



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación:
Valuación del capital accionario de Royal Caribbean Cruises Ltd.

Autor: Lago García, Ivan Ariel
DNI: 36.087.212
Director del Trabajo: Epstein, Javier

Noviembre 2023

Resumen ejecutivo

El objetivo de este trabajo consiste en valuar, al 31 de diciembre de 2022, el capital accionario de Royal Caribbean Cruises Ltd., compañía dedicada a la prestación del servicio de cruceros vacacionales a nivel global.

A fines de identificar las variables clave que serán utilizadas en la valuación, en la primera parte se realiza un trabajo descriptivo del negocio, con principal énfasis en su dimensión, factores operativos y mercados donde presta servicio, además de un breve repaso de su historia. Esta información se complementa con el análisis de la industria y su posicionamiento competitivo. Posteriormente se procede a un análisis económico y financiero de la compañía, culminando con una comparación respecto a sus competidores.

Para la estimación del valor del capital accionario se hace uso de dos metodologías; la primera corresponde al flujo de fondos descontados, la cual se realiza proyectando los flujos de fondos libres para la compañía por un período explícito de 6 años, se calcula un valor terminal de largo plazo y se descuenta cada flujo estimado al costo promedio del capital. A través de esta metodología arribamos a un precio de la acción para la fecha de la valuación de USD 73,96, y aplicando escenarios alternativos, obtenemos valores que pueden variar entre los USD 55,15 y los USD 91,11.

La otra metodología corresponde a la utilización de múltiplos de valuación con empresas comparables, y a partir del ratio EV/EBITDA se estima un precio por acción en el rango de USD 65,75 y USD 73,55.

Al 31 de diciembre de 2022 la acción cotizaba a USD 49,43, siendo sustancialmente inferior a los valores estimados por ambos métodos. Estas diferencias podrían deberse a menores expectativas de crecimiento y rentabilidad por parte de los inversores, o bien a una mayor percepción de riesgo respecto al utilizado en este trabajo.

Glosario

10-K: Reporte anual emitido por las compañías registradas en la comisión de valores norteamericana.

10-Q: Reporte trimestral emitido por las compañías registradas en la comisión de valores norteamericana.

APCD: siglas en inglés de *available passenger cruise days*. Consiste en la cantidad de días puestos a disposición de los pasajeros. Se calcula a partir de la cantidad de cabinas con las que cuenta cada embarcación en base doble y se la multiplica por la cantidad de días que el crucero navega. Este es un indicador clave que la compañía utiliza para medir su oferta disponible.

CAGR: siglas en inglés de *compound annual growth rate*. Representa la tasa promedio de crecimiento acumulado anual de una variable.

CAPEX: siglas en inglés de *capital expenditures*. Hace referencia a las inversiones realizadas en bienes de capital.

CAPM: siglas en inglés de *capital asset pricing model*. Es un modelo de valuación de activos financieros desarrollado por Treynor, Sharpe, Lintner y Mossin.

CCL: ticker bajo el que se negocian las acciones de Carnival Corporation & PLC.

CEO: siglas en inglés de *chief executive officer*. Hace referencia al cargo de la persona que posee la mayor responsabilidad directiva de una empresa.

CLIA: siglas en inglés de *Cruise Lines International Association*. Asociación internacional que nuclea a las empresas de cruceros.

COVID-19: enfermedad por coronavirus de 2019. Fue declarada pandemia por la Organización Mundial de la Salud el 11 de marzo de 2020 y obligó a los gobiernos de todo el mundo a limitar la circulación de sus habitantes.

CTN: capital de trabajo neto.

Deuda revolving: línea de crédito otorgada por una entidad financiera con un límite establecido.

EBIT: siglas en inglés de *earnings before interest and tax*. Hace referencia a los resultados obtenidos antes del cómputo de intereses e impuestos.

EBITDA: siglas en inglés de *earnings before interest, tax, depreciation and amortization*. Hace referencia a los resultados obtenidos antes del cómputo de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Enterprise value (EV): valor de la empresa, entendido como la suma de su capitalización de mercado y la deuda financiera neta.

EPS: siglas en inglés de *earnings per share*. Ganancias por acción.

Equity: representa el valor del capital accionario a precios de mercado de la empresa.

ESG: siglas en inglés de *environmental, social and governance*. Hace referencia a las prácticas medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

IRC: siglas en inglés de *Internal Revenue Code*. Código tributario interno de Estados Unidos.

ISIN: siglas en inglés de *international securities identification numbering system*. Es un sistema de identificación internacional de títulos valores.

Joint venture: es una empresa conjunta entre dos o más empresas, sin fusionarse, abocada a un desarrollo específico.

NCHL: ticker bajo el cual se negocian las acciones de Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.

NYSE: siglas en inglés de *New York Stock Exchange*. Es la bolsa de Nueva York.

OAS: siglas en inglés de *Option Adjusted Spread*. Hace referencia a la prima de riesgo requerida a instrumentos de renta fija con opcionalidades, dado que excluye el precio de éstas.

OCDE: siglas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

PBI: producto bruto interno.

PCD: siglas en inglés de *passenger cruise days*. Este indicador mide la cantidad de días que efectivamente estuvo cada pasajero embarcado. Dado que este indicador se calcula en función de los pasajeros, puede exceder el APCD. Esta métrica es utilizada por la compañía para evaluar el uso de su capacidad instalada.

PN: Patrimonio neto contable.

RCL: ticker bajo el cual se negocian las acciones de Royal Caribbean Cruises Ltd. A lo largo del trabajo se utilizará esta sigla como abreviatura del nombre de la compañía.

ROA: siglas en inglés de *return on assets*. Es el retorno sobre los activos de una compañía, calculado como el resultado operativo neto de impuestos dividido por el total de activos.

ROE: siglas en inglés de *return on equity*. Es el retorno sobre el capital invertido por los accionistas, calculado como el resultado neto dividido por el patrimonio neto contable.

ROIC: siglas en inglés de *return on invested capital*. Es el retorno sobre el capital invertido, calculado como el resultado operativo después de impuestos dividido por la suma del valor contable de la deuda financiera neta de caja y el patrimonio neto.

S&P 500: índice compuesto por las 500 acciones de mayor capitalización bursátil, ponderadas en función de dicha métrica.

Ticker: código alfanumérico que sirve para identificar un activo financiero en un mercado determinado de forma abreviada.

USD: código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos y otros países.

WACC: siglas en inglés de *weighted average cost of capital*. Representa el costo promedio de capital de una compañía o proyecto, ponderando el costo de la deuda y el equity por su respectiva participación en la estructura de capital.

YTM: siglas en inglés de *yield to maturity*. Representa el rendimiento a vencimiento de un activo, suponiendo la reinversión de los flujos intermedios a igual rendimiento que el expresado.

Índice

RESUMEN EJECUTIVO	i
GLOSARIO	ii
1.DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO	1
1.1.INTRODUCCIÓN	1
1.2.HISTORIA	4
1.3.ANÁLISIS OPERATIVO DE LA EMPRESA	8
1.4.CAPITAL ACCIONARIO	14
1.5.ASPECTOS IMPOSITIVOS RELEVANTES	16
1.6.SUSTENTABILIDAD Y RATING ESG	17
2.ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA Y POSICIONAMIENTO COMPETITIVO.	19
2.1.ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA.....	19
2.2.PERSPECTIVAS FUTURAS DE LA INDUSTRIA Y POSICIONAMIENTO DE LA COMPAÑÍA.	26
3.ANÁLISIS FINANCIERO	28
3.1.RATIOS DE RENTABILIDAD.....	28
3.2.CAPITAL DE TRABAJO Y GESTIÓN OPERATIVA	32
3.3.ESTRUCTURA DE CAPITAL Y ENDEUDAMIENTO.....	34
3.4.RATIOS CREDITICIOS.....	36
3.5.COMPARACIÓN CON PARES DEL MERCADO	38
4.VALUACIÓN POR FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS	40
4.1.INTRODUCCIÓN	40
4.2.FLUJO DE FONDOS LIBRE PARA LA FIRMA	41
4.3.CONSTRUCCIÓN DE LOS FLUJOS DE FONDOS LIBRES	47
4.4.ESTIMACIÓN DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL	49
4.5.WACC.....	58
4.6.VALOR TERMINAL	59
4.7.RESULTADO DE LA VALUACIÓN.....	60
4.8.ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	60
5.VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS	63
5.1.DETERMINACIÓN DEL MÚLTIPLO A UTILIZAR.....	63
5.2.ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	65
6.CONCLUSIONES	67
7.BIBLIOGRAFÍA	68

Índice de gráficos

Gráfico N°1. Evolución y composición de ventas RCL, 2013-2023.....	2
Gráfico N°2. Evolución EBITDA, 2013-2023.....	3
Gráfico N°3. Composición de las ventas de tickets por país de origen, 2013-2023.....	10
Gráfico N°4. Evolución de las ventas por región y a bordo, 2013-2023.....	11
Gráfico N°5. Descomposición del aumento en el nivel de ventas, 2013-2019.....	11
Gráfico N°6. Evolución de resultado operativo, 2013-2023.....	12
Gráfico N°7. Distribución de destinos, 2016-2023.....	13
Gráfico N°8. Evolución de ingresos por ticket y a bordo por APCD, 2013-2023.....	13
Gráfico N°9. Evolución de APCD, PCD y ocupación, 2013-2023.....	14
Gráfico N°10. Retorno total Royal Caribbean Cruises y sus competidores, 2013-2022 (Base enero 2013=100)	16
Gráfico N°11. Distribución de las calificaciones ESG, 2023.....	18
Gráfico N°12. Evolución de cantidad de pasajeros de la industria por empresa, 2015-2022.....	19
Gráfico N°13. Distribución de pasajeros atendidos por empresa, 2015-2022.....	20
Gráfico N°14. Evolución de la distribución de camas en la industria, 2015-2022.....	21
Gráfico N°15. Ampliación de la capacidad instalada proyectada a 2028.....	21
Gráfico N°16. Evolución de niveles de ocupación por empresa, 2013-2022.....	22
Gráfico N°17. Distribución de la duración de viajes, 2016-2022.....	23
Gráfico N°18. Evolución de la duración del hospedaje por empresa, 2016-2022.....	23
Gráfico N°19. Distribución de pasajeros por mercado de origen, 2015-2022.....	24
Gráfico N°20. Intención de reincidencia por grupo generacional.....	25
Gráfico N°21. Utilización de agentes de viaje por grupo generacional.....	26
Gráfico N°22. Proyecciones de huéspedes para la industria de cruceros, 2022-2027.....	26
Gráfico N°23. Evolución de margen bruto y operativo, 2013-2023.....	29
Gráfico N°24. Margen EBITDA, 2013-2023.....	30
Gráfico N°25. Evolución de EBITDA/APCD, 2013-2023.....	30
Gráfico N°26. Evolución del margen neto, 2013-2023.....	31
Gráfico N°27. Evolución de ROA y ROE, 2013-2023.....	32
Gráfico N°28. Evolución de capital de trabajo, 2015-2023.....	33
Gráfico N°29. Evolución de la deuda financiera en la estructura de capital, 2013-2023.....	34
Gráfico N°30. Evolución de las proyecciones de venta discriminadas por fuente de ingreso, 2023-2028.....	43
Gráfico N°31. Retornos semanales de RCL vs. índice S&P 500, 2015-2022.....	52
Gráfico N°32. Retornos semanales de RCL vs. índice S&P 500, 2015-2019.....	53
Gráfico N°33. Retornos semanales de RCL vs. índice S&P 500, 2020-2022.....	54
Gráfico N°34. Beta semanal calculado con ventanas temporales de 3 años.....	56

Índice de tablas

Tabla N°1. Distribución de flota actual y naves a incorporar.....	1
Tabla N°2. Distribución de participación accionaria (10 tenedores principales).....	15
Tabla N°3. Evolución de indicadores de gestión operativa, 2015-2023.....	34
Tabla N°4. Evolución y comparación de la deuda financiera, 2017-2022.....	35
Tabla N°5. Evolución de ratios crediticios, 2015-2023.....	37
Tabla N°6. Cuadro comparativo de indicadores clave con competidores.....	38
Tabla N°7. Proyección de ventas, 2023-2028.....	42
Tabla N°8. Evolución comparativa de margen operativo, 2015-2019.....	44
Tabla N°9. Margen y resultado operativo proyectado, 2023-2028.....	44
Tabla N°10. Impuesto a las ganancias promedio.....	45
Tabla N°11. Tasa de depreciaciones promedio.....	45
Tabla N°12. Depreciaciones y amortizaciones proyectadas.....	46
Tabla N°13. Inversiones de capital proyectadas.....	47
Tabla N°14. Evolución del capital de trabajo y su relación con el nivel de ventas.....	47
Tabla N°15. Proyección del flujo de caja libre escenario base, 2023-2028.....	48
Tabla N°16. Proyección del flujo de caja libre escenario pesimista, 2023-2028.....	48
Tabla N°17. Proyección del flujo de caja libre escenario optimista, 2023-2028.....	49
Tabla N°18. Resultados de regresión lineal simple RCL vs. S&P500, 2015-2022.....	53
Tabla N°19. Resultados de regresión lineal simple RCL vs. S&P500, 2015-2019.....	54
Tabla N°20. Resultados de regresión lineal simple RCL vs. S&P500, 2015-2019.....	55
Tabla N°21. Betas obtenidos para distintos períodos temporales.....	55
Tabla N°22. Beta reapalancado de Royal Caribbean a partir de los coeficientes de los competidores.....	56
Tabla N°23. Composición de la deuda financiera vigente en mercado.....	58
Tabla N°24. Cálculo del costo promedio del capital (WACC) de Royal Caribbean Cruises.....	58
Tabla N°25. Composición de la tasa de crecimiento nominal proyectada.....	59
Tabla N°26. Resultado de la valuación de Royal Caribbean Cruises Ltd.	60
Tabla N°27. Análisis de sensibilidad de la valuación de Royal Caribbean Cruises Ltd.	61
Tabla N°28. Matriz de sensibilidad respecto a tasa de descuento y tasa de crecimiento.....	62
Tabla N°29. Evolución de ratio EV/EBITDA de compañías comparables.....	64
Tabla N°30. Métricas relevantes de las compañías comparables con Royal Caribbean Cruises Ltd.	64
Tabla N°31. Resultados de la valuación por múltiplos.....	65
Tabla N°32. Matriz de sensibilidad al EBITDA y ratio EV/EBITDA.....	66

1.Descripción del Negocio

1.1.Introducción

Royal Caribbean Cruises Ltd. es la segunda empresa global de cruceros vacacionales más grande del mundo. La compañía desarrolla la actividad a través de tres marcas globales; Royal Caribbean International, Celebrity Cruises y Silversea Cruises. Además, cuenta con una participación del 50% en TUI Cruises GmbH, un joint venture que explota las marcas TUI Cruises y Hapag-Lloyd Cruises en el mercado alemán. A diciembre de 2022, las cinco líneas contaban con 64 naves, previendo incorporar 10 unidades más en los próximos cuatro años.

Tabla N°1. Distribución de flota actual y naves a incorporar

Al 31/12/2022

Compañía	Barcos	Camas	Barcos a incorporar	Camas a incorporar
Royal Caribbean International	26	94.100	4	22.500
Celebrity Cruises	15	32.465	1	3.250
Silversea Cruises	11	4.150	2	1.460
TUI Cruises	7	17.700	3	11.100
Hapag-Lloyd Cruises	5	1.590	0	-
Total	64	150.005	10	38.310

Fuente: 10-K a dic' 2022

La segmentación del mercado que realiza la compañía a través de sus marcas le permite atender un amplio abanico de clientes. De esta forma, Royal Caribbean International se concentra en el mercado masivo, Celebrity Cruises hace lo propio en el mercado de lujo y Silversea Cruises se dirige al mercado de ultra-lujo. En las marcas alemanas, TUI Cruises opera en el mercado masivo y premium, y Hapag-Lloyd Cruises lo hace en el segmento de lujo, contando también con dos naves pequeñas para expediciones a destinos más exóticos.

Dentro de las actividades y servicios que se ofrecen a bordo se encuentran el casino, múltiples restaurants, spa, shows sobre hielo, teatro acuático, karaokes, music halls, salas de escape, clases de baile, vistas panorámicas 360°, simulador de olas para surfear, tirolesa, entre otros. Asimismo, la empresa ofrece distintas excursiones en tierra en la mayoría de los destinos que opera, seguros relacionados con la actividad, ya sean por cancelaciones, reprogramaciones o repatriaciones, así como tickets de vuelos y charters para coordinar mejor las experiencias vacacionales.

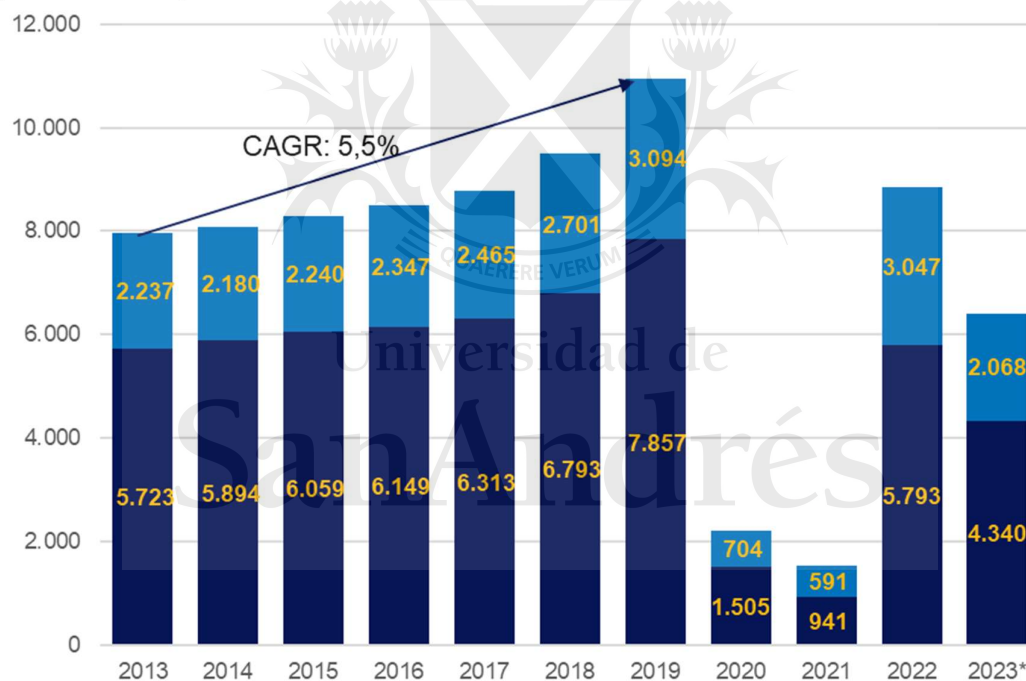
Las ventas del período 2022 alcanzaron los USD 8.840 millones, todavía impactados por la crisis del COVID-19. Para fines de 2019, último año desarrollado sin limitantes a la actividad producto de la pandemia, las mismas ascendían a USD 10.951 millones, implicando un crecimiento compuesto desde 2013 del 5,5%. En el período de

seis meses cerrado en junio de 2023 la compañía registró unas ventas totales de USD 6.408 millones, mostrando señales de una clara recuperación.

El crecimiento de las ventas hasta el año 2016 se debió principalmente a un incremento en la cantidad de pasajeros transportados al ritmo promedio del 4,2%, mientras que los precios de venta crecieron a un ritmo del 2,4%. A partir de aquel año hasta 2019, el incremento de las ventas se explicó por el factor precio de los tickets, al igual que una sustantiva y persistente mejora en las ventas a bordo, creciendo al 8,5% y 9,6% respectivamente. Cabe mencionar que las ventas en el período 2013-2019 se encontraban compuestas en un 72,2% por la venta de tickets y el restante 27,8% por las ventas de productos o servicios a bordo, excursiones, etc. Esta relación se mantuvo relativamente estable durante dicho período y es de esperar que vuelva a estos guarismos una vez que las operaciones se encuentren totalmente normalizadas.

Gráfico N°1. Evolución y composición de ventas RCL, 2013-2023

(en millones de USD)



Fuente: 10-K de la compañía, múltiples períodos

*comprende los primeros 6 meses de 2023

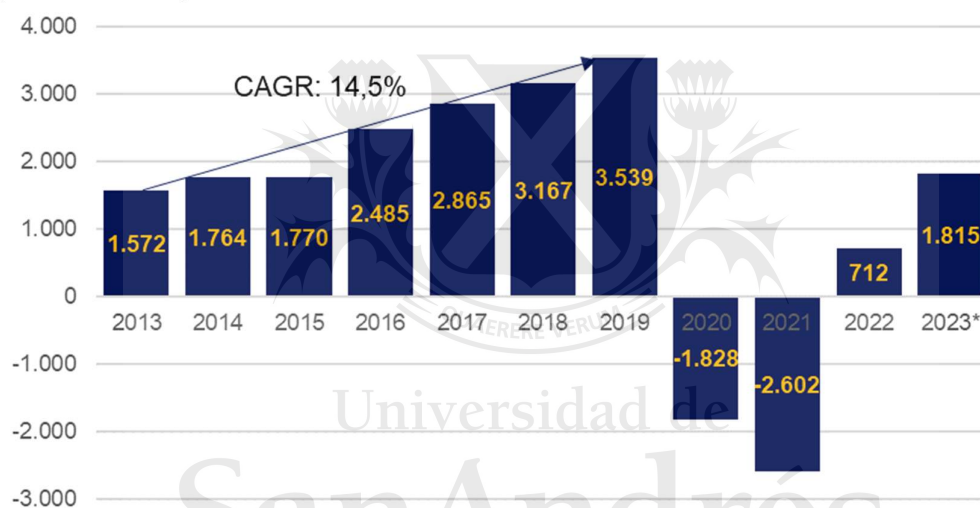
Respecto al EBITDA, es posible ver una tendencia creciente desde 2013 hasta 2019, duplicándose en ese período e implicando un incremento anual compuesto del 14,5%, alcanzando los USD 3.539 millones. Tal mejoría no solo se debe al crecimiento de las ventas ya mencionado, sino también a partir de un moderado crecimiento de los costos, los cuales crecieron a una tasa promedio acumulada del 3,7%, implicando una reducción de los costos operativos en relación a las ventas en el lustro 2015-2019 de aproximadamente un 9,9%, de los cuales un 3,5% corresponden a combustibles, un 2%

a comisiones por ventas y otros costos variables y un 1% entre gastos en comidas y remuneraciones.

El crecimiento en el EBITDA se ve interrumpido a raíz de la pandemia en el año 2020, dando lugar a resultados negativos para ese año y el subsiguiente, retornando a valores positivos en el año 2022 por USD 712 millones, representando un 20,1% del EBITDA del año 2019. Esto se debe principalmente a la reapertura global post COVID, la cual inició paulatinamente a partir de la segunda mitad del 2021, y se logró volver a niveles de operación más normales hacia fines de 2022. En el primer semestre de 2023 la compañía registró un EBITDA de USD 1.815 millones, superando el doble de lo registrado en el año previo.

Gráfico N°2. Evolución EBITDA, 2013-2023

(en millones de USD)



Fuente: 10-K de la compañía, múltiples períodos
*comprende los primeros 6 meses de 2023

Adicionalmente la empresa cuenta con una participación del 40% en Grand Bahama Shipyard Ltd., un astillero dedicado a la reparación y mantenimiento de cruceros, buques de carga y barcos petroleros. Este es uno de los astilleros que la compañía utiliza para sus paradas de mantenimiento programadas. Debido a su participación minoritaria, la compañía no consolida las operaciones del astillero ni de TUI Cruises en sus estados contables.

1.2.Historia

En 1968 las empresas navieras noruegas Anders Wilhelmsen & Company, I.M. Skaugen & Company y Gotas Larsen fundaron Royal Caribbean Cruise Line, una línea que cambiaría lo que hasta ese momento era habitual en la industria de cruceros, que era hacer recorridos alrededor del mundo o transoceánicos, sólo disponible para un público de elevado poder adquisitivo.

Su primer barco, *Song of Norway*, fue puesto en servicio en el año 1970, seguido por el *Nordic Prince* al año siguiente, y el *Sun Viking* en 1972. Hacia finales de la década, y debido a la elevada demanda de cruceros de hasta 14 días, el *Song of Norway* fue el primer barco de pasajeros en ser alargado, pasando de una capacidad de 724 pasajeros a 1024, procediendo de manera similar dos años después con el *Nordic Prince*. A fines de consolidarse como una compañía líder, y en ese momento la más importante del Caribe, la empresa comenzó a comercializar los pasajes de los cruceros con el ticket aéreo incluido en el precio.

En 1982 la compañía puso en servicio el *Song of America*, el cual contaba con el doble de la capacidad de pasajeros del *Sun Viking* y en 1986 alquiló una península al norte de Haití, llamada Labadee, incorporando de esta forma el primer destino privado de la compañía. A finales de la década la empresa incorporó cuatro barcos en cuatro años, todos con una capacidad superior a 2.200 camas y con una estética, productos y servicios propios de un resort.

Entre el año 1988 y 1992 Anders Wilhelmsen & Company adquirió la participación accionaria restante, la empresa se fusionó con Admiral Cruises y Cruise Associates se incorporó como accionista. Por la fusión con Admiral Cruises, Royal Caribbean incorporó a su flota el *Viking Serenade* y el nuevo barco que Admiral había ordenado, llamado *Nordic Empress*. A fines de 1991 la marca Admiral Cruises dejó de operar y se vendieron sus dos barcos restantes al año siguiente.

La incorporación del *Nordic Empress* le permitió a la empresa optimizar su oferta de cruceros de 3-4 noches, dado que esa nave fue diseñada específicamente para ese tipo de viajes. De la misma forma, con la incorporación del *Viking Serenade* la compañía pudo incorporar a su oferta viajes a Alaska y Europa.

Mientras tanto, en 1990 la empresa estableció sus oficinas centrales en el puerto de Miami, hecho que les permitió centrar todas sus funciones en un solo lugar y la compañía adquirió su segundo destino privado, una isla en Bahamas llamada actualmente Coco Cay. Posteriormente, en el año 1993 la empresa salió a bolsa listando sus acciones en el NYSE (New York Stock Exchange) bajo el ticker RCL, decisión que,

junto con emisiones de deuda adicionales para bajar el costo de financiamiento, les permitió bajar el porcentaje de deuda-capital desde 75% al 47%.

Dentro de las actualizaciones y novedades que tuvieron lugar en la década de 1990, una de las más importantes respecto al canal de ventas es el lanzamiento del sistema Cruise Match 2000, el primer sistema automático para reservas de cruceros que permitía nuclear y simplificar el proceso de reservas por parte de los agentes de viaje, a quienes se los dotó de acceso directo al sistema de reserva de la empresa. Posteriormente se desarrollaría el Enterprise 2000 que además incorporaría herramientas de venta para la fuerza de ventas y agentes de viajes. Además, la empresa desarrolló un departamento de ventas y marketing internacional para aumentar la participación en el mercado de pasajeros no estadounidenses.

Con el objetivo de seguir creciendo, la empresa encargó seis nuevas naves entre 1995 y 1998, lo que aumentaría su capacidad a 24.700 camas aproximadamente. En línea con el objetivo mencionado, la empresa compró la compañía griega Celebrity Cruise Line Inc., cambió el nombre de Royal Caribbean Cruise Line a Royal Caribbean International y fundó Royal Caribbean Cruises Ltd. en la República de Liberia, la cual gestiona ambas marcas.

En el año 2000, junto a Carnival Corporation y la Autoridad Portuaria de Gran Bahama fundaron el Grand Bahama Shipyard, astillero dedicado a la reparación y mantenimiento de cruceros, buques de carga y barcos petroleros. Este es uno de los astilleros que la compañía utiliza para sus paradas de mantenimiento programadas y del cual la Royal Caribbean registra un 40% del capital.

La primera década del nuevo milenio se caracterizó por una importante actividad en el marco de fusiones y adquisiciones de líneas de cruceros por parte de Royal Caribbean, además de la constante adquisición de nuevos barcos. En 2001 nació Island Cruises, una empresa en la que Royal Caribbean Cruises y First Choice Travel PLC poseían un 50% del capital cada una. Esta compañía contaba con una sola nave y se dedicó principalmente a los mercados de Reino Unido, Brasil y Argentina. En 2006 la empresa adquirió el 100% de Pullmantur, una compañía de turismo fundada a finales de la década de 1990 en España.¹ Con esta compra, la compañía adquirió Paditur, Pullmantur Air y Pullmantur Cruises, las que se dedicaban a la comercialización de viajes, transporte aeronáutico y cruceros vacacionales, respectivamente. Esta última, la cual representaba el interés prioritario de Royal Caribbean, contaba hasta ese momento con 6 naves.

¹ Véase Royal Caribbean Cruises Ltd. (2006, 14 de noviembre). *Royal Caribbean Cruises Ltd. Finalizes Pullmantur Purchase* [Comunicado de prensa]. <https://www.rclinvestor.com/press-releases/release/?id=935>

Al año siguiente, la compañía fundó Azamara Cruises en Miami, persiguiendo el objetivo de diversificar aún más las operaciones. La flota de esta empresa estaría compuesta originalmente por dos naves provenientes de Pullmantur. El mismo año, Pullmantur da vida a CDF Croisières de France, compañía que se centraría en el mercado francés y comenzaría a operar a partir del año 2008 con una sola nave que también provendría de Pullmantur.

En conjunto con el grupo TUI AG, en 2007 la empresa creó TUI Cruises, una línea de cruceros centrada en el mercado alemán, estableciendo su idioma, comida, entretenimiento y servicios en línea con las costumbres germanas. Las primeras naves de esta empresa fueron compradas a Celebrity Cruises y apunta al segmento premium de los cruceros.² En esta compañía, Royal Caribbean posee el 50% del capital accionario, además de brindarle financiamiento en calidad de préstamos.

En 2008 Royal Caribbean vendió su participación en Island Cruises a First Choice Travel PLC, la cual fue adquirida por TUI Travel PLC años antes. Esto se debió a que, si bien Island Cruises fue una buena inversión, las prioridades de Royal Caribbean habían cambiado, según comentó Richard D. Fain, quien fuera por entonces el CEO del grupo.³

En 2014 la compañía vendió una parte significativa de su participación en Pullmantur Air a Springwater Capital, conservando con una participación del 19%. A finales de ese año, Pullmantur Air pasaría a llamarse Wamos Air.⁴

También en 2014 se fundó SkySea Cruises, una línea de cruceros orientada al mercado chino.⁵ Royal Caribbean Cruises poseería el 35% del capital accionario, distribuyéndose el restante entre Ctrip y un fondo de inversión privado. Su única nave provino desde Celebrity Cruises, y la línea fue dada de baja en 2018 debido a la

² Véase Royal Caribbean Cruises Ltd. (2007, 10 de diciembre). *TUI AG and Royal Caribbean Cruises Ltd. Announce Joint Venture to Serve German Cruise Market* [Comunicado de prensa]. <https://www.rclinvestor.com/press-releases/release/?id=338>

³ Véase Royal Caribbean Cruises Ltd. (2008, 6 de octubre). *Royal Caribbean Cruises Ltd. to Sell Its Interest in Island Cruises to First Choice Holidays Ltd.* [Comunicado de prensa]. <https://archive.ph/20120908012928/http://www.rclinvestor.com/phoenix.zhtml?c=103045&p=irol-newsArticle&ID=1206019&highlight=#selection-1161.0-1161.97>

⁴ Véase C.H. (2014, 16 de diciembre). Springwater bautiza al grupo Pullmantur como Wamos. *Preferente*. <https://www.preferente.com/noticias-de-agencias-de-viajes/springwater-bautiza-a-su-grupo-turistico-como-wamos-250544.html>

⁵ Véase Vargas, A. (2014, 24 de noviembre). Royal Caribbean y Ctrip crean SkySea Cruises para operar en China. *Hosteltur*. https://www.hosteltur.com/185700_royal-caribbean-ctrip-crean-skysea-cruises-operar-china.html

perspectiva de una caída en el mercado de cruceros chino.⁶ No obstante, Royal Caribbean Cruises brindaría servicios en ese mercado a través de su marca principal, Royal Caribbean International.

Durante 2016 la empresa vendió el 51% del capital accionario de Pullmantur y CDF Croisières de France a Springwater Capital, un fondo privado español. La línea de cruceros francesa dejaría de operar a principios del año entrante transfiriendo su flota de dos barcos a Pullmantur.

A finales de 2018 la empresa adquirió el 66% de Silversea Cruises, línea abocada al segmento de ultra lujo y expediciones fundada en Mónaco. La misma contaba hasta ese momento con cuatro cruceros y tres buques de expedición. Un año más tarde la compañía fundaría Holistica Destinations en asociación con ITM Group con una participación del 50%, que se dedicaría al desarrollo y operación de destinos de cruceros. Al momento de su fundación, la empresa contaba con proyectos en Freeport, Costa Maya, Roatan y Kumamoto.

A partir de marzo de 2020, como consecuencia de la pandemia de COVID-19 la empresa pausó sus operaciones, al igual que el resto de la industria y el turismo en general. No obstante, en junio de ese año TUI Cruises adquirió Hapag-Lloyd Cruises, una compañía principalmente activa en el negocio de los cruceros de lujo y de expedición dedicada al mercado alemán y en julio del mismo año adquirió el 33% restante de Silversea Cruises.

A principios de 2021 la compañía vendió Azamara, que ya contaba con cuatro naves, a Sycamore Partners y a mediados de año solicitó la apertura de la fase de liquidación de Pullmantur Cruises, como consecuencia de la gravedad que el efecto de la pandemia del COVID-19 presentó para la compañía. Para esta liquidación, se le ofreció a los pasajeros que habían pagado sus depósitos transferirlos a Royal Caribbean International o Celebrity Cruises. Para esas fechas la compañía reanudaría sus operaciones paulatinamente, contando con la totalidad de su flota operativa recién a mediados del año siguiente. Con el objetivo de aumentar el acceso a distintos destinos, en diciembre de 2022 la compañía anunció una asociación con iCON Infrastructure Partners para desarrollar y administrar infraestructura portuaria en puertos claves, incluyendo PortMiami, Italia, España e Islas Vírgenes. En esta asociación Royal Caribbean poseería el 10% del capital accionario.

⁶ Véase Royal Caribbean Cruises Ltd. (2018, 19 de marzo). *Ctrip, Royal Caribbean Cruises Ltd. to end Skysea joint venture*. [Comunicado de prensa]. <https://www.rclinvestor.com/press-releases/release/?id=1355>

1.3. Análisis operativo de la empresa

Tal como se mencionó anteriormente, Royal Caribbean Cruises desarrolla su actividad a través de tres marcas globales y dos marcas en asociación con TUI AG. La primera de sus marcas globales, Royal Caribbean International, se desempeña en el mercado masivo, enfocándose en las familias con niños, así como en parejas jóvenes y mayores. Su estrategia se basa en la oferta de una amplia variedad de destinos a nivel global, con itinerarios con una duración de dos a diecinueve días. Al momento de este trabajo, la misma cuenta con 26 barcos con una capacidad aproximada de 94.100 huéspedes. Asimismo, se planean incorporar 4 barcos más en los años subsiguientes, ampliando la capacidad en 22.500 huéspedes.

En cuanto a Celebrity Cruises, marca griega adquirida en 1997, cuenta con aproximadamente 32.460 camas distribuidas en 15 naves, aguardando una unidad más que brindaría espacio para 3.250 pasajeros hacia fines de 2023. Esta línea apunta al segmento de lujo, con consumidores con un mayor poder adquisitivo, brindando experiencias en destinos más exclusivos con cruceros de categoría superior, así como una oferta culinaria elevada, con viajes de tres a dieciocho días.

Por su parte, Silversea Cruises cuenta con una flota de 11 naves que le permiten albergar hasta 4.150 pasajeros y planea incorporar 2 unidades más que aumentarían la capacidad en 1.460 camas. Esta marca compete en el mercado de ultra lujo y barcos de expedición, se caracteriza por contar con un servicio personalizado, barcos más pequeños y altos estándares de comodidades ofrecidas a sus huéspedes. Algunos de los destinos más exóticos que ofrece esta línea son la Antártida, el Ártico y las Islas Galápagos, con viajes que duran entre cinco y veinticuatro noches.

Por último, las compañías operadas en asociación con TUI AG, TUI Cruises y Hapag-Lloyd Cruises actúan en el mercado alemán, abocándose la primera al mercado masivo y premium alemán, mientras que la segunda opera en el mercado de lujo y de expediciones. A la fecha de este informe, TUI Cruises contabilizaba siete naves con una capacidad de 17.700 pasajeros, y aguarda por otras tres naves a ser incorporadas en los años siguientes, que albergarían 11.100 huéspedes adicionales. Hapag-Lloyd Cruises contaba con dos cruceros de lujo y tres naves de expedición, los cuales ofrecen en total una capacidad de 1.590 huéspedes.

Si bien cada marca global posee su propio estilo de marketing por sus segmentos de mercado, tamaño de barcos y su propio personal, dado que las naves poseen mucha versatilidad para ingresar en distintos mercados, operan a nivel global con itinerarios similares, y la estructura de costos e ingresos es similar, la empresa administra estas marcas como si fueran un solo negocio.

Además de las actividades que la empresa ofrece a bordo y las excursiones terrestres, en 2018 se anunció la iniciativa Perfect Day Islands Collection, donde la compañía pretende brindar experiencias en islas privadas alrededor del mundo. Actualmente, dicha colección cuenta con una isla en Bahamas donde se desarrolla Perfect Day at CocoCay, con múltiples juegos de agua para toda la familia. La compañía planea ampliar esta experiencia a través de Hideaway Beach, la cual sería solo para adultos. A su vez, en 2019 se anunció el desarrollo de Perfect Day at Lelepa, en una isla ubicada en Vanuatu, pero a la fecha de esta valuación aún no fue lanzada, principalmente debido a las demoras producto de la pandemia. Dentro de los destinos privados es posible destacar Labadee, una península al norte de Haití exclusiva para pasajeros de Royal Caribbean, con servicio todo incluido.

Los ingresos de la compañía derivan principalmente de dos fuentes, una es la venta de pasajes, y la otra responde a actividades a bordo y otros. En cuanto a los pasajes, los mismos incluyen comidas y entretenimiento, además del hospedaje. Los precios de los mismos pueden variar principalmente por el destino, la duración del viaje, la categoría del camarote y momento del año en que se realiza el viaje. Dado que las reservas de pasajes se abren típicamente con un año de antelación al embarque, y a veces hasta dos años, la empresa cuenta con una razonable previsibilidad respecto al nivel de ocupación, permitiéndole ajustar el precio de los tickets y su política comercial para mejorarla. En general, la venta de los tickets requiere un pago inicial al momento de la reserva y la cancelación total previo al embarque, pese a que en algunos mercados, principalmente fuera de Estados Unidos, ofrecen la venta de pasajes a crédito. Esta línea de ingresos representó en los últimos años aproximadamente el 72% de las ventas.

Respecto a las actividades a bordo y otros, las mismas incluyen las apuestas en casinos, la venta de bebidas alcohólicas, servicio de internet, ventas en tiendas de regalos, excursiones terrestres, servicio de fotografías, spa, subastas de arte, restaurantes de especialidad, paquetes hoteleros pre y post embarque, seguros por cancelaciones, protección médica y de equipaje, entre otros. Algunos de estos productos o servicios pueden estar comprendidos en los programas de todo incluido, y pueden ser ofrecidos por la empresa directamente o bien por terceros que poseen concesión y la compañía recibe una comisión por sus ventas. Esta línea de ingresos complementa a la de los pasajes y representa el 28% restante de las ventas.

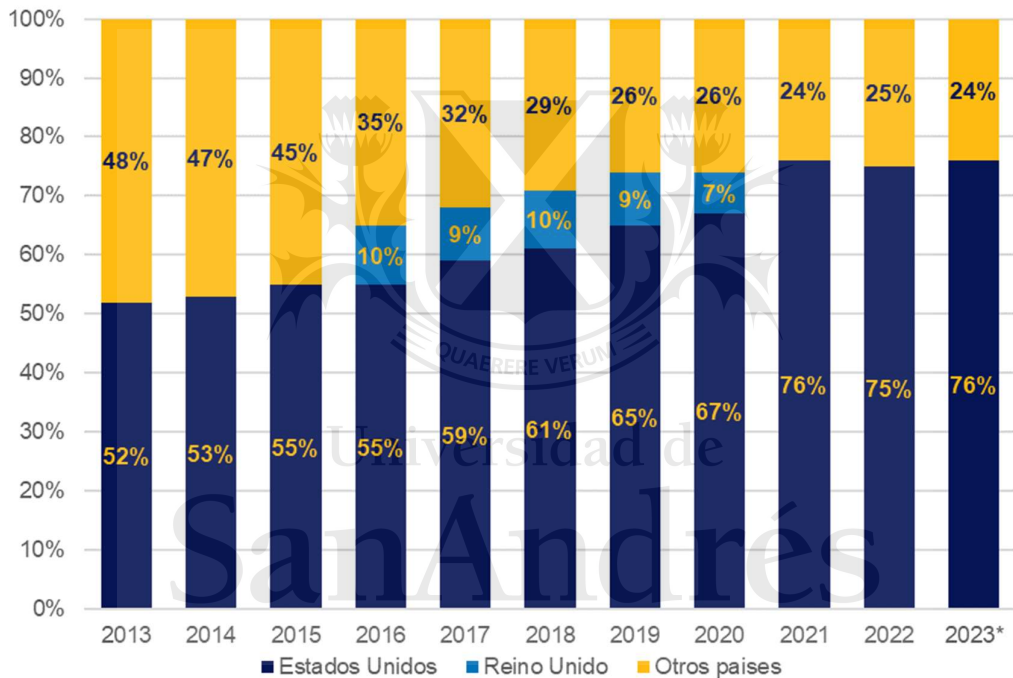
Con el objetivo de aumentar la recurrencia del negocio, cada marca global desarrolló un programa de fidelidad a través de los cuales permiten a los pasajeros un embarque prioritario, prioridad en las listas de espera para las excursiones terrestres, servicio de cortesía de lavadero, internet, reposeras privadas en la terraza de la piscina, entre otros. Quienes llegan a los niveles más altos de estos programas pueden eventualmente acceder también a viajes de cortesía. Crown & Anchor, el programa diseñado por Royal Caribbean International, cuenta con 17,8 millones de miembros, en tanto que Captain's Club y Venetian Society, creados por Celebrity Cruises y Silversea

Cruises respectivamente, cuentan de forma conjunta con 5,4 millones de miembros a nivel global.

El principal mercado donde se realizan las reservas es el estadounidense, concentrando hasta el 65% en el período 2013-2019, aumentando por encima del 70% en el período 2020-2023, pese a que estos últimos se encuentran fuertemente distorsionados por el impacto de la pandemia. Durante los años 2016 y 2019 el Reino Unido fue el segundo mercado individual con mayor nivel de reservaciones, llegando al 10% en el año 2018. El remanente de las contrataciones tiene lugar en distintos países del mundo en el cual ninguno concentra el 10% o más de la demanda anual.

Gráfico N°3. Composición de las ventas de tickets por país de origen, 2013-2023

(como porcentaje de las ventas de tickets totales)

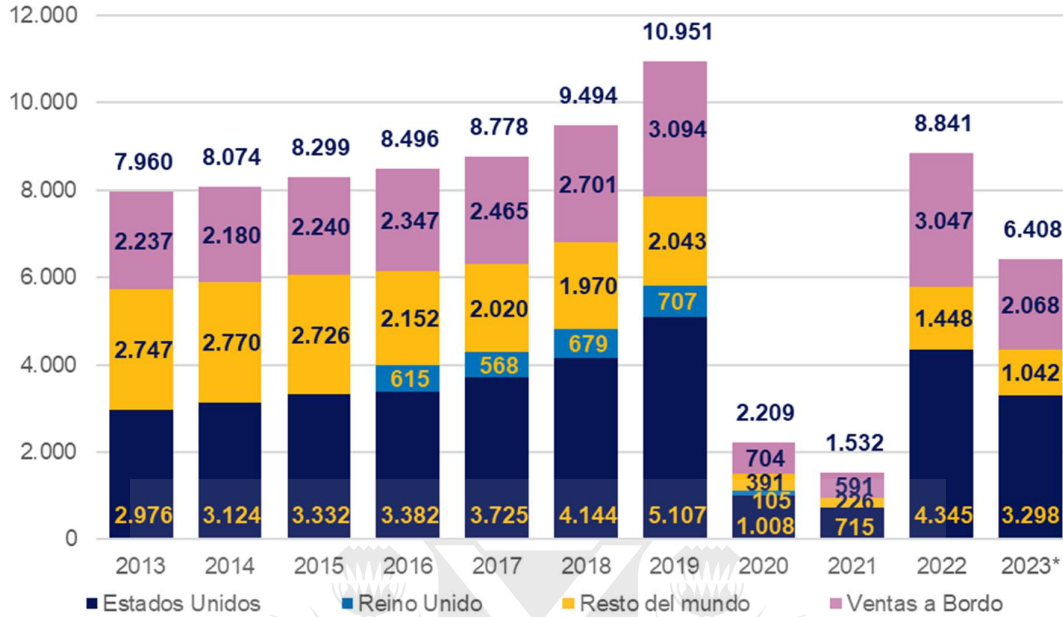


Fuente: 10-K de la compañía, múltiples períodos

*comprende los primeros 6 meses de 2023

Tal como se mencionó previamente, las ventas de la compañía en 2019 ascendían a USD 10.951 millones, superando en USD 2.991 millones lo recaudado en 2013. Este incremento del 37,6% en el lapso de seis años implica un crecimiento promedio acumulado para este período del 5,5%. En términos agregados, este crecimiento se debió a un aumento del 71,6% de los tickets vendidos en Estados Unidos, brindando USD 2.131 millones adicionales respecto al año base. Las ventas a bordo hicieron lo propio por USD 856 millones, con un crecimiento del 38,3%, mientras que los tickets vendidos en el resto del mundo solo aportaron USD 3 millones adicionales, mostrando una mejoría del 0,1% en el período.

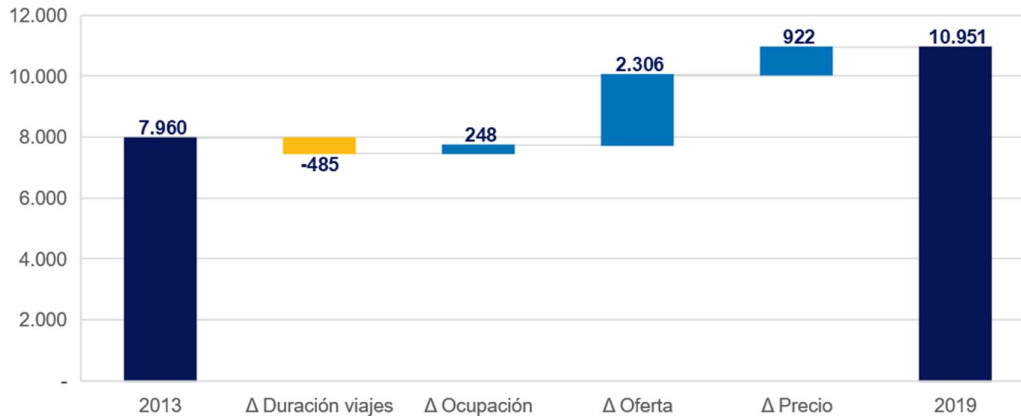
Gráfico N°4. Evolución de las ventas por región y a bordo, 2013-2023
(en millones de USD)



Fuente: 10-K de la compañía, múltiples períodos
*comprende los primeros 6 meses de 2023

Profundizando en las medidas adoptadas para alcanzar los ingresos mencionados, se puede observar un cambio en la oferta de camas disponibles, la cual aumentó en un 29,9%, con recorridos un 6,1% más cortos en promedio y una mejora en el nivel de ocupación del 3,3%. En cuanto al factor precio, el incremento en el valor medio de los tickets fue del 9,0%, mientras que las ventas a bordo por pasajero lo hicieron en un 9,8%, implicando un incremento de las ventas agregadas por día de viaje en un 9,2%.

Gráfico N°5. Descomposición del aumento en el nivel de ventas, 2013-2019
(en millones de USD)



Fuente: 10-K de la compañía de 2013 y 2019.

En cuanto al resultado operativo, el mismo ha mejorado sustancialmente en el período 2013-2019, pasando de USD 798 millones a USD 2.083 millones, creciendo a una tasa promedio acumulada del 17,3%, muy por encima del 5,5% promedio en el volumen de los ingresos. Esto se debe a que, además del mencionado incremento de las ventas, los costos operativos crecieron a una tasa del 3,6% promedio. Dentro de los costos que más subieron se encuentran las depreciaciones y amortizaciones, gastos administrativos, ventas y marketing, y las remuneraciones al personal. En cuanto a los que mostraron un crecimiento más moderado encontramos a los costos de los bienes vendidos a bordo, los alimentos y las comisiones abonadas a los agentes de viaje. Mención aparte merece el gasto de combustible, el cual se contrajo en promedio un 4,6% en dicho período, principalmente apuntalado por la caída en el precio internacional y la eficiencia energética adoptada a través de las nuevas naves, junto con la modernización de los barcos más antiguos. Luego de un período de pérdidas operativas entre 2020 y 2022, el primer semestre de 2023 presenta un resultado operativo positivo de USD 1.043 millones, aproximadamente la mitad de lo registrado en 2019.

Gráfico N°6. Evolución de resultado operativo, 2013-2023

(en millones de USD)



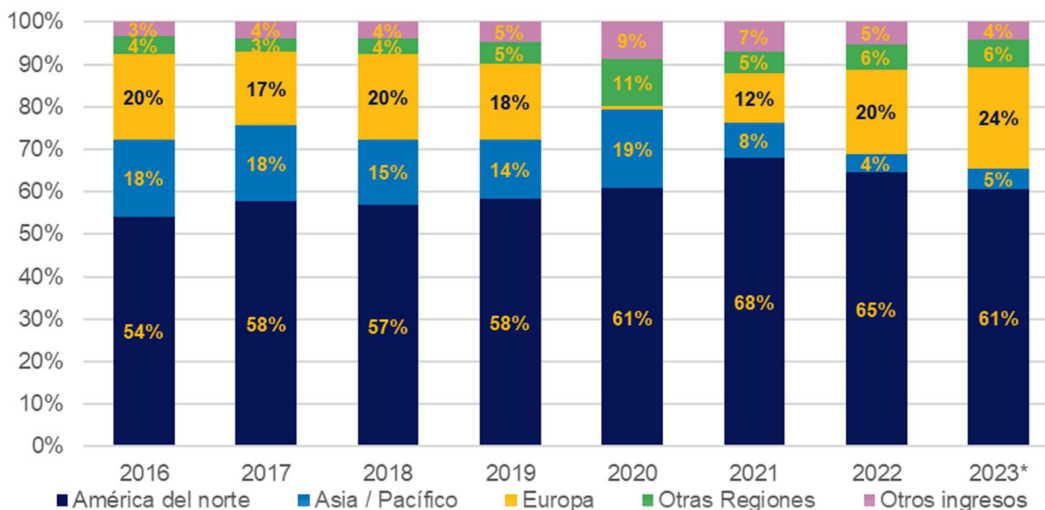
Fuente: 10-K de la compañía, múltiples períodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023

En cuanto a los destinos más solicitados, a 2019 hay una elevada concentración en los destinos de América del Norte, incluyendo el Caribe, los cuales representan el 58,4% de las ventas. En segundo lugar, se encuentra Europa en su conjunto abarcando el 17,7% de las ventas, seguido por la región de Asia/Pacífico con el 14% y otras regiones representando el 5,2%. Cabe aclarar que, si bien la industria está significativamente afectada por cuestiones estacionales, la zona del caribe registra de forma sostenida un protagonismo que, incluso en el trimestre más bajo concentra el 37% de los viajes.

Gráfico N°7. Distribución de destinos, 2016-2023

(como porcentaje de las ventas totales)



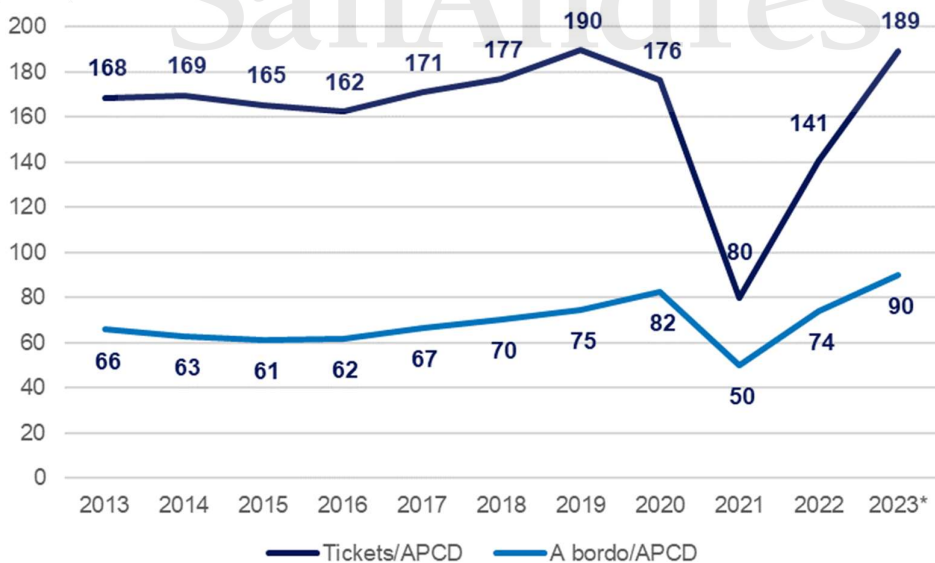
Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos

*comprende los primeros 6 meses de 2023

En el año 2019 las tres marcas globales atendieron a 6,5 millones de huéspedes, mostrando un incremento compuesto acumulado promedio del 5% desde el año 2013. La estadía promedio de los pasajeros fue de 6,84 días, evidenciando una leve pero sostenida caída desde principios de la década. El ingreso vía tickets por noche puesta a disposición ese mismo año fue de USD 190 y los ingresos a bordo bajo la misma métrica ascendían a USD 75, respondiendo a un incremento acumulado del 2% y 2,1% desde el año 2013, respectivamente.

Gráfico N°8. Evolución de ingresos por ticket y a bordo por APCD, 2013-2023

(en USD)



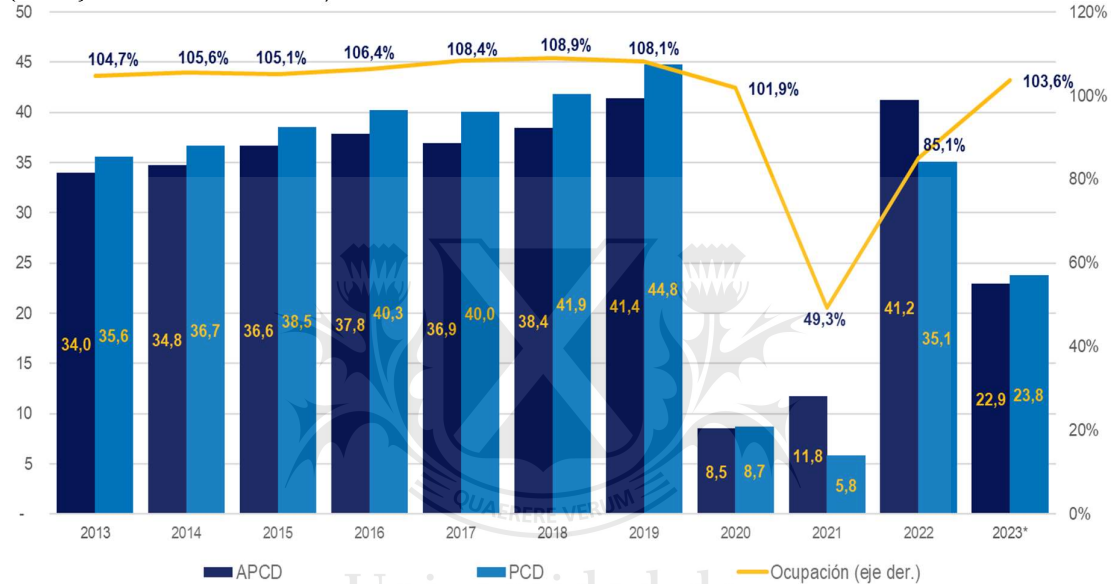
Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos

*comprende los primeros 6 meses de 2023

En la industria de cruceros vacacionales una de las métricas más comunes relativas a la capacidad instalada y su uso, es la relación entre la cantidad de días que pasa cada pasajero hospedado (PCD) en relación a la cantidad de camas pasibles de ser ocupadas (APCD). Dado que la cantidad de camas disponibles se estima considerando a cada habitación en base doble, es posible observar niveles de ocupación superiores al 100%, implicando que hubo habitaciones ocupadas por tres o más personas.

Gráfico N°9. Evolución de APCD, PCD y ocupación, 2013-2023

(APCD y PCD medidos en millones)



Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos
*comprende los primeros 6 meses de 2023

Desde 2013 es posible observar un crecimiento sostenido de la cantidad de camas disponibles para las marcas globales de la compañía, a una tasa del 3,4% hasta el año 2019. Esto se debe a su constante inversión en nuevas y más modernas naves, además de las distintas adquisiciones desarrolladas por la empresa como forma de crecimiento exógeno. La demanda acompañó razonablemente a la oferta, a un ritmo del 3,9 % en el mismo período, de forma tal que los niveles de ocupación se incrementaron del 105% al 108% en promedio. En el primer semestre de 2023 la compañía volvió a registrar niveles de ocupación superiores al 100% luego de los marcados descensos desde 2020.

1.4.Capital accionario

A fines de 2022 la compañía contaba con una capitalización de mercado de USD 12.605 millones, con 255 millones de acciones emitidas. La compañía cuenta con una sola clase de acciones que se encontraban distribuidas principalmente en inversores

institucionales y corporativos, donde los primeros diez tenedores registraban el 59,7% del capital accionario, incluyendo a A. Wilhelmsen que poseía el 8,2%.

Tabla N°2. Distribución de participación accionaria (10 tenedores principales)

(como porcentaje del capital social total)

Posición	Razón Social	Participación
1	Capital International Investors	11,7%
2	Capital Research Global Investors	11,0%
3	The Vanguard Group, Inc.	9,4%
4	Awilhelmsen AS	8,3%
5	BlackRock	5,5%
6	Osiris Holdings, Inc.	4,5%
7	State Street Global Advisors (US)	3,2%
8	PRIMECAP Management Company	2,6%
9	CPP Investment Board	1,9%
10	Geode Capital Management, L.L.C.	1,7%
Total TOP 10		59,7%

Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

A lo largo de los años la compañía ha utilizado la emisión de acciones y de deuda convertible como vía de financiamiento, alternativas que no descarta seguir utilizando en el futuro. Si bien en distintos momentos la compañía realizó compras de acciones, en los últimos años se observa un incremento neto en la emisión de las mismas, principalmente en el último trienio como efecto del impacto del COVID.

Es de destacar que el estatuto del grupo establece la necesidad de aprobación por parte del consejo directivo en caso de que un tercero quiera comprar más del 4,9% del capital accionario de la compañía, a excepción de A. Wilhelmsen AS o Cruise Associates. El aspecto positivo de esta limitación es que tiende a evitar una compra agresiva por parte de terceros.

En cuanto al retorno total de las acciones de la compañía, las mismas muestran un rendimiento relativo superior a sus competidores desde mediados de 2013 con una volatilidad sustancial. Pese al desplome de las cotizaciones de las acciones de la empresa y sus competidores ante el estallido de la crisis generada por el COVID, la recuperación de Royal Caribbean fue significativamente superior a la de sus competidores. Dado que se observan semejanzas en los movimientos de las cotizaciones, es de esperar que el diferencial de rendimiento a favor de Royal Caribbean se deba a un beta mayor que el que registran sus competidores.

Gráfico N°10. Retorno total Royal Caribbean Cruises y sus competidores, 2013-2022 (Base enero 2013=100)

(en USD)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

1.5.Aspectos impositivos relevantes

Es importante tener presente que la compañía se encuentra legalmente constituida en la República de Liberia, y opera de forma global a través de múltiples subsidiarias. Dentro del código impositivo interno de Estados Unidos (IRC, por sus siglas en inglés) se establecen ciertas exenciones al impuesto a las ganancias para compañías extranjeras que cumplan determinadas condiciones. Estas condiciones requieren que el país donde se encuentra constituida la compañía extranjera ofrezca las mismas exenciones a compañías constituidas en Estados Unidos y que las acciones de la empresa a ser exceptuada coticen y se negocien de manera regular en un mercado en Estados Unidos.

Según los asesores en materia fiscal estadounidense contratados por la compañía, la firma cumple con estas condiciones dado que Liberia satisface la condición de exención a compañías estadounidenses y la acción de la compañía se opera regularmente en el New York Stock Exchange (NYSE). No obstante, si Liberia dejara de ofrecer una exención similar a la americana, si las acciones fueran deslistadas del mercado norteamericano, o cambiara el código impositivo estadounidense de forma tal que anule este tipo de exenciones, podría afectar significativamente a la compañía.

Otro factor importante en materia impositiva es la iniciativa impulsada por la OCDE que pretende gravar, a partir de 2025, con un impuesto corporativo de al menos el 15% a las compañías multinacionales, en las que la compañía estaría comprendida.

1.6.Sustentabilidad y Rating ESG

Hace más de treinta años la compañía toma parte activa en materia de cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG). Iniciando con su programa *Save the Waves* en 1992, pasando por distintas certificaciones ISO, la instalación de sistemas de purificación de aguas residuales en todas sus naves, la reducción de un 35% en la emisión de gases de efecto invernadero, hoy se encuentra transitando su programa *Destination Net Zero* con el objetivo de volverse neutrales en carbono de cara al año 2050. Para lograrlo, la compañía se impuso objetivos de corto y mediano plazo, tales como la reducción de su intensidad de carbono a tasas de doble dígito para el año 2025, así como el lanzamiento de un barco neutral en carbono para el año 2035. Para conseguir el primer objetivo, la compañía está implementando mejoras de eficiencia en materia de consumo de combustible y energía, incluida la utilización de gas natural licuado y los acuerdos para utilización de energía eléctrica cuando los barcos están detenidos en determinados puertos. Para alcanzar el segundo objetivo, la compañía firmó acuerdos de desarrollo con un astillero finlandés, así como con centros de investigación y desarrollo tecnológico.

Dentro de los hitos más recientes se puede destacar la generación de energía a partir de residuos, función que estará disponible en el barco que será entregado durante 2023, *Icon of the Seas*. En el mismo sentido, es de mencionar el lanzamiento de la primera terminal de cruceros neutral en carbono, ubicada en el puerto de Galveston.

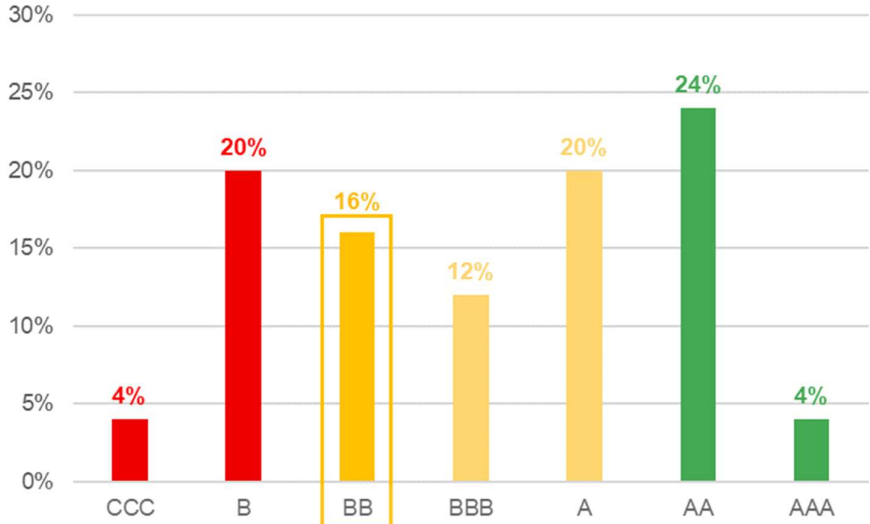
Si bien el grupo viene trabajando de forma sostenida en materia de ESG, el lanzamiento de nuevas normativas a este respecto en los distintos mercados que la compañía opera, podrían generar costos operativos o limitaciones de oferta en caso de no encuadrarse de acuerdo a lo solicitado.

Con el objetivo de hacer comparable la evaluación de las prácticas de ESG que llevan a cabo las empresas, MSCI elabora un sistema de calificación que mide la resistencia de las empresas a riesgos relacionados en la materia. Las calificaciones se distribuyen de forma análoga a las relacionadas al riesgo crediticio, asignando el rango AAA a las compañías que se encuentran en un nivel avanzado, y CCC para las que se encuentran más rezagadas en la materia para cada industria.

A este respecto, Royal Caribbean Cruises cuenta con una calificación ESG asignada por MSCI de BB, categoría en la que permanece desde julio de 2020, luego de haber registrado durante 2019 el rango BBB.⁷ Esto lo ubica en la parte inferior del rango medio comparado con otras 98 compañías de la industria de turismo y hotelería.

⁷ Véase MSCI. ESG Ratings (2023, 10 de octubre) <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-climate-search-tool/issuer/royal-caribbean-cruises-ltd/IID000000002140186>

Gráfico N°11. Distribución de las calificaciones ESG de la industria de turismo y hotelería, 2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MSCI.com



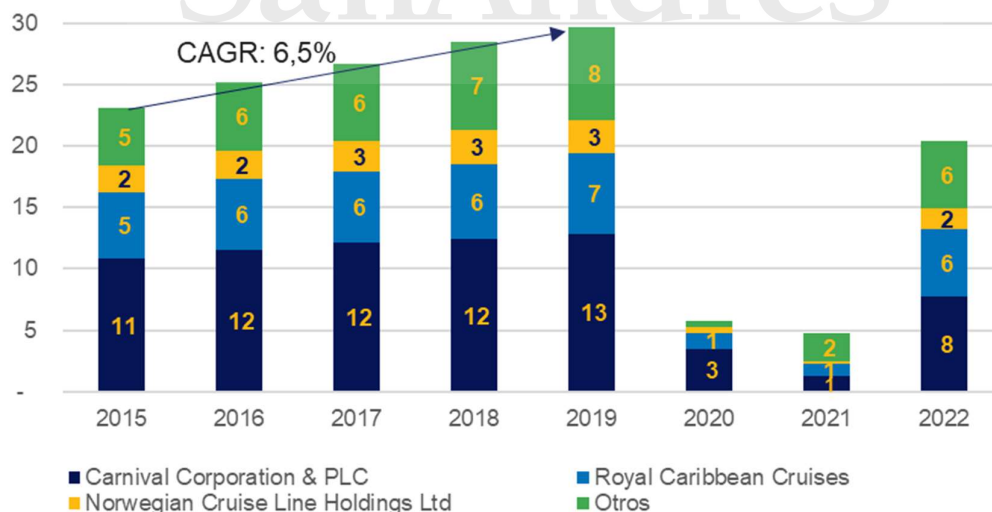
2. Análisis de la industria y posicionamiento competitivo.

2.1. Análisis de la industria

La industria de cruceros vacacionales se caracteriza por contar pocas empresas que desarrollan la actividad, las cuales segmentan los mercados a través de distintas marcas, ya sea para diferenciar el tipo de servicio, la región o ambos. Las principales compañías son Carnival Cruises Corporation & PLC, Royal Caribbean Cruises Ltd., Norwegian Cruise Line Holdings Ltd. y MSC Cruises. A finales de 2019 las tres primeras representaban el 75% del mercado, con una facturación agregada de USD 38.238 millones.

La cantidad de pasajeros embarcados en el período 2015-2019 creció un 28,7%, pasando de 23 millones de pasajeros a los 29,7 millones, implicando una tasa de crecimiento promedio del 6,5%. Debido al avance de la pandemia, los años 2020 y 2021 se caracterizaron por tener una significativa caída en términos de pasajeros transportados, dado que las compañías debieron cesar sus actividades antes de finalizar el primer trimestre de 2020, y lo reiniciaron parcialmente a partir de mediados de 2021, con distintos niveles de apertura en cada zona geográfica. El año 2022 fue operado inicialmente con los condicionantes parciales del año anterior, logrando una liberación total recién para la segunda mitad del año, lo cual le permitió a la industria atender a 20,4 millones de pasajeros. Dado que para 2023 las restricciones ya fueron levantadas en la mayoría de los países, se espera que la industria vuelva a operar con volúmenes acordes a los años pre-pandemia.

Gráfico N°12. Evolución de cantidad de pasajeros de la industria por empresa, 2015-2022
(en millones)

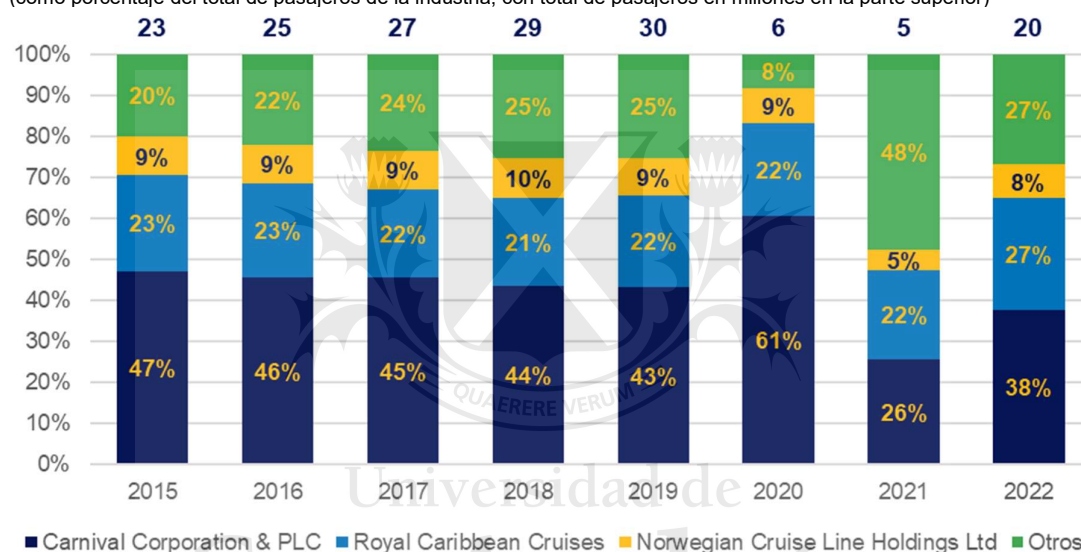


Fuente: Elaboración propia en base 10-K de las compañías y reporte de pasajeros de CLIA.

En el lustro 2015-2019, Carnival Cruises brindó alojamiento al 45% de los pasajeros, mientras que Royal Caribbean y Norwegian Cruise Line atendieron al 22% y 9% respectivamente, distribución que se mantuvo relativamente estable durante todo el período, absorbiendo estas tres compañías al 75% - 80% de la demanda. Es de destacar la contracción de 4 puntos porcentuales por parte de Carnival Cruises, a favor de otras compañías a raíz de una menor tasa de crecimiento interanual de pasajeros transportados. En los años afectados por la pandemia, debido a las diferencias temporales y geográficas de levantamiento de las medidas de aislamiento, las participaciones se vieron significativamente distorsionadas, por lo que es de esperar que en el futuro se vuelva a una distribución como la que se registraba previo a la pandemia.

Gráfico N°13. Distribución de pasajeros atendidos por empresa, 2015-2022

(como porcentaje del total de pasajeros de la industria, con total de pasajeros en millones en la parte superior)

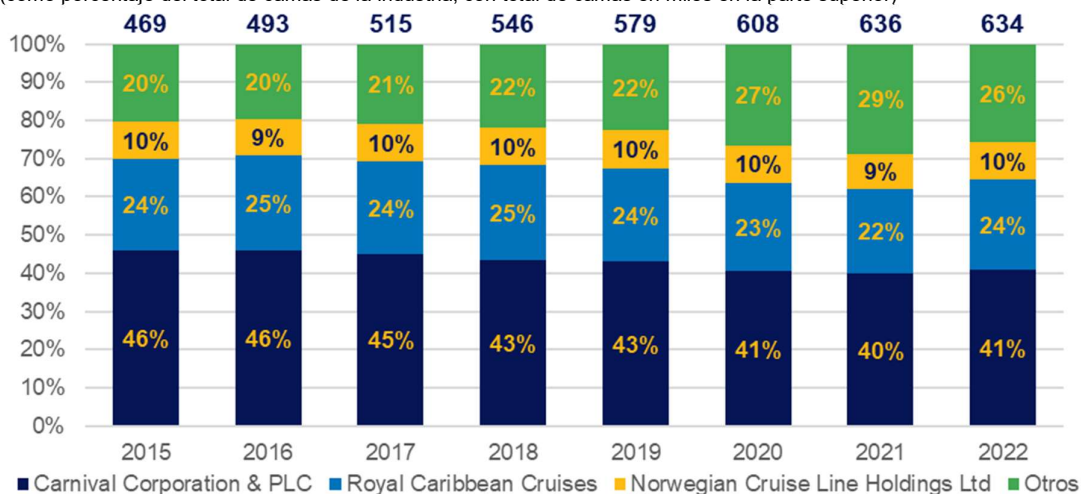


Fuente: Elaboración propia en base 10-K de las compañías y reporte de pasajeros de CLIA.

A fines de 2022, Carnival Cruises contaba con 259.060 camas, mientras que Royal Caribbean y Norwegian contaban con 150.000 y 62.000, respectivamente. Dado que para ese año el total de camas de la industria era de 634.000, estas tres compañías daban cuenta del 74% de la capacidad instalada, en línea con la cuota de mercado comentada precedentemente. No obstante, es de destacar que hasta 2019 estas tres compañías concentraban el 78% de la oferta, y se vio disminuido a partir de la venta de algunas líneas de cruceros (como por ejemplo la baja de Azamara Cruises por parte de Royal Caribbean), o la baja y envío a desguace de unidades viejas para afrontar las exigencias de caja que afectaron a las compañías durante el período de pandemia.

Gráfico N°14. Evolución de la distribución de camas en la industria, 2015-2022

(como porcentaje del total de camas de la industria, con total de camas en miles en la parte superior)

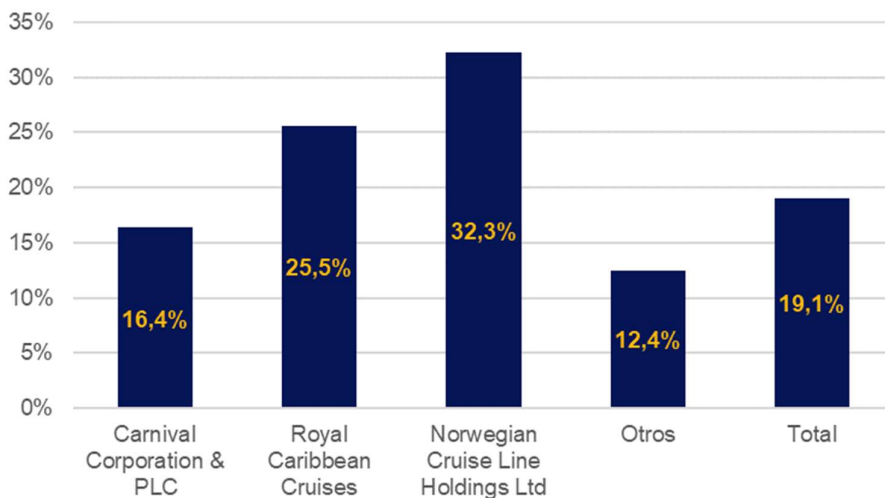


Fuente: Elaboración propia en base 10-k de las compañías y reporte de pasajeros de CLIA.

Con el objetivo de atender la demanda futura, la industria planea incorporar 120.960 camas adicionales en los próximos cinco años, ampliando en un 19,1% la capacidad actual. De esas camas, Carnival estaría incorporando en el siguiente lustro unas 42.370, mientras que Royal Caribbean sumaría 38.310 y Norwegian haría lo propio por 20.000. Dado que estas tres compañías concentran el 83,2% de las próximas incorporaciones, es de esperar que la distribución de la capacidad se mantenga razonablemente estable. No obstante, es de mencionar que, en términos relativos, la ampliación de Carnival Cruises es menor a la de Royal Caribbean y de Norwegian, siendo estas por 16,4%, 25,5% y 32,3% respectivamente, lo que podría dar lugar a leves cambios en la participación de la cuota de mercado dentro de este conjunto.

Gráfico N°15. Ampliación de la capacidad instalada proyectada a 2028

(como porcentaje del stock actual de cada empresa)

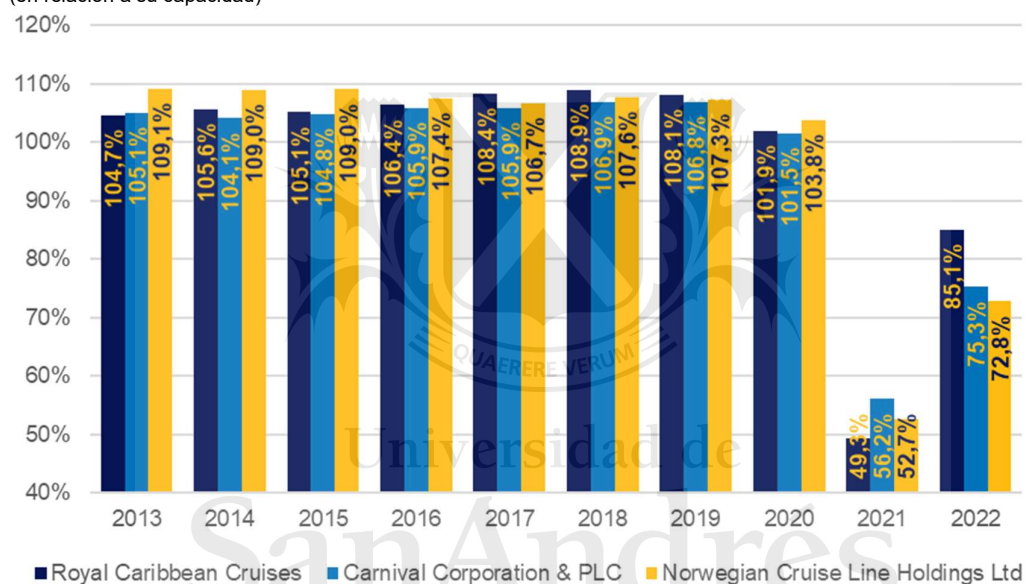


Fuente: Elaboración propia en base 10-K de las compañías y reporte de pasajeros de CLIA.

En cuanto al uso de esta capacidad instalada, como norma general es posible observar una utilización superior al 100%. Esta particularidad se debe a que la capacidad está medida a partir de la cantidad de cabinas en base doble, por lo que en caso de tener cabinas ocupadas por 3 o más pasajeros, esto daría lugar a una ocupación por encima del 100%. En los años previos a la pandemia, es posible ver una mejoría en los ratios de ocupación de Royal Caribbean respecto a sus competidores directos debido a que aumentó 3 puntos porcentuales, mientras que Carnival Cruises lo incrementó en 2 puntos y Norwegian la redujo en 1,7 puntos porcentuales. Pese a que este indicador cayó fuertemente en los años de la pandemia, en 2022 la compañía logró recuperar buena parte de lo perdido, con una ocupación del 85,1% pese a haber operado de forma más normalizada recién a partir de mediados de año.

Gráfico N°16. Evolución de niveles de ocupación por empresa, 2013-2022

(en relación a su capacidad)

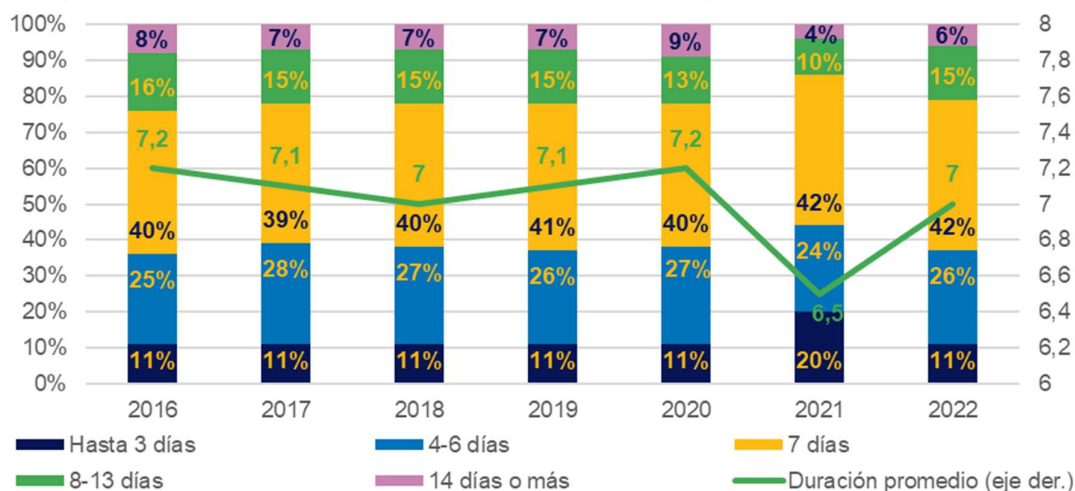


Fuente: Elaboración propia en base 10-K de las compañías.

En materia de duración de los viajes contratados a nivel industria, aproximadamente el 40% duran siete días, un 38% duran seis días o menos, y el restante 22% corresponde a períodos de embarcación superiores a la semana. Esta distribución fue estable durante los años previos a la pandemia, variando un poco en 2021, donde los viajes de seis días o menos representaron el 44%, seguidos por un 42% de viajes de una semana de duración. Esto tiene sentido si entendemos que en ese año se empezaron a levantar las restricciones del COVID y podría reflejar la paulatina recuperación de la actividad en ese marco tan complejo.

Gráfico N°17. Distribución de la duración de viajes, 2016-2022

(como porcentaje del total de la industria, y eje derecho como cantidad de días).

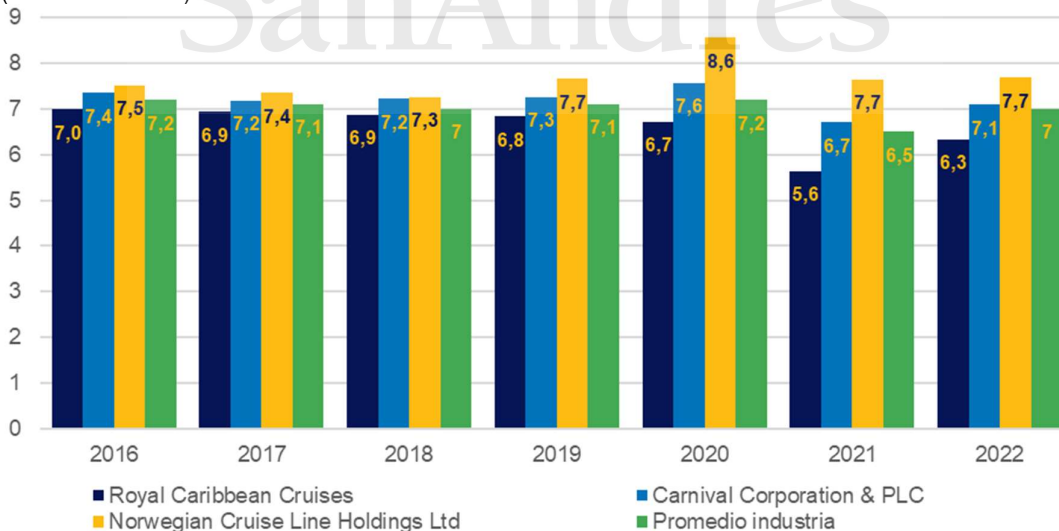


Fuente: Elaboración propia en base a datos de CLIA

Si consideramos la duración promedio de las tres compañías principales, Royal Caribbean cuenta con la menor duración de viajes promedio, siendo a 2019 de 6,72 días, mientras que Carnival y Norwegian daban cuenta de unos promedios de 7,26 y 7,66, respectivamente. Es de mencionar que, a fines de atraer más pasajeros a su primer viaje, así como satisfacer las necesidades de quienes también ya han embarcado, se está viendo en la industria una tendencia creciente en ofrecer viajes más cortos y también más largos, por lo que es posible ver un promedio de duración de viaje relativamente estable, pero con mayor amplitud de posibilidades para los clientes.

Gráfico N°18. Evolución de la duración del hospedaje por empresa, 2016-2022

(en cantidad de días)

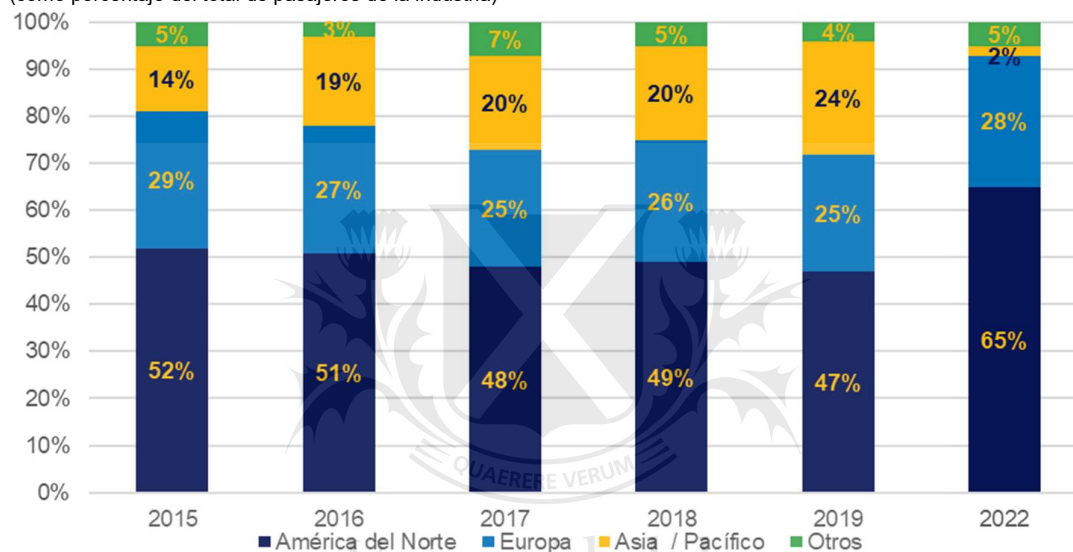


Fuente: Elaboración propia en base 10-K de las compañías y reporte de pasajeros de CLIA.

En 2019, el 47% de los pasajeros de la industria provenían de América del Norte, el 25% de Europa, el 24 % de la zona de Asia/Pacífico, y el 4% restante de otros países. Pese a que el orden es estable hace muchos años, es de destacar la evolución de la zona de Asia y el Pacífico, dado que pasó de representar el 14% de la demanda en 2015 al 24% mencionado en 2019. Mientras el ritmo de crecimiento de pasajeros norteamericanos y europeos crecían al 4% y 3% respectivamente, la región de Asia y el Pacífico lo hizo a una tasa promedio del 14%, traccionado principalmente por el crecimiento de la clase media en China e India.

Gráfico N°19. Distribución de pasajeros por mercado de origen, 2015-2022

(como porcentaje del total de pasajeros de la industria)



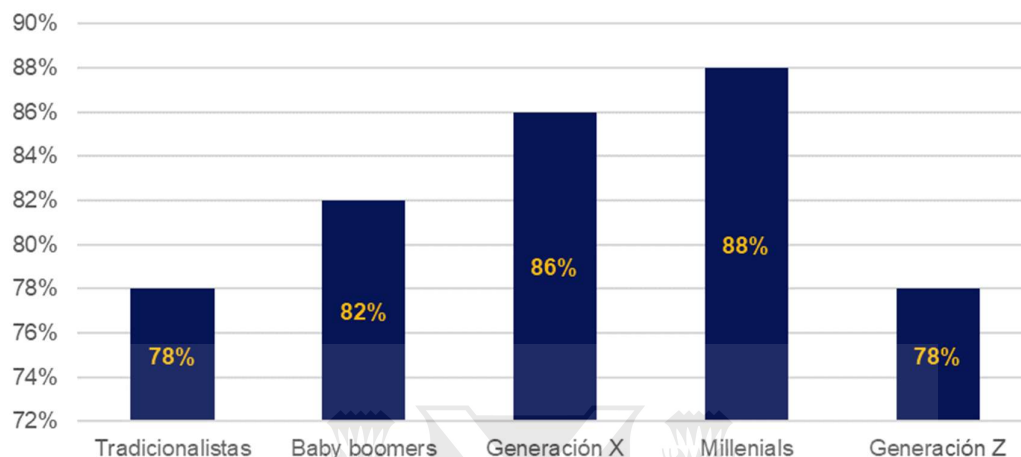
Fuente: elaboración propia en base a datos de CLIA

Si bien la edad promedio de los pasajeros es de 47 años y la región más convocante es la del caribe, es posible vincular algunos rangos etarios con los destinos escogidos. Por ejemplo, las regiones de Asia y China, la costa oeste de Estados Unidos, México, la región del mediterráneo y África cuentan con pasajeros con edades promedio de entre 40 y 50 años. El norte de Europa, Australia, Nueva Zelanda, los países Bálticos, las Islas Canarias, Alaska y Sudamérica parecen más atractivos para el rango que va de los 50 a 60 años, mientras que Canadá, Nueva Inglaterra y Hawái son más demandados por personas mayores a 60 años, así como los transatlánticos y los destinos de exploración. Esta distribución tiene sentido dado que los primeros destinos mencionados cuentan con un tiempo de viaje menor, además de desarrollarse la actividad cerca de las zonas donde se contratan. Los siguientes destinos ya requieren más tiempo para disfrutar el viaje, por lo que es lógico que sean más demandados por personas mayores.

Alrededor del 80% de los pasajeros que se embarcaron en los últimos años planea hacerlo en el futuro. Los más entusiastas en esta materia son los millenials, de los cuales el 88% planea reincidir. En segundo y tercer lugar se encuentran la generación X y los

baby boomers, con un 86% y 82% de intención de volver a vacacionar en un crucero, respectivamente. En último lugar se encuentran los tradicionalistas y la generación Z, con una intención de reincidencia del 78% cada uno.

Gráfico N°20. Intención de reincidencia por grupo generacional

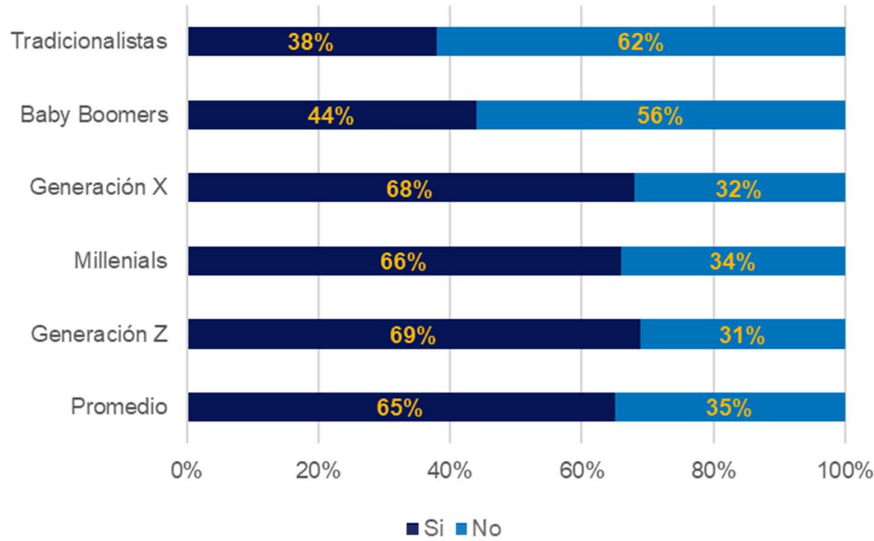


Fuente: elaboración propia en base a datos de CLIA

La agenda de la responsabilidad ambiental atraviesa a toda la industria, dado que aproximadamente la mitad de los pasajeros consideran el factor ambiental al momento de evaluar las posibilidades de un viaje. A este respecto, las compañías responden con una actitud proactiva en la materia con acciones que van desde brindar capacitación ambiental a sus pasajeros hasta incorporar naves con un avanzado sistema de tratamiento de las aguas residuales, pasando por la incorporación de 38 naves que utilizan el gas natural licuado como energía principal de cara a 2028, el reciclado de los desperdicios que se producen en los barcos (en algunos casos alcanzan el 100%), programas de protección de la vida marina, la adaptación e incorporación de barcos para que puedan utilizar energía eléctrica mientras están atracados en determinados puertos, entre otros. A la fecha de este reporte, existen 29 puertos que cuentan con al menos un atracadero disponible para la alimentación eléctrica, otros 8 en desarrollo y 19 planeados.

Esta industria se caracteriza por una fuerte canalización de ventas a través de los agentes de viaje, a diferencia de otras industrias del turismo en las que el usuario tiende a reservar de forma autónoma por internet. Más llamativo podría resultar el hecho de que quienes recurren más a los agentes de viajes son las generaciones más jóvenes, en lugar de los mayores. Esto podría deberse a que los mayores típicamente son pasajeros reincidentes, con más experiencia en la industria por lo que podrían prescindir de la necesidad de un asesor.

Gráfico N°21. Utilización de agentes de viaje por grupo generacional

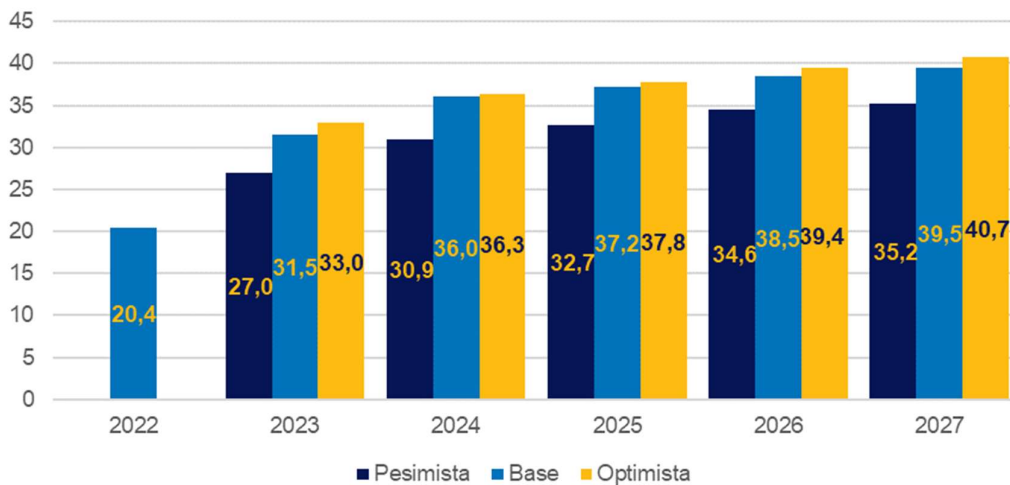


Fuente: elaboración propia en base a datos de CLIA

2.2. Perspectivas futuras de la industria y posicionamiento de la compañía.

De acuerdo con las estimaciones elaboradas por CLIA, se espera que en 2023 la industria atienda a 31,5 millones de pasajeros, representando un incremento del 6,1% respecto al año 2019. Con base en estos cálculos, este sería el primer año en alcanzar niveles de pasajeros previos a la pandemia, además de superarlos. Para el año siguiente se espera un incremento interanual de 14,1% en la cantidad de pasajeros, brindando hospedaje a 36 millones de huéspedes.

Gráfico N°22. Proyecciones de huéspedes para la industria de cruceros, 2022-2027
(en millones)



Fuente: elaboración propia en base a datos de CLIA

Como se puede observar en el gráfico precedente, la asociación considera en su escenario base que para 2027 la industria podría estar recibiendo 39,5 millones de pasajeros, implicando un incremento respecto a 2019 del 33%, y un crecimiento acumulado compuesto del 14,1% desde 2022. Para el mismo año, en un escenario desfavorable, se estima una demanda de 35,2 millones de pasajeros, siendo sólo un 18,4% mayor que 2019, implicando una evolución compuesta acumulada del 11,5%.

Las extensas medidas de aislamiento adoptadas por los distintos estados del mundo como consecuencia de la pandemia podrían generar una elevada intención de contratar el tipo de vacaciones que ofrece la industria, con posibilidades de acceder a playas paradisíacas, conocer múltiples destinos en un solo viaje, con opciones para toda la familia y entretenimiento constante, lo cual podría apuntalar la recuperación tal como muestran las estimaciones de CLIA. De manera simultánea, la mayor demanda de servicios sustentables en términos ambientales por parte del público, les requiere a las compañías redoblar sus esfuerzos en esta materia. En términos macroeconómicos, la presión inflacionaria global podría erosionar los márgenes de las compañías si no adoptan medidas preventivas en ese frente, pero no se prevé un mayor impacto en la demanda por dicho motivo.

A fines de 2022 la compañía lanzó su programa Trifecta, con el cual se persiguen tres objetivos principales para fines de 2025: alcanzar un EBITDA ajustado por APCD de tres dígitos, incrementar el EPS a doble dígito y un ROIC superior al 10%. Simultáneamente, la compañía buscará recuperar el grado de inversión y reducir su intensidad en carbono en más del 10% respecto a 2019.

Con estas perspectivas, Royal Caribbean Cruises se encuentra bien posicionada para alcanzar estos objetivos, dado que ya cuenta con 10 barcos encargados para incorporar en los próximos años, de forma tal que les permitiría capturar el incremento de la demanda. A este respecto, la compañía estaría aumentando su capacidad en un 25,5% hacia el año 2028, frente a un 19,1% promedio de la industria para el mismo período.

Debido al enfoque sustentable que persigue la compañía, las naves que se incorporarán en el futuro próximo están diseñadas de forma tal de reducir significativamente la huella de carbono, mientras que en paralelo se reforman los barcos actuales para reducir su impacto. Con el mismo objetivo, la empresa ha redoblado sus esfuerzos en pos de mejorar su cadena de suministros y proveedores, el tratamiento de residuos y la eliminación de la utilización de plásticos de uso único.

3. Análisis financiero

3.1. Ratios de rentabilidad

El margen bruto creció 11,3 puntos básicos en el período 2013-2019, pasando de representar el 33,3% al 44,6% de las ventas. Esto se debió al elevado crecimiento del volumen de ventas respecto al incremento que mostraron los costos operativos directos. De esta forma, los costos asociados a las comisiones abonadas a los agentes de viajes, el transporte de los pasajeros y los productos ofrecidos a bordo mostraron una contracción en su participación de 2,7 puntos porcentuales, pasando de representar el 23,7% de las ventas en 2013, a significar el 21% de las mismas para 2019.

La principal reducción se ve reflejada en materia de consumo de combustible, la cual pasa de ponderar un 11,6% sobre los ingresos a un 6,4%. Este descenso de 5,2 puntos porcentuales se debe principalmente a la caída en el precio del petróleo durante el período 2013-2019, la incorporación de naves con mayor eficiencia en el consumo de energía y la utilización de energía eléctrica al momento de estar atracados en algunos puertos. Por último, las erogaciones en concepto de alimentos y sueldos se redujeron en 0,6 y 0,7 puntos porcentuales respectivamente.

El margen operativo, calculado como la relación EBIT/Ventas, se vio prácticamente duplicado en el período 2013-2019, dado que representaba el 10% de las ventas a principios de la década, y cerró la misma en torno al 19%. Esto fue principalmente apuntalado por la mejoría del margen bruto mencionada previamente derivado de la contracción en la participación relativa de los costos directos.

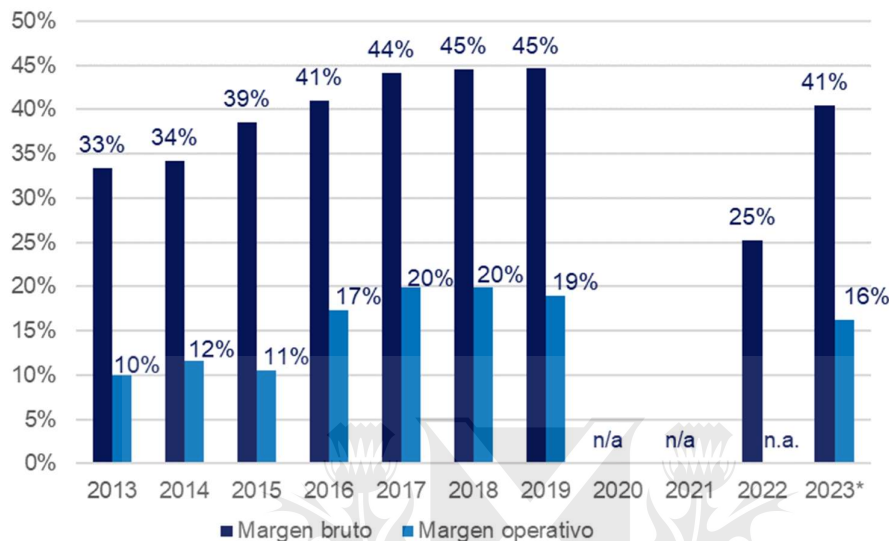
En sentido opuesto operaron los costos indirectos de administración, marketing y ventas junto con las depreciaciones y amortizaciones, dado que incrementaron su participación en 1,1 y 1,9 puntos porcentuales, respectivamente. En cuanto a los primeros, se mantuvieron relativamente estables entre 2013 y 2017, en el rango del 13% al 13,5%, pero se vieron incrementados principalmente en 2018 y 2019 a partir de la consolidación de Silversea Cruises a los estados contables, mayores gastos en publicidad, aumento en la cantidad de personal y retribución de los planes de incentivos por aumentos en el precio de la acción. Respecto a las depreciaciones y amortizaciones son consecuentes con la mayor incorporación de naves que tuvo lugar durante ese período, con barcos cada vez más caros y un sistema de amortización lineal como el que sigue la compañía.

A raíz de las medidas adoptadas por la pandemia, tanto el resultado bruto como el operativo fueron negativos en 2020 y 2021. Recién en 2022 el margen bruto ascendería al 25%, pero estaría aún lejos de los valores registrados en la década previa. No obstante, en el primer semestre de 2023 la compañía registró márgenes brutos y

operativos más en línea con los años previos a la pandemia, todavía levemente deprimidos.

Gráfico N°23. Evolución de margen bruto y operativo, 2013-2023

(como porcentaje de las ventas)



Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos.

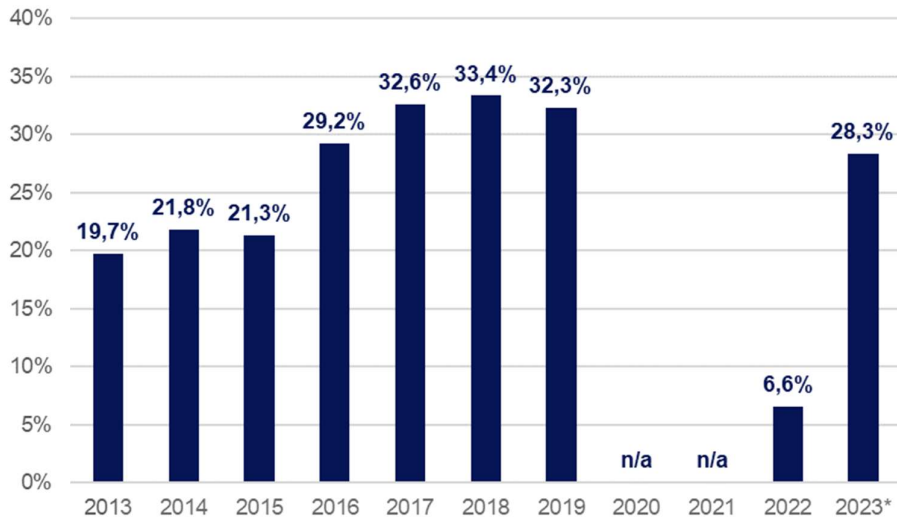
*comprende los primeros 6 meses de 2023

En cuanto al EBITDA, como es de esperar, sigue razonablemente la tendencia que muestra el resultado operativo, pero a partir de 2016 presenta una mejora relativa a éste debido al aumento de la carga de las depreciaciones y amortizaciones. De esta forma, la compañía pasa de registrar un margen EBITDA que ronda el 20% entre 2013 y 2015, hacia uno que se ubica alrededor del 30% para 2019.

Como consecuencia del impacto del covid, el EBITDA se tornó negativo en 2020 y 2021, y retornaría a valores positivos para fines de 2022, arrojando un margen EBITDA del 6,6%. Pese a que este valor está lejos de los observados en la época previa a la pandemia, en el primer semestre de 2023 la compañía volvió a registrar un margen más acorde a aquellos momentos, situándose en el 28,3%.

Gráfico N°24. Margen EBITDA, 2013-2023

(como porcentaje de las ventas)



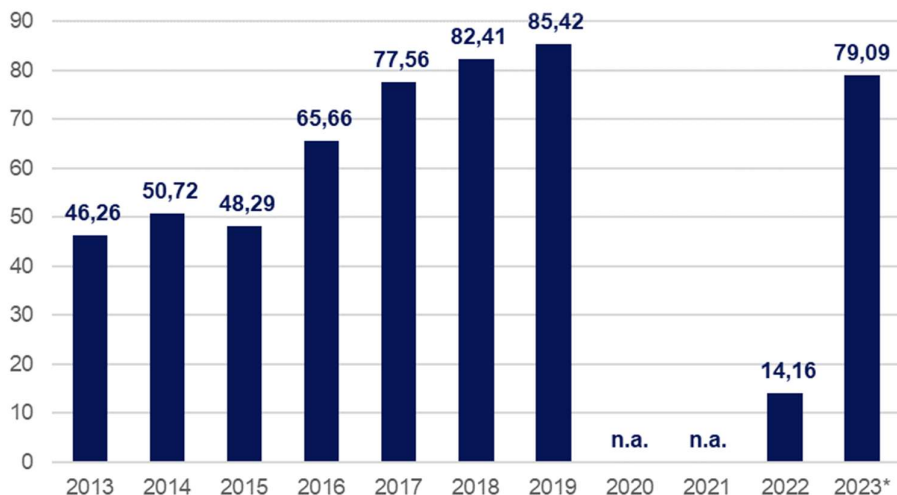
Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023

Dado que este es uno de los indicadores que la compañía monitorea a fines de analizar de forma comparativa la evolución y rendimiento del negocio, la alta gerencia lo suele ponderar en relación a la cantidad de días de camas disponibles, ya que es de esperar que un aumento en la capacidad impacte en un incremento nominal del EBITDA, sin que necesariamente implique una mejora en la rentabilidad. A este respecto, en el período 2013-2019 se observa una mejoría en el indicador EBITDA/APCD, el cual casi logra duplicarse, ascendiendo a USD 85,42 por APCD desde los USD 46,26 de 2013. A partir de la recuperación del EBITDA post pandemia, la compañía presenta en el primer semestre de 2023 un EBITDA/APCD de USD 79,09.

Gráfico N°25. Evolución de EBITDA/APCD, 2013-2023

(en USD por APCD)



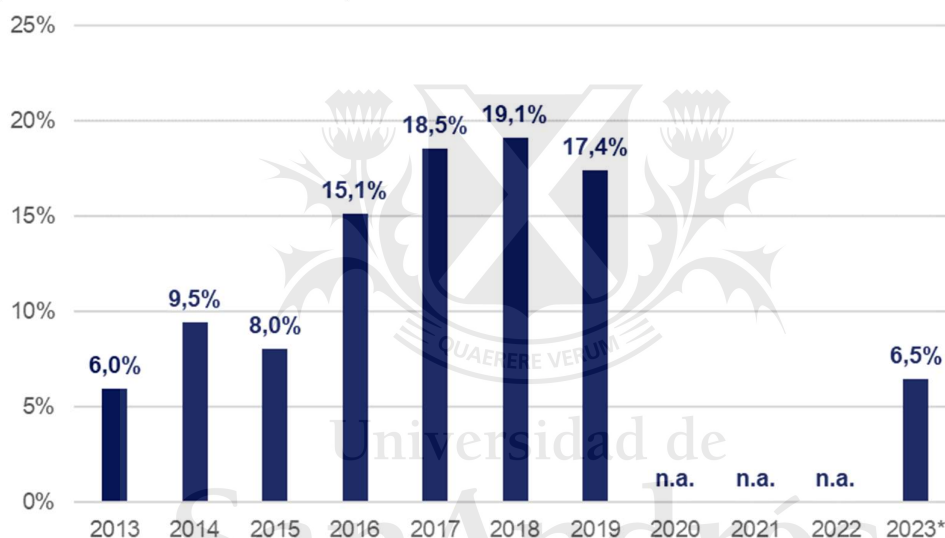
Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023

El resultado neto de la compañía pasó de USD 474 millones en 2013 a USD 1.908 millones para 2019, y el margen creció del 6% al 17,4%. Esto se debió principalmente a una contracción en la carga neta de intereses relativa a las ventas, las cuales pasaron de representar el 4% al 3,5%, además de los resultados obtenidos por las inversiones en capital de otras empresas, siendo las más significativas TUI Cruises y Grand Bahama Shipyard, lo cual ayudó a mitigar la diferencia entre el resultado operativo y el neto. Tal mejoría redundó también en un crecimiento sostenido de las ganancias por acción, las cuales pasaron de USD 2,14 a USD 8,95. Desde 2020 hasta 2022 el resultado neto se mantuvo en terreno negativo, pero la recuperación plena de la actividad permitió que el margen neto en el primer semestre de 2023 pudiera retornar a valores similares a los de una década previa.

Gráfico N°26. Evolución del margen neto, 2013-2023

(resultado neto en relación a las ventas)



Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023

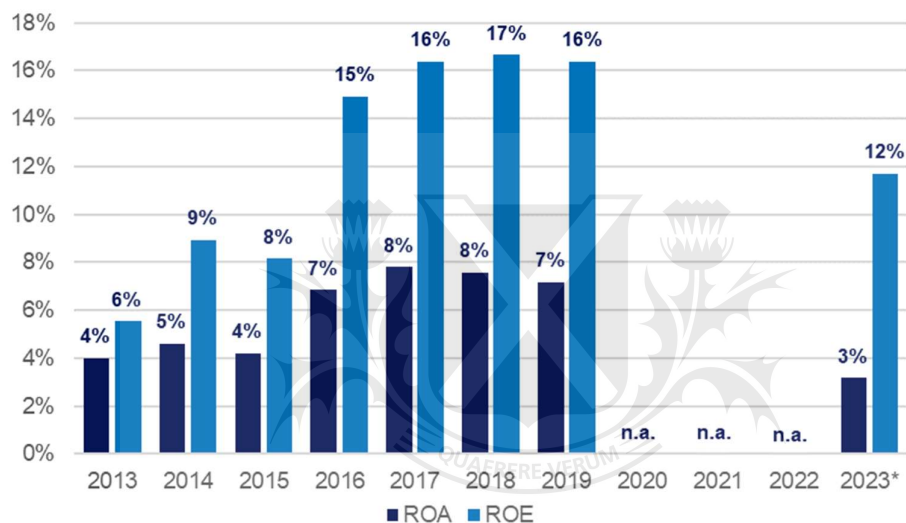
Otra forma de analizar la rentabilidad de la compañía es evaluar su capacidad de generar resultados a partir de la dotación de recursos de los que dispone. De esta forma, si analizamos el resultado operativo en relación al total de activos veríamos el desempeño del negocio de forma independiente a la estructura de capital que la financia. Para el período 2013-2019, el ROA de la empresa crece un 79,5%, pasando de un 4% al 7,2%. Este incremento se debe principalmente a la mejoría del margen operativo en un 89,7% y a la contracción de la rotación del activo de un 5,4%.

Siguiendo con las alternativas para evaluar la rentabilidad de una compañía, podemos analizar el rendimiento que genera para sus accionistas. Para estos fines, resulta útil considerar el resultado neto que obtiene la firma en relación al patrimonio neto. La elección del resultado neto responde a que éste contempla los gastos por intereses que típicamente forman parte de la estructura de capital. Es de esperar que,

en compañías muy apalancadas, el ROE difiera significativamente del ROA como consecuencia de mayores gastos de intereses y una relación elevada entre activo y patrimonio neto. A este respecto, el ROE de la compañía creció fuertemente hasta 2017 debido a la caída en la carga neta de intereses y mejoras en el resultado operativo mencionadas previamente, lo cual traccionó el resultado neto y se estabilizó en torno al 16,5%. Luego de los años de la pandemia, tanto el ROA como el ROE muestran una recuperación en el primer semestre de 2023, con mayor sensibilidad en el ROE debido al elevado nivel de endeudamiento en el que incurrió la compañía.

Gráfico N°27. Evolución de ROA y ROE, 2013-2023

(resultado operativo en relación a activos totales y resultado neto en relación al patrimonio neto, respectivamente)



Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023

3.2. Capital de trabajo y gestión operativa

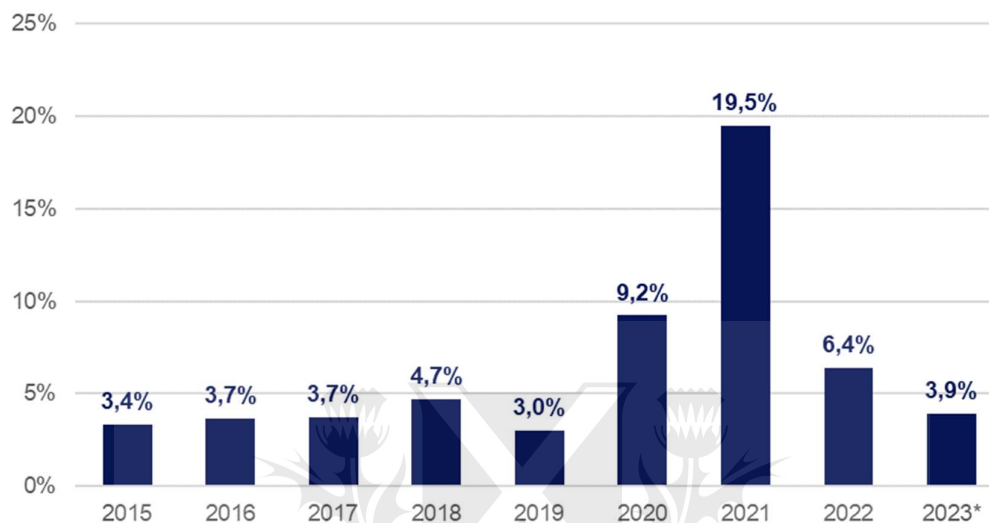
El capital de trabajo neto que la compañía necesita para desarrollar sus actividades lo podemos calcular a través de la diferencia entre los activos y pasivos operativos. Para estimar los primeros, consideramos los créditos por ventas, los inventarios y los gastos pagados por adelantado, mientras que para los segundos utilizamos la cuenta de proveedores. A partir de estos cálculos, podemos ver que en 2015 el capital de trabajo neto ascendía a USD 279 millones y alcanzó en 2019 los USD 333 millones, creciendo a una tasa promedio acumulada de 4,6%.

El crecimiento de este indicador está íntimamente relacionado con el crecimiento de las ventas, dado que es de esperar que un mayor volumen de ventas redunde en un mayor nivel de inventarios requeridos, mayor volumen de financiación a clientes y de deudas con proveedores. No obstante, estas relaciones en la mayoría de los casos tienden a ser estables a lo largo del tiempo cuando se las dimensiona en relación a las

ventas, a pesar de contar con leves perturbaciones temporales. Es así que durante el período 2015-2019 el capital de trabajo neto se ubicó en el rango del 3-4% de las ventas de la empresa.

Gráfico N°28. Evolución de capital de trabajo, 2015-2022

(en relación a las ventas)



Fuente: 10-k de la compañía, múltiples períodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023, con ventas anualizadas.

Nuevamente, es posible observar un cambio de comportamiento a partir del inicio de la pandemia donde las restricciones operativas afectaron el volumen de ventas y la eficiencia operativa, pero anualizando la información contenida en el primer semestre de 2023 se logra ver cierta normalización.

Otra alternativa para medir la actividad de la compañía, es analizar el ciclo de conversión a caja de la operatoria habitual de la compañía, desde la compra de los insumos hasta la prestación del servicio, y su cobro final. Como se mencionó anteriormente, típicamente esta industria opera con reservas y requiere habitualmente el pago total del viaje previo al embarque, por lo que no es de extrañar que cuente con una rápida generación de caja respecto a otras industrias.

Las principales cuentas por cobrar que registra la compañía responden a liquidaciones de las tarjetas de crédito por las compras realizadas por los pasajeros durante su estadía, comisiones adeudadas por licenciatarios de servicios en sus barcos, o bien por financiaci3nes que ofrecen en algunos mercados a sus clientes para la compra de pasajes. Las tenencias de los inventarios, en períodos normales de operaciones, rara vez superan los 30 días, mientras que el financiamiento con proveedores se vio prácticamente duplicado en el período 2015-2019, pasando de 60 a 107 días, amplificando el ciclo de conversión a caja negativo que exhibe la compañía.

Tabla N°3. Evolución de indicadores de gestión operativa, 2015-2022

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
Días de inventario	24	25	25	27	30	74	74	29	30
Días de cuentas a cobrar	11	13	13	12	10	47	97	22	11
Días de proveedores	60	66	79	101	107	187	299	102	93
Ciclo de conversión a caja	-26	-28	-41	-61	-67	-66	-128	-50	-53

Fuente: 10-k de la compañía, múltiples periodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023.

3.3. Estructura de capital y endeudamiento

La estructura de capital de la compañía presentó históricamente elevados niveles de apalancamiento. Esto es de esperar en una industria tan intensiva en capital, que requiere innovaciones y mantenimientos significativos. La deuda financiera mantuvo una relación de razonable paridad respecto al patrimonio neto en el período 2013-2019, donde aproximadamente el 50% del capital era financiado por terceros y el 50% restante eran fondos aportados por los accionistas. Esta relación se vio desdibujada a partir del avance del coronavirus, situación que llevó a la deuda financiera a tomar el protagonismo y representar el 89,1% de la estructura capital.

Gráfico N°29. Evolución de la deuda financiera en la estructura de capital, 2013-2023

(como porcentaje de la relación $\text{Deuda}/(\text{Deuda}+\text{PN})$)



Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023

Este fenómeno se produjo por una elevada necesidad de renovar todos los pasivos y adquirir nuevas líneas de financiamiento con el objetivo de cubrir los costos de la compañía, mientras que en simultáneo no podía desarrollar su actividad sino hasta mediados de 2021, de forma parcial y a una escala que lejos se encontraba de ser redituable. La compañía priorizó la emisión de deuda como mecanismo de fondeo para

esta transición dado que los precios de las acciones se encontraban fuertemente castigados por las circunstancias imperantes. De esta forma, para 2020 la deuda financiera aumentó un 75,2% respecto a la registrada el año anterior, mientras que para 2021 se incrementó en un 9,1% y para 2022 un 10,9% adicional. Asimismo, la imposibilidad de desarrollar las actividades acarreó resultados negativos, los cuales erosionaron fuertemente el patrimonio neto, reduciéndose en un 28% para fines de 2020, 42% en 2021 y otro 43,6% en 2022, resultando en una contracción del 76,4% total entre el 2019 y 2022.

En las conversaciones con los analistas que tuvieron distintos miembros de la alta gerencia dejaron en claro que pretenden volver a la estructura de capital anterior al evento del COVID, hecho que les permitiría, junto con otros factores, volver al grado de inversión. Dentro de las condiciones de refinanciamiento de las deudas contraídas para la adquisición de naves, se establecen determinados indicadores que la compañía debe cumplir, además de imponer la condición de que para poder repartir dividendos en efectivo o realizar una recompra de acciones, primero debe saldar esas deudas. En las mismas declaraciones, los ejecutivos acentuaron los objetivos de volver a tener resultados positivos y generación de caja neta para sanear la hoja de balance a la brevedad posible, objetivo que se cumple en el primer semestre de 2023, generando una leve reducción de la deuda financiera.

Tabla N°4. Evolución y comparación de la deuda financiera, 2017-2022

(como porcentaje de la deuda financiera total)

Tipo de deuda	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tasa fija	28,5%	41,4%	46,4%	56,1%	57,7%	66,6%
Notas senior no garantizadas	24,2%	15,7%	15,5%	12,5%	26,1%	30,2%
Notas senior garantizadas		6,1%	5,9%	19,8%	11,0%	10,0%
Préstamos no garantizados	4,3%	19,6%	25,0%	16,3%	13,3%	19,1%
Notas convertibles				7,4%	7,3%	7,2%
Tasa variable	71,0%	57,4%	51,6%	42,8%	40,1%	32,0%
Deuda revolving	7,5%	14,3%	14,2%	18,8%	13,5%	11,5%
Préstamos no garantizados USD	52,9%	36,5%	31,3%	20,4%	23,4%	18,2%
Préstamos no garantizados EUR	10,6%	6,7%	6,0%	3,6%	3,2%	2,2%
Obligaciones de leasing	0,4%	1,2%	2,0%	1,1%	2,2%	1,5%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Parte corriente de deuda de largo plazo	15,4%	22,1%	23,3%	7,0%	10,5%	8,8%
Parte no corriente de deuda de largo plazo	82,4%	76,1%	74,8%	91,4%	87,8%	89,4%
Costo promedio ponderado de la deuda	3,9%	4,1%	4,0%	6,0%	5,5%	6,2%

Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos.

El mix de deuda que presentaba la empresa entre 2017 y 2019 contaba con una mayor proporción de deuda a tasa variable, hecho que fue fuertemente revertido en los

tres años siguientes, cobrando protagonismo las obligaciones a tasa fija. El stock de estas últimas a fines de 2020 se había duplicado respecto al año previo, mientras que las deudas a tasa variable habían crecido un 45%. En el segmento de tasa fija, las principales colocaciones fueron las notas senior garantizadas, triplicando su participación en la deuda total, a expensas de las deudas a tasa fija no garantizadas. Estas emisiones fueron acompañadas de colocaciones de deuda convertible que, en conjunto con la deuda garantizada, procuraba morigerar el aumento de tasas de interés que resultaría de renovar la deuda sin garantías ni derechos de conversión. El costo promedio de la deuda se incrementó en aproximadamente 200 puntos básicos, pasando de un 4% hasta 2019, a un 6% a partir de 2020, mientras las tasas de interés libres de riesgo estaban en niveles cercanos a cero.

3.4. Ratios crediticios

Así como la compañía mantuvo una relación de paridad entre la deuda financiera y el patrimonio neto en el período previo a la pandemia, supo consolidar un coeficiente de endeudamiento en torno a 1,4 veces el patrimonio neto. Este diferencial de 0,4 radica principalmente en los anticipos realizados por los clientes en pos de reservar su pasaje, experiencias a bordo y excursiones, además de deudas con proveedores y otros pasivos corrientes.

En condiciones de operaciones normales, el índice de liquidez de la compañía no suele superar el valor de 0,2, afectado principalmente por los vencimientos de deuda que ocurren en el corto plazo además de los anticipos de los clientes. Estos últimos son utilizados indistintamente para gastos operativos presentes o bien las cancelaciones de deudas en el corto plazo, apoyándose en una continua renovación de la deuda que forma parte de la estructura de capital.

Debido a que el nivel de cobertura de intereses mejoró sustancialmente en el lustro previo a la pandemia, es posible entender por qué las renovaciones constantes de los créditos no suponían mayor inconveniente para la empresa. Hacia fines de 2019, la compañía generó como resultado operativo 5,5 veces la carga neta de intereses, partiendo desde los 3,3 de 2015. Al medirlo respecto al EBITDA, los coeficientes se elevan y parten desde los 6,7 en 2015 hasta los 9,5 para fines de 2019. Esto se logró a través de mejoras en el resultado operativo y un menor nivel de apalancamiento financiero, el cual fue compensado con un incremento de los anticipos de los clientes que no devengan interés y, en menor medida, financiamiento con proveedores.

Tabla N°5. Evolución de ratios crediticios, 2015-2023

(conforme se describe cada uno)

Ratios crediticios	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
Endeudamiento (Pasivo total/PN)	1,6	1,4	1,1	1,4	1,5	2,7	5,3	10,8	8,3
Ratio de liquidez (Activo corriente/Pasivo corriente)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	1,0	0,5	0,4	0,2
Nivel de apalancamiento (Deuda financiera/Activo)	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7
Deuda financiera neta/EBITDA	4,8	3,7	2,6	3,3	3,0	n.a.	n.a.	30,2	11,5
Cobertura de intereses (EBIT/int. financieros)	3,3	5,2	6,5	6,3	5,5	n.a.	n.a.	n.a.	1,5
Cobertura de intereses (EBITDA/ int. Financieros)	6,7	8,7	10,6	10,5	9,5	n.a.	n.a.	0,5	2,6
Anticipos de clientes/PN	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,6	1,5	1,6

Fuente: 10-K de la compañía, múltiples periodos.

*comprende los primeros 6 meses de 2023

n.a.: no aplica

El crecimiento del resultado operativo y el aumento relativo de las depreciaciones redundaron en una mejoría en el peso que la deuda financiera neta representa sobre el EBITDA. De esta forma, se podría interpretar que en 2015 la compañía necesitaba 4,8 años para repagar la totalidad de su deuda financiera, mientras que a 2019, le serían requeridos solo 3 años.

Todos estos indicadores sufrieron fuertes cambios a partir de 2020 con el impacto de la pandemia. Ante la imposibilidad de realizar viajes a partir del segundo trimestre de 2020 hasta prácticamente mediados de 2021, la compañía tuvo que hacerse de suficiente liquidez para honrar las obligaciones contraídas, junto con todos los costos fijos pese a no estar operativos. El impacto directo fue un mayor nivel de apalancamiento y un ratio de endeudamiento creciente a partir de la destrucción de valor acumulada por un resultado operativo negativo. Si bien parte de los anticipos de los clientes tuvo que devolverse, una gran parte fue reprogramada y reconocida como créditos para futuros viajes. Debido a esta caída del patrimonio neto es que el indicador de anticipos de los clientes en relación al patrimonio neto se incrementa fuertemente en 2021 y 2022 a partir de la contracción de 2020. En el primer semestre de 2023 es posible observar una leve mejoría de todos los indicadores, pero aún distan de los registrados en la etapa pre pandemia.

Lo mencionado puede verse reflejado sintéticamente en las calificaciones de riesgo asignadas por Moody's y S&P Global Ratings. En los últimos años previos a la pandemia, la compañía se encontraba calificada por Moody's como Baa2, y por S&P como BBB-, lo cual la situaba en los niveles inferiores del grado de inversión. A finales de 2022 estas calificaciones se encontraban en B2 y B, respectivamente.

3.5.Comparación con pares del mercado

A fines de poner en perspectiva la calidad crediticia, financiera y la eficiencia de Royal Caribbean Cruises, la compararemos con sus pares del mercado, en este caso Carnival Cruises y Norwegian Cruise Line. Pese a que hay diferencias de tamaño entre estas compañías, todas comparten el hecho de operar de forma global, atender a través de distintas marcas los distintos segmentos del mercado y comparten muchos puntos en cómo desarrollan las actividades. A fines de llevar a cabo una comparación más razonable y evitar caer en las distorsiones que la pandemia produjo en la industria, se priorizará el análisis en función del año 2019.

Tabla N°6. Cuadro comparativo de indicadores clave con competidores

Indicadores	Royal Caribbean Cruises	Carnival Corp. & PLC	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd
Crecimiento y rentabilidad	2019	2019	2019
Crecimiento de ventas*	7,2%	7,3%	10,4%
Crecimiento de ventas/APCD*	3,9%	4,0%	3,3%
Margen Operativo	19,0%	15,7%	18,2%
Margen EBITDA	32,3%	26,1%	29,9%
ROA	7,2%	7,5%	7,4%
ROE	16,4%	12,0%	14,6%
Operativos			
CTN/Ventas	3,0%	3,8%	5,8%
Ventas/APCD**	264,30	238,21	336,00
Resultado Neto/APCD**	46,04	34,20	47,38
Crecimiento APCD*	3,1%	3,1%	6,9%
Endeudamiento y cobertura			
Endeudamiento (Pasivo total/PN)	1,49	0,78	1,56
Cobertura de intereses (EBIT/int. financieros)	5,46	17,90	4,32
Ratio de liquidez (Activo corriente/Pasivo corriente)	0,15	0,23	0,20
Nivel de apalancamiento (Deuda financiera/Activo)	0,36	0,28	0,44
Anticipos de clientes/PN	0,28	0,19	0,30

Fuente: 10-K de las compañías, múltiples periodos.

*Crecimiento acumulado anual compuesto 2015-2019

** en USD

En el lustro 2015-2019 las ventas totales de Norwegian crecieron a un ritmo promedio acumulado del 10,4%, frente a un 7,3% y un 7,2% de Carnival y Royal Caribbean respectivamente. No obstante, si evaluamos el crecimiento en relación a los días disponibles para los pasajeros, Royal Caribbean y Carnival muestran un crecimiento similar, en el orden del 3,9% y 4% respectivamente, mientras que

Norwegian hace lo propio al 3,3%. Esto podría indicarnos que el elevado crecimiento de las ventas totales de Norwegian se debió principalmente a la incorporación de naves y mayor cantidad de días operativos.

El margen operativo de Royal Caribbean superó en 2019 el de Carnival por 330 puntos básicos y por 80 a Norwegian, situándose en el 19,0%. Estas diferencias se amplifican en el margen EBITDA, el cual arroja para Royal Caribbean un 32,3%, mientras que Norwegian registra un 29,9% y Carnival un 26,1%.

Si bien Carnival presenta el mejor retorno sobre activos, ascendiendo al 7,5%, no hay mayores diferencias respecto a Norwegian y Royal Caribbean, los cuales dan cuenta de un ROA del 7,4% y 7,2%, respectivamente. No obstante, en materia de retorno para los accionistas, Royal Caribbean lleva la delantera con un 16,4%, mientras que Norwegian lo sigue con un 14,6% y Carnival registra un 12%. Estas diferencias se deben principalmente a la estructura de capital de las compañías, dado que Royal Caribbean y Norwegian registran ratios de endeudamiento cercanos al 1,5, mientras que Carnival muestra una relación entre el pasivo total y el patrimonio neto cercana a 0,8, prácticamente la mitad que los demás.

La estructura de capital también marca la diferencia en la cobertura de intereses, donde Carnival muestra mayor fortaleza con un ratio que asciende a 17,9, mientras que Royal Caribbean y Norwegian, más apalancadas, muestran coberturas de 5,4 y 4,3 veces, respectivamente. La relación deuda/capital también se hace presente en el ratio de liquidez, donde Carnival se encuentra mejor posicionada debido a un menor peso de los vencimientos corrientes en su pasivo de corto plazo, mientras que las dos más apalancadas lo padecen más.

El capital de trabajo neto de Royal Caribbean y Carnival en relación a sus ventas es significativamente menor al de Norwegian, implicando una eficiencia mayor por parte de las dos primeras. Pese a que Norwegian registra un mayor ingreso por día disponible para el pasajero, el resultado neto bajo la misma métrica solo es un 2,9% superior a Royal Caribbean.

4. Valuación por flujo de fondos descontados

4.1. Introducción

En esta sección se estimará la valuación del capital accionario de Royal Caribbean Cruises al 31 de diciembre de 2022 a través del método de flujos de fondos descontados. El mismo establece que el valor de una empresa se define en función de los flujos futuros que ésta pueda generar, descontados a una tasa tal que refleje su costo de financiamiento.

Este método concibe dos alternativas para determinar el capital accionario de la compañía. Una de ellas es estimar el flujo de fondos libre para el equity, debiendo descontarse los mismos al costo asociado a dicha fuente de capital, y la otra alternativa es estimar el flujo de fondos libre para la firma. Esta última requiere de la estimación de los flujos de fondos libres que la compañía o proyecto genere, independientemente de su estructura de financiamiento, para luego sí descontarlos a una tasa promedio del costo de capital. Dicha ponderación será en función de la combinación que la compañía posea entre deuda y capital proveniente de accionistas. Una vez estimado el valor presente de la firma, se descuenta la deuda neta y se obtiene el valor del capital accionario.

A los fines de este trabajo, se utilizará la segunda alternativa y se modelarán de forma explícita los flujos de fondos de los próximos 6 años. Además de dichos flujos, se estimará un valor terminal asumiendo un crecimiento constante a perpetuidad, bajo el supuesto de que la expectativa de vida de la empresa es ilimitada, dado que se espera que siga operando por un período muy largo de tiempo. Tales proyecciones se harán en función de la información expuesta a lo largo del trabajo, con base en los estados contables anuales y trimestrales presentados por la compañía, comunicados de prensa, reportes de resultados y conferencias con los analistas que la siguen, además de otros informes de la industria que permitan nutrir al modelo. La moneda a utilizar será el dólar estadounidense, dado que es la moneda en la cual opera principalmente la compañía y reporta sus operaciones, y se utilizará una tasa de interés nominal acorde a dicha moneda a fines de representar el costo del dinero en el tiempo.

Una forma sencilla de sintetizar el método de cálculo del valor presente de los flujos futuros es la siguiente fórmula:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{VT_N}{(1+r)^N} \quad \text{Con} \quad VT_N = \frac{FCFF_{N+1}}{(r-g)}$$

Siendo:

VP_{FF} : Valor presente del flujo de fondos futuro;

$FCFF_t$: Flujo de fondos disponible para la firma en el momento "t";

r: Tasa de descuento utilizada;

VT_N = Valor terminal al momento "N";

g: tasa de crecimiento esperada a perpetuidad para el flujo de fondos.

Una de las virtudes que posee este modelo es que permite arribar a un valor de la compañía en términos absolutos. Por otro lado, es muy sensible a factores claves, como ser la tasa de interés, la tasa de crecimiento a perpetuidad y los flujos de fondos futuros. Es por esto que se modelará un escenario base, y dos escenarios alternativos donde uno sea pesimista, con variables que sean más adversas a efectos de la valuación, y otro optimista que permita considerar mejores condiciones relativas al escenario base, ambos en el marco de una razonabilidad coherente con la industria y la economía.

En los próximos capítulos se estimarán los flujos de fondos, el costo de capital, el valor terminal y por último se determinará el valor del capital accionario.

4.2. Flujo de fondos libre para la firma

La estimación del flujo de fondos que la compañía genera puede realizarse partiendo desde el resultado neto de la firma, quitando los efectos de la composición de la estructura de capital, o bien puede realizarse a partir del flujo generado por las operaciones (EBIT). Particularmente para este trabajo, se hará uso de la segunda alternativa apoyándonos en el razonamiento que se sintetiza en la siguiente fórmula:

$$\begin{array}{r} \text{EBIT} \times (1-t) \\ + \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ - \text{Inversiones de capital (CAPEX)} \\ \pm \text{Variaciones del capital de trabajo} \\ \hline \text{Flujo de fondos disponibles para la firma (FCFF)} \end{array}$$

Siendo t la alícuota del impuesto a las ganancias.

Para la determinación del EBIT, el cual será uno de los principales factores del modelo, se tomarán en cuenta las ventas futuras esperadas y se aplicará el margen operativo correspondiente.

Proyección de ventas

Las ventas proyectadas estarán basadas en las estimaciones de futuros pasajeros realizadas por CLIA, presentadas en el gráfico N°22 del apartado “análisis de la industria” para los años 2024 en adelante, dado que para 2023 se priorizarán las estimaciones que la compañía comparte ante cada presentación de balance. Los principales factores que se utilizarán para el año 2024 en adelante son la cantidad de pasajeros, la duración de su estadía y el ingreso que obtiene la empresa por cada día que el huésped se encuentra embarcado.

De forma sintética:

Ventas= Cantidad de pasajeros x Estadía media x Ingreso diario por pasajero

A la fecha de elaboración de este trabajo, se encuentran emitidos los estados contables que abarcan el primer semestre de 2023, siendo este el primer año en que la empresa se encuentra completamente operativa. En estos, la compañía estimaba brindar 47 millones de días disponibles para los pasajeros (APCD) con un ingreso por APCD un 11,5% superiores a las de 2019, por lo cual las ventas brutas para 2023 ascenderían a USD 13.851 millones de dólares.

Tabla N°7. Proyección de ventas, 2023-2028

Año	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Pasajeros de la industria*	20,4	31,5	36	37,2	38,5	39,5	40,5
Pasajeros RCL*	5,5	7,4	8,3	8,5	8,8	9,1	9,4
Duración de los viajes	6,3	6,4	6,5	6,5	6,6	6,7	6,6
PCD*	35,1	47,5	53,6	55,5	58,2	60,5	62,4
Ingresos/PCD**	252	291	295	300	304	310	317
Ventas***	8.841	13.851	15.821	16.625	17.714	18.749	19.754

Fuente: elaboración propia en función de proyecciones de CLIA

* en millones

** en USD

*** en millones de USD

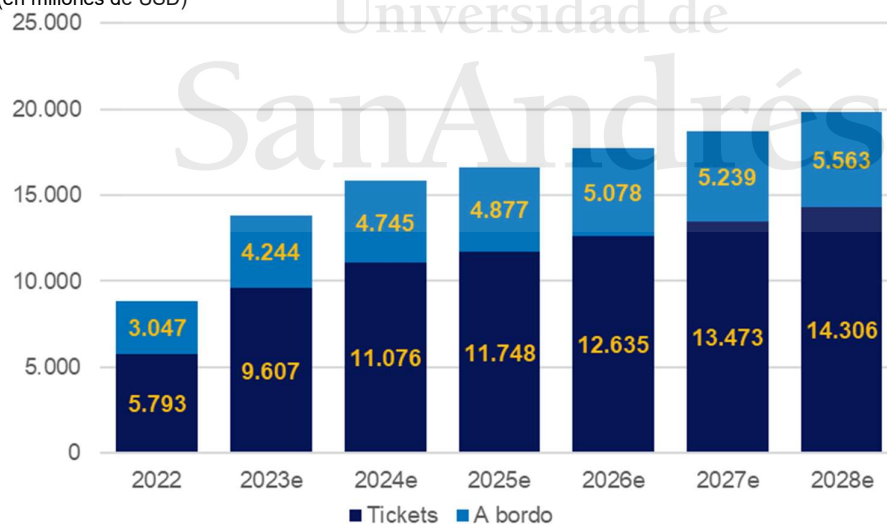
Para los años siguientes la cantidad de pasajeros será calculada a partir de las estimaciones elaboradas por CLIA, ponderándolas por la cuota de mercado que posee la compañía a cada momento. La cuota de mercado estará determinada por la cuota estimada para 2023, ajustada por el crecimiento relativo de la oferta de camas que la compañía pone a disposición en relación a la industria. De esta forma se incorporan los beneficios operativos de la adquisición de nuevas naves, pero un menor ritmo de adquisición y puesta en marcha de las naves afectará la generación de ingresos y el valor presente de la compañía.

En cuanto a la duración promedio de la estadía es posible ver una contracción entre el período 2015-2019, pasando de 7,13 días a 6,84. Tal situación se acentúa en 2020 alcanzando los 6,72 días y en 2021 llega a su valor mínimo de 5,63, para luego recuperarse en 2022 a 6,33. Si bien estos últimos años se encuentran fuertemente sesgados por los efectos que las restricciones operativas generaron en el mix de destinos de la compañía, en los primeros dos trimestres de 2023 se observa una mejora, creciendo a valores de 6,35 y de 6,47 para el primer y segundo trimestre, respectivamente. Se estima una paulatina recuperación en este ratio, considerando que se estabilizará en el mediano plazo alrededor de los 6,6 - 6,7 días.

Pese a la elevada inflación, la compañía pudo incrementar significativamente el ingreso por día por pasajero. Para todo 2023 la empresa estima un ingreso promedio de USD 291, un 19,1% mayor que en 2019. El principal factor que impulsa este incremento es el consumo a bordo, que en promedio se incrementaría alrededor de un 25,4% respecto a aquel año, mientras que el valor del ticket diario solo aumentaría un 4,1%. Esta diferencia de crecimiento cambia levemente el peso relativo que registran los ingresos vía tickets respecto a las ventas a bordo, pero se está observando una tendencia de normalización hacia valores previos a la pandemia. A fines de este modelo, se considerará que la relación de las fuentes de ingresos tenderá a los valores del período 2015-2019, y el incremento en los precios será menor a la inflación en el corto plazo, convergiendo en el mediano plazo a la estimada para el valor de perpetuidad.

Gráfico N°30. Evolución de las proyecciones de venta discriminadas por fuente de ingreso, 2023-2028

(en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a proyecciones de CLIA.

Margen operativo

En el primer semestre de 2023 el margen operativo volvió a terreno positivo luego de todas las restricciones operativas que supuso la pandemia. No obstante, el mismo cuenta en este momento con dos factores que demoran su recuperación plena a valores acordes a la actividad normalizada. Uno es el aumento en el costo del combustible, donde su peso relativo a las ventas se incrementó en aproximadamente 250 puntos básicos, y el otro es el de los alimentos, que hicieron lo propio en 80 puntos básicos. Estos incrementos, impulsados principalmente por la inflación y el conflicto bélico en Ucrania, se estima serán diluidos en los próximos períodos, tendiendo rápidamente a un margen operativo en línea con valores previos a la pandemia.

Para proyectar el margen operativo anual de 2023 se utilizará el registrado en el primer semestre, dado que, en períodos previos a la pandemia, ese semestre tendía a sentar las bases del margen anual. Esto se debe principalmente a que la compañía registra una demanda razonablemente estable en sus recorridos principales (Mar Caribe y Mar Mediterráneo), pero con una marcada estacionalidad en otras rutas, las cuales dependen fuertemente de las condiciones climáticas y meteorológicas (Océano Atlántico, por ejemplo) en el segundo y tercer trimestre.

Tabla N°8. Evolución comparativa de margen operativo, 2015-2019

(como porcentaje de las ventas)

Margen operativo	2015	2016	2017	2018	2019
1° Semestre	9,5%	11,1%	16,6%	19,5%	20,4%
Anual	10,5%	17,4%	19,9%	20,0%	19,0%

Fuente: 10-K y 10-Q de la compañía, múltiples períodos.

Para los años subsiguientes se proyecta un crecimiento acelerado hacia el 19%, que se encuentra más alineado con los últimos años previos a la pandemia, considerando la normalización anteriormente mencionada de los costos operativos y una consolidación en las mejoras que le permitieron optimizar el margen en la década pasada.

Tabla N°9. Margen y resultado operativo proyectado, 2023-2028

(como porcentaje de las ventas y en millones de USD, respectivamente)

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Margen operativo	n.a.	16,3%	17,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Resultado operativo	- 764	2.258	2.769	3.159	3.366	3.562	3.753

Fuente: Elaboración propia.

Impuesto a las ganancias

En cuanto a la tasa del impuesto a las ganancias, para los años 2023 y 2024 se considerará la tasa efectiva histórica, resultando en una alícuota del 1,3%. Esto se debe a las excepciones que admite el código fiscal estadounidense, y de otros países, donde la empresa no se ve obligada a pagar el impuesto. Sin embargo, para los períodos de 2025 en adelante se utiliza una tasa del 15%, suponiendo que a partir de dicho año se implementará la normativa de tasa mínima global aplicable a las multinacionales impulsada por la OCDE, independientemente de la jurisdicción donde operen o se encuentren constituidas. A priori, una demora en la implementación de esta tasa global, aumentaría marginalmente el valor actual de la empresa.

Tabla N°10. Impuesto a las ganancias promedio

(en millones de USD)

	2015	2016	2017	2018	2019
Resultado antes de impuestos	886	1.497	1.762	1.916	2.115
Impuesto a la renta	11	20	18	21	33
Tasa implícita	1,3%	1,3%	1,0%	1,1%	1,5%
Tasa promedio	1,3%				

Fuente: 10-K de la compañía, múltiples períodos.

Depreciaciones y amortizaciones

Para el cálculo de las depreciaciones se consideró el promedio de depreciaciones en relación al activo bruto registrado en la cuenta de Propiedad y Equipo en los años anteriores, el cual es un 3,4%, y tal porcentaje se aplicará sobre el activo bruto al que se le irá incorporando las erogaciones de capital que se estimen realice la compañía en los períodos sucesivos. Este ritmo de depreciaciones también es consistente con las políticas contables de la compañía, dado que deprecia sus barcos en períodos de 30-35 años, los cuales representan la mayor parte del activo bruto fijo.

Tabla N°11. Tasa de depreciaciones promedio

(en millones de USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Propiedad y equipo bruto	26.219	28.143	27.780	32.435	35.550	35.264	37.088	40.075
Depreciaciones	827	895	951	1.034	1.246	1.279	1.293	1.407
Tasa implícita de depreciación	3,2%	3,2%	3,4%	3,2%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%
Tasa promedio	3,4%							

Fuente: 10-K de la compañía, múltiples períodos.

En el caso de las amortizaciones, se utiliza la proyección que elaboró la compañía en su balance cerrado a diciembre 2022, donde establece un valor de amortizaciones de USD 8 millones para sus activos intangibles. Particularmente en el año 2023 se utilizará el valor que la compañía estimó tanto para amortizaciones como depreciaciones de forma agregada en su reporte por el cierre del segundo trimestre del año, siendo de un valor total de USD 1.470 millones.

Tabla N°12. Depreciaciones y amortizaciones proyectadas

(en millones de USD)

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Propiedad y equipo bruto	40.075	44.275	49.942	53.099	56.834	59.711	63.010
Depreciaciones		1.462	1.690	1.797	1.923	2.021	2.132
Amortizaciones		8	8	8	8	8	8

Fuente: Elaboración propia.

Dado que las depreciaciones y amortizaciones son un cargo contable que no generan una erogación de dinero, se las adiciona al flujo generado puesto que sí fueron descontadas dentro del margen operativo. Este cargo contable representaría conceptualmente lo mínimo que la compañía debería invertir anualmente para mantenerse en similares condiciones de capacidad, reponiendo el capital invertido.

Inversión en CAPEX

Para capturar el impacto de las inversiones que efectivamente realice la compañía en materia de reposición y ampliación de capital, se considerará la inversión realizada en períodos anteriores en relación al volumen de ventas, en perspectiva al incremento en la capacidad productiva. Particularmente para este modelo, el año 2023 vendrá definido por lo estimado por la compañía (USD 4.200 millones), y para los años siguientes será estimado a partir de las incorporaciones de barcos que la empresa tiene planeadas.

Pese a que la compañía no desagrega el CAPEX entre mantenimiento y ampliación, a partir de las inversiones realizadas en años anteriores en relación a las ventas y las tasas de crecimiento de camas disponibles, es posible estimar que el CAPEX de mantenimiento representa alrededor del 10% de las ventas. Del mismo análisis se desprende que el incremento de un punto porcentual de las camas disponibles requiere la inversión adicional de entre 2,5% y 3%. Dado que los próximos barcos a incorporar cuentan con mayor cantidad y variedad de prestaciones, para modelar la inversión en la ampliación de camas se utilizará un valor más cercano a 3%.

Tal como se mencionó previamente a lo largo de este trabajo, la industria a la que pertenece la compañía es sumamente intensiva en términos de capital, de forma tal que

es de esperar que el coeficiente utilizado sea elevado en comparación a otros sectores. Estas inversiones son clave en el mantenimiento y potencial crecimiento de la cuota de mercado por parte de la compañía. En el año 2028 el nivel de inversión en CAPEX se alinea con el crecimiento real esperado de largo plazo, entendiendo que la demanda crecerá a dicha tasa, y la oferta de camas deberá crecer en igual proporción para no perder cuota de mercado.

Tabla N°13. Inversiones de capital proyectadas

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Var. i.a. camas disponibles	2,1%	8,7%	3,0%	3,7%	1,8%	2,3%
CAPEX/Ventas		35,8%	19,0%	21,1%	15,3%	16,7%
CAPEX*	4.200	5.667	3.157	3.735	2.877	3.299

Fuente: *Elaboración propia.*

*(en millones de USD)

Capital de trabajo

Dado que el capital de trabajo está intrínsecamente relacionado con las ventas, se lo calculará a partir del promedio de su relación con éstas para el período 2015-2019 y será entonces la variación interanual del mismo la que se aplique en el modelo. Se desestiman los guarismos de 2020 en adelante dado que las operaciones de la compañía no estaban completamente normalizadas, generando ineficiencias que se traducen en un mayor capital de trabajo neto.

Tabla N°14. Evolución del capital de trabajo y su relación con el nivel de ventas

(en millones de USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Capital de trabajo	279	310	328	446	333	204	298	564
Capital de Trabajo / Ventas	3,4%	3,7%	3,7%	4,7%	3,0%	9,2%	19,5%	6,4%
Tasa promedio	3,7%							

Fuente: *10-K de la compañía, múltiples períodos.*

4.3. Construcción de los flujos de fondos libres

Escenario base

De acuerdo a lo comentado en los apartados anteriores, es posible construir el flujo de fondos base de los próximos 6 años, el cual se presenta a continuación.

Tabla N°15. Proyección del flujo de caja libre escenario base, 2023-2028

(en millones de USD)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Ventas	13.851	15.821	16.625	17.714	18.749	19.754
Margen operativo	16,3%	17,5%	19%	19%	19%	19%
EBIT	2.258	2.769	3.159	3.366	3.562	3.753
Impuesto a las ganancias	1,3%	1,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT x (1-t)	2.229	2.734	2.685	2.861	3.028	3.190
+ Depreciaciones y amortizaciones	1.470	1.698	1.805	1.932	2.029	2.141
- Capex	- 4.200	- 5.667	- 3.157	- 3.735	- 2.877	- 3.299
+/- Variación capital de trabajo	52	- 73	- 30	- 40	- 38	- 37
Flujo de caja libre de la firma	- 449	- 1.307	1.303	1.017	2.142	1.994

Fuente: Elaboración propia.

Dado que todo modelo descansa en una serie de supuestos, es conveniente considerar alternativas en caso de que los mismos no se cumplan total o parcialmente. Es por eso que se desarrollarán de forma complementaria dos escenarios, uno pesimista y otro optimista.

Escenario pesimista

Para el escenario pesimista se consideran los siguientes supuestos:

- El crecimiento en las ventas vendrá dado por la cantidad de pasajeros que recibirá la industria estimada por CLIA en su perspectiva pesimista (CAGR 2022-2028: 9,9%);
- La incorporación de todas las naves que la compañía tiene encargadas se demora un trimestre; y
- El margen operativo de mediano-largo plazo se estabiliza en 18%.

Tabla N°16. Proyección del flujo de caja libre escenario pesimista, 2023-2028

(en millones de USD)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Ventas	11.891	13.329	14.762	16.044	16.902	17.821
Margen operativo	16,3%	17,5%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
EBIT	1.936	2.333	2.657	2.888	3.042	3.208
Impuesto a las ganancias	1,3%	1,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT x (1-t)	1.911	2.303	2.259	2.455	2.586	2.727
+ Depreciaciones y amortizaciones	1.470	1.641	1.781	1.896	1.999	2.100
- Capex	- 4.200	- 3.983	- 4.115	- 3.400	- 3.057	- 2.976
+/- Variación capital de trabajo	- 440	- 53	- 53	- 47	- 32	- 34
Flujo de caja libre de la firma	- 1.258	- 92	- 128	903	1.496	1.816

Fuente: Elaboración propia.

Escenario optimista

Para el escenario optimista se contemplan premisas que se exponen a continuación:

- a. El crecimiento de las ventas vendrá dado por la cantidad de pasajeros que CLIA estimó para su perspectiva optimista (CAGR 2022-2028: 12,7%);
- b. La incorporación de todas las naves que la compañía tiene encargadas se realiza conforme a lo planeado;
- c. La velocidad de recuperación del margen operativo es levemente mayor a la del escenario base; y
- d. El margen operativo de mediano-largo plazo se establece en el 20%.

Tabla N°17. Proyección del flujo de caja libre escenario optimista, 2023-2028

(en millones de USD)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Ventas	15.360	16.742	17.568	18.695	19.696	20.576
Margen operativo	16,3%	17,9%	19,3%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT	2.504	2.999	3.391	3.739	3.939	4.115
Impuesto a las ganancias	1,3%	1,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBIT x (1-t)	2.472	2.962	2.882	3.178	3.348	3.498
+ Depreciaciones y amortizaciones	1.470	1.709	1.822	1.956	2.058	2.174
- Capex	- 4.200	- 5.997	- 3.336	- 3.942	- 3.022	- 3.437
+/- Variación capital de trabajo	- 4	- 51	- 31	- 42	- 37	- 33
Flujo de caja libre de la firma	- 262	- 1.377	1.338	1.150	2.347	2.203

Fuente: Elaboración propia.

4.4. Estimación del costo promedio ponderado del capital

El costo promedio ponderado del capital (WACC) muestra el retorno requerido a la compañía para financiar sus operaciones. Para su cálculo se evalúa el costo de obtener financiamiento a través de la emisión de deuda, y el retorno requerido por parte de los accionistas, ponderando cada uno por su valor de mercado.

Dado que los pagos efectuados en concepto de deuda son deducibles del impuesto a las ganancias, existe una parte del costo de la deuda que se ve recuperado a través de dicho impuesto. Particularmente en esta industria hasta ahora ese impacto no era tan significativo, debido principalmente a la baja alícuota efectiva que pagan las compañías, pero dado que a partir de 2025 se aplicaría la alícuota del 15% a las compañías globales, cobra mayor relevancia y, a priori, comprimiría levemente el costo efectivo de financiamiento.

$$WACC = K_e * \frac{E}{D+E} + K_d * (1 - t) * \frac{D}{D+E}$$

Siendo:

K_e : Costo del capital propio;

K_d : Costo de la deuda financiera;

E : Valor de mercado del capital propio;

D : Valor de mercado de la deuda financiera; y

t : Tasa de impuesto a las ganancias.

El costo de la deuda vendrá definido por la tasa de interés que le es requerida a la empresa para financiarla, mientras que el costo del capital será el retorno esperado por los accionistas, estimados a partir de valores de mercado. Dado que las deudas son obligaciones contractuales de la compañía, el retorno a los accionistas se convierte en un reclamo residual sobre los resultados generados por la empresa. De esta forma, al no estar obligada la compañía a satisfacer determinado flujo de fondos a estos últimos, su inversión se percibe como más riesgosa, por lo que es de esperar que represente un costo mayor que el requerido por la deuda.

Costo del capital accionario

A fines de estimar el costo del capital accionario, utilizaremos la metodología del Capital Asset Pricing Model (CAPM), basada en la teoría del portafolio eficiente de Harry Markowitz.

Esta teoría supone que los inversores son aversos al riesgo, de forma tal que priorizan la optimización de la relación retorno-riesgo (este último representado a través de la volatilidad de un activo), haciendo uso de la diversificación. De forma sintetizada, el modelo CAPM sostiene que el retorno esperado de un activo equivale a la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo de un portafolio diversificado relacionado al activo, ajustado por el riesgo sistemático del activo. Esto se lo suele formular de la siguiente manera:

$$K_e = E(R_e) = r_f + \beta * (E(R_m) - r_f)$$

donde:

r_f : Tasa libre de riesgo;

β : Riesgo específico de la compañía;

$E(R_e)$: Retorno esperado del activo financiero; y

$E(R_m)$: Retorno esperado del portafolio eficiente.

Tasa libre de riesgo

Conceptualmente la tasa libre de riesgo es aquella que el inversor conoce con certeza su retorno esperado. Pese a que tal condición es impracticable, dado que siempre existen los riesgos de impago, de reinversión, de opcionalidades, etc. en la práctica se suele utilizar como referencia los bonos soberanos cupón cero emitidos por gobiernos centrales, asumiendo que podrían emitir más de su moneda para saldar los compromisos y evitar el riesgo de impago. Dado que los flujos de la compañía se desarrollan principalmente en dólares estadounidenses y que su principal financiamiento se produce en esta moneda, se utilizará como referencia la tasa del bono a 10 años emitido por el Tesoro norteamericano. Al 31 de diciembre de 2022 su tasa era del 3,88%.

Prima de riesgo

Tal como se observa en la fórmula anteriormente presentada, la prima de riesgo estará definida por la diferencia entre el retorno esperado del portafolio diversificado que represente razonablemente el mercado donde la compañía se desempeña y la tasa libre de riesgo.

Para este cálculo se evaluó el retorno anual del índice S&P500 de los últimos 30 años, por considerarlo una buena representación del portafolio diversificado, siendo acorde también a los mercados donde Royal Caribbean Cruises opera. Dado que el retorno promedio anual del mercado fue de 9,07%, la prima de riesgo al 31 de diciembre de 2022 sería de 5,19%.

Beta

El coeficiente identificado como Beta en la ecuación del CAPM representa la correlación que presenta un activo respecto al portafolio diversificado de referencia. Es de esperar que compañías que son más riesgosas tiendan a tener un beta superior a 1, mientras que otras consideradas menos riesgosas cuenten con un beta inferior a la unidad.

A los fines de este trabajo, el coeficiente será calculado conforme a la estimación de mínimos cuadrados ordinarios, por lo que el beta estará dado por la relación entre la covarianza de los retornos semanales del índice con los retornos semanales de la acción de Royal Caribbean Cruises y la varianza del índice.

$$\beta = \frac{Cov(Rm; Re)}{Var(Rm)}$$

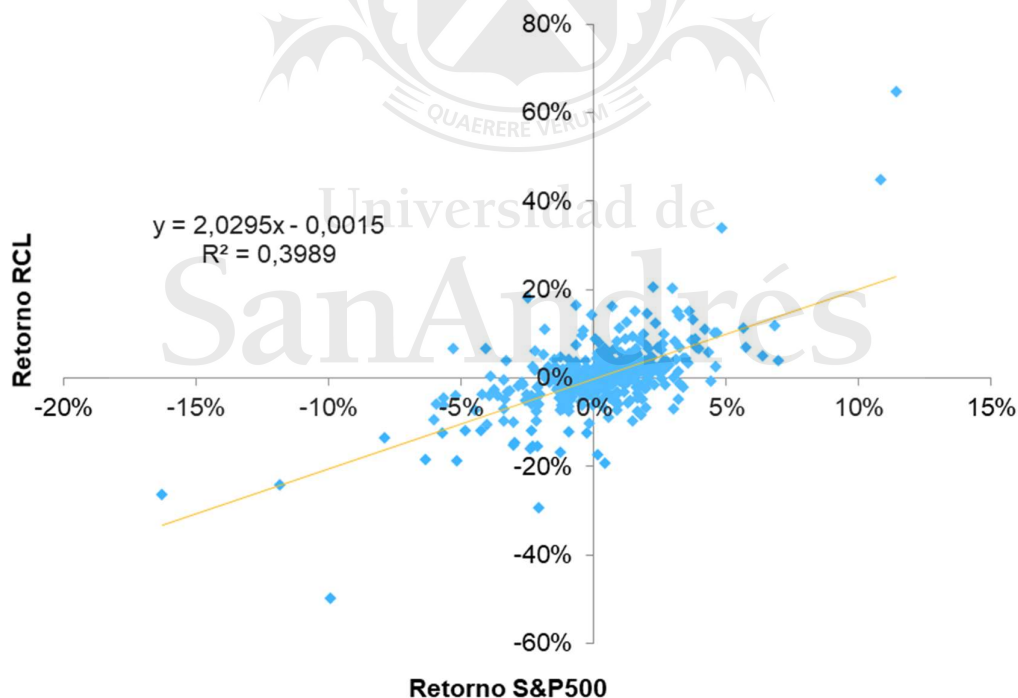
Siendo:

Cov(Rm; Re): Covarianza entre los retornos del mercado y los del activo; y

Var(Rm): Varianza del retorno del índice.

La medición se hizo para distintos intervalos temporales, debido a la irrupción de la pandemia. El primer período calculado comprende el período 2015-2019, considerando que, si bien los primeros indicios del COVID comenzaron a fines de 2019, empezaron a complicarse las actividades recién a principios de 2020. El siguiente período evalúa el coeficiente a partir de 2020 hasta fines de 2022, el cual arroja valores muy elevados, reflejando el riesgo que corría la compañía y la incertidumbre imperante en el mercado. Por último, se calculó un beta que contemple ambos períodos, el cual podría considerarse de mediano plazo donde la normalización de las operaciones de la compañía logren reducir el retorno requerido por el mercado.

Gráfico N°31. Retornos semanales de RCL vs. índice S&P 500, 2015-2022



Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance

Tabla N°18. Resultados de regresión lineal simple RCL vs. S&P500, 2015-2022

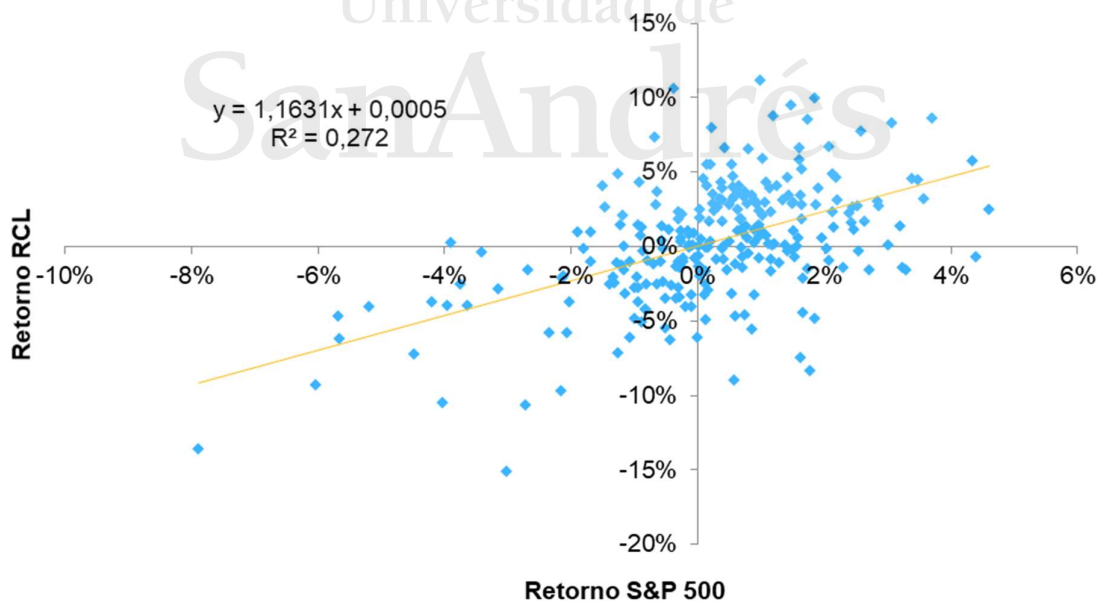
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,63
Coefficiente de determinación R ²	0,40
R ² ajustado	0,40
Error típico	0,06
Observaciones	413

<i>Análisis de la varianza</i>					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	1,05	1,05	272,78	0,00
Residuos	411	1,59	0,00		
Total	412	2,64			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,00	0,00	-0,48	0,63	-0,01	0,00
R(RCL)	2,03	0,12	16,52	0,00	1,79	2,27

Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

Gráfico N°32. Retornos semanales de RCL vs. índice S&P 500, 2015-2019



Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance

Tabla N°19. Resultados de regresión lineal simple RCL vs. S&P500, 2015-2019

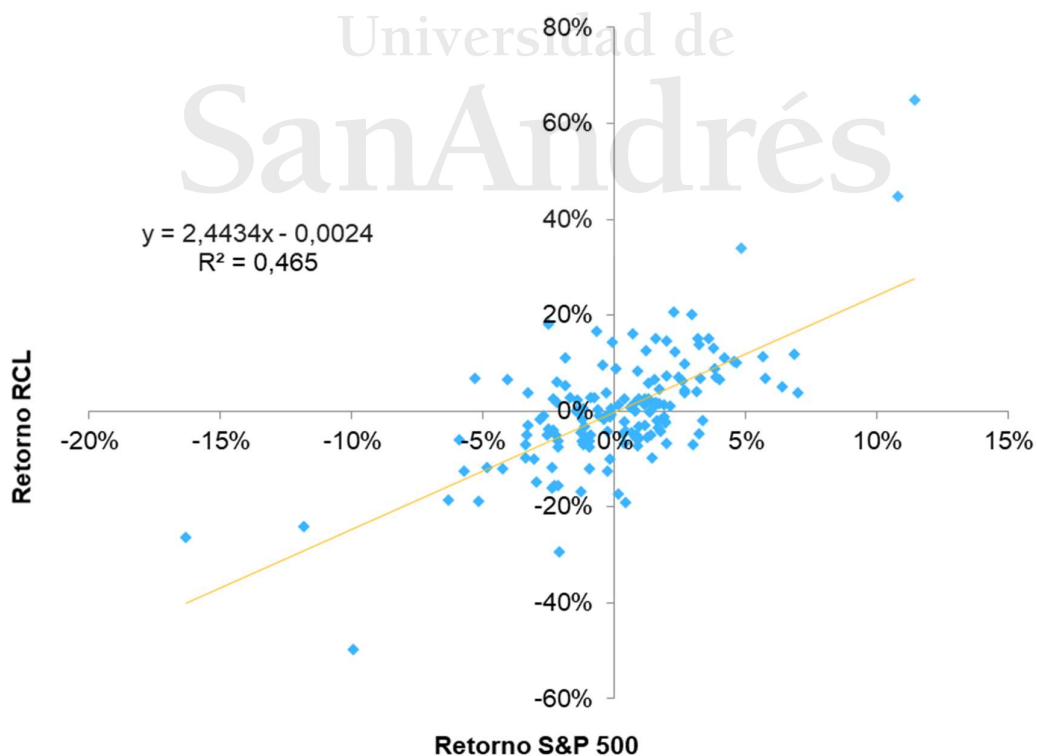
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,52
Coefficiente de determinación R ²	0,27
R ² ajustado	0,27
Error típico	0,03
Observaciones	260

<i>Análisis de la varianza</i>					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,11	0,11	96,38	0,00
Residuos	258	0,30	0,00		
Total	259	0,41			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,00	0,00	0,24	0,81	-0,00	0,00
R(RCL)	1,16	0,12	9,82	0,00	0,93	1,40

Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance

Gráfico N°33. Retornos semanales de RCL vs. índice S&P 500, 2020-2022



Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance

Tabla N°20. Resultados de regresión lineal simple RCL vs. S&P500, 2015-2019

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,68
Coefficiente de determinación R ²	0,46
R ² ajustado	0,46
Error típico	0,09
Observaciones	155

<i>Análisis de la varianza</i>					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	1,04	1,04	132,97	0,00
Residuos	153	1,20	0,01		
Total	154	2,24			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,00	0,01	-0,34	0,74	-0,02	0,01
R(RCL)	2,44	0,21	11,53	0,00	2,02	2,86

Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance

A modo de síntesis, los coeficientes obtenidos se exponen en la siguiente tabla:

Tabla N°21. Betas obtenidos para distintos períodos temporales

Período	β
2015-2022	2,03
2015-2019	1,16
2020-2022	2,44

Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance

Lejos de ser estable a lo largo del tiempo, el coeficiente ha fluctuado significativamente a lo largo de los últimos 20 años. Si evaluamos un beta de los últimos tres años para cada momento del tiempo, podemos ver que los principales cambios se dan típicamente en los años donde surge alguna crisis. En el gráfico que se expone a continuación se puede observar que hasta mediados de 2001 aproximadamente, el coeficiente se situaba levemente por encima de 1, mientras que para comienzos de 2002 se expande hacia 1,5, probablemente a raíz del atentado a las Torres Gemelas en septiembre de 2001. El coeficiente continuó escalando, y revirtió su tendencia hacia 2006-2007, retomando nuevamente a valores de cercanos a la unidad, hasta que la crisis bancaria de 2008-2009 lo hace retornar a 2. Hasta 2015 se mantuvo elevado, probablemente afectado por las crisis de deuda de Grecia y otros países europeos, se vuelve a estabilizar por debajo del 1,5 y escala nuevamente, con más fuerza, hacia valores de 2,5 a raíz de la crisis del COVID.

Gráfico N°34. Beta semanal calculado con ventanas temporales de 3 años



Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance

A fines de evaluar la consistencia de los betas calculados, se compararán los obtenidos en relación a sus pares del mercado. Dado que cada beta está influenciado por la estructura de capital de cada compañía, para ganar comparabilidad entre ellos debemos sustraer ese efecto. Sería de esperar que, si ajustamos los betas desapalancados de los competidores de acuerdo a la estructura de capital de Royal Caribbean, obtengamos valores razonablemente similares a los calculados de forma directa.

Tabla N°22. Beta reapalancado de Royal Caribbean a partir de los coeficientes de los competidores

	RCL	CCL	NCHL
Coefficientes obtenidos			
2015-2022	2,03	1,78	1,99
2015-2019	1,16	0,98	1,21
2020-2022	2,44	2,16	2,35
Coefficientes desapalancados			
2015-2022	0,96	0,65	0,69
2015-2019	0,83	0,70	0,77
2020-2022	0,86	0,53	0,56
Beta reapalancado por estructura de capital de RCL			
2015-2022	1,90		
2015-2019	1,02		
2020-2022	1,55		

Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance y 10-K de las compañías.

Los betas reapalancados de los períodos 2015-2022 y 2015-2019 muestran semejanzas respecto a lo calculado previamente, y están en línea con los betas

estimados para los competidores. Sin embargo, el beta de 2020-2022 difiere significativamente del calculado previamente y los registrados por los competidores. Esto probablemente se deba a las diferencias en las estructuras de capital. Ambos competidores tienen una relación deuda/equity que duplica el ratio que registra Royal Caribbean, lo cual genera una fuerte caída del beta una vez desapalancado y un incremento leve respecto al momento de reapalancarlo por la estructura propia de la empresa.

A fines de realizar la valuación se utilizará un beta de 1,16, reflejando una situación previa a la pandemia y operaciones normalizadas. La elección se debe a que el evento disruptivo que representó el COVID para la industria parece ya encontrarse controlado, y para encontrar eventos semejantes en la historia se requiere retrotraerse más de cien años. Si bien es cierto que el impacto de ese riesgo es elevado, dada su baja frecuencia sería demasiado conservador incluirlo de forma estructural en el beta, llevando a sobreestimar el costo del capital de la compañía.

Costo de la deuda

La compañía contaba con varias emisiones vigentes en el mercado al cierre de 2022 con vencimientos que llegaban hasta enero de 2029. Si bien podríamos tomar la tasa de retorno (YTM) de estas emisiones para estimar el costo de la deuda, esto no sería apropiado, debido a que la mayoría de éstas cuentan con opcionalidades que afectan la tasa requerida. Para excluir el efecto de estos factores, se utilizará el OAS de estas emisiones a la fecha de la valuación, y se lo adicionará a la tasa libre de riesgo vigente a dicho momento.

A la fecha de valuación, las emisiones de la compañía mostraban OAS requeridos mayores en los vencimientos que van entre 2025 y 2028 comparados con las emisiones de más largo plazo. Es posible que esto se deba a que los inversores podrían haber considerado más riesgoso el corto plazo debido al impacto que tuvo la pandemia sobre el nivel de actividad, pero entendieran que a mediano y largo plazo las operaciones de la empresa volverían a la normalidad. A partir de esto, se utilizará el OAS promedio de las emisiones con vencimiento en 2029, el cual asciende a 372 puntos básicos, o bien 3,72%, y se le adiciona la tasa libre de riesgo del 3,88%, arrojando un costo bruto de la deuda de 7,60%.

Tabla N°23. Composición de la deuda financiera vigente en mercado

(en millones de USD al 31/12/2022)

Vencimiento	OAS (bps)	Vigente	ISIN
06/2025	112	1.392	US780153AZ50
07/2026	668	650	US780153BH44
08/2026	658	1.000	US780153BJ00
07/2027	658	1.000	US780153BK72
08/2027	733	1.250	US780153BL55
10/2027	792	300	US780153AG79
03/2028	639	500	US780153AW20
04/2028	656	1.500	US780153BG60
01/2029	360	1.000	US780153BS09
01/2029	384	1.000	US780153BR26

Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

Dicho costo será ajustado por el efecto que la deuda produce en los resultados a través del impuesto a las ganancias. De esta forma, tendremos para los primeros dos años un costo efectivo de la deuda de 7,50%, y del 2025 en adelante del 6,46%, debido al cambio en la alícuota del impuesto a las ganancias.

4.5.WACC

A partir de los resultados obtenidos en los apartados anteriores, arribamos a un costo promedio del capital del 7,7%.

Tabla N°24. Cálculo del costo promedio del capital (WACC) de Royal Caribbean Cruises

Costo promedio ponderado del capital	
Tasa libre de riesgo	3,9%
Beta de Royal Caribbean Cruises Ltd.	1,16
Prima de riesgo de mercado	5,2%
Costo del capital accionario	9,9%
Costo de la deuda (antes de impuestos)	7,6%
Tasa de impuesto a las ganancias	15%
Costo de la deuda (neta de impuestos)	6,5%
Estructura de capital	
Capital accionario/Capital total	35,5%
Deuda financiera/Capital total	64,5%
WACC	7,7%

Fuente: Elaboración propia.

4.6. Valor terminal

Una vez estimados los flujos de fondos y el costo de capital promedio, es necesario calcular el valor terminal. Este valor representa el flujo de fondos futuro que se espera que la compañía genere en un período superior a los flujos detallados. Para su cálculo se hace uso del supuesto que la vida de la compañía es ilimitada, o su duración sea tal que tienda a infinito.

$$VT_N = \frac{FCFF_{N+1}}{(r - g)}$$

Para determinar el valor terminal, es imprescindible determinar la tasa de crecimiento estimada de largo plazo con la que contará la empresa. Para construirla se utilizarán las tasas de crecimiento real del PBI estimados para 2028 para las principales regiones donde la firma opera y sus respectivas tasas de inflación. De esta forma, la tasa de crecimiento nominal de largo plazo asciende a 4,31%.

Tabla N°25. Composición de la tasa de crecimiento nominal proyectada

Región	Participación en las ventas	Crecimiento real proyectado	Crecimiento ponderado	Inflación proyectada	Inflación ponderada	Crecimiento nominal
América del norte	61,3%	2,0%	1,23%	1,80%	1,10%	2,33%
Asia / Pacífico	14,7%	3,9%	0,57%	2,55%	0,37%	0,95%
Europa	18,6%	1,6%	0,30%	2,00%	0,37%	0,67%
Otras Regiones	5,4%	3,1%	0,17%	3,70%	0,20%	0,37%
Total			2,26%		2,05%	4,31%

Fuente: Elaboración propia en base a información del 10-K y proyecciones del FMI.

La utilización de esta tasa de crecimiento implica que la compañía continuará con una cuota de mercado en el largo plazo estable alrededor de los valores del último período proyectado explícito, por lo que todo crecimiento estará guiado principalmente por la demanda, que también se supone responde al ritmo de crecimiento de la economía. La tasa de crecimiento real de la economía calculada es inferior a la que la compañía registraba previo a la pandemia (5,2% interanual) y a la estimada por CLIA para el año 2027 (2,6% interanual), pero es lógico suponer que en el largo plazo el crecimiento se establezca en menores valores si se tiene en cuenta el tipo de industria.

4.7.Resultado de la valuación

Considerando todos los factores mencionados previamente, es posible definir un valor estimado de la acción de Royal Caribbean Cruises Ltd. al 31 de diciembre de 2022 a partir del modelo de flujos de caja descontados.

Tabla N°26. Resultado de la valuación de Royal Caribbean Cruises Ltd.

(en millones de USD, excepto por la cantidad de acciones y precio por acción)

Royal Caribbean Cruises Ltd.	
Fecha de valuación	31/12/2022
Tasa de descuento (WACC)	7,7%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	4,3%
Valor de Royal Caribbean Cruises Ltd.	39.865
Caja y equivalentes	1.935
Deuda financiera	-22.938
Valor del Equity de Royal Caribbean Cruises Ltd.	18.862
Cantidad de acciones	255.011.000
Precio por acción (USD)	73,96

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo al trabajo realizado, el valor de la compañía habría ascendido al cierre de 2022 a USD 39.865 millones. A fines de estimar el capital accionario, se incorporan al valor las tenencias en caja y equivalentes que la compañía registraba al cierre del período y se deduce la deuda financiera a valor de mercado, arribando a un valor de USD 18.862 millones, implicando un valor por acción de USD 73,96.

Dado que al 31 de diciembre de 2022 la acción cotizaba a USD 49,43, es posible que las expectativas de crecimiento y/o rendimiento que el mercado tenía sobre esta compañía sean inferiores a las consideradas en este trabajo, o bien una mayor percepción de riesgo.

4.8.Análisis de sensibilidad

El valor estimado de la compañía descansa sobre una serie de supuestos que podrían condicionar ex ante su resultado, es por eso que se suele realizar un análisis de sensibilidad de los factores relevantes del modelo a fines de determinar un rango de variación razonable del valor obtenido. Con este objetivo se plantearon los escenarios alternativos en apartados anteriores, cuyos resultados de la valuación se sintetizan en la tabla que se expone a continuación.

Tabla N°27. Análisis de sensibilidad de la valuación de Royal Caribbean Cruises Ltd.

(en millones de USD, excepto por la cantidad de acciones y el precio por acción)

Royal Caribbean Cruises Ltd.	Escenario pesimista	Escenario base	Escenario optimista
Fecha de valuación	31/12/2022	31/12/2022	31/12/2022
Tasa de descuento (WACC)	7,7%	7,7%	7,7%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	4,3%	4,3%	4,3%
CAGR Ventas próximos 6 años	9,9%	12,1%	12,6%
Margen operativo de largo plazo	18,0%	19,0%	20,0%
Valor de Royal Caribbean Cruises Ltd.	35.067	39.865	44.236
Caja y equivalentes	1.935	1.935	1.935
Deuda financiera	- 22.938	- 22.938	- 22.938
Valor del Equity de Royal Caribbean Cruises Ltd.	14.064	18.862	23.233
Cantidad de acciones	255.011.000	255.011.000	255.011.000
Precio por acción	55,15	73,96	91,11

Fuente: Elaboración propia.

Las diferencias de los escenarios alternativos respecto al escenario base se explican principalmente por el factor de la cantidad de pasajeros estimada por CLIA, la velocidad de la recuperación del margen operativo y su valor de largo plazo. La demora en la incorporación de las nuevas naves no presentaría, al menos en términos de este modelo, mayor impacto en el valor presente de la compañía para el escenario pesimista.

Dado que el valor terminal de la compañía típicamente determina una gran parte del valor intrínseco de la misma, es útil realizar un análisis de sensibilidad respecto a sus factores principales, siendo estos el WACC y la tasa de crecimiento de largo plazo considerada (g). A estos fines, se elabora una matriz donde se combinan algunas variaciones de los mismos a fines de determinar el rango razonable del valor de la acción.⁸

El rango de variación inferior utilizado para el WACC comprende hipotéticas contracciones en el OAS, o caídas en la tasa libre de riesgo de 100 y 200 puntos básicos ofreciendo un costo promedio del capital del 7,2% y 6,7%, respectivamente. En cuanto al rango superior, el mismo abarca los escenarios hipotéticos de una ampliación del OAS, o de la tasa libre de riesgo, en 100 y 200 puntos básicos, mostrando un WACC del 8,2% y 8,7%, respectivamente. Estos últimos valores son similares a otros escenarios alternativos en los que el coeficiente beta se incrementara a 1,5 y 1,75, respectivamente.⁹

⁸ Este análisis se realizará sobre los flujos estimados en el escenario base.

⁹ Cada una de estas variaciones se analizó de forma univariada a fines de observar cada fenómeno de forma separada. No obstante, ante un episodio de, por ejemplo, ampliación de OAS, es de esperar que el coeficiente beta también se incremente, generando un impacto conjunto mayor al estimado.

La variación de la tasa de crecimiento se sensibiliza de forma simétrica evaluando las distintas posibilidades de crecimiento de la economía en torno al valor utilizado en este modelo, considerando posibles variaciones en el crecimiento real o nominal de largo plazo.

Tabla N°28. Matriz de sensibilidad respecto a tasa de descuento y tasa de crecimiento

(precio por acción en USD)

WACC \ g	3,9%	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%
6,7%	113,50	129,11	147,54	169,63	196,61
7,2%	80,47	91,28	103,71	118,14	135,12
7,7%	57,02	64,98	73,96	84,18	95,89
8,2%	37,54	43,48	50,08	57,46	65,75
8,7%	22,83	27,45	32,52	38,11	44,31

Fuente: Elaboración propia.



5. Valuación por múltiplos

5.1. Determinación del múltiplo a utilizar

Otra forma de identificar el valor de una empresa es a partir de comparar distintos ratios o métricas operativas de empresas similares a la que se está evaluando. A diferencia del modelo de flujo de fondos descontados, que nos arroja un importe absoluto del valor intrínseco de la compañía, las valuaciones desarrolladas a través de múltiplos nos ofrecen una valoración relativa de la compañía, fuertemente condicionada por los precios de mercado vigentes.

A los fines de este trabajo se seleccionaron como comparables a las empresas que compiten con Royal Caribbean, Carnival Cruises y Norwegian Cruise Line Holding. La elección de éstas no solo se debe a la industria a la que pertenecen, sino también al ciclo de vida de las compañías, el tamaño de las mismas y el alcance global de sus operaciones.

Para este tipo de industria que registra un elevado nivel de depreciaciones, el ratio más conveniente a utilizar es el que relaciona el valor de la empresa (EV) y el EBITDA (EV/EBITDA), o bien respecto al flujo de caja operativo (EV/FCO). Una de las ventajas que nos provee esta métrica es que permite comparar empresas con distinta estructura de capital, dado que excluye el impacto de los intereses e impuestos que son consecuencia de las decisiones de financiamiento, pero como contrapartida se ve afectada por el hecho de no capturar las inversiones en CAPEX que deben realizarse.

Este ratio quedaría definido por:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{EBITDA}$$

Siendo:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Capitalización de mercado} + \text{deuda} - \text{caja}$$

Dado que desde 2020 hasta 2022 las actividades de la industria se vieron fuertemente afectadas, los valores obtenidos en dichos ratios en este último trienio se vuelven poco representativos además de volverse negativos, por lo cual se analizará el ratio EV/EBITDA registrado por los comparables en el período previo a la pandemia. En este intervalo temporal, el coeficiente tiende a contraerse en los últimos dos años a valores de EV que oscilan entre las 8 y 11 veces EBITDA, siendo superior para el caso

de Norwegian respecto a Carnival, debiéndose posiblemente a unas mayores perspectivas de crecimiento de la primera respecto a la segunda.

Tabla N°29. Evolución de ratio EV/EBITDA de compañías comparables

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
CCL	11,1	9,3	11,8	8,3	8,6	9,8
NCLH	16,2	11,5	11,3	8,5	10,1	11,5

Fuente: Elaboración propia en base a 10-K de las compañías e información extraída de Yahoo Finance.

Para determinar el valor de EV/EBITDA a utilizar para la valuación de Royal Caribbean Cruises, nos basaremos principalmente en las variables que se exponen en el siguiente cuadro.

Tabla N°30. Métricas relevantes de las compañías comparables con Royal Caribbean Cruises Ltd.

	RCL	CCL	NCLH	Promedio
Crecimiento de las ventas (CAGR 5 años)	7,2%	7,3%	10,4%	8,3%
Crecimiento EPS (CAGR 5 años)	31,2%	17,7%	23,0%	24,0%
Margen Operativo (2019)	19,0%	15,7%	18,2%	17,7%
ROE (2019)	16,4%	12,0%	14,6%	14,3%
ROA (2019)	7,2%	7,5%	7,4%	7,4%
Crecimiento de Ventas/APCD (CAGR 5 años)	3,9%	4,0%	3,3%	3,7%
Deuda/EV (2022)	64,5%	74,3%	73,7%	70,9%
Ingresos/APCD (en USD)	264,30	238,21	336,00	279,50
EV/EBITDA (2019)	9,5x - 10x	8,6	10,1	9,3

Fuente: Elaboración propia en base a 10-K de las compañías e información extraída de Yahoo Finance.

Pese a que en el lustro 2015-2019 Royal Caribbean registró el menor crecimiento de ventas totales, cuando analizamos esa evolución respecto a los días disponibles para los pasajeros, la evolución se vuelve similar a la de la compañía líder de la industria. Esto se refleja en el crecimiento de las ganancias por acción (EPS) en el mismo período y un retorno sobre el capital (ROE) superior a sus comparables, pese a registrar un retorno sobre activos levemente inferior a éstas.

Por último, las tres compañías exhiben un elevado nivel de deuda respecto al valor de la compañía, característica típica de la industria que se acentuó con motivo de la pandemia, pero Royal Caribbean Cruises muestra un coeficiente inferior.

Conforme a las observaciones expuestas, sería razonable estimar un EV/EBITDA de Royal Caribbean Cruises para los próximos años en el rango 9,5x – 10x, entendiendo que al momento de la valuación se encontraba mejor posicionada que sus comparables. En el cuadro que se expone a continuación se utilizan tres valores dentro del rango mencionado para determinar el valor razonable de la compañía a partir del EBITDA proyectado en el escenario base para 2025.

Al basarnos en el EBITDA estimado a futuro para determinar el EV de la compañía, deberemos traer a valor presente el resultado obtenido y luego descontar la deuda neta para determinar el capital accionario de la empresa.

Tabla N°31. Resultados de la valuación por múltiplos

(en millones de USD, excepto el ratio EV/EBITDA, cantidad de acciones en circulación y el precio por acción).

Múltiplo de mercado	Límite inferior	Valor medio	Límite superior
EV/EBITDA	9,50	9,75	10
Información financiera de la compañía			
EBITDA (2025e)		4.964	
Valuación por múltiplos			
Valor de la empresa	37.770	38.764	39.758
Deuda	22.938	22.938	22.938
Caja y equivalentes	1.935	1.935	1.935
Valor del capital accionario	16.767	17.761	18.755
Cantidad de acciones en circulación		255.011.000	
Precio por acción (en USD)	65,75	69,65	73,55

Fuente: Elaboración propia en base a 10-K de la compañía

El valor calculado para la acción se encuentra por encima de la cotización al cierre de 2022, cuando operaba a USD 49,43. Esta divergencia podría estar indicando que el mercado estima un ritmo de crecimiento o rendimiento menor al estimado en este trabajo, o bien una mayor percepción de riesgo.

5.2. Análisis de sensibilidad

A los fines de enriquecer el análisis, es posible también realizar una matriz de sensibilidad del precio de la acción para distintos niveles de EBITDA y de ratio EV/EBITDA, el cual se desarrolla en el siguiente cuadro, ampliando un poco más el rango del ratio seleccionado y evaluando variaciones del EBITDA de hasta 10%.

Tabla N°32. Matriz de sensibilidad al EBITDA y ratio EV/EBITDA

(EBITDA en millones de USD, precio de la acción en USD)

		EV/EBITDA					
		8,5	9	9,5	10	10,5	11
EBITDA	4.438	36,11	43,08	50,05	57,02	63,99	70,96
	4.701	43,14	50,52	57,90	65,28	72,67	80,05
	4.964	50,16	57,95	65,75	73,55	81,34	89,14
	5.089	53,49	61,48	69,47	77,46	85,45	93,44
	5.213	56,81	65,00	73,18	81,37	89,56	97,74

Fuente: Elaboración propia.



Universidad de
San Andrés

6. Conclusiones

Royal Caribbean Cruises Ltd. cuenta con una larga trayectoria en la industria de cruceros vacacionales, siendo la segunda empresa más grande del mundo del sector. Pese al gran impacto que sufrió en los últimos años la industria del turismo en general con motivo de la pandemia de COVID-19, la compañía se encuentra operativa, mostrando una acelerada recuperación a niveles pre pandemia y con perspectivas de crecimiento en línea con la industria.

La mayor parte del público de la compañía son pasajeros estadounidenses, lo cual lo torna un mercado determinante en materia de sus ingresos. No obstante, el alcance global de las marcas con las que cuenta la compañía le permiten atender mercados de otras regiones, donde se destaca el continente europeo, así como las regiones de Asia y el Pacífico, registrando estas últimas un crecimiento proyectado de mediano-largo plazo más elevado que los mercados desarrollados.

Utilizando la metodología de los flujos de caja descontados se obtiene un valor intrínseco de la acción de USD 73,96 en el escenario base, mientras que a través de la sensibilización de los volúmenes de ventas y los márgenes operativos arribamos, en un escenario adverso para la compañía, a un valor de USD 55,15, en tanto que en uno más favorable alcanza los USD 91,11.

A través de la valuación por múltiplos, utilizando el ratio EV/EBITDA, se estimó un precio por acción comprendido en el rango que va de los USD 65,75 a los USD 73,55. A fines de determinar el ratio apropiado para la compañía se analizó los indicadores que ésta presentaba en relación a las empresas comparables, concluyendo que el múltiplo de Royal Caribbean debía encontrarse en el rango superior del intervalo que exhibían las demás compañías.

Tanto el resultado obtenido a través del modelo de flujos de caja descontados como el calculado a través del método de múltiplos son superiores al precio observado en el mercado, lo cual podría indicar que éste estaría descontando perspectivas de crecimiento y/o retornos menores a las consideradas en este trabajo, o una mayor percepción del riesgo implícito.

7. Bibliografía

Académica

Brealey, R. y Myers, S. (2006). Principios de finanzas corporativas. MC Graw Hill.

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (tercera edición). Wiley Finance.

Fabozzi, Frank J. (2004). Fixed Income analysis for the Chartered Financial Analyst® Program, 2nd edition. Frank J. Fabozzi Associates.

Hooke, Jeffrey C.. (2010). Security Analysis and Business Valuation on Wall Street: a comprehensive guide to today's valuation methods. (primera edición). Wiley Finance.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. Review of Economics and Statistics (47), 13-37.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance (19), 425-442.

Reportes y artículos

Carnival Corporation & PLC. Reporte anual (2014-2022) <<https://www.carnivalcorp.com/investor-relations>>.

CLIA. 2022 Global Market Report. 2023 <<https://cruising.org/-/media/clia-media/research/2023/2022-1r-clia-001-overview-global-final.ashx>>.

CLIA. The state of the cruise industry 2023. Mayo 2023 <https://cruising.org/-/media/clia-media/research/2023/clia_state-of-the-cruise-industry-report-sept-2023-update-live.ashx>.

Deloitte. 2023 travel industry Outlook. <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/us-2023-travel-outlook.pdf>>.

FMI. World Economic Outlook: A Rocky Recovery. Washington, DC. April. 2023.

KPMG. Global Leisure Perspectives. Junio 2023 <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/uk/pdf/2023/06/global-leisure-perspectives-2023.pdf>>.

Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.. Reporte anual (2014-2022) <<https://www.nclhld.com/investors>>.

Royal Caribbean Cruises Ltd.. Reporte anual (2011-2022) <<https://www.rclinvestor.com/>>.

Royal Caribbean Cruises Ltd.. Reporte trimestral (2015-2022)
<<https://www.rclinvestor.com/>>.

Tourism Economics. Travel & Tourism | Cruise Outlook. Can rebounding demand keep up with increases in supply?. 27 de Enero 2023
<<https://www.oxfordeconomics.com/resource/cruise-outlook-can-rebounding-demand-keep-up-with-increases-in-supply/>>.

Sitios web

Cruise Market Watch. <<https://cruisemarketwatch.com/>>.

Florida-Caribbean Cruise Association. <<https://www.f-cca.com/>>.

Moody's. <<https://www.moody.com/>>.

Reserva Federal de Estados Unidos. Daily Treasury Yield Curve Rates. 10 oct. 2023
<https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_real_yield_curve&field_tdr_date_value_month=202310>.

S&P Global. <<https://www.spglobal.com/>>.

Seeking Alpha. <<https://seekingalpha.com/>>.

The Motley Fool, The. <<https://www.fool.com/>>.

Yahoo Finance. <<https://finance.yahoo.com/>>.

Universidad de
San Andrés