consumidores, el negocio podría verse afectado negativamente. La necesidad de adaptación continua de sus modelos y prácticas empresariales actuales pueden implicar riesgos e incertidumbres significativas, incluyendo la distracción de la gestión de las operaciones actuales, los gastos asociados a las iniciativas, los diferentes requisitos legales o fiscales y el retorno de las inversiones. Un componente importante del éxito del negocio depende de su capacidad para mantener y expandir las relaciones con proveedores de viajes y socios, así como propietarios y gerentes de propiedades de alquiler de vacaciones. Una porción sustancial de sus ingresos se deriva de compensaciones negociadas con proveedores de viajes, en particular proveedores de hoteles y compañías aéreas para reservas efectuadas a través del sitio web. Cada año, normalmente se negocia o renegocia numerosos contratos a largo plazo con

hoteles y compañías aéreas, con lo cual no se puede asegurar que dicha compensación y el acceso a inventario de productos no se reduzcan o eliminen en el futuro.

La base del negocio se encuentra en las marcas de la compañía y, los costos de mantenerlas y mejorarlas han aumentado progresivamente con el tiempo. Se invierten considerables recursos financieros y humanos en las mismas para mantener y expandir la base de clientes. Se espera que el costo de mantener y mejorar las marcas continúe aumentando debido a una variedad de factores, incluyendo un aumento en el gasto de la competencia, la existencia de actividades promocionales y de descuento, el aumento en los costos de los programas de fidelización de clientes, la expansión en las geografías, la inflación en los precios de los medios de comunicación.



Universidad de
SanAndrés

3. ANALISIS DE LA INDUSTRIA

3.1 Funcionamiento del Negocio

Los productos

Los productos que se ofrecen en las páginas Web de las compañías de viajes en Línea son generalmente de dos tipos: 1)- Adquiridos por las empresas a precios especiales con antelación y posteriormente ofrecidos a los usuarios, o bien, 2)- Productos que se adquieren al momento que el usuario efectúa una compra en su página Web. Para el caso de los productos pertenecientes a este segundo grupo, las pasarelas de las compañías de viajes y sus proveedores deben enlazarse de forma continua para poder mostrar la oferta de estos últimos en tiempo real. Los márgenes en las transacciones difieren considerablemente, siendo más rentable las operaciones vinculadas a productos pre comprados, sin embargo, el volumen de estas transacciones es muy reducido en relación a aquellos que se adquieren instantáneamente.

Reguladores Específicos del Negocio: La IATA

La Asociación Internacional de Transporte Aéreo, "IATA" por sus siglas en inglés, surge en la Haya, los países bajos en el año 1919. Hoy, agrupa 32 naciones y representa a 242 aerolíneas. Su objetivo principal es crear medios de colaboración entre las compañías aéreas y entre éstas y la industria del turismo, especialmente el sector de las agencias de viajes. Esta asociación regula las cuestiones más significativas asociadas al turismo aéreo, lo cual impacta principalmente en las aerolíneas, pero a la vez impone ciertas normas a las agencias de turismo que comercializan sus productos como la constitución de fondos restringidos en cuentas bancarias, que sirvan de respaldo para las operaciones vinculadas a este tipo de transporte.

Operatoria BSP- El “Bank Settlement Plan” es un sistema de facturación creado por la IATA para simplificar y facilitar el proceso de venta, notificación y remisión entre las agencias de viajes y las compañías aéreas. Este sistema fue diseñado especialmente para controlar la venta de boletos aéreos de las agencias acreditadas. A cada agencia acreditada se le da un cupo de boletos electrónicos, los cuales luego de haber sido emitidos, deberán ser cancelados en las respectivas compañías aéreas por medio de un banco acreditado en cada país

Los Proveedores

Los proveedores son al mismo tiempo competidores en este negocio. Se fijan contratos que regulan las transacciones entre las partes por un periodo determinado de tiempo (generalmente exceden a un año, teniendo una duración media de alrededor de dos años). Los mismos son muy diversos, no solo debido a la gran variedad de productos que se ofrecen, sino también a la dimensión de los mismos. Se estipulan contratos con grandes cadenas Hoteleras al tiempo que se firman otros con Hoteles de menor dimensión.

Los Clientes

Los usuarios se clasifican en general en dos grupos: 1)- por un lado encontramos a los compradores individuales que constituyen las partes más atomizadas de la cartera y, por otro lado, tenemos 2)- las agencias de viajes tradicionales que hacen uso de las páginas web de estas empresas- Cabe aclarar que este último grupo, por una cuestión demográfica y asociado al avance tecnológico y en las comunicaciones, tiende a ser cada vez más reducido y se estima que en los próximos 15 años desaparecerá casi por completo.

Los intermediarios

Este negocio se caracteriza por el dinamismo y la complejidad de sus transacciones, involucrando en su operatoria diaria a intermediarios de todos los tipos:

A)- *Socios de Distribución; "Global System Distributions" (GDS)*: Los GDS son empresas que cuentan con sofisticados sistemas informáticos de reservas utilizados principalmente por aerolíneas y agencias de viajes, que les permiten acceder en tiempo real a la reserva de vuelos, habitaciones de Hotel, alquileres de coches, cruceros, billetes de tren, etc.. Expedia posee acuerdos principalmente vinculados al negocio aéreo. Utiliza a Sabre, Amadeus y Travelport como intermediarios del segmento para garantizar la mayor cantidad posible de contenido para los usuarios. Las compañías GDS pagan incentivos a las agencias OTA con las que se vinculan y obtienen sus ingresos de los proveedores directos del producto como las aerolíneas.

B)- *Tarjetas de crédito virtuales*: Compañías mundiales como WEX y otras de envergadura local como Unix son también intermediarios en el negocio, las mismas consolidan el pago a diversos grupos de Hoteles mediante acuerdos y son las encargadas de liquidar periódicamente a las agencias de viaje en línea, las reservas comercializadas por las mismas y remitir los fondos cobrados a los respectivos proveedores a cambio de una comisión.

C)- *Entidades Financieras*: En el enlace de pasarelas, los circuitos de cobranzas se tornan cada vez más complejos, dependiendo de en qué plataforma se registró la operación y los contratos acordados con proveedores, puede ocurrir que: Expedia o alguno de sus proveedores cobre el 100% de la operación, generando los correspondientes créditos y pasivos de la transacción con las partes involucradas. Cuando Expedia es quien cobra la transacción, recibe los fondos directamente de las entidades financieras emisoras de las tarjetas de crédito empleadas para el pago de la compra del usuario. Las agencias financieras fijan periodos de liquidación de sus operaciones y transferencias de fondos. Uno de los aspectos más materiales de la relación está vinculado al tratamiento de las operaciones fraudulentas.

El fraude en las transacciones

Las agencias de viajes en línea tienen acuerdos con empresas que procesan transacciones de tarjetas de crédito y débito de clientes, cuyo volumen es muy grande y continúan creciendo, con el fin de facilitar las reservas de servicios de viajes. Además, las redes de tarjetas de crédito, como Visa, MasterCard y American Express, han adoptado reglas y regulaciones que se aplican a todos los comerciantes que procesan y aceptan tarjetas de crédito e incluyen reglas de operación de asociación de tarjetas de pago, PCI DSS. Bajo estas reglas, las agencias de viaje en línea están obligadas a adoptar y aplicar controles internos sobre el uso, el almacenamiento y la seguridad de los datos de la tarjeta. Para ello, deben evaluar el cumplimiento con estas normas de forma periódica. El incumplimiento puede generar multas, penalidades, daños y responsabilidad civil e impedimentos para procesar o aceptar tarjetas de crédito.

Los resultados de operaciones y posiciones financieras de estas compañías se han visto afectados negativamente por la aceptación de reservas fraudulentas realizadas con tarjetas de crédito y débito. Como intermediarios, las agencias de viaje en línea son responsables por procesar operaciones fraudulentas para las cuales el pago es posteriormente disputado por los clientes, los cuales llevan a la reversión de los pagos recibidos.

Estos mercados poseen una historia de actividad fraudulenta elevada, ya que los fraudes son cada vez más comunes y sofisticados. Con el fin de evitarlos, las agencias de viajes en línea deben implementar procesos de autenticación de credenciales no sólo para evitar contracargos en sus transacciones sino también, para proteger el acceso no autorizado a información personal o confidencial de los usuarios. Cabe recalcar que un esquema fraudulento de proveedores también podría resultar en publicidad negativa y un daño a la reputación de estas empresas y la consiguiente pérdida de confianza en la calidad de sus servicios.

3.2 La Industria – Tendencias de los últimos años ⁵

Durante las seis últimas décadas, el turismo ha experimentado una continua expansión y diversificación, convirtiéndose en uno de los sectores económicos de mayor envergadura y crecimiento del mundo. A los destinos favoritos tradicionales de Europa y América del Norte se han ido sumando otros muchos más. Un número creciente de destinos de todo el mundo se han abierto al turismo y han invertido en él, haciendo del mismo un sector clave para el progreso socioeconómico, creando puestos de trabajo, consolidando empresas, generando ingresos de exportación e inversión en infraestructura.

El turismo se ha caracterizado por su crecimiento prácticamente ininterrumpido a lo largo del tiempo, a pesar de crisis ocasionales de diversa índole, demostrando su fortaleza y su resistencia. Las visitas de turistas internacionales a escala mundial han pasado de 25 millones en 1950 a 278 millones en 1980, 674 millones en 2000 y 1.186 millones en 2015. De forma análoga, los ingresos por turismo internacional obtenidos por los destinos de todo el mundo han pasado de \$ 2.000 millones de dólares en 1950 a \$ 104.000 millones de dólares en 1980, \$ 495.000 millones de dólares en 2000 y \$ 1,19 billones de dólares en 2015.

El turismo es una actividad importante del comercio internacional de servicios, este representó en 2016 el 7% de las exportaciones mundiales de bienes y servicios, frente al 6% de 2015, cabe destacar que el sector ha tenido, en los últimos cuatro años, un crecimiento superior al del comercio global. Como categoría mundial de exportación, el turismo ocupa el tercer puesto, tan solo por detrás de la comercialización de combustibles y de productos químicos, y por delante de la venta de alimentos y de la industria automotriz.

⁵ Véase Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo: <http://www.e-unwto.org/doi/pdf/10.18111/9789284418152>

*Cifras Globales Periodo: 2016*⁶

El turismo en 2016 creció un 3,9% hasta alcanzar un total de 1,235 millones de visitas turísticas en todo el mundo, un aumento de 49 millones con respecto al año anterior. Fue el séptimo año consecutivo de crecimiento tras la crisis económica mundial de 2009. Una secuencia comparable de crecimiento sólido ininterrumpido no se ha registrado desde la década de 1960. La demanda de turismo siguió la tendencia positiva de años anteriores, con muchos destinos informando resultados sólidos, mientras que algunos otros enfrentaron incidentes de seguridad: según la Organización mundial del Turismo (en adelante OMT) Asia y el Pacífico lideraron el crecimiento en 2016 con un aumento del 9% en su actividad turística, seguido de África que experimento un crecimiento del 8% y América de un 3%. La región más visitada del mundo: Europa mostró resultados mixtos que consolidaron un crecimiento de la actividad a nivel región del 2%, mientras que Medio Oriente sufrió una detracción del 4% en su actividad turística.

Los ingresos por turismo internacional crecieron un 2,6% en términos reales (teniendo en cuenta las fluctuaciones del tipo de cambio y la inflación) con ventas totales estimadas en \$ 1,22 billones de dólares en todo el mundo en 2016.

3.3 Resultados Regionales Año 2016⁷

Europa

Europa recibió 616 millones de turistas en 2016, lo que equivale a la mitad del total mundial, y a un aumento de 13 millones en relación al volumen de 2015. Esto corresponde a un crecimiento del 2%, reflejando resultados mixtos entre destinos individuales: algunos reportaron un rendimiento notable mientras que otros registraron resultados más débiles

⁶Véase Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo: <http://www.e-unwto.org/doi/pdf/10.18111/9789284419029>

⁷ Ibídem

debido a preocupaciones asociadas a la seguridad de los viajeros durante sus estadías. Los ingresos por turismo en Europa crecieron un 1% en términos reales alcanzando los \$ 447 mil millones de dólares, lo que representa el 37% de los ingresos en todo el mundo.

El norte de Europa lideró el crecimiento en la región, con un aumento del 6%. El Reino Unido, el mayor destino de la subregión, registró un crecimiento comparativamente más modesto de 4%. En Europa Central y del Este, el crecimiento medio fue de 4% en 2016. Muchos destinos obtuvieron buenos resultados, como Eslovaquia y Bulgaria. El crecimiento en Europa meridional y mediterránea fue de 1%, este se vio afectado por el importante descenso del turismo en Turquía como consecuencia de varios ataques terroristas. Los resultados en Europa Occidental fueron bastante mixtos en 2016 lo que generó que la actividad turística en la misma se mantuvieran prácticamente sin modificaciones en relación a lo sucedido en 2015. Los Países Bajos y Austria informaron un crecimiento de 5% mientras que el de Alemania fue de 2%. El principal destino turístico del mundo, Francia sufrió un detrimento del 2%, como consecuencia de los incidentes de seguridad, al igual que Bélgica cuya actividad se redujo en un 10%.

Asia y el Pacífico

La región de Asia y el Pacífico registró 308 millones de visitas de turistas en 2016, un aumento del 9%, es decir 24 millones más que en 2015, el mayor aumento tanto en términos relativos como absolutos de todas las regiones. Sus ingresos por turismo se incrementaron un 5% en términos reales, lo que equivale a \$ 367 mil millones de dólares más que en 2015. Asia y el Pacífico recibieron el 25% de las visitas mundiales y el 30% de los ingresos mundiales. El crecimiento de la actividad se generó como consecuencia del aumento del poder adquisitivo en los mercados de economías emergentes, el aumento de la conectividad aérea, los viajes más asequibles y la relajación de los requisitos de visa continúan alimentando la demanda turística dentro y fuera de la región.

La subregión más grande de Asia: el noreste creció un 9% en relación al periodo anterior puntualmente debido a la incidencia de los siguientes países: La República de Corea, Japón y China. En Asia sudoriental el crecimiento fue también del 9% el cual fue principalmente impulsado por sus principales destinos: Tailandia y Vietnam. Las visitas en Singapur fueron un 7% más altas, mientras que Camboya reportó un crecimiento del 5% y Malasia del 4%. El sur de Asia registró un aumento del 8% en las visitas de turistas en 2016, impulsado principalmente por la actividad en India.

En Oceanía el crecimiento turístico fue del 9%: los principales destinos fueron Australia y Nueva Zelanda este fenómeno se encuentra principalmente asociado al incremento de la capacidad aérea.

América

Las visitas turísticas alcanzaron casi los 200 millones en América, incrementándose en 7 millones en relación a 2016. Esto equivalente al 16% del total de los viajes turísticos mundiales. La demanda de viajes se mantuvo sólida, a pesar de las preocupaciones sobre el virus Zika en algunos destinos. Por subregión, América del sur encabezó los resultados incrementando su actividad en un 7%, seguido por el Caribe y Centroamérica ambos con crecimientos del 5%, mientras que América del Norte experimento un crecimiento del 2%. Los ingresos por turismo internacional en América aumentaron en un 3% en términos reales ascendiendo a \$ 313 mil millones de dólares, un 26% de la actividad mundial.

América del Norte, que representa dos tercios de todos los viajes de la región, registró un crecimiento del 2% en 2016. Tanto Canadá como México disfrutaron de una fuerte demanda de viajes a Estados Unidos, respaldada por el intercambio favorable de sus monedas contra el dólar de los Estados Unidos.

Los resultados en Sudamérica, los cuales crecieron un 7% fueron liderados por la actividad en Chile, Colombia, Uruguay y Perú. Brasil, el mayor destino de la subregión, reportó un

crecimiento del 4% en visitas después de ser sede de los Juegos Olímpicos en Río durante 2016.

En América Central el crecimiento fue de 5%, este incremento se produjo en casi todos los destinos, principalmente en Costa Rica, Nicaragua y Guatemala. El Caribe incremento su actividad en un 5%, su principal crecimiento se generó en Cuba, República Dominicana y Puerto Rico.

África

Las visitas de turistas en África aumentaron en un 8% en 2016, lo que representa un fuerte repunte después de un desempeño más débil en 2014 y 2015 a raíz de varios desafíos sanitarios, geopolíticos y económicos. La región recibió a 58 millones de turistas en 2016, un 5% del total mundial y 4 millones más que en 2015, con ingresos monetarios de \$ 35 mil millones de dólares, los que representan el 3% de los ingresos mundiales y, un aumento del 8% en términos reales.

El África subsahariana creció un 10%, liderando la recuperación de la región: Sudáfrica, ha sido históricamente el principal destino de la subregión, tendencia que se mantuvo en 2016, Kenia y Tanzania también incrementaron considerable su actividad turística.

Destinos en las islas Madagascar, Cabo Verde, Mauricio y Seychelles también registraron un crecimiento significativo, respaldado principalmente por una mejor conectividad aérea y marítima.

En África del Norte la recuperación comenzó en el tercer trimestre de 2016, principalmente debido a la actividad generada en Túnez y Marruecos. El fortalecimiento de la seguridad, así como la recuperación gradual del mercado ruso y la reorientación de los flujos turísticos de otros destinos problemáticos, contribuyeron a estos resultados.

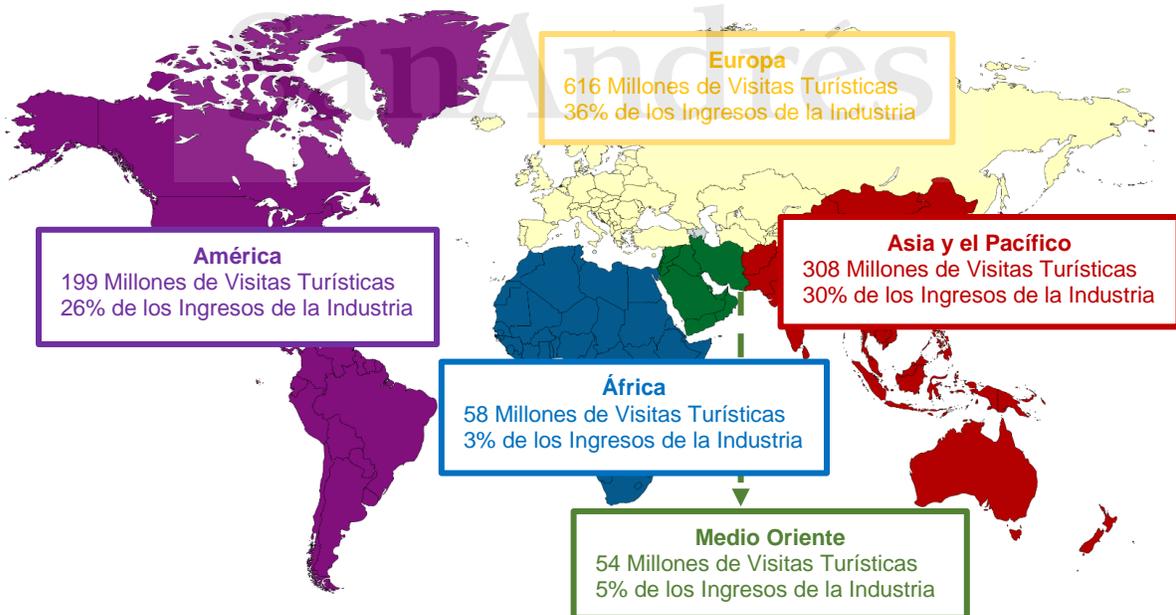
Medio Oriente

Las visitas turísticas en Medio Oriente disminuyeron un 4% en 2016, con resultados mixtos en toda la región donde el crecimiento sólido en algunos destinos no fue suficiente para compensar las disminuciones en otros. La región recibió a 54 millones de turistas, 4% del total mundial, y obtuvo \$ 58 mil millones de dólares, lo equivale a un 5% del total de ingresos mundiales turísticos, y a una disminución de 2% en términos reales en relación a 2015.

Líbano y Omán registraron crecimiento, al igual que Dubái, El crecimiento fue plano en Arabia Saudita, el principal destino de la subregión (0%). El promedio de la región se vio fuertemente afectados por la fuerte caída del 42% de la actividad turística en Egipto luego varios incidentes de seguridad.

En el siguiente gráfico se resume lo descrito anteriormente en relación a la actividad de cada región y su incidencia en el turismo agregado a nivel mundial.

Gráfico VIII. Actividad Turística por región Año: 2016



Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo - Elaboración propia

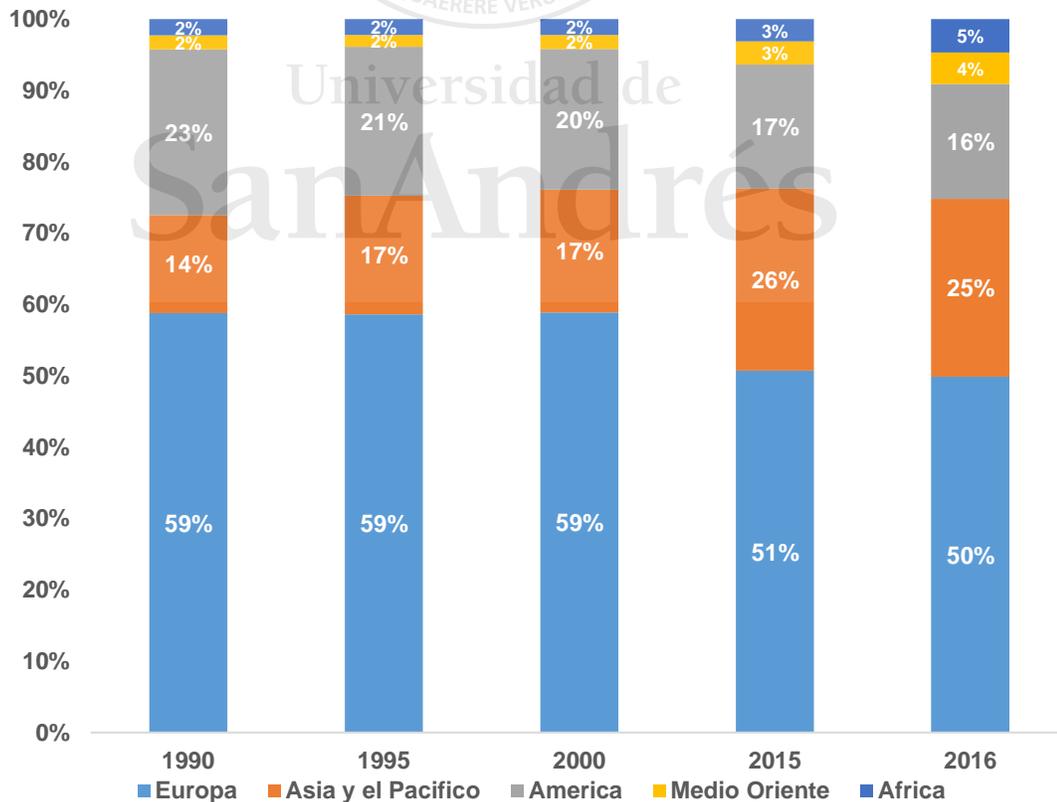
Como se puede apreciar en la siguiente tabla y su respectivo gráfico, el aporte histórico a la actividad turística se ha mantenido bastante parejo para regiones como el Medio Oriente y África con una participación que oscila entre el 2% y 4% del total agregado, en cambio regiones como Europa y América han sufrido una gradual pérdida de participación proporcional frente al crecimiento de la actividad en la región asiática y del Pacífico.

Tabla II. Visitas Turísticas por Región Evolución Histórica: 1990 - 2016

	1990	1995	2000	2005	2010	2014	2015	2016
Europa	251,20	303,50	390,30	452,30	496,70	567,60	583,80	616,20
Asia y el Pacífico	58,70	86,30	114,10	152,80	206,00	272,00	293,60	308,35
América	99,30	108,10	130,60	136,50	155,60	188,60	200,20	199,00
Medio Oriente	8,20	8,50	12,80	21,40	33,50	37,60	37,40	54,30
África	9,80	11,50	14,90	19,30	28,30	34,40	36,00	58,10
Total	427,20	517,90	662,70	782,30	920,10	1.100,20	1.151,00	1.235,95

Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo - Elaboración propia

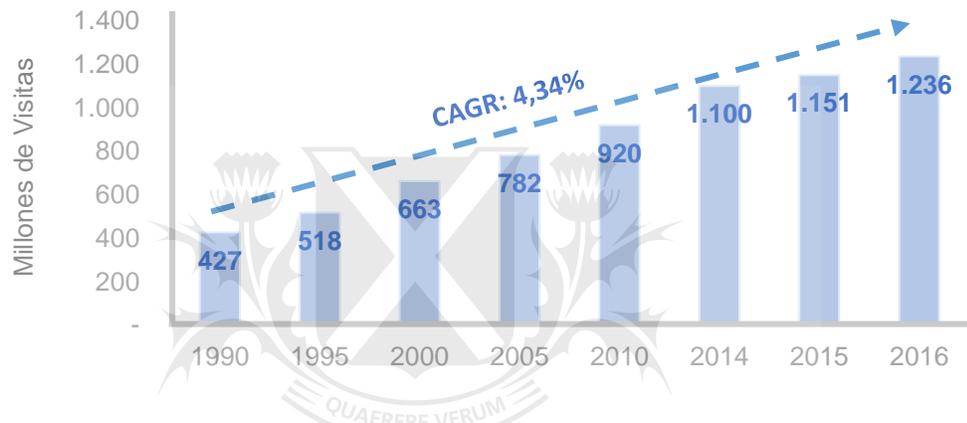
Gráfico IX. Actividad Turística por región Evolución Histórica: 1990 - 2016



Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo - Elaboración propia

Independientemente de los cambios en la distribución regional de la actividad turística, el crecimiento agregado de la industria año tras año es indiscutible, la tendencia se mantiene en alza desde 1990 hasta nuestros días, arrojando una tasa de crecimiento promedio anual equivalente al 4,34%, como se observa en el siguiente grafico que presenta un registro histórico de las visitas turísticas:

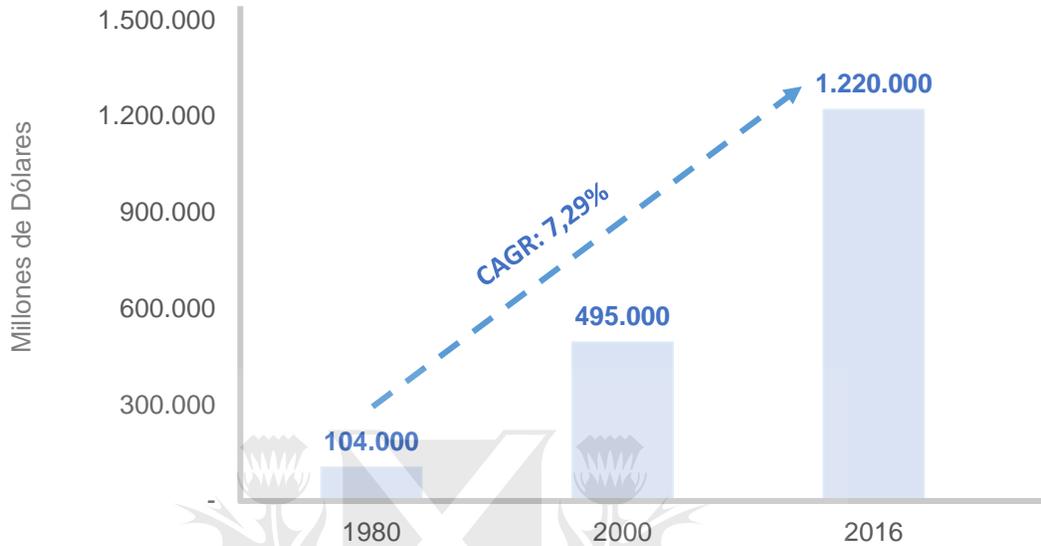
Grafico X. Visitas Turísticas. Evolución Histórica: 1990 – 2016



Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo – Elaboración propia

Si en lugar de considerar la cantidad de visitas turísticas, evaluamos los montos de ventas que estas generaron, y además, extendemos el periodo bajo análisis considerando como fecha de Inicio 1980, obtenemos un crecimiento medio de la actividad de 7,29%, con esto concluimos que año tras año, no solo se incrementan la cantidad de viajes que se efectúan sino también el costo promedio de los mismos, aun detrayendo el efecto cambiario e inflacionario, podemos decir que el viajero invierte cada vez más, sumas de dinero mayores en turismo, ya sea viajando a lugares más alejados que implican un mayor costo de transporte, incrementando la duración de su viaje, etc.

Grafico XI. Ingresos Turísticos. Evolución Histórica: 1980 - 2016



Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo - Elaboración propia

3.4 Perspectivas Futuras⁸

Se espera que las visitas turísticas en todo el mundo aumenten en un 3,3% anual entre 2010 y 2030 para llegar a 1.800 millones en 2030 generando un crecimiento del 5,4% en los ingresos turísticos en dicho lapso, según un informe de pronóstico a largo plazo de la OMT. Se estima que la tasa de crecimiento de las visitas disminuirá gradualmente a lo largo del tiempo, iniciando en 3,8% al comienzo del período al para alcanzar su valor mínimo de 2,9% hacia 2030. En números absolutos, las llegadas de turistas internacionales aumentarán en unos 43 millones al año, en comparación con un aumento promedio de 28 millones al año durante el período 1995 a 2010. Con la tasa de crecimiento proyectada, se espera que las

⁸ Ibídem

visitas de turistas en todo el mundo alcancen 1,4 mil millones para 2020 y 1,8 mil millones para el año 2030.

Las visitas de turistas en los destinos de economías emergentes de Asia, América Latina, Europa Central y del Este, Europa del Mediterráneo Oriental, Medio Oriente y África se incrementen en un 4,4% anual, el doble de la tasa de crecimiento esperada para las economías avanzadas que se estima en 2,2%. Como resultado de esto, se espera que el número de visitas a economías emergentes exceda a las de las economías avanzadas antes de 2020. Para 2030, el 57% de las visitas turísticas se ubicarán en destinos de economías emergentes y el 43% en destinos de economías avanzadas.

El crecimiento más fuerte por región se espera que ocurra en Asia y el Pacífico, donde se prevé que las visitas aumenten en 331 millones para llegar a 535 millones en 2030, es decir se estima un crecimiento anual promedio de 4,9 %. Se prevé que Europa y América crezcan más lentamente, con lo cual la cuota de mercado de Asia y el Pacífico, Medio Oriente y África aumentará en detrimento de la participación de Europa y América, principalmente debido al menor crecimiento de los destinos relativamente maduros en América del Norte, el norte de Europa y Europa occidental.

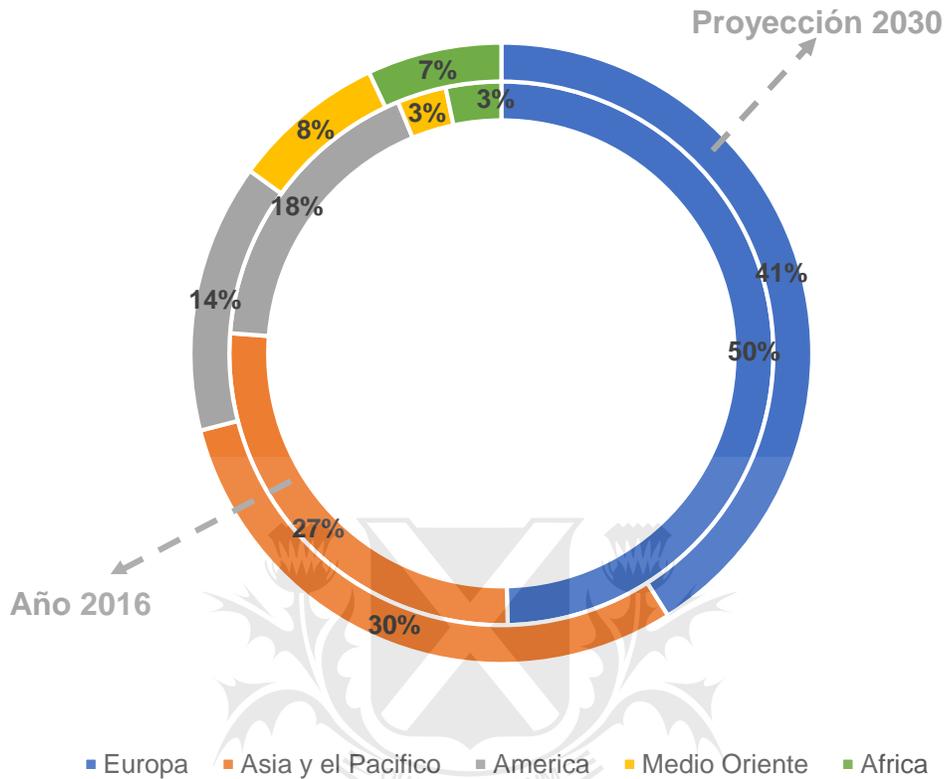
En la siguiente tabla y su respectivo grafico se puede apreciar una comparación entre la composición actual de la participación por región al turismo global y las proyecciones A 2030 de la OMT:

Tabla III. Visitas Turísticas por Región: 2016 - 2030

	2016	Proyecciones 2030
Europa	50%	41%
Asia y el Pacífico	27%	30%
América	18%	14%
Medio Oriente	3%	8%
África	3%	7%

Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo - Elaboración propia

Grafico XII. Actividad Turística por región Año: 2016 y Proyecciones Año 2030



Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo - Elaboración propia

3.5 Viajes en línea

Las ventas de viajes en línea se están expandiendo en todo el mundo y en 2016 alcanzaron alrededor del 50% de la participación de las ventas totales de viajes, según publicaciones de Procuswright Las ventas por medio de aplicaciones móviles están mostrando la tasa de crecimiento más alta, a medida que más consumidores, especialmente los Millennials, acuden a sus teléfonos inteligentes y tabletas para hacer reservas de viaje.

Se prevé que América del Norte siga siendo el mercado de viajes en línea más grande del mundo hasta 2017, cuando se estima que será superado por una región de Asia y el Pacífico que crece más rápidamente. Esta tendencia se refleja en un ranking de las 5 principales agencias de viajes en línea, revelado en el informe yStats.com, que muestra que Ctrip.com,

con sede en China, es la de mayor crecimiento entre ellas, pero Expedia y The Priceline Group con sede en Estados Unidos siguen ocupando los primeros dos rangos. El portal de alojamiento compartido Airbnb llegó al cuarto lugar, lo que indica la creciente fortaleza de los servicios de igual a igual en el sector de viajes. El crecimiento de Airbnb y otras plataformas similares, junto con los portales de intercambio de transporte como Uber y Lyft son particularmente populares entre la generación Millennial y suponen un desafío para los sectores tradicionales de hoteles y transporte.

La participación en línea de las ventas regionales de viajes en Europa está por encima del promedio mundial, pero existen grandes diferencias a nivel nacional, como lo muestra el informe de yStats.com. Mientras que el Reino Unido, Alemania y Francia tienen ventas de viajes en línea en un rango de dos dígitos de mil millones de dólares, los mercados de Europa del Este tienen volúmenes de mercado más modestos, pero también un mayor potencial de crecimiento. Al igual que en Europa del Este, los mercados emergentes de América Latina, Medio Oriente y África esperan un impulso en las ventas de viajes en línea, ya que aumentan la penetración de Internet, la propiedad de teléfonos inteligentes y la propensión del viajero a comprar en línea.

El uso creciente y la familiaridad con Internet han conducido a un crecimiento rápido en penetración de las agencias en línea. Según Phocuswright, una firma independiente de investigación de viajes, turismo y hospitalidad, en 2016, más del 50% de los viajes de ocio de Estados Unidos y Europa fueron gestionados en línea. Las tasas de penetración en línea en los mercados emergentes, como Asia y el Pacífico y las regiones latinoamericanas, se estiman entre un 30% y un 40%. Estas tasas de penetración han aumentado en los últimos años y se espera que sigan creciendo, lo que ha atraído a muchos competidores. Además del crecimiento de las agencias de viajes en línea, las aerolíneas y las compañías de alojamiento han perseguido agresivamente la distribución directa de sus productos y servicios en sus páginas webs. Competidores de metasearch, como Kayak.com y TripAdvisor introdujeron características diferenciadas en precios y contenidos

comparándolas con las compañías de agencias de viajes en línea así como varias herramientas de reserva directa o asistida, cuyo impacto es actualmente incierto.

Competidores como Airbnb han surgido como líderes, trayendo alojamiento alternativo de alquileres de vacaciones. Los jugadores de metasearch del alquiler, continúan emergiendo en este espacio, que se estima representan aproximadamente \$ 100 mil millones de dólares de gastos anuales del recorrido y se espera que continúe creciendo como porcentaje del mercado global del alojamiento.

Son muchos los factores que hacen el negocio de viajes en línea sea cada vez más elegido en lugar de las agencias tradicionales:

1. Su accesibilidad e inmediatez: ya que solo se necesita una computadora o celular y conexión a Internet para reservar un viaje. La comodidad, en este caso, es completa, ya que no hay que adaptarse al horario y ubicación física de las agencias.
2. La información está disponible todo el tiempo: los precios se actualizan de manera constante y el cliente puede informarse sobre ofertas y promociones que se realizan en el momento.
3. En general los precios son más bajos: Las agencias online tienen costos más bajos de operación y, además, numerosos proveedores ofrecen beneficios por comprar en este medio, permitiendo comparar precios y servicios con comodidad.
4. En las agencias online es frecuente la utilización de puntos por afiliación a programas y descuentos. Este beneficio motiva cada vez más a los usuarios a optar por las mismas.

Con el fin de analizar el comportamiento de las agencias de viaje en línea se recopiló información relacionada a las ventas de los principales agentes de la industria: Priceline; Tripadvisor, LastMinute, Ctrip y Expedia, se analizó el crecimiento de sus ventas en relación al comportamiento del turismo global, y la evolución de su participación en el mismo. Mientras el crecimiento del turismo global gira al rededor del 3%, el de las agencias de

turismo en línea experimento incrementos 4 y 12 veces superiores a este, en los años 2015 y 2016 respectivamente.

Cabe destacar que las ventas de las firmas consideradas agruparon el 2% de la actividad turística global durante el 2016, estas compañías solo conforman uno de los segmentos de las firmas que comercializan productos turísticos por internet, a ellas se suman otras similares de menor envergadura, las propias aerolíneas y hoteles que comercializan sus productos en forma directa, sitios agregados de búsquedas y firmas que ofrecen servicios alternativos y complementarios como las paginas oficiales de atracciones turísticas y museos. Se consideraron exclusivamente las mismas con el fin de comprender el segmento específico pertinente en el cual Expedia opera.

Tabla IV. Ventas de Agencias de turismo en línea Años: 2014 a 2016

Principales Agencias de Turismo en Línea		2014	2015	2016
Millones de Dólares	Priceline	8.441,97	9.223,99	10.743,01
	Tripadvisor	1.246,00	1.492,00	1.480,00
	LastMinute	146,99	237,31	248,56
	Ctrip	1.119,48	1.655,90	2.769,47
	Expedia	5.763,49	6.672,32	8.773,56
	Total	16.717,92	19.281,51	24.014,60
	Ingresos Totales Turismo Mundial	1.152.000,00	1.196.000,00	1.220.000,00
Participación de las principales Agencias de Turismo en Línea en el Turismo Global	1,45%	1,61%	1,97%	
Participación de Expedia en el Turismo Global	0,50%	0,56%	0,72%	
Crecimiento % del Turismo		3,82%	2,01%	
Crecimiento % de las Agencias de Turismo en Línea		15,33%	24,55%	

Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo; Reportes Anuales 2016; 2015: Priceline; Tripadvisor, LastMinute, Ctrip, Expedia - Elaboración propia

3.6 Estacionalidad

En general la demanda de los productos y servicios de viajes se encuentra expuesta a fluctuaciones estacionales. Por ejemplo, las reservas de viajes de ocio tradicionales son generalmente las más altas en los tres primeros trimestres del año, ya que los viajeros planean y reservan sus vacaciones de primavera, verano y de invierno. El número de reservas normalmente disminuye en el cuarto trimestre. Dado que los ingresos de la mayoría de los productos de viaje, incluido el de hoteles, se reconocen cuando el viaje se lleva a cabo en lugar de cuando está reservado, los ingresos normalmente retrasan las reservas en varias semanas o meses.

3.7 La Competencia

Las marcas de Expedia compiten en mercados en rápida evolución e intensamente competitivos. Los mercados internacionales representan oportunidades para expandir sus marcas y negocios en el extranjero para alcanzar la escala global. La competencia incluye:

- Agencias de viajes en línea y tradicionales, mayoristas y operadores turísticos en diversas regiones como The Priceline Group y sus subsidiarias Booking.com y Agoda.com, así como competidores regionales como Ctrip.
- Proveedores de viajes, incluidos hoteles y líneas aéreas: Estos proveedores pueden ofrecer productos y servicios en términos más favorables a los consumidores que negocian directamente con ellos, incluyendo precios más bajos o con acceso exclusivo a programas de fidelización como puntos y millas. Muchos de estos competidores, como aerolíneas, hoteles y empresas de alquiler de automóviles, se han estado centrando constantemente en el aumento de la demanda en línea en sus propios sitios web y aplicaciones móviles en lugar de distribuidores de terceros. Por ejemplo, algunas aerolíneas de bajo costo, que están teniendo un éxito creciente en el mercado, distribuyen su oferta en línea exclusivamente a través de sus propios sitios web y varias grandes cadenas hoteleras se han combinado para establecer una única plataforma de búsqueda de hoteles en línea con enlaces directos a sus

propios sitios web y móviles Aplicaciones. En el último año, algunas cadenas hoteleras han lanzado campañas publicitarias expresamente diseñadas para impulsar el tráfico de consumidores directamente a sus sitios web. Los proveedores que venden en sus propios sitios web, en algunos casos, ofrecen ventajas tales como tarifas favorables, disponibilidad de productos exclusivos, Wi-Fi de cortesía, etc.

- Grandes portales en línea y sitios web de búsqueda: También existe la creciente competencia de los motores de búsqueda como Google. Estos motores de búsqueda líderes que tienen una presencia significativa en los mercados clave desintermedian a las agencias de viajes en línea al ofrecer capacidades completas de planificación de viajes, compras o reserva, o cada vez más referidas directamente a proveedores u otros socios favorecidos.

- Sitios web de metasearch de viajes: incluyen sitios web como Kayak.com, TripAdvisor y Qunar, han agregado o tienen la intención de agregar varias formas de la funcionalidad de reserva directa o asistida a sus sitios en competencia directa con algunas de las marcas de Expedia. En la medida en que los sitios web de metasearch limiten la participación de la compañía dentro de sus resultados de búsqueda, o los consumidores utilicen el sitio web de metasearch para servicios de viajes y reservas, esto podría afectar significativamente la cuota de mercado de Expedia. Además, como resultado de la participación mayoritaria en Trivago, la competencia se ha vuelto más directa con otros motores de metasearch y agregadores de contenido para los ingresos publicitarios.

- Proveedores de servicios de gestión de viajes corporativos: Egenca compete con proveedores de viajes corporativos tradicionales y en línea, incluyendo Carlson Wagonlit y American Express, así como vendedores de Software y servicios de administración de viajes y gastos corporativos, incluyendo Concur.

- Aplicaciones de viajes de plataforma móvil: Las plataformas móviles, incluidos los teléfonos inteligentes y las computadoras tablet, siguen creciendo significativamente. La mejora de la

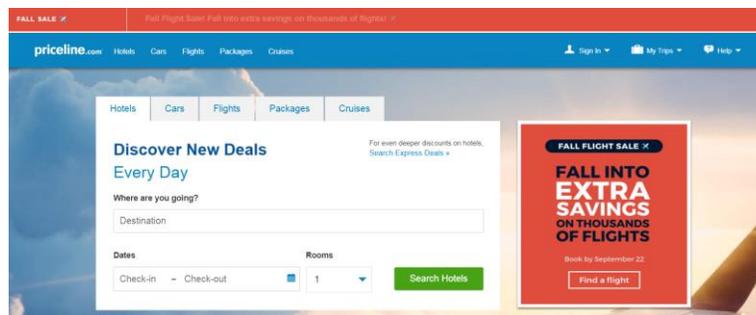
funcionalidad de las plataformas móviles ha llevado a un mayor uso por parte de los consumidores de aplicaciones independientes para investigar y reservar viajes.

- Sitios web de redes sociales: Los sitios web de redes sociales, incluido Facebook, continúan desarrollando funcionalidades de búsqueda para los datos incluidos en sus sitios web y aplicaciones móviles, que en el futuro podrían convertirse en recursos alternativos de investigación y reserva para los viajeros. En particular, Facebook ha lanzado Dynamic Ads para el producto de viajes, ampliando su alcance en el mercado de viajes.

- Sitios de alojamiento alternativos: Airbnb y sitios web similares que facilitan el alquiler a corto plazo de casas y apartamentos de propietarios, ofrecen una alternativa a las habitaciones de hotel y propiedades de alquiler disponibles en los sitios web de Expedia. El crecimiento continuo de fuentes alternativas de alojamiento podría afectar los patrones generales de los viajes en general y la demanda de las reservas en hoteles y alquileres de vacaciones. Además, Airbnb y otros sitios web similares, han agregado otros servicios de viajes, tales como tours, actividades, reservas de hoteles y vuelos, cualquiera de los cuales podría extender su alcance en el mercado de viajes.

Principales firmas de turismo en línea en el mundo

El Grupo Priceline es una corporación con sede en Delaware, Estados Unidos que posee y opera varios conglomerados de tarifas de viaje y motores de metasearch. Posee sitios web en unos 40 idiomas y 200 países. Tiene un modelo de negocios muy similar a Expedia y opera diversas marcas, ofreciendo idénticos productos que la firma en cuestión.



La firma maneja seis marcas independientes:

- Booking.com: sitio líder mundial en reservas de alojamiento en línea.
- Priceline.com: Sitio web que ofrece diversidad de productos como estadias en hotel, alquileres de auto, billetes de avión y paquetes turísticos en los Estados Unidos.
- KAYAK: sitio de meta-búsqueda que permite comparar fácilmente los itinerarios de viaje y los precios de diversos buscadores, incluyendo información de billetes de avión, alojamiento y alquiler de coches.
- Agoda.com – Sitio que opera principalmente en la región de Asia y el Pacífico, ofreciendo reservas de alojamiento.
- Rentalcars.com – sitio web líder mundial de reservas de coches de alquiler.
- OpenTable - proveedor de reservas de restaurantes y servicios de información a los consumidores.

El Grupo Priceline obtiene sus ingresos principalmente de las siguientes fuentes:

- Comisiones ganadas por facilitar las reservas de coches, de cruceros y de otros servicios sobre una base de agencia,
- Beneficios de las transacciones sobre una base de comerciante y tarifas de procesamiento de clientes de los servicios de alojamiento, alquiler de autos, billetes de avión y paquetes de vacaciones.
- Ingresos publicitarios obtenidos principalmente por KAYAK.

TripAdvisor Inc. es un sitio web estadounidense que proporciona reseñas de contenido relacionado con viajes. La plataforma agrupa los comentarios y opiniones de los miembros sobre destinos, alojamientos, actividades, atracciones y restaurantes en todo el mundo. También incluye foros de viajeros. Los servicios del sitio web son gratuitos y este se financia con publicidad.

Los sitios web con marca de TripAdvisor incluyen tripadvisor.com en los Estados Unidos y versiones localizadas del sitio web en 48 mercados y 28 idiomas en todo el mundo. Además gestiona otros portales como: www.airfarewatchdog.com, www.bookingbuddy.com, www.citymaps.com, www.cruisecritic.com, www.familyvacationcritic.com, www.flipkey.com, www.thefork.com, www.gateguru.com, www.holidaylettings.co.uk, www.holidaywatchdog.com, www.housetrip.com, www.jetsetter.com, www.niumba.com, www.onetime.com, www.oyster.com, www.seatguru.com entre otros.



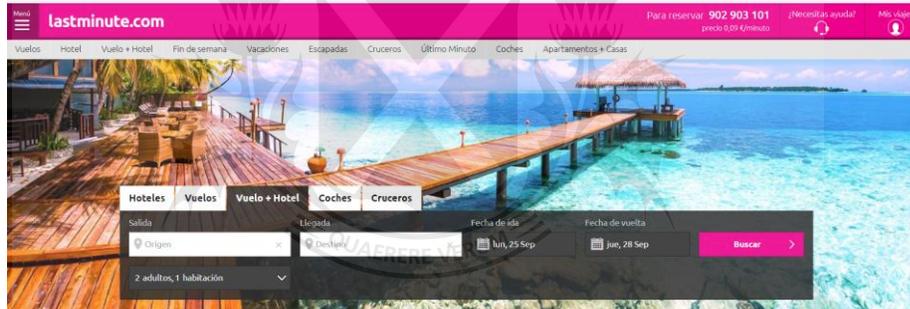
Tiene básicamente dos segmentos: Hotel y No-Hotel. Parte sustancial de sus ingresos provienen del primero de ellos, a través de la venta de publicidad, principalmente a través de publicidad basada en clicks, así como de transacciones basadas en comisiones, publicidad basada en display, publicidad hotelera basada en suscripción, reservaciones de habitaciones de hoteles vendidas a través de sus sitios webs y de licencias de contenido. El segmento no hotelero consta de atracciones, restaurantes y negocios de alquileres. Se obtienen ingresos del mismo a partir de las suscripciones y comisiones del negocio de alquiler y actividades en destino principalmente vendidas a través de Viator; y reservas de restaurantes en línea esencialmente a través de thefork.com.

LastMinute es una compañía de viajes en línea constituida en los Países Bajos que cotiza en la bolsa de Londres. El mayor volumen de transacciones de la firma se efectúa en el

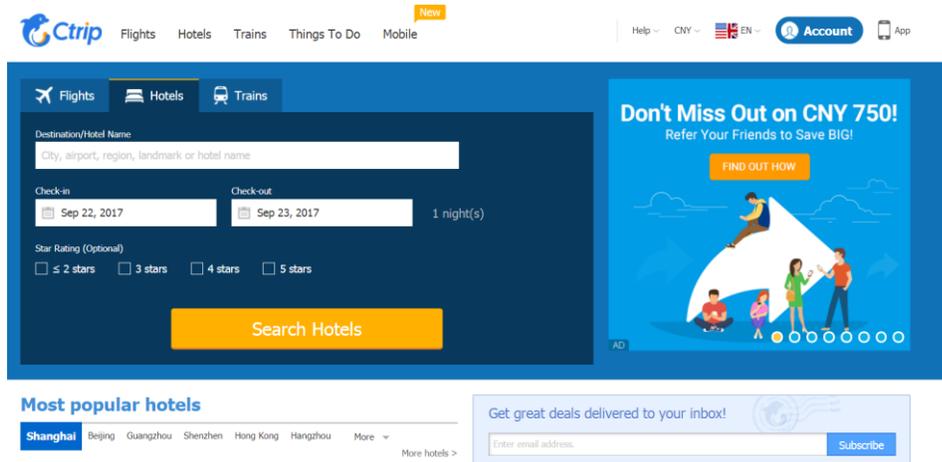
mercado Europeo, ofrece estadias en hoteles, billetes aéreos, alquiler de coches y cruceros entre otros.

Opera principalmente las siguientes marcas:

- Lastminute.com
- Bravofly
- Rumbo
- Volagratis
- Wayn
- Jetcost
- Travelpeople



Ctrip es un proveedor en línea de origen chino, con sede en Shanghai, de servicios de viaje que incluyen reserva de alojamiento, transporte aéreo y paquetes y otros servicios asociados a viajes corporativos.



Opera las siguientes marcas:

- C-Travel International Limited;
- Ctrip.com (Hong Kong) Limited;
- Qunar
- Skyscanner
- Ctrip Computer Technology (Shanghai) Co
- Wancheng (Shanghai) Agencia de Viajes Co
- Shanghai Hecheng Agencia de Viajes Internacional Co,
- Ctrip Tecnología de la Información (Nantong) Co., Ltd.
- Beijing JointWisdom Tecnología de la Información Co.,

En 2016, obtuvo aproximadamente un 37%, un 45%, un 12%, un 3% y un 3% de sus ingresos totales por reservas de alojamiento, billetes aéreos, paquetes turísticos, viajes corporativos y otros productos y servicios que consiste principalmente en ingresos por publicidad en línea, respectivamente.

Análisis de Ventas de las principales agencias de turismo en línea

Mantener y mejorar las marcas de la empresa es un componente crítico para competir. La diferenciación de las marcas de Expedia se basa principalmente en los múltiples canales que utiliza para generar demanda, la calidad y amplitud de los viajes, la su diversidad de productos, sus ofertas de precios y promocionales, y el asesoramiento para viajes que brinda. El énfasis en uno o más de estos factores varía, dependiendo de la marca o negocio y el objetivo demográfico.

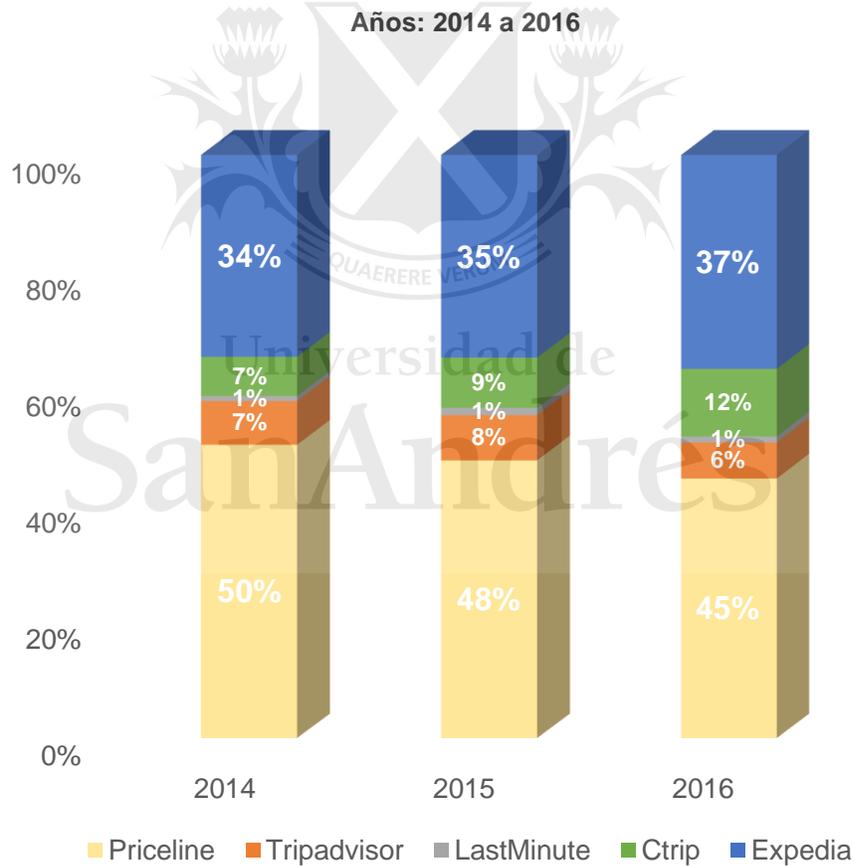
Tal como se observa en la siguiente tabla y su respectivo gráfico, en su propio segmento Expedia aumenta su participación en forma progresiva obteniendo el 37% de las ventas en 2016, solo la firma Priceline la supera en participación, la cual ha sufrido un leve detrimento a través de los años reduciendo la misma de 50% en 2014 a 45% en 2016.

Tabla V. Ventas de Agencias de turismo en línea Años: 2014 a 2016

Millones de Dólares	Principales Agencias de Turismo en Línea			
	2014	2015	2016	
Priceline	8.441,97	9.223,99	10.743,01	
Tripadvisor	1.246,00	1.492,00	1.480,00	
LastMinute	146,99	237,31	248,56	
Ctrip	1.119,48	1.655,90	2.769,47	
Expedia	5.763,49	6.672,32	8.773,56	
Total	16.717,92	19.281,51	24.014,60	

Fuente: Reportes Anuales 2016; 2015: Priceline; Tripadvisor, LastMinute, Ctrip, Expedia - Elaboración propia

Grafico XIII. Participación % en ventas de Agencias de turismo en línea



Fuente: Reportes Anuales 2016; 2015: Priceline; Tripadvisor, LastMinute, Ctrip, Expedia - Elaboración propia

4. ANÁLISIS FINANCIERO

4.1 Análisis de Estados Contables

La compañía presenta en su Estado de Resultados la típica composición de gastos de la industria caracterizada por tres componentes básicos:

1) La fuerte inversión en marketing en 2016 que consume el 50% de las ventas brutas del periodo, consecuencia de que la principal estrategia es mantener y acrecentar el Market Share construido a partir de este tipo de inversión.

2) Gastos en tecnología, los que también consumen parte considerable de las ventas brutas 14 % durante el ejercicio 2016 y resultan indispensables para la optimización, mantenimiento y expansión de servidores y plataformas.

3) Como consecuencia de tratarse de una empresa intermediaria entre proveedores y usuarios, posee un cargo significativo en la compra de productos que luego serán vendidos a los clientes a cambio de una comisión.

Los Gastos administrativos y generales se corresponden con los gastos fijos asociados principalmente a sueldos y gastos de estructura de la compañía.

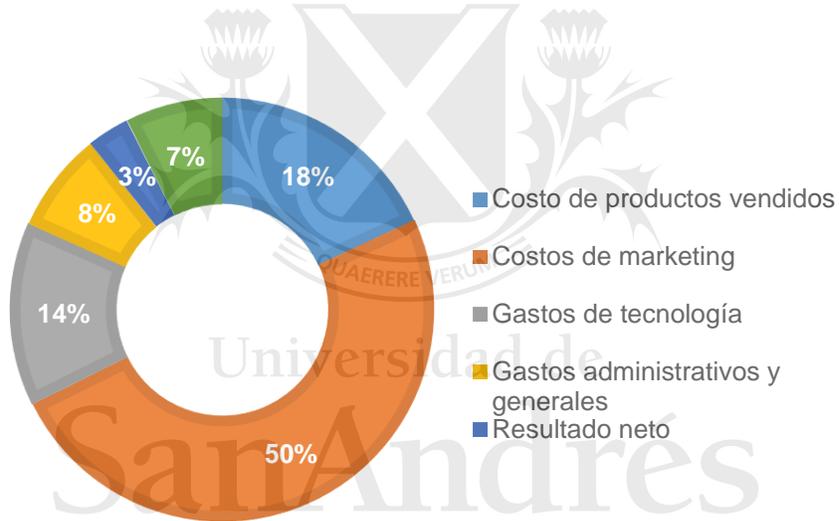
La siguiente tabla y el grafico de composición de gastos y costos del ejercicio 2016 muestran la relación entre cada una de las líneas del estado de resultados y las ventas realizada por la firma, la misma denota lo anteriormente mencionado, la inversión en marketing y en tecnología insumen entre el 56% y el 64% de las ventas del periodo.

Tabla VI. Proporción relativa de los gastos y del resultado neto en relación a las ventas periodo: 2014 a 2016

	2014	2015	2016
Costo de productos vendidos	20%	18%	18%
Gastos de marketing	48%	45%	50%
Gastos de tecnología	12%	11%	14%
Gastos administrativos y generales	7%	8%	8%
Otros	6%	8%	7%
Resultado neto	7%	10%	3%

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

Grafico XIV. Composición de Estado de Resultados de Expedia: Ejercicio 2016



Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

A continuación se expone el estado de resultados de la firma de los últimos 8 ejercicios contables, se analizará el comportamiento de cada una de sus líneas en este lapso de tiempo.

Tabla VII. Estado de Resultados de Expedia Ejercicios: 2009 a 2016

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	2.743.051	3.033.645	3.449.009	4.030.347	4.771.259	5.763.485	6.672.317	8.773.564
Costo de venta	-602.682	-685.487	-761.272	-898.604	-1.038.034	-1.179.081	-1.309.559	-1.596.698
Gastos de Marketing	-1.061.097	-1.234.781	-1.474.641	-1.721.037	-2.196.145	-2.808.329	-3.381.086	-4.367.417
Gastos de Tecnología	-282.634	-308.780	-380.999	-484.898	-577.820	-686.154	-830.244	-1.235.019
Gastos operativos remanentes	-375.020	-281.296	-330.563	-462.379	-521.469	-495.384	-581.404	-795.587
EBITDA	421.618	523.301	501.534	463.429	437.791	594.537	570.024	778.843
Amortización de Activos Intangibles	-23.875	-22.514	-21.925	-31.705	-71.731	-76.773	-156.458	-317.141
EBIT	397.743	500.787	479.609	431.724	366.060	517.764	413.566	461.702
Intereses ganados	6.189	7.052	20.218	26.396	24.779	27.288	16.695	19.726
Intereses perdidos	-49.452	-66.428	-90.718	-87.788	-87.358	-98.089	-126.195	-173.148
Otros	-34.704	-15.572	-7.037	-20.275	-2.788	17.678	621.896	-31.680
Resultado antes de impuestos	319.776	425.839	402.072	350.057	300.693	464.641	925.962	276.600
Impuesto a las Ganancias	-101.502	-120.342	-75.731	-47.078	-84.335	-91.691	-203.214	-15.315
Resultado Operaciones continuas	218.274	305.497	326.341	302.979	216.358	372.950	722.748	261.285
Resultado Operaciones Discontinuas	85.349	120.063	148.262	-22.539	0	0	0	0
Resultado Operaciones controladas	303.623	425.560	474.603	280.440	216.358	372.950	722.748	261.285
Resultado de Operaciones no controladas	-4.097	-4.060	-2.309	-269	16.492	25.147	41.717	20.563
Resultado Neto	299.526	421.500	472.294	280.171	232.850	398.097	764.465	281.848

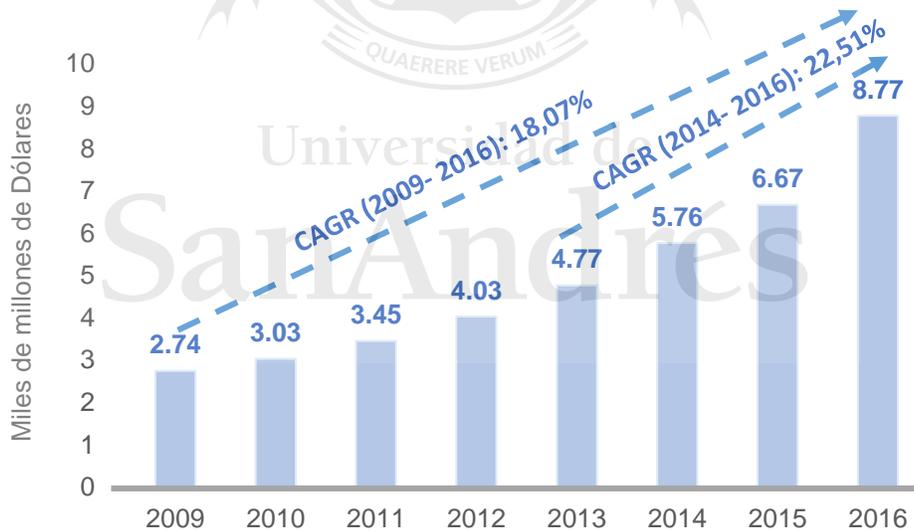
Cifras expresadas en miles de dólares

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

4.2 Evolución de Ventas

Las ventas de la firma muestran una tendencia predominante al alza en los últimos ejercicio, la tasa de crecimiento promedio anual para el periodo 2009 – 2016 fue de 18,07%, mientras que si tomamos un lapso de tiempo más acotado (últimos tres ejercicios) el crecimiento promedio se incrementa arrojando un porcentual de 22,51. Las ventas realizadas en 2009 de \$ 2,74 millones de dólares se triplican a 2016 alcanzando un monto anual de \$ 8,77 millones de dólares. El incremento de la variable se debe principalmente a las diversas adquisiciones y fusiones que Expedia realizo en este lapso de tiempo, incrementando su participación de mercado en detrimento de otras firmas como Priceline, y a la vez ofreciendo nuevos productos y aprovechando nuevas oportunidades en la industria.

Grafico XV. Evolución de ventas de Expedia Ejercicios: 2009 - 2016



Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

4.3 Composición de costos y gastos de Expedia

El gasto en marketing que constituye la principal erogación de la firma, se ha multiplicado 4,6 veces presentando una inversión en 2009 de \$1,06 millones de dólares y de \$ 4,37 millones de dólares en 2016, algo similar ocurre con el gasto en tecnología el cual se incrementó 4,42 veces en los últimos 8 años llegando alcanzando la suma de \$ 1,24 millones de dólares en 2016. Los demás gastos han presentado incrementos menores, en general, duplicando sus valores iniciales.

Grafico XVI. Composición de gastos de Expedia Ejercicios: 2009 - 2016



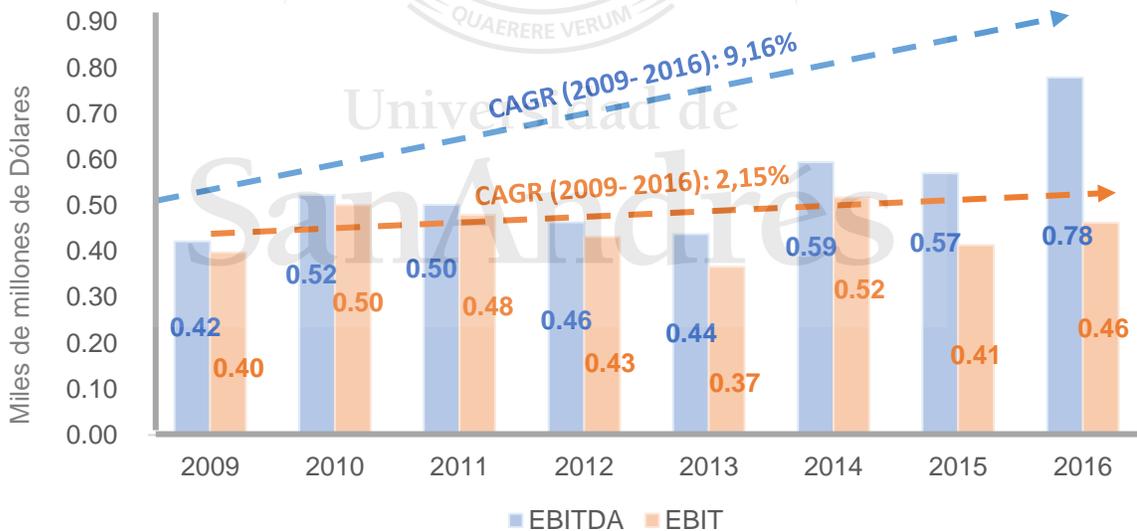
Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

4.4 Evolución del EBIT y del EBITDA

Como puede observarse en el siguiente gráfico el EBIT y el EBITDA, crecieron a una proporción mucho menor a la de las ventas esto se debe principalmente al incremento en los gastos de tecnología, marketing del periodo y el costo de los productos vendidos que consumieron el 74% y el 82% de las ventas de 2015 y 2016 respectivamente.

También se observa un distanciamiento cada vez más marcado entre ambos parámetros, lógicamente causado por el incremento de la amortización de los bienes intangibles de la firma, magnitud que se múltiplo 13 veces en el lapso de tiempo analizando, lo que genera tasas de crecimiento promedios anuales muy diferenciadas: mientras el EBITDA creció a una tasa de 9,16 %, el EBIT solo se incrementó en un 2,15% entre 2009 y 2016.

Grafico XVII. Evolución EBITDA y EBIT Expedia Ejercicios: 2009 - 2016



Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

4.5 Evolución del margen operativo y margen del EBITDA

El Gráfico expuesto debajo muestra la evolución de los distintos tipos de márgenes de la compañía:

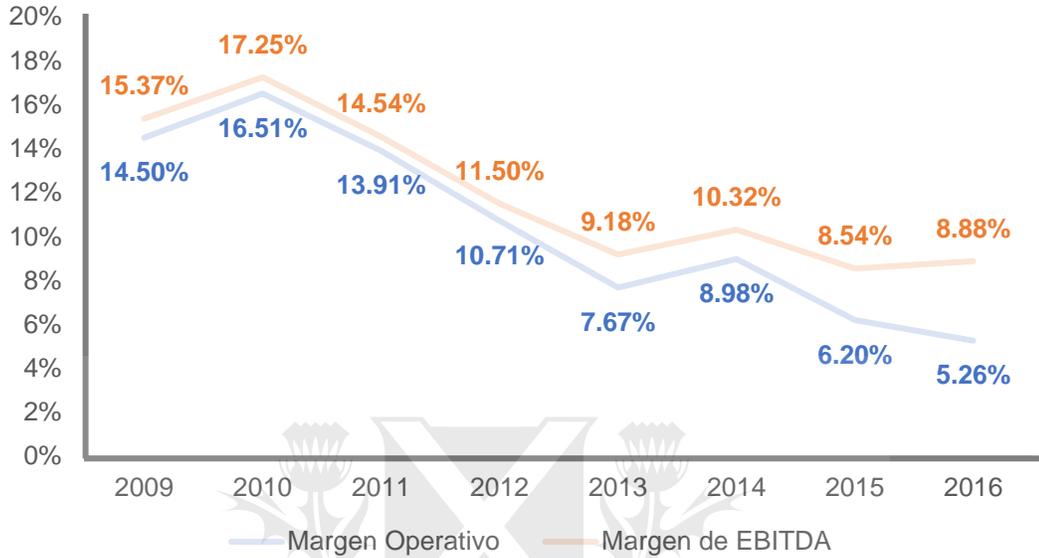
1) Margen Operativo: El ratio se conforma como $EBIT/Ventas$. El EBIT se obtiene detrayendo de la venta el costo de los productos comercializados y los demás gastos incurridos en las operaciones asociadas al objeto de la compañía, ellos son puntualmente: los gastos de Marketing y Tecnología, gastos administrativos, de reestructuración, legales y las amortizaciones de activos fijos e intangibles.

2) Margen de EBITDA: El ratio se conforma como $EBITDA/Ventas$. La diferencia entre ambos ratios se encuentra en el numerador, este se obtiene detrayendo de la venta el costo de los productos comercializados y los demás gastos incurridos en las operaciones asociadas al objeto de la compañía, ellos son puntualmente: los gastos de Marketing y Tecnología, gastos administrativos, de reestructuración, legales sin sustraer los cargos depletibles. Así, la diferencia principal con el margen operativo es que no se detraen las amortizaciones de activos fijos e intangibles.

Ambos márgenes sufren un deterioro gradual entre el ejercicio 2009 y 2016 esto se debe a que los gastos en términos relativos aumentaron en mayor proporción que las ventas, mientras estas últimas crecieron a 18,07% los gastos se incrementaron en promedio a un 19,81%. Los cargos por amortizaciones de intangibles se incrementaron anualmente en promedio a una tasa de 45%, lo que también genero un distanciamiento mayor al 3% entre ambos márgenes a fines de 2016. Como se mencionó anteriormente los gastos que crecieron en mayor proporción en el periodo bajo análisis fueron los asociados a operaciones de marketing y de tecnología.

Grafico XVIII. Evolución del margen operativo y margen de EBITDA

Expedia Ejercicios: 2009 - 2016



Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

4.6 Evolución del ROA y ROE

Si se analiza la evolución del ROA (rentabilidad sobre activos) y del ROE (Rentabilidad sobre el Patrimonio Neto) en los últimos 5 años, se observa que ambos ratios muestran valores tendientes a la baja. El ROA por su parte muestra un comportamiento más lineal disminuyendo gradualmente, alcanzando un valor en 2016 inferior al 50% del obtenido en 2012, si bien el EBIT se incrementó modestamente, el crecimiento del activo se mostró exponencial principalmente en 2015 como consecuencia de las adquisiciones de Orbitz Worldwide, Homeaway y Travelocity. El ROE en cambio, muestra un comportamiento más variable, alcanzando su pico más alto en 2014, 21,02% esta magnitud es el resultados de dos efectos, un incremento en el resultado neto y un detrimento del patrimonio de la firma, principalmente originado por la recompra de acciones en circulación. En 2016, en cambio el ratio muestra su valor más bajo generado por un resultado neto significativamente inferior al

de 2015, y a la vez un mayor patrimonio neto generado principalmente por la emisión de nuevas acciones.

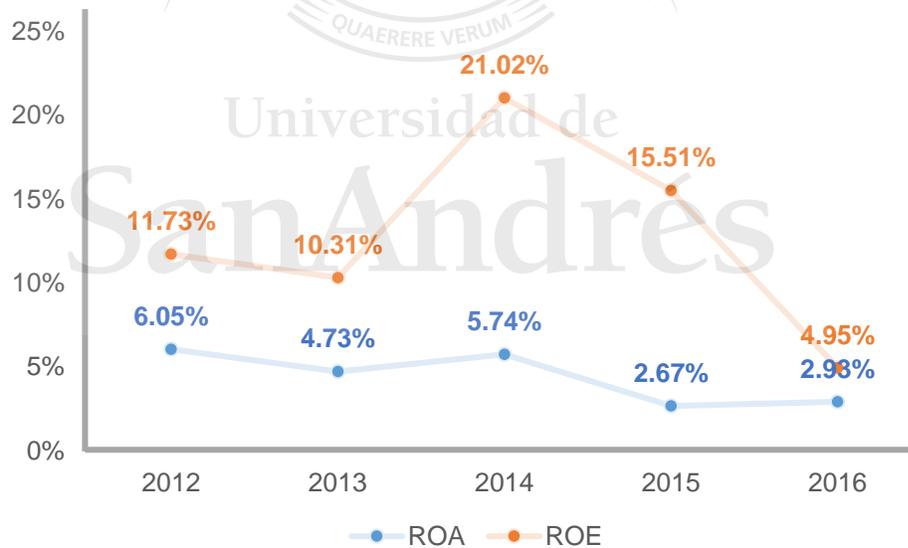
Tabla VIII. Estimación y evolución del ROA y ROE de Expedia

Ejercicios: 2012 a 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	0,43	0,37	0,52	0,41	0,46
Resultado Neto	0,28	0,23	0,40	0,76	0,28
Total de Activos	7,13	7,74	9,02	15,49	15,78
Total de Patrimonio Neto	2,39	2,26	1,89	4,93	5,69
ROA	6,05%	4,73%	5,74%	2,67%	2,93%
ROE	11,73%	10,31%	21,02%	15,51%	4,95%

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

Grafico XIX. Evolución del ROA y ROE de Expedia Ejercicios: 2013 - 2016

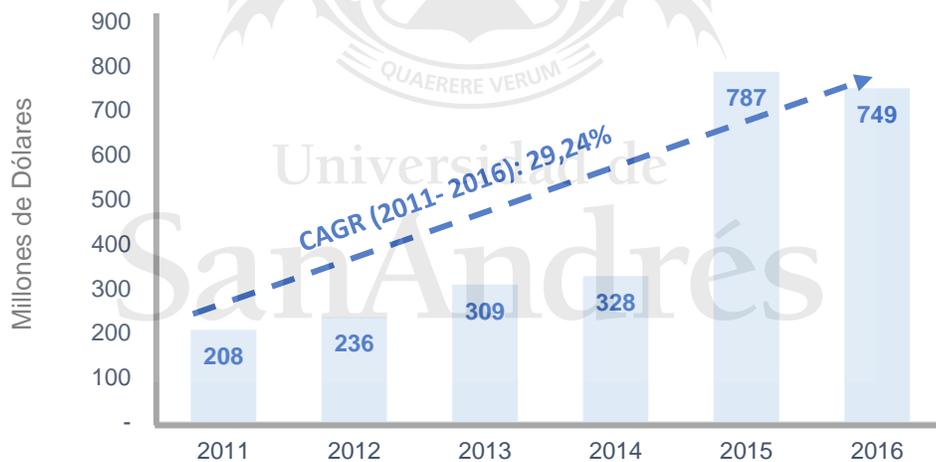


Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

4.7 Evolución de la inversión de capital

En relación a la inversión en bienes de capital destinada principalmente al desarrollo de Intangibles, como marcas, licencias, patentes y el desarrollo de las distintas plataformas necesarias para la operatoria del negocio, como se expone en el siguiente gráfico, la misma guarda relación directa con la expansión que está realizando la compañía, durante 2014 se invirtió \$ 328 millones de dólares mientras que en 2016 la inversión alcanzo \$ 749 millones de dólares, más del doble que dos años atrás. Esta decisión se encuentra en línea con los proyectos de expansión que está realizando la firma, dado que la inversión en capital es necesaria para la optimización de sus plataformas y la consolidación de sus marcas para poder extenderse así a los mercados globales.

Grafico XX. Evolución de la inversión de capital de Expedia Ejercicios: 2011 a 2016



Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

4.8 La deuda Financiera

Evolución de la deuda financiera

La deuda financiera creció en los últimos cuatro ejercicios a una tasa promedio anual del 26,10% alcanzando un valor de \$ 3.159 millones de dólares a fines de 2016. Del análisis del

estado de flujo de efectivo de la firma se observa que dichos fondos se emplearon históricamente en adquisiciones de nuevas firmas como así también en inversiones de activos de capital principalmente en el desarrollo de las distintas plataformas necesarias para la operatoria del negocio como así también para la optimización y expansión del mismo. El crecimiento de la deuda financiera fue acompañado por un incremento proporcional en el patrimonio neto, por ello el ratio deuda financiera sobre patrimonio neto se mantuvo bastante alineado en los últimos 5 ejercicios, con excepción del ejercicio 2014 y 2015, en el cual la compañía incurrió en mayor deuda con el fin de adquirir Orbitz Worldwide, Homeaway y Travelocity. Como consecuencia de las compras de nuevos negocios, lo que la firma incrementa en deuda también lo hace en las diversas líneas de su activo (por los bienes adquiridos a nuevas firmas) y el nivel de apalancamiento se mantiene bastante estable en los últimos cinco ejercicios incrementándose levemente.

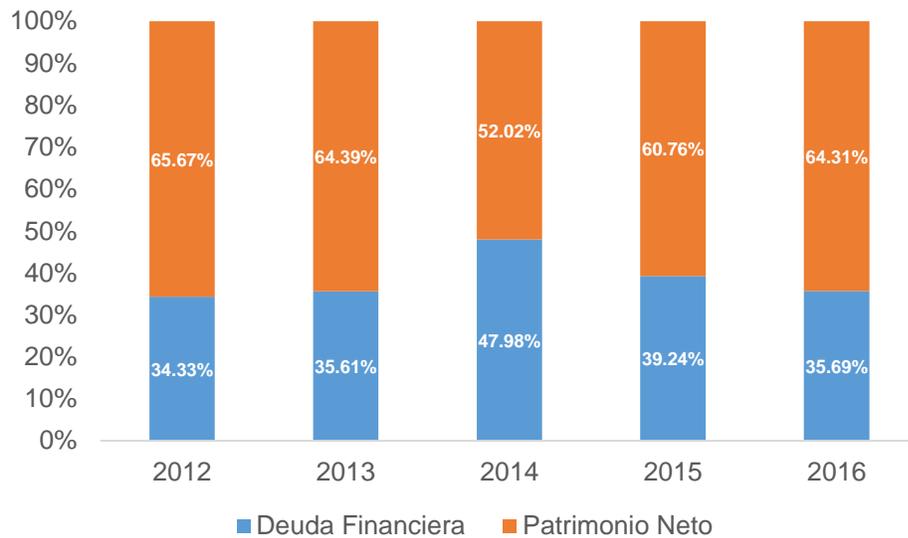
Si se analiza el ratio de cobertura de intereses el mismo muestra una evolución favorable de 2012 a 2014, y luego un deterioro entre 2015 y 2016 a pesar que el EBITDA se incrementa en estos últimos dos ejercicios en relación a años anteriores los intereses crecen en mayor proporción que este. A pesar de esto en diciembre de 2016 los intereses devengados representaban tan solo una séptima parte del EBITDA de la compañía.

Tabla IX. Ratios de estructura financiera de Expedia Ejercicios: 2012 a 2016

Ratios de Estructura Financiera	2012	2013	2014	2015	2016
Endeudamiento Financiero (Ds Fin/PN)	52,29%	55,31%	92,24%	64,57%	55,49%
Nivel Apalancamiento (Ds Fin/A)	17,52%	16,14%	19,36%	20,56%	20,02%
Cobertura Intereses (EBITDA/ Int fin)	6,57	7,13	9,50	8,05	7,11

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

Grafico XXI. Evolución de la estructura de capital de Expedia
Ejercicios: 2012 a 2016



Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

Composición de la deuda financiera

La deuda de la compañía al 31/12/2016 se conforma de la siguiente forma⁹:

Concepto	%	Vencimiento	Alícuota	2016	2015
Obligaciones Negociables	16,00%	2018	7%	500,00	500,00
Obligaciones Negociables	24,00%	2020	6%	747,02	746,22
Obligaciones Negociables	21,00%	2022	3%	677,50	703,25
Obligaciones Negociables	16,00%	2.024	5%	494,47	493,80
Obligaciones Negociables	23,00%	2.026	5%	740,34	739,87
Total Deuda Financiera				3.159,34	3.183,14

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

- 500 millones de dólares corresponden a obligaciones negociables con vencimiento en 2018, estas devengan un interés del 7,46% anual. Los intereses se pagan semestralmente en febrero y agosto de cada año. Estos representan el 16% de la deuda financiera total.

⁹ Véase EXPEDIA, INC. Reporte Anual 2016. 10 de febrero de 2017. Véase en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1324424/000132442417000006/a2016-10k.htm>

- \$ 747 millones de dólares corresponden a obligaciones negociables con vencimiento en 2020, que devengan un interés del 5,95% anual. Los intereses se pagan también, semestralmente en febrero y agosto de cada año. Estos representan la mayor proporción del pasivo, un 24% de la deuda financiera total.
- \$ 677 millones de dólares corresponden a obligaciones negociables con vencimiento en 2022, que devengan un interés del 2,5% anual. Los intereses se pagan de forma anual en junio de cada ejercicio. Estos representan el 21% de la deuda financiera. El pago de Intereses y la cancelación del principal se efectúa en Euros.
- \$ 495 millones de dólares corresponden a obligaciones negociables con vencimiento en 2024, que devengan un interés del 4,5% anual. Los intereses se pagan semestralmente en febrero y agosto de cada año. Estos representan el 16% de pasivo total.
- \$ 740 millones de dólares corresponden a obligaciones negociables con vencimiento en 2026, que devengan un interés del 5% anual. Los intereses se pagan semestralmente en febrero y agosto de cada año. Estos representan el 23% de la deuda financiera de la compañía.

4.9 Ratios en compañías similares

Se estimaron ratios de rentabilidad y de estructura de capital para compañías similares, los resultados obtenidos por cada firma difieren en muchos casos de forma considerable, Priceline y Tripadvisor presentan ratios más eficientes que Expedia, mientras que Lastminute posee magnitudes más similares a la firma analizada, los ratios asociados a Ctrip son representativos del momento de plena expansión que afronta la misma y resulta difícil de compararla con las restantes compañías que se encuentran en una etapa más madura de su vida económica.

Tabla X. Ratios de rentabilidad de compañías similares a Expedia Ejercicio 2016

Ratios	Expedia	Priceline	Tripadvisor	LastMinute	Ctrip
Rentabilidad del Capital (RN/PN)	4,95%	21,74%	8,50%	4,73%	-2,17%
Rentabilidad del Activo (RN/A)	1,79%	10,76%	5,36%	2,04%	-1,13%

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

Algo similar ocurre cuando se analizan los ratios de estructura financiera, cada una de estas firmas posee grados muy diferentes de endeudamiento en relación a su patrimonio neto y a su activo. La cobertura de intereses también muestra un amplio rango de magnitudes: Ctrip no es capaz de pagar los costos financieros del endeudamiento ya que muestra un EBITDA negativo, mientras que Priceline, la más endeudada, posee el mayor parámetro siendo capaz de repagar 28 veces los intereses negativos generados con el resultado que generan sus operaciones.

Tabla XI. Ratios de estructura financiera de compañías similares a Expedia Ejercicio 2016

Ratios	Expedia	Priceline	Tripadvisor	LastMinute	Ctrip
Endeudamiento Financiero (Ds Fin/PN) Nivel	55,49%	72,69%	11,38%	5,30%	55,00%
Apalancamiento (Ds Fin/A)	20,02%	35,98%	7,64%	2,35%	28,76%
Cobertura Intereses (EBITDA/ Int fin)	7,11	28,47	19,58	7,51	-9,52

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

5. VALUACIÓN

Para determinar el valor de una firma es necesario armar un modelo con la mejor información disponible al tiempo de la valuación, sin embargo es importante destacar que un modelo de valuación es una estimación y provee un rango de valor para la empresa en cuestión y no un valor exacto. En el presente trabajo se evalúa cuantitativamente el valor intrínseco del capital accionario de Expedia, al 31 de Diciembre de 2016, el último año fiscal completo de operaciones de la firma. Se llevara a cabo la valuación por múltiplos y también, a través del modelo de flujo de fondos descontados.

5.1 Modelo Flujo de Fondos Descontados

El método de flujo de fondos descontados (DCF por su siglas en inglés) consiste en determinar el valor actual de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el costo de capital. Los flujos de fondo que se proyectan son los que se espera la firma tenga a lo largo de toda su vida y por ende, cada uno de ellos se refiere a un momento determinado de tiempo y, considerando el valor tiempo del dinero, no son adicionales entre sí en forma directa, para ello es necesario determinar una tasa de descuento que nos permita expresar todos ellos en un momento temporal único.

En este modelo debemos estimar:

- Los flujos de fondos futuros
- El costo de capital de la firma.

Existen diferentes formas de aplicar este método en la valuación de empresas, se pueden descontar diversos flujos como ser: los fondos libres y obtener el valor de la firma o los flujos de fondos estimado para los accionistas, los cuales generalmente son menores que los flujos de efectivo libre en una empresa con una estructura de capital que contempla deuda ya que se detraen en ellos los cargos por servicios de la misma y los intereses que esta devenga,

si bien tenemos un efecto proporcional positivo que genera el escudo fiscal de los intereses devengados en el impuesto a las ganancias, este es parcial, en los Estados Unidos la alícuota de impuesto a la renta para personas jurídicas es del 35%, el 65% remanente de intereses reduce los flujos a descontar.

Para el desarrollo de este trabajo se usará el enfoque del Valor de la firma, para ello se determinará el valor actual de los Activos de la firma, al cual se le restará el valor de sus respectivos pasivos. Entonces, tanto para los activos totales de la firma como para la deuda se proyectan sus futuros flujos y se descuentan a sus respectivas tasas de costo de oportunidad.

Los flujos a descontar del activo se refieren a los vinculados a sus operaciones comerciales sin incorporar ningún componente relacionado con aspectos financieros como intereses o dividendos. De esta forma, el modelo refleja los fondos generados por las operaciones de la empresa para todos los proveedores de capital, tanto accionistas como prestamistas.

Se obtienen los flujos de fondos libres adicionando y restando diversos componentes al EBIT de la empresa que se desea valorar; según la fórmula que se detalla a continuación:

$$\begin{aligned} & \text{EBIT} \\ & - \text{Impuesto a la renta sobre el EBIT} \\ & + \text{Depreciaciones y Amortizaciones} \\ & +/- \text{Variaciones en el capital de trabajo} \\ & - \text{La inversión en Activos fijos} \\ & = \text{Flujo de Fondos Libres de la firma} \end{aligned}$$

Para hacer consistente el modelo, estos cashflows deben descontarse a una tasa que refleje el costo de capital de la empresa, es decir tanto el costo para los propietarios como para los tenedores de deuda. La tasa a aplicar en la ecuación es el WACC (por sus siglas en inglés

“Weighted Average Cost of Capital”) que representa el costo de oportunidad del capital y es el promedio ponderado del costo de oportunidad de la inversión para los accionistas, conocido como costo del equity y, el costo del pasivo financiero, denominado costo de la deuda, este último, está dado por la tasa de interés requerida por los terceros que financian a la firma. Se debe emplear esta tasa ya que los flujos de fondos operativos obtenidos, se financian tanto con capital propio como con capital de terceros. Con el WACC logramos ponderar los costos de cada una de las fuentes de capital.

$$WACC = \frac{E}{V} \times R_e + \frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T_c)$$

Donde

E: Es el Valor del patrimonio neto

V: Es el Valor de la Deuda

R_e: Es el costo del capital del Equity

R_d: Es el costo de la deuda

T_c: Impuesto

El método del DCF puede resumirse en la siguiente formula:

$$VPN_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FF_t}{(1+r)^t} + VT_N \quad \text{con:} \quad VT_N = \frac{FF_{N+1}}{(r-g)}$$

Donde

VPN: Es el valor presente Neto de los flujos de fondos

FF_t: Es el flujo de fondos en el momento “t”

r: Es la tasa de descuento de los flujos

VT_N: es el valor terminal en el momento “N”

G: es la de crecimiento esperada de la los flujos a perpetuidad

FF_{N+1}: es el flujo de fondos en el momento “N+1”

5.2 Valor Terminal

Es importante en la valuación definir el horizonte de proyección, a lo largo del mismo la empresa no se encuentra madura y sus flujos disponibles, su crecimiento anual y estructura de capital continúan cambiando sustancialmente, una vez que adquiere cierta estabilidad y bajo el supuesto de continuidad de la misma, las variables del modelo también se estabilizan y se proyectan a perpetuidad, el valor actual de estos flujos se conoce como valor terminal.

En la valuación de Expedia se proyectaran los flujos de los próximos 5 años, es decir de 2017 a 2021. Luego se determinará un valor terminal considerando la existencia de la firma a perpetuidad, ya que no existen indicios, como así tampoco acuerdos contractuales que hagan suponer lo contrario, los resultados obtenidos por la empresa son favorables y la fecha no se conoce ninguna decisión de la gerencia que indique que el curso normal de las operaciones podría verse afectado.

5.3 Constitución de diferentes escenarios

La definición de los escenarios posibles se hace basándose en las distintas concreciones que pudieran tomar una serie de variables en la valuación, manteniéndose el resto constantes. Variables tales como la evolución de los ingresos, y con ella, los gastos operativos, pueden verse afectadas por factores ajenos, externos e internos de la firma, así como por la evolución de la coyuntura económica. De esta forma, dependiendo del valor que tomen estas variables, los flujos netos de caja asociados del análisis variarán.

Para definir los distintos escenarios es preciso hacer variaciones en las hipótesis que determinan el valor de las variables de referencia para la estimación de los flujos netos de caja. Puesto que algunas de las variables pueden guardar relación entre sí, lo lógico es definir los nuevos valores de dichas variables, de tal forma que la combinación de los mismos sea coherente con el escenario que se quiere definir.

En el presente trabajo se lleva a cabo el análisis de escenario “más probable” o “caso base”, y de otros escenarios adicionales, el escenario “optimista” y el “pesimista”:

- Escenario más probable o caso base: Es el escenario que se espera que tenga lugar con mayor probabilidad. Las hipótesis para la estimación de las variables que intervienen en la determinación de los flujos netos de caja se han hecho tratando de ajustar las mismas a lo que se espera que acontezca en la firma. Este se basa principalmente en las proyecciones esperadas para la industria de las compañías OTAs y las manifestaciones prospectivas de la gerencia de la firma anunciadas en el último trimestre de 2016, más específicamente referidos a las inversiones de gastos de marketing y tecnología, las cuales se consideran viables y alcanzables desde la óptica del autor del trabajo con algunos ajustes.

El escenario base toma como premisa, así como la gerencia lo afirma que el deterioro en los resultados de 2016 tiene que ver con una reestructuración e integración de las marcas y sociedades adquiridas especialmente en 2015: Orbitz Worldwide, Homeaway y Travelocity, pero que a partir 2017 la estrategia comercial se tornará más agresiva especialmente en los mercados europeos y Asiáticos, con lo cual se espera una mejora en las principales líneas de gastos y el crecimiento de sus ventas.

- Escenario optimista: En este contexto, se considera que algunas, o todas, las variables que han servido de referencia para la configuración del escenario “más probable” o “caso base” puedan concretarse a lo largo del horizonte de planificación, tomando valores que mejoran las previsiones iniciales recogidas en el “escenario más probable” o “caso base”.

- Escenario pesimista: De forma similar al escenario anterior, en este caso las variables que han servido de referencia para la configuración del escenario “más probable” o “caso base” pueden concretarse a lo largo del horizonte de planificación, tomando valores que empeoran las previsiones iniciales.

5.4 Escenario Base

- Se proyectan ventas crecientes como consecuencia de la penetración en nuevos mercados y la eficientización en las pasarelas para procesar más transacciones en forma simultánea, además de estrategias de marketing agresivas en todas las regiones.
- Los gastos de marketing y los costos de los productos vendidos, estos últimos incluyen principalmente costos de operaciones como gastos de servicios de post venta y call centers, y también gastos de procesamiento de tarjetas de crédito, fraudes y de mantenimiento de datacenter, se estiman incrementales en términos absolutos, pero se asume la hipótesis planteada por la empresa en sus reportes a inversionistas de eficientizar la gestión de los mismos.
- La hipótesis asociada a los gastos en tecnología es que los mismos serán incrementales en términos absolutos al estar en gran parte ligados al volumen de ventas, como consecuencia de operar en un mercado altamente competitivo en el cual los mismos son necesarios mantener e incrementar el volumen de transacciones y con ellas, el market share.
- Se desarrollaran nuevos intangibles que posteriormente se amortizaran en forma gradual por lo que estos gastos en depreciación también tendrán un incremento año tras año. Los gastos operativos remanentes los cuales se conforman principalmente de gastos administrativos (sueldos, gastos de oficina, etc.) y gastos de reestructuración societaria se estima se incrementarán como consecuencia del crecimiento que se espera tenga la compañía en el futuro.
- Las tasas a perpetuidad muestran un escenario muy diferente al de las proyecciones de los primeros años, ya que se considera que la firma a partir de este momento habrá logrado una posición de mercado estable a nivel global y sus ventas incrementales provendrán principalmente de la evolución de la economía global y la expansión de la industria de turismo en línea.

6. PROYECCIONES

6.1 Proyección de Ventas

Actividad Turística Global

Según la OMT las visitas turísticas crecieron en promedio anualmente un 4,24% entre 2000 y 2016, lo que generó un crecimiento anual promedio en los ingresos turísticos de alrededor de un 6,20%. Este mismo organismo espera que las visitas turísticas en todo el mundo aumenten en un 3,3% anual entre 2010 y 2030 para llegar a 1.800 millones en 2030, a partir de este crecimiento proyectado de visitas se estima que el crecimiento de los ingresos turísticos será del 5,4% anual:

Tabla XII Indicadores de la actividad turística global Periodo 2000-2030

	2000	2016
Visitas Turísticas Totales	662,70	1.235,95
Ingresos por Turismo	495.000,00	1.220.000,00
Crecimiento de las visitas 2000 – 2016		4,24%
Crecimiento de los Ingresos 2000 – 2016		6,20%

	Proyecciones 2017 - 2030
Crecimiento de Visitas Turísticas	3,30%
Ingresos Turísticos	5,40%

	2016	2017- 2030
Crecimiento de los Ingresos Turísticos	6,20%	5,40%
Crecimiento de las Visitas	4,24%	3,30%
Crecimiento en el costo promedio de las Visitas	1,88%	2,03%

Fuente: Sitio Web de la Organización Mundial del Turismo - Elaboración propia

Estas proyecciones plantean un menor crecimiento futuro de las visitas del registrado hasta 2016, pero un incremento en el costo promedio de cada una de ellas que compensa parcialmente el efecto volumen, como consecuencia de la interacción de ambos

componentes se espera un crecimiento futuro para la industria del turismo pero con tasas menores a las registradas hasta la fecha de valuación.

Mercado Turístico Online

Según publicaciones de Phocuswright, las ventas de viajes en línea se están expandiendo en todo el mundo y en 2016 alcanzaron el 45% en la participación de las ventas totales de viajes. Un informe de la consultora Allied Market research estima que el mercado de viajes en línea obtendrá al rededor \$ 1.100 millones de dólares para el año 2021, registrando una CAGR de 11,1% durante el período de pronóstico 2017-2021. Considerando esta hipótesis de crecimiento a fines de 2021 el 76% de las transacciones turísticas se efectuarán en línea, luego de esto se espera que el crecimiento de este segmento de la industria se desacelere ya que los limitantes subsanables de corto plazo como el acceso a internet y la confianza en el canal de venta ya habrán sido prácticamente eliminados, dejando cuestiones de índole económica como principales impedimentos para el crecimiento de la industria.

Expedia y el mercado de las Agencias OTA

Hablando puntualmente del mercado de OTAs y tomando en consideración un reporte efectuado por la consultora Statista la industria ha presentado una tendencia alcista en sus ventas en los últimos tres años mostrando una CAGR de 7,60%. Sin embargo las ventas de Expedia muestran una expansión mayor a la del mercado, creciendo en promedio en dicho lapso a una tasa de 22,51%. A continuación se exponen las cifras en miles de millones de dólares y tasas de variaciones mencionadas:

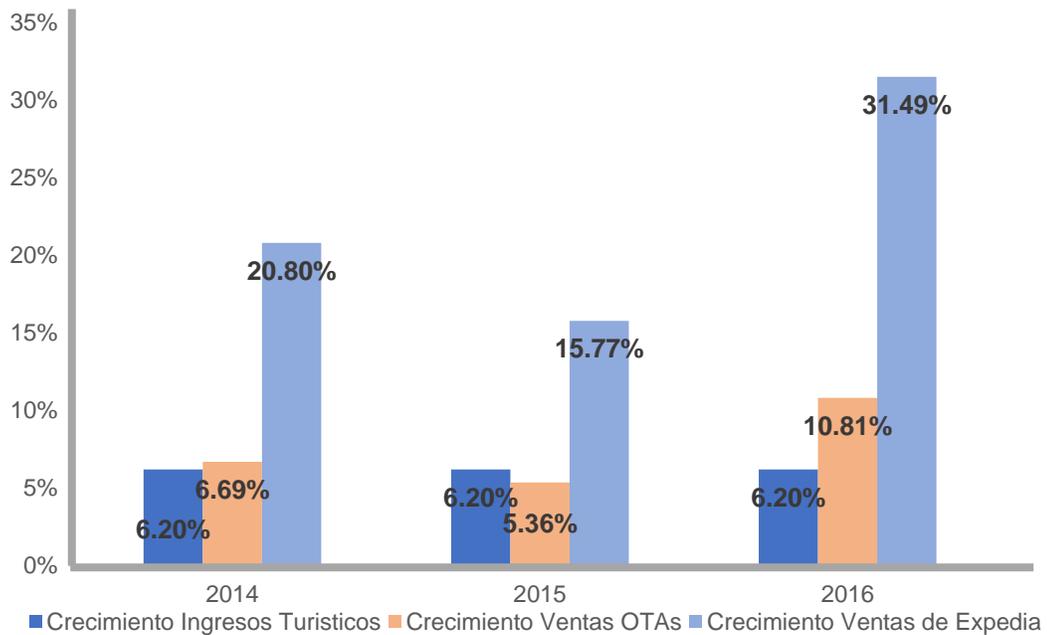
Tabla XIII Indicadores del mercado y las ventas de Expedia Periodo: 2013-2016

Año	Ventas OTAs	Ventas Expedia	Crecimiento Ingresos turísticos	Crecimiento Ventas OTAs	Crecimiento Ventas Expedia	Crec.Vts Expedia / Crec. Vts OTAs
2013	441,45	4,77				
2014	470,97	5,76	6,20%	6,69%	20,80%	3,11
2015	496,21	6,67	6,20%	5,36%	15,77%	2,94
2016	549,87	8,77	6,20%	10,81%	31,49%	2,91

Fuente: Reporte anual Expedia Inc.; Base Statista - Elaboración propia

Grafico XXII. Tasas de crecimiento del mercado y de las ventas de Expedia

Periodo: 2014 - 2016



Fuente: Reporte anual Expedia Inc.; Base Statista - Elaboración propia

A futuro la industria de las agencias de turismo en línea continuaran creciendo por encima del mercado del turismo agregado, se estiman incrementos de 14,54%; 10,18%; 8,94%; 8,15% 7,89% para los años 2017 a 2021 respectivamente según un reporte efectuado por Statista en 2016.

Proyecciones para Expedia

Resumiendo las proyecciones de la industria son las siguientes:

	Crecimiento	Periodo
Mercado Turístico Agregado	5,40%	2017 - 20130
Mercado Turístico en Línea	11,10%	2017 – 2021
Mercado OTAs	14,54%	2017
	10,18%	2018
	8,94%	2019
	8,15%	2020
	7,89%	2021

Con el fin de proyectar el crecimiento de ventas de la firma tomamos como referencia el crecimiento histórico y proyectado del subsector al que esta pertenecen: el mercado de las OTAs.

En un primer paso se analizó la relación entre el crecimiento de la industria y el de las ventas de la firma, en los últimos tres ejercicios estas últimas triplicaron el valor de las primeras, mostrando igualmente una tendencia progresiva a reducir esta proporción:

Año	Ventas OTAs	Crecimiento Ventas OTAs	Ventas Expedia	Crecimiento Ventas Expedia	Crecimiento de Expedia sobre la Industria	Crec Exp / Crec Vtas OTAs
2013	441,45		4,77			
2014	470,97	6,69%	5,76	20,80%	14,11%	3,11
2015	496,21	5,36%	6,67	15,77%	10,41%	2,94
2016	549,87	10,81%	8,77	31,49%	20,68%	2,91

La premisa básica para la proyección del escenario base es que este crecimiento de la firma por encima de la industria se mantendrá en los próximos 5 años, pero este crecimiento exponencial ira reduciéndose proporcionalmente, reflejando la tendencia observada entre los años 2013 y 2016. Las ventas proyectadas son las siguientes:

Año	Ventas OTAs	Crecimiento Ventas OTAs	Ventas Expedia	Crecimiento Ventas Expedia	Crecimiento de Expedia sobre la Industria	Crec Exp / Crec Vtas OTAs
2013	441,45		4,77			
2014	470,97	6,69%	5,76	20,80%	14,11%	3,11
2015	496,21	5,36%	6,67	15,77%	10,41%	2,94
2016	549,87	10,81%	8,77	31,49%	20,68%	2,91

Tasa de variacion del ratio Crec Exp / Crec Vtas OTAs -3,34%

Proyecciones Escenario Base

Año	Ventas OTAs	Crecimiento Ventas OTAs	Tasa de variacion del ratio Crec Exp / Crec Vtas OTAs	Crec Exp / Crec Vtas OTAs	Crecimiento Ventas Expedia	Ventas
2017	629,81	14,54%	-3,34%	2,82	40,97%	12.367.934,91
2018	693,91	10,18%	-3,34%	2,73	27,75%	15.800.476,73
2019	755,94	8,94%	-3,34%	2,64	23,59%	19.527.537,20
2020	817,54	8,15%	-3,34%	2,55	20,81%	23.590.715,86
2021	882,04	7,89%	-3,34%	2,47	19,50%	28.189.792,29

Considerando un horizonte a largo plazo la consultora Euromonitor International estima que la economía mundial crecerá nominalmente a un 3,5%, marcando un crecimiento más pronunciado en economías emergentes y una variación menos acentuada en economías desarrolladas. Los mercados emergentes serán los principales impulsores del crecimiento económico mundial, representando el 79% de la expansión real del PIB mundial para 2020 y manteniendo esta tendencia posteriormente a dicho año. Países como India y China tendrán las tasas de crecimiento más elevadas. Para las proyecciones de largo plazo se prevé que la industria del turismo acompañe en igual medida este crecimiento. Si bien la misma es relativamente nueva y año a año se suman consumidores por una cuestión demográfica y a la vez, por la simplicidad y beneficios que otorga en relación a las agencias de viajes tradicionales, la migración masiva de los viajeros a este canal de operaciones que se estima se desacelerara a partir de 2021, como se mencionó anteriormente, según un

reporte de la consultora Allied Market research. Las ventas a perpetuidad se proyectan considerando un crecimiento nominal del 3,5%, estimando ventas anuales alrededor de \$ 29.176 millones de dólares.

Un escenario pesimista reflejara un crecimiento de la firma similar al de la industria de turismo en línea sin que la gerencia pueda ampliar su participación de mercado más allá de lo esperado para el sector. Así las ventas de proyectadas de Expedia bajo esta hipótesis son:

Proyecciones Escenario Pesimista

Año	Ventas OTAs	Crecimiento Ventas OTAs	Tasa de variación del ratio Crec Exp / Crec Vtas OTAs	Crec Exp / Crec Vtas OTAs	Crecimiento Ventas Expedia	Ventas
2017	629,81	14,54%	0,00%	1,00	14,54%	10.049.063,13
2018	693,91	10,18%	0,00%	1,00	10,18%	11.071.823,88
2019	755,94	8,94%	0,00%	1,00	8,94%	12.061.556,31
2020	817,54	8,15%	0,00%	1,00	8,15%	13.044.427,80
2021	882,04	7,89%	0,00%	1,00	7,89%	14.073.633,15

Un escenario optimista se proyecta a partir de mantener el ratio de crecimiento de ventas de la firma sobre crecimiento de las ventas OTAs en los próximos 5 años, considerando que la compañía será capaz de neutralizar el efecto de reducción de dicho ratio que se observó en los últimos tres años. Las ventas proyectadas bajo este supuesto son las siguientes:

Proyecciones Escenario Optimista

Año	Ventas OTAs	Crecimiento Ventas OTAs	Tasa de variación del ratio Crec Exp / Crec Vtas OTAs	Crec Exp / Crec Vtas OTAs	Crecimiento Ventas Expedia	Ventas
2017	629,81	14,54%	0,00%	2,91	42,34%	12.488.021,94
2018	693,91	10,18%	0,00%	2,91	29,64%	16.189.348,55
2019	755,94	8,94%	0,00%	2,91	26,03%	20.403.821,67
2020	817,54	8,15%	0,00%	2,91	23,73%	25.245.770,37
2021	882,04	7,89%	0,00%	2,91	22,98%	31.046.477,11

Considerando las diferentes hipótesis se proyectó el market share de la compañía:

	2021 en adelante 							
	2016		Pesimista		Base		Optimista	
	Facturacion	Market Share	Facturacion	Market Share	Facturacion	Market Share	Facturacion	Market Share
Expedia Inc.	72,40	25,42%	116,14	25,42%	232,62	50,92%	256,20	56,08%
Ventas OTAs	284,82		456,88		456,88		456,88	

6.2 Proyección de costo de productos vendidos, gastos de marketing, de tecnología y gastos operativos remanentes.

Los costos de los productos vendidos como se mencionó anteriormente se componen principalmente de gastos de servicios de post venta y call centers, gastos de procesamiento de tarjetas de crédito, fraudes y de mantenimiento de datacenter. Por su naturaleza los mismos están asociados al nivel de ventas de la firma, en los últimos 4 años el ratio se ha vuelto más eficiente reduciéndose el costo de productos por dólar vendido. El rango del mismo se encuentra entre 18,20% y 21,46% en el periodo mencionado, la media geométrica del ratio es de 19,97%, sin embargo para las proyecciones futuras se toma como hipótesis de que los mismo continuaran en detrimento como lo expreso la gerencia en sus sales calls a fines de 2016, por lo cual estos se proyectan considerando un descenso porcentual de un punto en cada año, que se corresponde con la variación a la baja que se manifestó en promedio en los últimos 3 ejercicios contables, se consideró un ratio de 19% para 2017 (media geométrica menos un punto porcentual) y la meta fue 15% sobre ventas como lo manifestó la gerencia de la firma, la cual es alcanzada en 2021 y luego se estabiliza en dicho porcentaje a perpetuidad.

Tabla XIV. Costos de venta de Expedia Ejercicios: 2013 - 2016

	2013	2014	2015	2016
Miles de Dólares				
Ventas	4.771.259	5.763.485	6.672.317	8.773.564
Costo de venta	1.038.034	1.179.081	1.309.559	1.596.698
Costo de Ventas/ Ventas	21,76%	20,46%	19,63%	18,20%
Media Geométrica 2013 – 2016: 19,97%				
Proyecciones de flujos: decrecimiento gradual y uniforme hasta llegar a 15%				

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

El mismo razonamiento se empleó para la proyección de los gastos de marketing en los cuales las estimaciones se efectuaron considerando las expresiones de la gerencia en volver más eficiente la inversión en la línea, si vinculamos el mismo a las ventas el ratio se encuentra entre 46% y 51%, con una media geométrica de 49%, para las proyecciones futuras se consideró un descenso porcentual de un punto en cada año, replicando prácticamente el descenso ocurrido en los gastos de 2016 en relación a los de 2015, considerando un ratio de 47,77% para 2017 (media geométrica menos un punto porcentual) y llegando a un 46% sobre ventas a partir de 2019 y estabilizándose en dicho porcentaje a perpetuidad, según manifestaciones expresas de la gerencia.

Tabla XV. Gastos de marketing de Expedia Ejercicios: 2013 – 2016

	2013	2014	2015	2016
Miles de Dólares				
Ventas	4.771.259	5.763.485	6.672.317	8.773.564
Gastos de marketing	2.196.145	2.808.329	3.381.086	4.367.417
Gastos. Marketing/Ventas	46,03%	48,73%	50,67%	49,78%
Media Geométrica 2013 – 2016: 48,77%				
Proyecciones de flujos: decrecimiento gradual hasta llegar a 46%				

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

En relación a los gastos de tecnología: racionalizando los mismos en función de las ventas en 2016 se invirtió un monto equivalente al 14% la media de los últimos 4 años fue de

12,51%, se empleó este coeficiente en las proyecciones futuras y se considera que el mismo se mantendrá estable a lo largo de toda la proyección.

Tabla XVI. Gastos de tecnología de Expedia Ejercicios: 2013 – 2016

	2013	2014	2015	2016
Miles de Dólares				
Ventas	4.771.259	5.763.485	6.672.317	8.773.564
Gastos de tecnología	577.820	686.154	830.244	1.235.019
Gastos Tecnología/Ventas	12,11%	11,91%	12,44%	14,08%
Media Geométrica 2013 – 2016	12,51%			
Proyecciones de flujos	12,51%			

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

En relación a los operativos remanentes si bien ninguno de estos gastos se asocian al nivel de ventas en forma directa ya que: en el caso de los gastos generales y administrativos son gastos fijos principalmente de estructura y sueldos de los empleados, los gastos legales e impositivos se asocian a diversos reclamos que el fisco y terceros interponen, y los gastos de reestructuración se vinculan a cambios estructurales en la organización, todos ellos se ven afectados por el nivel de actividad de la compañía y es lógico pensar que si las ventas se incrementan lo mismo ocurra con estas líneas. Es por ello que para su estimación se consideró el ratio histórico gastos operativos remanentes/Ventas igualmente:

Tabla XVII. Gastos de operativos remanentes de Expedia Ejercicios: 2013 – 2016

	2013	2014	2015	2016
Miles de Dólares				
Ventas	4.771.259	5.763.485	6.672.317	8.773.564
Gastos legales e Impositivos	-	41.539,00	-104.587,00	26.498,00
Gastos de Reestructuración	66.472,00	25.630,00	104.871,00	55.907,00
Gastos generales administrativos	377.078,00	425.373,00	573.913,00	678.292,00
Total Gastos Operativos remanentes	443.550	492.542	574.197	760.697
Gtos. Op. remanentes/Ventas	9,30%	8,55%	8,61%	8,67%
Media Geométrica 2014 - 2016	8,77%			
Proyecciones de flujos	8,77%			

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

6.3 Activos Intangibles y Activos Fijos: Estimación de su inversión y Amortización

Los activos Intangibles, fijos y sus depreciaciones son conceptos que se encuentran interrelacionados, por lo cual su análisis se hace en forma conjunta. En relación a las depreciaciones se observa que la proporción de las mismas en relación a los activos de capital asociados de los últimos 5 años es de 6,66%, este parámetro se emplea en las proyecciones manteniéndolo constante para todos los periodos futuros. La inversión en activos fijos se estimó como un porcentaje sobre ventas, su estrecha relación resulta evidente cuando se considera el principal componente de los activos de capital: los intangibles, el desarrollo de nuevas plataformas y sistemas de soporte son necesarios para incrementar las ventas. Para la determinación del ratio inversiones de capital/ventas se consideraron ambas magnitudes de los ejercicios 2013, 2014 y 2016, se excluye del análisis el ejercicio 2015, ya que el ratio no es representativo de la operatoria habitual de la firma, durante dicho ejercicio los activos se incrementaron exponencialmente por la adquisición de diversas firmas de gran envergadura.

A continuación se detallan los datos históricos y las proyecciones de inversiones de capital y las depreciaciones que surgen de los activos:

Tabla XVIII. Evolución de Activos Fijos, Intangibles y amortizaciones de Expedia
Ejercicios: 2012 – 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Activos Fijos	409.373	480.702	553.126	1.064.259	1.394.904
Activos Intangibles	821.419	1.111.041	1.290.087	2.793.954	2.446.652
Total Activos	1.230.792	1.591.743	1.843.213	3.858.213	3.841.556
Inversión en Activos de Capital		510.601	331.085	2.178.665	335.374
Inversión promedio Periodos 2013;2014;2016			392.353,33		

Miles de Dólares

	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	4.030.347	4.771.259	5.763.485	6.672.317	8.773.564
Ventas Promedio Periodos 2013;2014;2016			6.436.103		
Inversion Promedio en Activos de Capital/ Ventas (Promedio)			6,10%		

	2012	2013	2014	2015	2016
Amortizaciones	31.705	71.731	76.773	156.458	317.141
Desvalorizaciones de Activos intangibles	117.025	77.919	2.842	7.207	34.890
Total Amortizaciones y Desvalorizaciones	148.730	149.650	79.615	163.665	352.031
Amortizaciones / (Activos Fijos + Intangibles)	10,78%	8,59%	4,14%	4,07%	8,39%

% a aplicar en las proyecciones (Media Geometrica)	6,66%
---	--------------

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

Tabla XIX. Proyección de Activos Fijos, Intangibles y amortizaciones de Expedia

	Proyecciones					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022 en Adelante
Ventas Proyectadas	12.367.935	15.800.477	19.527.537	23.590.716	28.189.792	29.176.435
Inversiones en Activos de Capital	753.966	963.218	1.190.425	1.438.121	1.718.487	1.778.634
Total de Activos antes de Amortizaciones	4.595.522	5.252.670	6.093.258	7.125.558	8.369.471	9.590.684
Amortizaciones y Desvalorizaciones	306.070	349.837	405.821	474.574	557.421	638.756
Total de Activos despues de Amortizaciones	4.289.452	4.902.833	5.687.437	6.650.984	7.812.050	8.951.928

6.4 Proyección de capital de trabajo

El Capital de Trabajo puede definirse como la diferencia que se presenta entre los Activos y Pasivos Corrientes de la empresa. Representa a la capacidad de una compañía para llevar a cabo sus actividades con normalidad en el corto plazo.

Es necesaria su determinación en la proyección al ser un componente de los flujos a descontar en el modelo. Para ello se tuvo en cuenta la evolución histórica de los Activos Corrientes y Pasivos Corrientes, y la relación de los mismos con las ventas. En la definición del pasivo corriente a detraer se sustrajeron las líneas asociadas al ingreso diferido (deferred revenue en inglés) ya que las mismas no representan un pasivo por el cual se erogaran fondos, sino que son una construcción contable con el fin de diferir resultados que aún no son considerados realizados. Para proyectar las variaciones en el capital de trabajo neto se consideró el

promedio geométrico del parámetro Capital de Trabajo / Ventas, en esta variable al igual que en el cálculo de la inversión en activos de capital se excluyó el ejercicio 2015, cuyos valores se ven considerablemente afectados por una operación societaria y no representan la operatoria habitual de la firma. El promedio geométrico del parámetro obtenido fue de 7,52%, este mismo se emplea en las proyecciones de cada año manteniéndose constante a perpetuidad.

A continuación se expone la evolución del capital de trabajo neto y sus componentes como así también la evolución de los ratios mencionados precedentemente:

Tabla XX. Evolución del capital de trabajo y sus componentes de Expedia Ejercicios: 2012 – 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	4.030.347	4.771.259	5.763.485	6.672.317	8.773.564
Activo Corriente	2.642.266	2.219.287	2.924.489	2.976.261	3.450.251
Pasivo Corriente	1.855.369	1.904.316	2.363.151	3.353.171	3.226.890
Capital de Trabajo Neto	786.897	314.971	561.338	-376.910	223.361
Capital de Trabajo / Ventas	19,52%	6,60%	9,74%	-5,65%	2,55%
Promedio Geometrico 2012; 2013; 2014 ;2016	7,52%				

Miles de Dólares

Fuente: Reporte anual Expedia Inc. - Elaboración propia

A continuación se detalla el capital de trabajo proyectado en miles de dólares para los distintos ejercicios:

	2016	Proyecciones					2022 en Adelante
		2017	2018	2019	2020	2021	
Ventas	8.773.564	12.367.935	15.800.477	19.527.537	23.590.716	28.189.792	29.176.435
Capital de Trabajo Neto	659.663	929.915	1.187.999	1.468.228	1.773.728	2.119.521	2.193.704
Variacion de Capital de Trabajo		270.252	258.084	280.229	305.500	345.793	74.183

Miles de Dólares

6.5 Composición de los Flujos de Fondos Libres

Habiendo estimado cada uno de sus componentes los flujos proyectados en miles de dólares se detallan los mismos a continuación:

	2017	2018	2019	2020	2021	Flujos del Valor Terminal
Ventas	12.367.935	15.800.477	19.527.537	23.590.716	28.189.792	29.176.435
Costo de Productos vendidos	-2.349.908	-2.844.086	-3.319.681	-3.774.515	-4.228.469	-4.376.465
Gastos de Marketing	-5.908.163	-7.389.883	-8.982.667	-10.851.729	-12.967.304	-13.421.160
Gastos de Teconologia	-1.547.229	-1.976.640	-2.442.895	-2.951.199	-3.526.543	-3.649.972
Amortizacion de Intangibles	-306.070	-349.837	-405.821	-474.574	-557.421	-638.756
Gastos Operativos Remanentes	-1.084.668	-1.385.702	-1.712.565	-2.068.906	-2.472.245	-2.558.773
EBIT	1.171.899	1.854.330	2.663.908	3.469.793	4.437.810	4.531.308
Impuesto a la renta	-410.165	-649.015	-932.368	-1.214.428	-1.553.234	-1.585.958
+ Depreciaciones	306.070	349.837	405.821	474.574	557.421	638.756
- Inversiones en activos de capital	-753.966	-963.218	-1.190.425	-1.438.121	-1.718.487	-1.778.634
+/- Variaciones en Capital de Trabajo	-270.252	-258.084	-280.229	-305.500	-345.793	-74.183
Flujo de Fondos Libres	43.586	333.849	666.708	986.318	1.377.717	1.731.289

7. DETERMINACION DE LA TASA DE DESCUENTO: WACC

Tal como se explicó anteriormente el modelo planteado para el desarrollo del presente trabajo consiste en la determinación del Valor de la firma, al cual se le detraerá posteriormente el valor de los pasivos, obteniendo finalmente el valor del Equity, para ello en la sección anterior se determinaron los flujos de fondos que se estima la firma obtendrá en el futuro. El paso siguiente consiste en la determinación de la tasa de costo de oportunidad a la cual se descontaran dichos flujos. El WACC¹⁰ es el promedio ponderado del costo de los distintos componentes de financiación, incluyendo deuda y Capital Propio (Equity) usados por una compañía para conseguir los fondos que cubran sus requerimientos financieros¹¹. Para lo obtención de la tasa debemos determinar previamente cada uno de sus componentes:

$$WACC = \frac{E}{V} \times R_e + \frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T_c)$$

Donde

E: Es el Valor del patrimonio neto

V: Es el Valor de la Deuda

R_e: Es el costo del capital del Equity

R_d: Es el costo de la deuda

T_c: Impuesto

7.1 Determinación del Costo de Capital R_e

El Costo de capital R_e es el costo en el que incurre una empresa para financiar sus proyectos de inversión a través de recursos de sus propietarios. Es un coste no observable directamente, que presenta mayor complejidad de cálculo que el coste de la deuda. Existen diversos

¹⁰ Dícese en inglés "Weighted Average Cost of Capital"

¹¹ Véase Damodaran, A. *On Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2da Ed. Agosto de 2006

modelos en Econometría que nos permiten obtener el mismo, para el desarrollo del presente trabajo emplearemos el Modelo CAPM, que es el más usado en la práctica. En el presente trabajo se incluye en el Anexo I un desarrollo teórico sobre el modelo en cuestión.

7.1.1 Tasa Libre de Riesgo

La Tasa libre de riesgo es un concepto de construcción teórica que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene riesgo. Este concepto es necesario para los modelos de valuación para determinar el rendimiento mínimo pedido por parte de un inversionista por apostar a una determinada alternativa, considerada como la “más segura” posible, en donde no existe riesgo crediticio ni de reinversión ya que, una vez vencido el período, se dispondrá del efectivo.

En el presente trabajo se optó por considerar rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos como la inversión libre de riesgo. Los títulos más líquidos de largo plazo son los de 10 años, por ello optamos por los mismos en lugar de otros de mayor duración como los de 20 o 30 años.

La tasa correspondiente a la fecha disponible más cercana a la valuación es la tasa de interés del día 30 de diciembre de 2016:

Notas del Tesoro de los Estados Unidos	Fecha: 30/12/2016
Tasa Libre de Riesgo	2,45%

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos- Elaboración propia

7.1.2 Prima de Riesgo de Mercado

Para determinar la prima de riesgo de mercado, como paso previo se debe calcular el retorno esperado del mismo entendiendo por tal a una construcción teórica que te permite estimar el rendimiento que se espera obtener del mercado considerando cada uno de sus componentes, para su cálculo se computaron los rendimiento anuales del índice S&P considerando el periodo 1926-2016, tomando sus valores ajustados para eliminar la variable de los dividendos en la estimación, según la base de datos de la universidad de Nueva York¹².

El resultado obtenido en la estimación fue de:

Retorno de Mercado
9,52%

Fuente: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

Se optó por este índice al ser considerado en la práctica como el índice más representativo de la situación real del mercado. El índice se creó en 1.923 cuando la empresa Standard & Poors lo introdujo con un listado de 233 empresas. Desde 1957 y hasta nuestros días El S&P 500 está compuesto por los 500 valores más representativos y líquidos de las principales industrias del mercado norteamericano: 400 acciones industriales, 40 acciones financieras, 40 acciones de servicios públicos y 20 de transporte. Las empresas que representan el índice son las más robustas e importantes de la economía americana, entre ellas, podemos destacar a Amazon, Blackrock, Caterpillar, Coca-Cola, Cisco, Apple, General Electric, IBM, JP Morgan, Mcdonald's, Microsoft, Pfizer, Verizon, Walt Mart Stores, Yahoo, Visa.

¹² Véase Damodaran, A. *Online Database: Historical Returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills With Premiums*.

Las empresas que forman el índice son elegidas por un comité, analizando las siguientes variables:

- Capitalización bursátil
- Liquidez y tamaño
- Sector en el que opera y barreras de entrada
- Grado de internacionalización
- Domicilio
- Capital Flotante
- Viabilidad económica
- Tiempo que ha cotizado en bolsa
- Volumen de acciones negociado

El S&P se calcula mediante una metodología basada en la capitalización bursátil. Esto significa que el índice refleja el valor total de mercado de las 500 acciones en un periodo determinado. El cálculo diario del índice se realiza dividiendo el valor total de mercado de los 500 valores por un número llamado divisor. El divisor es un número arbitrario cuyo origen se encuentra en el nivel base determinado en el periodo 1941-1943 (base 10).

El Standard & Poor's Index Committee es el responsable de decidir los valores que entran y salen del índice. Este comité se reúne cada mes. Los candidatos para entrar o salir son sometidos a revisión. Se estudia la propiedad de las acciones y la estructura financiera de la empresa. El volumen de contratación es analizado diaria, mensual y anualmente para asegurar la liquidez de las acciones.

A continuación y una vez ya estimado sus dos componentes: la tasa libre de riesgo y el retorno esperado de mercado, podemos obtener el valor de la prima de riesgo de mercado, entiendo a esta como la diferencia en la rentabilidad que otorga el mercado al inversor por asumir riesgo respecto del activo libre del mismo:

Prima de Riesgo de Mercado	
Retorno de Mercado	9,52%
Tasa Libre de Riesgo	2,45%
Prima de Riesgo de Mercado	7,07%

Elaboración propia

7.1.3 Estimación de Beta

El beta estima la variación relativa de la rentabilidad del activo en cuestión respecto al mercado en que cotiza, con lo cual para el cálculo del mismo es preciso asociar el rendimiento del activo, que en el presente trabajo sería el rendimiento de las acciones de ordinarias Expedia con el rendimiento del mercado, considerando el rendimiento del índice S&P por las razones mencionadas precedentemente. Mediante el método de regresión lineal aplicado a las observaciones del rendimiento semanal de ambos componentes en los últimos diez años (desde 01/01/2007 al 31/12/2016) ¹³ se obtuvo el siguiente beta:

Beta
1,2064

Fuente: Base Histórica Índice S&P Yahoo Finance - Elaboración propia

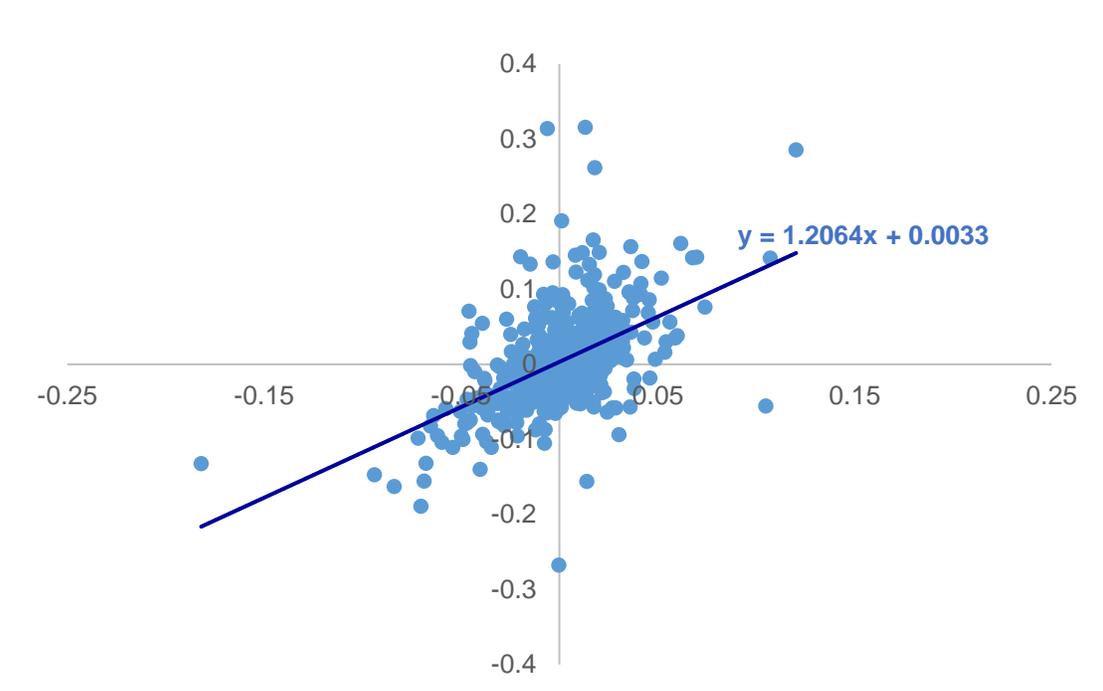
En la estimación del parámetro se consideraron diversos horizontes: considerando un lapso de 3 años se obtuvo un beta igual a 1,16 y considerando el mayor lapso de información disponible se obtuvo un beta de 1,20. Finalmente se optó por incluir un periodo de 10 años en el cual se considera se plasma en forma más precisa el modelo de negocios de la firma, su envergadura y rendimiento, y por ende el riesgo sistémico que la misma enfrenta en el

¹³ Véase Yahoo Finance EXPEDIA INC

mercado en el que se desenvuelve, el valor de beta es superior a 1 y esto se encuentra en línea con las características del mercado en el que opera Expedia y de la misma empresa en sí.

En el siguiente grafico se exponen los rendimientos de las acciones de Expedia en relación al índice S&P, arrojando la ecuación el valor de beta enunciado precedentemente:

Grafico XXIII. Beta de Expedia



Fuente: Base Histórica Índice S&P Yahoo Finance - Elaboración propia

7.2 Determinación del Costo de la deuda Rd

La deuda de la compañía al 31/12/2016 se compone enteramente de obligaciones negociables como se expuso anteriormente, para cada una de ellas se identificó el precio de mercado al momento de la valuación y se estimó su participación proporcional en el total de la deuda, su cupón y “Yield to Maturity”:

Concepto	%	Vto.	Alicuota	2016	Precio de cotizacion al 31/12/2016	Valor nominal	Cupon anual	YTM	YTM Promedio
Obligaciones Negociables	16%	2018	7,46%	500,00	108,05	100,00	7,46	3,30%	0,53%
Obligaciones Negociables	24%	2020	5,95%	747,02	109,50	100,00	5,95	3,41%	0,82%
Obligaciones Negociables	21%	2022	2,50%	677,50	104,61	100,00	2,50	1,69%	0,36%
Obligaciones Negociables	16%	2024	4,50%	494,47	101,76	100,00	4,50	4,24%	0,68%
Obligaciones Negociables	23%	2026	5,00%	740,34	103,93	100,00	5,00	4,52%	1,04%
Costo de Endeudamiento de Expedia al 31/12/2016									3,42%

Para determinar este costo se tomaron en cuenta los “Yield to Maturity” de las emisiones de deuda denominadas en dólares americanos existentes de la firma al 31 de diciembre de 2016, promediados por el volumen en circulación. De esta estimación se determina el siguiente Rd:

Costo de la Deuda Expedia
3,42%

Fuente: Bloomberg - Elaboración propia

7.3 Determinación de la estructura de Capital

Para la determinación de la estructura de capital que pondera los costos de la deuda y de capital se consideró el valor libro del pasivo financiero y los valores de mercado del equity, es decir su capitalización bursátil al 31/12/2016, se toma este indicador en lugar del valor de libros de patrimonio neto como unidad representativa de la apreciación del mercado, su valor a la fecha en cuestión es de:

Capitalización Bursátil	
Cotización Acción 31/12/2016	113,28
Acciones en circulación	150.030.000
Capitalización Bursátil	16.995.398.400

Fuente: Gurufocus.com - Elaboración propia

Los ponderadores de las tasas en la fórmula de WACC se estiman en base a la información disponible en los siguientes valores:

Ponderadores WACC		
Deuda	3.159.336.000	15,68%
Capital	16.995.398.400	84,32%
	20.154.734.400	

Elaboración Propia

En el siguiente cuadro se detallan cada uno de las estimaciones de los componentes del WACC y el valor del mismo al que se arriba:

WACC	
Tasa libre de Riesgo	2,45%
Prima de Riesgo de Mercado	7,07%
Beta de Expedia	1,2064
Costo del Capital Propio	10,99%
Costo de la deuda antes de Impuesto	3,42%
Alícuota Impositiva	35%
Costo de la deuda después de Impuestos	2,22%
D/E	
D/(E+D)	15,68%
E/(D+E)	84,32%
WACC	9,61%

Elaboración Propia

8. VALUACION DE EXPEDIA

Valuación Escenario Base

Expedia contaba con 150.030.000 acciones en circulación al 31 de diciembre de 2016, la valuación por medio del método de flujo de fondos descontados arrojan un valor de la firma de \$20,4 millones de dólares a los cuales se le detrae el valor de la deuda a fecha que fue de \$3,3M con ello el valor de cada acción según la estimación es de \$114,85 dólares, a dicha fecha el precio de mercado de las misma fue de \$113,18. Bajo este escenario se podría afirmar que las acciones de la firma se encuentran subvaluadas por el mercado.

Valuación Escenarios Alternativos

Como se mencionó anteriormente un modelo de valuación es una estimación y provee un rango de valor para la empresa que se intenta cuantificar y no un valor exacto, con lo cual se complementa la estimación anterior con dos escenarios alternativos, en los cuales se plantean menor y mayor crecimiento de ventas en relación al escenario base, considerando las premisas detalladas anteriormente, para los años 2017 a 2021, modificando este supuesto todas las líneas de gastos que componen el EBIT se ven afectadas.

Los flujos obtenidos para ambos casos muestran un rango de valor de la acción que oscila entre \$126,59 y \$54,38. A continuación se detallan los cashflows obtenidos en miles de dólares bajo cada hipótesis.

Miles de Dólares	Escenario Base	2017	2018	2019	2020	2021	Flujos del Valor Terminal
	Ventas		12.367.935	15.800.477	19.527.537	23.590.716	28.189.792
Costo de Productos vendidos		-2.349.908	-2.844.086	-3.319.681	-3.774.515	-4.228.469	-4.376.465
Gastos de Marketing		-5.908.163	-7.389.883	-8.982.667	-10.851.729	-12.967.304	-13.421.160
Gastos de Teconologia		-1.547.229	-1.976.640	-2.442.895	-2.951.199	-3.526.543	-3.649.972
Amortizacion de Intangibles		-306.070	-349.837	-405.821	-474.574	-557.421	-638.756
Gastos Operativos Remanentes		-1.084.668	-1.385.702	-1.712.565	-2.068.906	-2.472.245	-2.558.773
EBIT		1.171.899	1.854.330	2.663.908	3.469.793	4.437.810	4.531.308
Impuesto a la renta		-410.165	-649.015	-932.368	-1.214.428	-1.553.234	-1.585.958
+ Depreciaciones		306.070	349.837	405.821	474.574	557.421	638.756
- Inversiones en activos de capital		-753.966	-963.218	-1.190.425	-1.438.121	-1.718.487	-1.778.634
+/- Variaciones en Capital de Trabajo		-270.252	-258.084	-280.229	-305.500	-345.793	-74.183
Flujo de Fondos Libres		43.586	333.849	666.708	986.318	1.377.717	1.731.289

Tasa de Descuento	9,61%
Valor Actual de los Flujos Descontados	2.377.854,88
Valor Actual del Valor terminal	18.012.196,31
Valor de la Firma	20.390.051,20
Valor de la Deuda	3.159.336,00
Valor del Equity	17.230.715.195
Cantidad de Acciones	150.030.000,00
Precio por Accion	114,85

Miles de Dólares	Escenario Optimista	2017	2018	2019	2020	2021	Flujos del Valor Terminal
	Ventas		12.488.022	16.189.349	20.403.822	25.245.770	31.046.477
Costo de Productos vendidos		-2.372.724	-2.914.083	-3.468.650	-4.039.323	-4.656.972	-4.819.966
Gastos de Marketing		-5.965.528	-7.571.758	-9.385.758	-11.613.054	-14.281.379	-14.781.228
Gastos de Teconologia		-1.562.252	-2.025.288	-2.552.518	-3.158.246	-3.883.914	-4.019.851
Amortizacion de Intangibles		-306.557	-351.871	-411.278	-486.387	-580.045	-671.878
Gastos Operativos Remanentes		-1.095.200	-1.419.806	-1.789.415	-2.214.054	-2.722.776	-2.818.073
EBIT		1.185.762	1.906.543	2.796.203	3.734.706	4.921.390	5.022.108
Impuesto a la renta		-415.017	-667.290	-978.671	-1.307.147	-1.722.487	-1.757.738
+ Depreciaciones		306.557	351.871	411.278	486.387	580.045	671.878
- Inversiones en activos de capital		-761.286	-986.924	-1.243.844	-1.539.016	-1.892.634	-1.958.877
+/- Variaciones en Capital de Trabajo		-279.281	-278.294	-316.876	-364.054	-436.141	-81.701
Flujo de Fondos Libres		36.735	325.906	668.090	1.010.876	1.450.174	1.895.671

Tasa de Descuento	9,61%
Valor Actual de los Flujos Descontados	2.428.847,16
Valor Actual del Valor terminal	19.722.412,19
Valor de la Firma	22.151.259,34
Valor de la Deuda	3.159.336,00
Valor del Equity	18.991.923.344
Cantidad de Acciones	150.030.000,00
Precio por Accion	126,59

Miles de Dólares	Escenario Pesimista	2017	2018	2019	2020	2021	Flujos del Valor Terminal
	Ventas		10.049.063	11.071.824	12.061.556	13.044.428	14.073.633
Costo de Productos vendidos		-1.909.322	-1.992.928	-2.050.465	-2.087.108	-2.111.045	-2.184.932
Gastos de Marketing		-4.800.437	-5.178.292	-5.548.316	-6.000.437	-6.473.871	-6.700.457
Gastos de Teconologia		-1.257.138	-1.385.085	-1.508.901	-1.631.858	-1.760.612	-1.822.233
Amortizacion de Intangibles		-296.655	-321.850	-349.386	-379.078	-410.972	-442.741
Gastos Operativos Remanentes		-881.303	-970.999	-1.057.798	-1.143.996	-1.234.258	-1.277.457
EBIT		904.208	1.222.669	1.546.691	1.801.950	2.082.876	2.138.392
Impuesto a la renta		-316.473	-427.934	-541.342	-630.683	-729.007	-748.437
+ Depreciaciones		296.655	321.850	349.386	379.078	410.972	442.741
- Inversiones en activos de capital		-612.604	-674.953	-735.288	-795.206	-857.947	-887.975
+/- Variaciones en Capital de Trabajo		-95.902	-76.899	-74.416	-73.900	-77.383	-37.036
Flujo de Fondos Libres		175.884	364.733	545.031	681.240	829.510	907.684

Tasa de Descuento	9,61%
Valor Actual de los Flujos Descontados	1.874.059,88
Valor Actual del Valor terminal	9.443.476,59
Valor de la Firma	11.317.536,47
Valor de la Deuda	3.159.336,00
Valor del Equity	8.158.200.471
Cantidad de Acciones	150.030.000,00
Precio por Accion	54,38

9. VALUACION POR MULTIPLOS

9.1 Método de Valuación por Múltiplos

Con el fin de lograr una aproximación al rango de valores dentro del cual se puede enmarcar el equity de Expedia, se estimó el mismo a partir de otro método de valuación: el de múltiplos de compañías comparables.

“El método de los múltiplos de cotización consiste en valorar una empresa con el objeto de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables”¹⁴. Los múltiplos relacionan la cotización de las acciones con alguna magnitud financiera de la empresa: Ventas, EBITDA, beneficios, dividendos, etc.

Este método de valuación tiene puntos fuertes y débiles, dentro de los pros podemos mencionar que incluye las percepciones de todos los inversores que son los que fijan el precio de la firma, respecto a esta, las tendencias del sector, el riesgo de la industria y crecimiento de mercado. Dentro de los contras se destaca la dificultad para encontrar compañías comparables y a escasez de información asociadas a ellas.

La selección de las compañías comparables es, sin duda alguna, un aspecto clave en esta metodología. Para ello es recomendable elegir empresas cumplan la mayor cantidad posible de las siguientes características:

- Coticen en bolsa y consecuentemente tengan una apreciación del mercado respecto al precio de sus acciones y el valor del Equity de las mismas.
- Se desempeñen en la misma industria que aquella que se intenta valorar, con lo cual deben tener una mezcla de negocios y productos similares.
- Preferentemente deben operar en una misma región geográfica
- Tener una dimensión y perspectivas de crecimiento afines
- Tener una rentabilidad y posición de mercado similar

¹⁴ FERNANDEZ, Pablo. Valoración de Empresas: Valoración por múltiplos. ¿Cómo valoran los analistas? Madrid: Gestión 2000, 2001. 701p. ISBN: 84-8088-664-1

- Tener una estructura y volumen de gastos similares

Es muy difícil que las compañías comparables cumplan con todos estos requisitos, de hecho en la práctica es necesario ampliar el significado de mucho de ellos.

En relación al número adecuado de compañías comparables, no existe un número exacto a esta interrogante, dependerá mayoritariamente de la existencia o no de un gran número de compañía comparable y la información disponible de las mismas.

Otra temática a abordar es la definición del ratio sobre el cual se obtendrá el múltiplo. Existen diversas opciones:

- Valor de la firma / beneficio Neto
- Ganancia por acción / Precio por acción
- Valor de la firma / EBIT
- Valor de la firma / EBITDA
- Valor de la firma / Cashflow Operativo
- Valor de la Empresa / Ventas
- Dividendos por acción / Valor de la acción

El múltiplo que se emplea en el análisis es el que relaciona el valor de la firma, que proviene en gran medida de la apreciación de la misma por el mercado con el EBITDA, se selecciona el mismo ya que el EBITDA nos permite obtener un resultado de la operatoria que hace a la actividad principal de la firma sin que este se vea afectado por la estructura financiera de la compañía, ni los cargos tributarios ni depletibles, ya que estos se consideran manejables por la gerencia. De esta forma se vincula el precio que el mercado le atribuye a Expedia con el resultado puro de sus actividades operativas. Se entiende que si el EBITDA es positivo, la firma en si es rentable, y lo que se debe hacer es gestionar con eficiencia los gastos financieros y tributarios, además de las políticas de depreciación y amortización.

9.2 Determinación de Compañías Comparables

En relación a las compañías consideradas para la estimación se tienen en cuenta las siguientes:

- Priceline
- TripAdvisor
- LastMinute
- Ctrip

Cada una de ellas fue descrita en el capítulo de análisis de la industria.

9.3 Determinación del Múltiplo

El múltiplo obtenido se calcula mediante el promedio geométrico del ratio EV/EBITDA del ejercicio 2016:

Información 2016 ➔

Compañías Comprables	EV/EBITDA	Deuda Financiera (Mill. USD)	EBITDA (Mill. USD)	Market Cap. (Mill. USD)	Tasa de crecimiento de Ventas	Ventas (Mill. USD)	Margen EBITDA
Priceline	19,07	7.138,26	4.156,15	72.113,00	16,47%	10.743,01	38,69%
Tripadvisor	31,92	171,00	217,00	6.756,00	-0,80%	1.480,00	18,04%
LastMinute	9,11	7,68	23,57	207,00	4,74%	248,56	9,00%
Ctrip	87,29	4.990,74	292,36	20.530,00	76,45%	2.769,47	10,56%
Expedia	22-26	3.159,34	778,84	16.995,40	31,49%	8.773,56	8,88%

Multiplo ponderado en funcion al EBITDA	23,87
EBITDA 2016 Expedia	778,84
Valor de Expedia	18.588.537.482
Cantidad de Acciones	150.030.000
Precio por Acciones	123,90
Valor de Mercado al 31/12/2016	113,28

Del análisis de la información que surge en la tabla precedente, podemos afirmar que las compañías seleccionadas poseen características muy diferentes entre sí, asociadas a la envergadura de las mismas principalmente y a su madurez como empresa, está claro que Priceline y Ctrip poseen un volumen mayor de transacciones, que Tripadvisor y Lastminute, al tiempo que Ctrip se refiere a una compañía en plena etapa de crecimiento y gran inversión lo que genera un EBITDA negativo, y las restantes se encuentra en una etapa de mayor madurez, sin embargo se tomaron en cuenta estas firmas para el computo del múltiplo por tener un modelo de negocios extremadamente similar a Expedia y a su vez por ser las más populares en las regiones en que operan abarcando un cuota de mercado considerable.

A continuación se detalla un análisis de sensibilidad considerando variaciones en el EBITDA del 3% y de dos puntos en el múltiplo, a partir del mismo surge un valor mínimo de la acción de \$103,30 y máximo de \$146,37 dólares.

		MULTIPLIO				
		21,87	22,87	23,87	24,87	25,87
EBITDA	708,75	103,30	108,02	112,75	117,47	122,20
	732,11	106,71	111,59	116,46	121,34	126,22
	755,48	110,11	115,15	120,18	125,22	130,25
	778,84	113,52	118,71	123,90	129,09	134,28
	802,21	116,92	122,27	127,62	132,96	138,31
	850,34	123,94	129,60	135,27	140,94	146,61
	848,94	123,73	129,39	135,05	140,71	146,37
	Valor de Cotizacion al 31/12/2016					113,28

Anexo I: El Modelo CAPM

El Modelo recibe el nombre por sus siglas en inglés “Capital Asset Pricing Model” y consiste en la valoración de los activos financieros en función del riesgo sistemático. En este punto es importante remarcar que una acción o un bono soporta dos tipos de riesgo, uno es el riesgo sistemático o riesgo de mercado, y el otro es el riesgo no sistemático, también conocido como riesgo diversificable, causado por la propia actividad de la empresa, siendo la suma de ambos el riesgo total de un activo.

$$\text{Riesgo de un activo} = \text{Riesgo sistemático} + \text{Riesgo No sistemático}$$

El riesgo sistemático engloba al conjunto de factores económicos, monetarios, políticos y sociales que provocan las variaciones de la rentabilidad de un activo. Este tipo de riesgo afecta a todos los activos del mercado en mayor o menor medida. Ninguno está exento.

Mientras que el riesgo no sistemático engloba al conjunto de factores propios de una empresa o industria, y que afectan solo a la rentabilidad de su acción o bono. Este tipo de riesgo surge de la incertidumbre que rodea a una empresa por el desarrollo de su negocio, ya sea por las propias circunstancias de la empresa o por las del sector al que pertenezca.

En el CAPM uno de sus supuestos plantea que los inversores sólo atienden al riesgo sistemático y que el mercado no genera mayor o menor rentabilidad para los activos por el riesgo no sistemático. Es por ello que la rentabilidad esperada de un activo financiero se encuentra afectado de forma exclusiva por el riesgo de mercado.

Los demás supuestos bajo los que funciona el modelo son los siguientes:

- Se trata de un modelo estático, no dinámico. Los inversores únicamente toman en consideración un período.
- Los inversores son adversos al riesgo, no propensos al mismo. Para inversiones con mayor nivel de riesgo exigirán mayores rentabilidades.
- La rentabilidad de los activos se corresponde con una distribución normal. La esperanza matemática, se asocia a la rentabilidad. La desviación estándar, se asocia al nivel de riesgo. Por tanto, los inversores se preocupan por la desviación del activo respecto al mercado en que cotiza. Por ello, se utiliza la Beta como medida de riesgo.
- El mercado es perfectamente competitivo. Cada inversor posee una función de utilidad y una dotación de riqueza inicial. Los inversores optimizarán su utilidad en función de las desviaciones del activo con respecto a su mercado.
- La oferta de activos financieros es una variable exógena, fija y conocida.
- Todos los inversores poseen la misma información de forma instantánea y gratuita. Por tanto, sus expectativas de rentabilidad y riesgo para cada tipo de activo financiero son las mismas.

El modelo es utilizado para determinar la tasa de rentabilidad teóricamente requerida para un cierto activo, si éste es agregado a un portafolio adecuadamente diversificado y a través de estos datos obtener la rentabilidad y el riesgo de la cartera total. El modelo toma en cuanto la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable, así como también el rentabilidad esperado del mercado y la rentabilidad esperada de un activo libre de riesgo.

La ecuación que plantea el CAPM es la siguiente:

$$E(r_i) = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de rentabilidad esperada de un activo concreto

r_f : Rentabilidad del activo sin riesgo

β : riesgo sistémico del Activo

$E(r_m)$: Tasa de rentabilidad esperada del mercado en que cotiza el activo.

Descomponiendo la fórmula, podemos diferenciar dos factores:

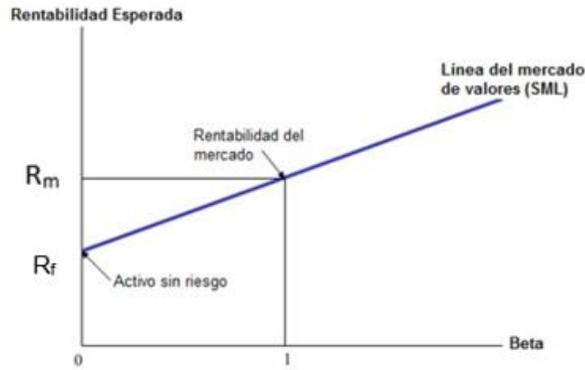
- $(r_m - r_f)$: como el riesgo asociado al mercado en que cotiza el activo.
- $(r_i - r_f)$: como el riesgo asociado al activo en concreto.

Por tanto, podemos observar que la rentabilidad esperada del activo vendrá determinada por el valor de Beta como medición del riesgo sistemático. Puesto que el beta refleja la sensibilidad específica al riesgo no diversificable del mercado, el mercado, como un todo, tiene un beta de 1.

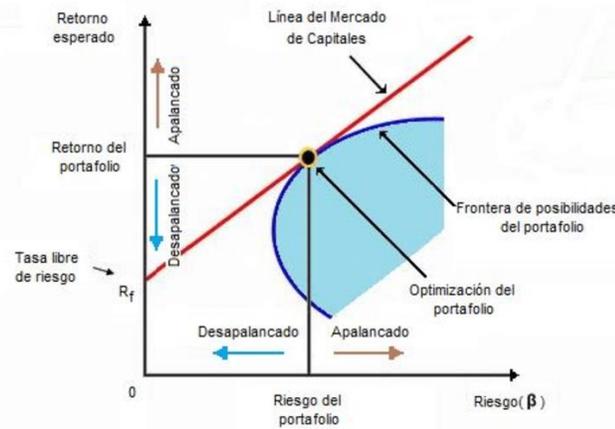
El beta representa la medida de la sensibilidad del activo respecto a su Benchmark. La interpretación de este parámetro nos permite conocer la variación relativa de la rentabilidad del activo respecto al mercado en que cotiza. Betas mayores a 1 establecen que el activo tiene un riesgo mayor al promedio de todo el mercado; betas debajo de 1 indican un riesgo menor. Por lo tanto, un activo con un beta alto debe ser descontado a una mayor tasa, como medio para recompensar al inversionista por asumir el riesgo que el activo acarrea. Esto se basa en el principio que dice que los inversionistas, entre más riesgosa sea la inversión, requieren mayores rentabilidades.

A continuación se incluye una interpretación grafica del modelo descrito:

Modelo de valoración de activos financieros (CAPM)



Fuente: <http://economipedia.com/definiciones/modelo-valoracion-activos-financieros-capm.html>



Fuente: <https://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/el-capm-un-modelo-de-valoracion-de-activos-financieros>

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Sitios Web

- <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
- <http://www.ean.com/about/partners>
- <http://www.expediainc.com/about/history/>
- <http://www.nasdaq.com/symbol/expe>
- https://csimarket.com/stocks/compet_glance.php?code=EXPE
- https://finance.google.com/finance?q=expedia&ei=dRO_WfjDBpOxeZmOjlgN
- <https://finance.yahoo.com/quote/EXPE/options?p=EXPE&straddle=true>
- <https://finance.yahoo.com/quote/EXPE?p=EXPE>
- <https://www.nyse.com/quote/XNGS:EXPE/OPTIONS>
- <https://es.statista.com/>
- <http://www.phocuswright.com/>

Reportes

- Formulario 10k C Tripadvisor 2016
- Formulario 10k Ctrip 2016
- Formulario 10K Expedia ejercicio 2012
- Formulario 10K Expedia ejercicio 2013
- Formulario 10K Expedia ejercicio 2014
- Formulario 10K Expedia ejercicio 2015
- Formulario 10K Expedia ejercicio 2016
- Formulario 10k Priceline 2016
- Reporte anual 2016 LastMinute

Literatura

- Damodaran, A., 2006, “Damodaran on Valuation”, 2da ed., John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, Aswath. Corporate Finance: Theory and Practice. 2001
- Damodaran, Aswath. Estimating Risk free Rates.
- Damodaran,A. “Estimating Risk free Rates”
- J.D.Stowe, T.R.Robinson, J.E. Pinto y D.W.McLeavey, “Equity asset Valuation”
- T. Koller, M. Goedhart, y D. Wessels, “Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies”, by McKinsey & Company Inc.
- T. Koller, M. Goedhart, y D. Wessels, “Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies”