



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Magister en Finanzas**

**Valuación de American Express Company**

**Autor: Alejandro Silva**

**DNI: 32.787.732**

**Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein**

**Buenos Aires, 18 de Mayo de 2020**

## Contenido

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 1     | Resumen.....  | 4  |
| 2     | Descripción del Negocio e Historia .....                  | 5  |
| 2.1   | Unidades de Negocio .....                                 | 6  |
| 3     | Análisis de la Industria de Pagos .....                   | 7  |
| 3.1   | Ciclo de Pagos: Participantes .....                       | 7  |
| 3.1.1 | Red de Tarjetas.....                                      | 9  |
| 3.1.2 | Adquirente .....  | 10 |
| 3.1.3 | Emisores .....  | 12 |
| 3.1.4 | Comercio adherido.....                                    | 12 |
| 3.2   | Características de la Industria .....                     | 12 |
| 3.3   | Crecimiento de la industria .....                         | 12 |
| 3.4   | Proyección del Volumen de Pagos .....                     | 14 |
| 3.5   | Tendencias en la industria de pagos .....                 | 19 |
| 3.6   | Tendencias de los clientes en la industria de pagos ..... | 20 |
| 3.7   | FINTECHS .....  | 21 |
| 4     | Análisis de la Competencia.....                           | 22 |
| 4.1   | Concentración del mercado .....                           | 24 |
| 4.2   | Dominancia de Visa y MasterCard: Causas .....             | 30 |
| 4.3   | VISA .....  | 31 |
| 4.4   | Modelo de negocio de MasterCard.....                      | 36 |
| 4.5   | Discover .....  | 36 |
| 5     | Análisis de la Compañía.....                              | 36 |
| 5.1   | Desglose de los ingresos de la compañía .....             | 40 |
| 5.2   | Tasa de Descuento al Comercio .....                       | 43 |
| 5.2.1 | Programa Opt Blue .....                                   | 44 |
| 5.3   | Facturación de American Express .....                     | 44 |
| 5.3.1 | Ingresos por Costo de la tarjeta .....                    | 50 |
| 5.3.2 | Préstamos.....  | 50 |
| 5.4   | Desglose de Gastos .....                                  | 53 |
| 5.4.1 | Gastos operativos.....                                    | 54 |
| 5.4.2 | Administración del Riesgo .....                           | 55 |
| 5.5   | Factores de Riesgo de American Express .....              | 57 |
| 5.6   | Iniciativas Estratégicas de American Express .....        | 60 |
| 5.6.1 | Descripción de las Iniciativas Estratégicas .....         | 60 |

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 6      | Análisis Financiero.....  | 64 |
| 6.1    | Capital.....  | 64 |
| 6.2    | Resultado Operativo.....  | 67 |
| 6.3    | Análisis por Unidad de Negocio .....                                      | 68 |
| 6.4    | Análisis de Dupont y Retorno sobre Activos .....                          | 71 |
| 6.5    | Comparación con las competidoras de American Express .....                | 72 |
| 7      | Valuación por Flujos de Fondos Descontados.....                           | 73 |
| 7.1    | Márgenes y participación de gastos sobre las ventas.....                  | 74 |
| 7.2    | Armado de Escenarios.....   | 74 |
| 7.2.1  | Escenario Base.....   | 77 |
| 7.2.2  | Escenario Pesimista .....   | 77 |
| 7.2.3  | Escenario Optimista .....   | 78 |
| 7.2.4  | Tasa de Descuento de los fondos.....                                      | 79 |
| 7.3    | Valuación de la compañía por los flujos de fondos descontados .....       | 81 |
| 7.3.1  | Valuación por Múltiplos .....   | 82 |
| 7.3.2  | Múltiplos seleccionados para American Express y Discover.....             | 83 |
| 8      | Conclusiones.....   | 84 |
| 9      | Glosario .....  | 86 |
| 10     | Anexo.....  | 87 |
| 10.1   | Estados Consolidados de American Express .....                            | 87 |
| 10.1.1 | Estado de Resultados .....  | 87 |
| 10.1.2 | Estado de Situación Patrimonial Consolidado.....                          | 88 |
| 10.1.3 | Estado de Flujo de Efectivo .....   | 89 |
| 10.2   | Comparativo de Estados de Resultados de las principales competidoras..... | 91 |
| 10.3   | Estados de Resultados por Segmento.....                                   | 92 |
| 10.4   | Proyección de Flujo de Fondos: Escenario Base .....                       | 94 |
| 10.5   | Proyección de Flujo de Fondos: Escenario Pesimista.....                   | 95 |
| 10.6   | Proyección de Flujo de Fondos: Escenario Optimista .....                  | 96 |
| 11     | Bibliografía .....  | 97 |

## **AMERICAN EXPRESS**

### **1 Resumen**

La intención del presente trabajo es realizar una valuación de la compañía financiera American Express. La compañía emite tarjetas directamente, así como también por medio de socios, y tiene su propia red de tarjeta.

Gracias a su modelo de negocio basado en el gasto de sus tarjetahabientes, así como por los beneficios que brinda a los mismos por tener su tarjeta; se ha ganado un lugar entre las redes de tarjetas más importantes a nivel mundial y un prestigio en términos de marca.

A lo largo de este documento se presenta un análisis de la industria de pagos, tendencias actuales, un análisis de la competencia como así también un detalle de las perspectivas para la compañía en los próximos años de sus directivos.

Con toda esta información es que se realiza una valuación por medio de los flujos descontados y también una por medio de sus múltiplos.

Para la estimación via flujo de fondos se construyen tres escenarios basados en distintas proyecciones; descontando dichos flujos por el costo promedio ponderado del capital.

Posteriormente para la valuación via múltiplos se realizó una comparación con otras compañías con un modelo de negocio similar y se calculó los múltiplos de: PE y P/BV.

Las valuaciones arrojan los siguientes resultados:

- Valuación por Flujos de Fondos Descontados de las acciones: US\$159.468,47 millones de dólares bajo el escenario base
- Valuación por Múltiplos de las acciones: Arroja un rango entre US\$89.160 y US\$98.923,6 millones de dólares; usando los valores medios de los múltiplos P/BV y PE respectivamente.

Al 31/12/2018, el precio de mercado de la acción era de US\$93,10 arrojando un valor total de las mismas de: US\$78.855,7 millones de dólares

## 2 Descripción del Negocio e Historia

American Express es una compañía global de pagos que provee a sus clientes con productos y experiencias que enriquece sus vidas y construye el éxito del negocio. Sus principales productos y servicios son: Tarjetas de crédito, tarjetas de compra (cargo) y servicios relacionados con viajes.

Fue fundada en 1850 como una sociedad anónima y posteriormente conformada como la New York Corporation en 1865.

Las principales unidades de negocio son: Global Consumer Services Group (GCSG), Global Commercial Services (GCS) y Global Merchant & Network Services (GMNS).

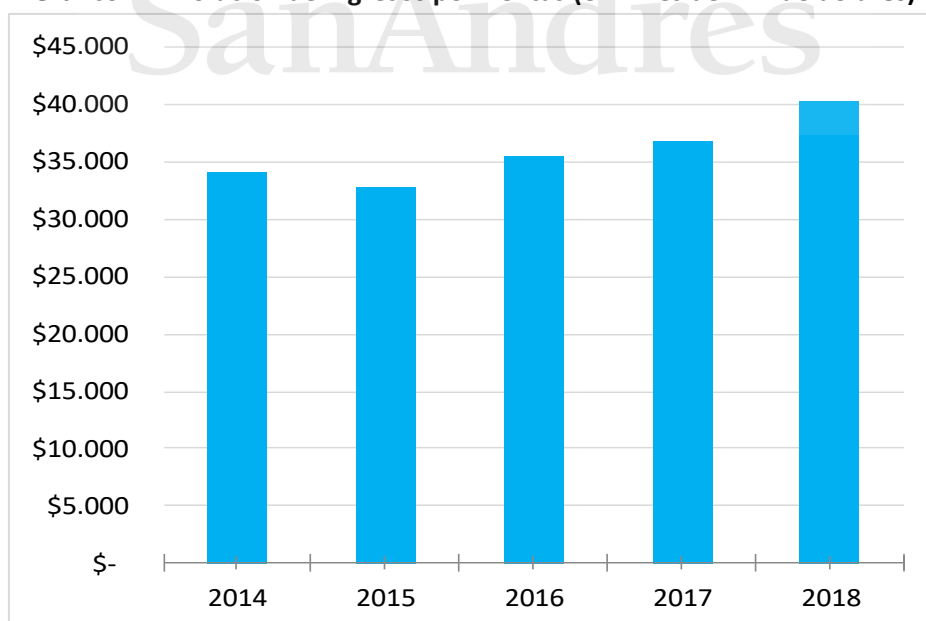
Los productos y servicios ofrecidos por las unidades de negocio arriba mencionadas son:

- Tarjeta de Compra (cargo), tarjetas de crédito y otros productos de pago y financiación.
- Adquisición, proceso de transacciones y servicios a los comercios adheridos; así como información de marketing en el punto de venta.
- Servicios de red
- Servicios de prevención de fraudes y de fidelización de clientes;
- Servicios relacionados a viajes

En el último año, la compañía alcanzó ventas por un total de \$40.338 millones de dólares, con un resultado neto de 6.921 millones de dólares.

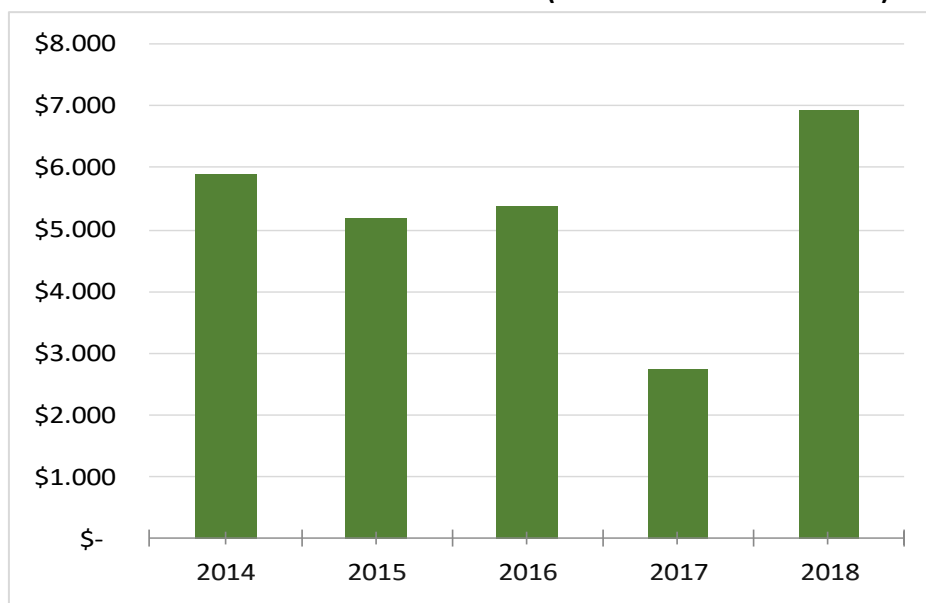
A continuación, se muestra la evolución del ingreso por ventas y del resultado neto a lo largo de los últimos 5 años, con una tasa de crecimiento compuesta promedio del 3,4% para los ingresos por ventas y de 3,3% para el resultado neto.

**Gráfico 1: Evolución de Ingresos por Ventas (en miles de mil. de dólares)**



Fuente: Reporte 10k de American Express 2018

**Gráfico 2: Evolución de Resultado Neto (en miles de mil. de dólares)**



Fuente: Reporte 10k de American Express 2018

## 2.1 Unidades de Negocio

Debajo se muestra una descripción de las unidades de negocio de la compañía:

- **Global Consumer Services Group (Servicios de Consumo global)**

Las tarjetas de compra están diseñadas como método de pago para los “Socios” (tarjetahabientes), los cuales pagan el monto completo del resumen mensualmente.

La aprobación de los cargos está sujeta a una variedad de factores, incluyendo el patrón de consumo del cliente, el historial de pagos, el historial crediticio y sus ingresos.

La oferta de productos también incluye otro tipo de tarjetas (“de crédito”) que permite a los clientes financiar ciertos cargos. Esta flexibilidad consiste en darle a los clientes la opción de pagar su resumen completo del mes o dejar una parte del saldo a financiarse.

Otros productos permiten a los clientes hacer pagos mensuales de ciertas compras o ciertos montos de compra durante un período fijo de tiempo.

Adicionalmente existen productos emitidos bajo “alianzas” con otras empresas, como el caso de Delta Airlines.

GCSG emite principalmente una amplia gama de tarjetas de consumidor patentadas a nivel mundial. GCSG también brinda servicios a los consumidores, incluidos servicios de viajes y productos de financiamiento sin tarjeta, y administra ciertas empresas conjuntas internacionales y acuerdos de asociación en China

- **Global Commercial Services (Servicios comerciales globales)**

Esta unidad de negocio está relacionada a la oferta de tarjetas corporativas en distintos países (aproximadamente 95) en la moneda local de cada país; así como tarjetas corporativas en dólares y euros en alrededor de 110 países.

Adicionalmente bajo esta unidad se incluyen productos y servicios, incluyendo tarjetas de compra, de crédito y pagos y soluciones financieras no asociados a tarjetas, para las pequeñas y medianas empresas tanto de EEUU como a nivel internacional.

- **Global Merchant & Network Services (Servicios globales de comercios y redes)**

Esta unidad construye y administra las relaciones con millones de comercios alrededor del mundo que aceptan *Amex* y atrae nuevos comercios para la aceptación de tarjetas, acordando una tasa de descuento (una comisión que se carga al comercio por aceptar la tarjeta Amex) y maneja los servicios para estos comercios.

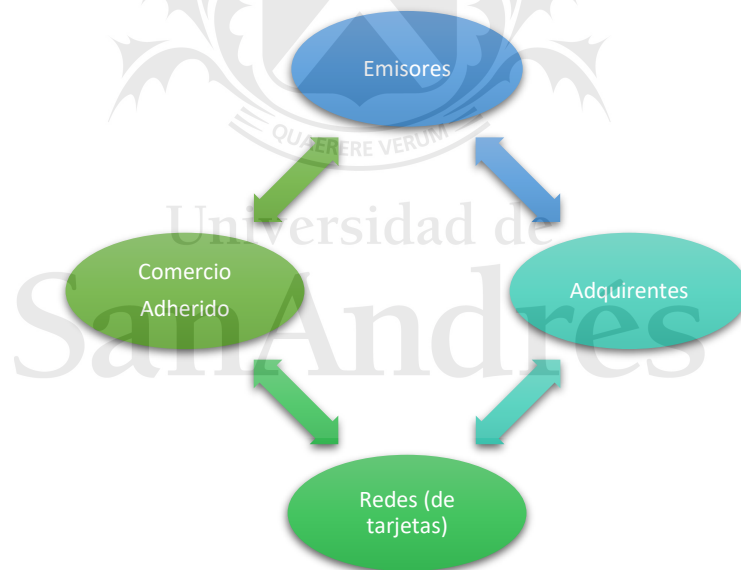
Adicionalmente se construye y mantiene relaciones con los adquirentes y procesadores, para administrar distintos aspectos de la relación con los comercios.

### 3 Análisis de la Industria de Pagos

#### 3.1 Ciclo de Pagos: Participantes

Para hablar de la industria, revisemos primero los actores que participan en la misma:

**Gráfico 3: Participantes en la Industria de Pago**



Cada uno participa en una etapa distinta del ciclo de pago. Dichas etapas transcurren desde que el cliente usa su tarjeta hasta que se reciben los fondos.

**Gráfico 4: Ciclo de Pagos**



*Fuente: Presentación Industria de Pagos<sup>1</sup>*

El flujo anterior depende del esquema de tarjeta usado; el cual a su vez dependerá del emisor de la misma.

Si el emisor es American Express (Amex) o Discover los pasos descritos anteriormente ya no aplicarían debido a que la transacción será canalizada a través de la red propia de cada uno y toda la información será guardada por dicha compañía.

A partir de lo anterior se pueden identificar 5 actores que participan en el sistema de pagos, cada uno con su **“costo”** respectivo.

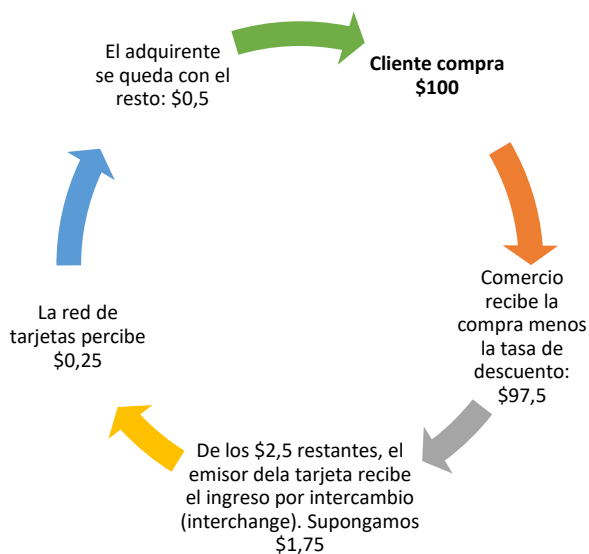
Por ejemplo: Una compra de \$100 en un comercio adherido con una tasa de descuento al comercio de 2,5%, tiene el siguiente desglose:

---

<sup>1</sup> Ver detalle en Bibliografía



**Gráfico 5: Comisiones asociadas al ciclo de pagos**



Fuente: Presentación Industria de Pagos

### 3.1.1 Red de Tarjetas

El propósito de las mismas es brindar autorizaciones de transacciones de manera segura y en tiempo real, así como detección de fraudes. Básicamente son las que permiten que se puedan ejecutar las transacciones vía tarjetas, conectando a las partes involucradas

La red de tarjetas se puede clasificar en dos tipos:

1. Un esquema de tres partes o **Modelo de Circuito cerrado** (American Express y Discover): Los adquirentes que a su vez son los emisores de tarjetas, el comercio y el tarjetahabiente.
2. Un esquema de cuatro partes o **Modelo de Circuito abierto** (Visa y MasterCard): La red de tarjetas permite a los adquirentes ser figuras distintas de los bancos emisores de la tarjeta.

Entre las características del modelo de circuito cerrado se tiene:

- El emisor está presente en cada paso del proceso de compra
- La tasa de descuento aplicada al comercio es un ingreso al 100%
- No participa en el sistema de intercambio
- Para aumentar su presencia debe emitir tarjetas así como sumar terminales a su red
- Aquí quien emite la tarjeta es quien asume el riesgo de crédito, pero también es quien se hace acreedor de las comisiones por membresía, por pagos fuera de término y el ingreso por intereses
- Poseen mayor información del cliente; dado que están más involucrados en todo el proceso de compra
- Es un modelo más centrado en el volumen de pagos; más que en cantidad de transacciones

Teniendo en cuenta esto podemos ver que existe una posición dominante en el mercado, concentrando el 80% de las transacciones a nivel mundial, de parte de Visa y MasterCard. Según

datos al 2015, American Express representaba menos de 5% de las ventas (con un volumen de transacciones a nivel global de aproximadamente u\$s7,3 mil millones).

### 3.1.1.1 Ingresos en las redes de tarjetas:

Los mismos provienen principalmente de:

- Comisiones de aceptación: Siendo la misma una porción de la tasa de descuento del comercio, pagado a las redes por facilitar la transacción. Suele ser un porcentaje del volumen de transacciones sin importar el monto de la misma; y por tanto es un monto fijo.
- Comisiones basadas en el volumen transado (no el procesado)
- Comisiones por transacciones internacionales<sup>2</sup>: Basado en los ingresos por servicios generados en el extranjero, los cuales son un producto del volumen de pagos. Puede fluctuar debido al tipo de cambio y por acuerdos de los comercios en el precio: un menor precio a cambio de mayores volúmenes (ejemplo: Costco).

El crecimiento de los ingresos aquí está basado en el efecto red; los comercios se sumarán a la misma si es que hay consumidores dispuestos a usarlas; y los consumidores usaran dicha red si es que hay comercios que las acepten. Por lo anterior las mismas están sujetas a los efectos de escala y el reconocimiento que una marca de tarjeta tenga es clave para que el comercio decida aceptarla o no.

Los bancos se ven beneficiados de los incentivos que las redes puedan brindar para el uso de ellas; ya que se asociará a un mayor ingreso por comisiones, intereses y demás cargos que el banco pueda cargar a un cliente.

### 3.1.1.2 Riesgos de las redes de Tarjetas

Entre los riesgos se pueden mencionar a:

- Avance de Union Pay
- Expansión fuera de China de Alipay
- Abaratamiento de costos a causa del Blockchain
- Uso de ACH
- Cadenas comerciales como Amazon, Walmart, Costco están formando sus propias redes
- Erosión de la valorización de la marca, a través de los canales móviles o digitales; donde el logo de la tarjeta es menos visible
- Regulación en EEUU respecto a comisiones de las tarjetas
- Altos costos para transacciones internacionales

### 3.1.2 Adquirente

Se denomina así a los que procesan los pagos en los comercios adheridos a las redes de tarjetas de credito. Como ejemplo podemos citar a First Data.

Ellos son el nexo entre la red y el comercio y actúan como un enlace entre ambos enviando la información de la tarjeta y los detalles de la transacción a la red.

---

<sup>2</sup> En inglés: Assessment fee.

Aquí hay que hacer una salvedad: existen casos donde el emisor de la tarjeta es a su vez el “adquirente”. A estos modelos se les denomina: “Modelos de circuito cerrado”.

Ejemplos de estos:

- ChaseNet
- American Express

Los ingresos del adquirente provienen principalmente de la tasa de descuento al comercio. Esta es un cargo mensual que cobra un adquirente al comercio adherido para procesar la transacción; la cual incluye la “tasa de intercambio” (comisión que paga el adquirente al emisor de la tarjeta) y la tarifa de red. Esta tasa es normalmente constante por transacción más un porcentaje del valor de la misma.

Otra forma por la que obtiene dinero es mediante el interés variable a partir del dinero pagado por el banco emisor al adquirente, pero aún no pagado al comercio (en el lapso de 1 a 3 días).

Algunas funciones del *adquirente* son:

- **Servicios de cuenta al comercio:** Los adquirentes son los bancos con quien los comercios mantienen las cuentas bancarias; permitiendo a los comercios recibir pagos con tarjeta. Entre las funciones se incluye el manejo de las cuentas y los saldos, la información del cliente, provisión de capital de trabajo o líneas de crédito, etc.
- **Selección del método de aceptación:** Los adquirentes son los que configuran las terminales a los comercios para la aceptación de tarjeta.
- **Procesamiento de transacciones:** La terminal procesa el pedido de autorización para la transacción; esta viaja hacia el banco emisor donde se aprobará si es que la cuenta del cliente está en orden; y esa decisión será transmitida nuevamente a la terminal del comercio.
- **Procesamiento de compensación y liquidación:** El adquirente liquida y compensa las transacciones al comercio.

### 3.1.2.1 Tipos de Adquirentes

Existen distintos tipos de adquirentes, a saber:

1. *Bancos comerciales*
2. *Procesadores Integrados*
3. *Organización de Ventas Independiente (ISO por sus siglas en inglés)*

Para el caso de American Express existe una vasta red de socios adquirentes con los que la compañía trabaja para incrementar su presencia, entre ellos:

- ✓ First Data
- ✓ Square
- ✓ Bank of America
- ✓ Wells Fargo

En cuanto a la porción de mercado a nivel global, los adquirentes dominantes son diversos; y se da que los que son relevantes en EEUU, no lo son fuera de ese país<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> The Nilson Report 2017

### 3.1.3 Emisores

Son las instituciones financieras que emiten la tarjeta a los clientes. Dichas tarjetas pueden ser débito o crédito.

Estos emisores perciben "comisiones por intercambio" de parte de los adquirentes, siempre que se trate de un sistema de circuito abierto.

A su vez son los que perciben los mayores ingresos dentro del circuito que procesa una transacción, debido a que son los que asumen el riesgo de crédito y son los dueños de la relación con el cliente.

Los emisores compiten en: recompensas, tasas de interés, servicios, reputación, marca (caso de Amex), y también por los tipos de clientes que pueden obtener basados en calificaciones de score crediticio

### 3.1.4 Comercio adherido

Es quien paga la tasa de descuento al comercio (MDR) como una comisión de una transacción típica. El precio de venta menos dicha tasa, es lo que se deposita en la cuenta bancaria del comercio.

## 3.2 Características de la Industria

Analizaremos algunos puntos de esta industria:

**Cuadro 1: Comparativo de Pros y contras de la industria**

| Aspectos positivos de la Industria   | Aspectos negativos de la Industria  |
|--|---|
| Crecimiento relacionado más a la industria que a la macroeconomía  | Alta regulación a nivel global, dada la necesidad de sus productos                          |
| Hay un proceso continuo de reemplazo del uso del efectivo por el "dinero digital"                              | Incertidumbre sobre los movimientos de ciertos jugadores                                    |
| Compañías tradicionales tienen una marca, reputación y facilidad en el uso que las protege contra las Fintechs | Grandes comercios que demandan más beneficios para la aceptación del medio de pago          |
| Los productos de esta industria son una parte crítica de la economía global; con variaciones según la región.  | Posibilidad de un deterioro de la marca debido al surgimiento de billeteras digitales       |
| Es un negocio basado en la escala.   | Potencial en el Blockchain: Posible ventaja competitiva o una amenaza a la economía en red. |
| Modelo de negocio no intensivo en capital.   |   |
| Existen efectos de redes   |   |

### 3.3 Crecimiento de la industria

El mismo está determinado por factores como:

- El uso de tarjetas (a nivel consumo personal) depende de factores como:
  - Ingreso real disponible
  - Tasa de interés real
  - Penetración de tarjetas
- El PBI nominal

- Penetración del uso de efectivo y cheques

Para evaluar esto, podemos recurrir a dos métricas básicas de la industria: el volumen de la transacción y el número de transacciones hechas con un cierto medio de pago.

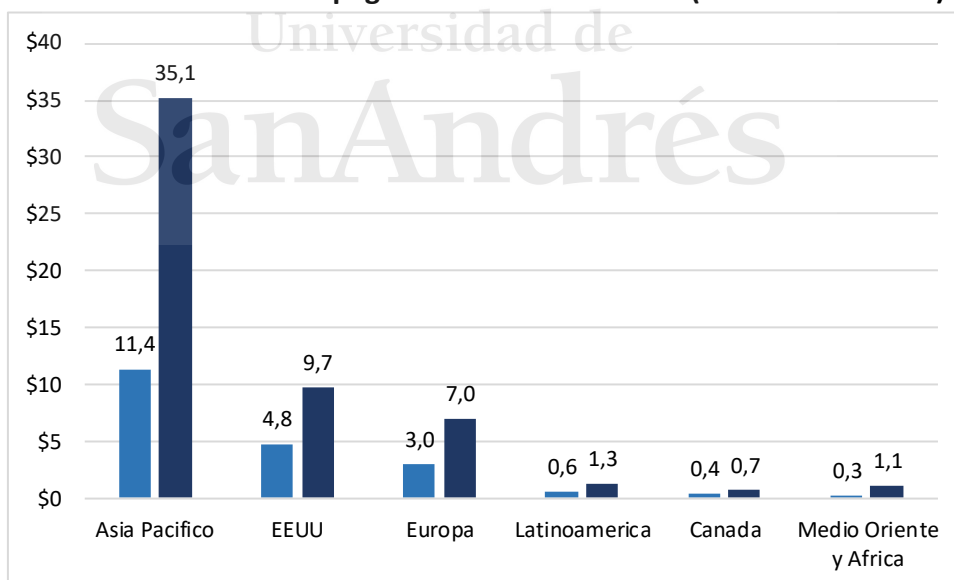
Entre los incentivos al uso de la tarjeta se pueden enumerar: son seguras ante robo, los usuarios pueden obtener algún tipo de "recompensa" por su uso (programas de puntos, por ejemplo), desde el punto de vista fiscal sirven para transparentar transacciones y mejorar la recaudación de impuestos por parte del gobierno.

Por otro lado, MasterCard plantea 4 categorías en la evolución de un país al pasar de usar predominantemente efectivo a usar otro medio de pago no relacionado con él:

- **Origen:** Transacciones en efectivo son altas debido a la ausencia de infraestructura para usar otros medios de pago
- **Transición:** El uso del efectivo está relacionado con cuestiones culturales; ante lo que se intenta aumentar la bancarización de la población.
- **Punto de Inflexión:** El uso del efectivo comienza a caer.
- **Avanzado:** Casi toda la población tiene una tarjeta de débito; y la aceptación en los comercios es casi general. Los beneficios de no usar efectivo son muy conocidos.

Cómo se muestra en los gráficos de abajo, existen una tendencia creciente en el uso de tarjeta, sin embargo, aún queda mucho por crecer como medio de pago "favorito" entre los consumidores; con una proyección de que para 2025 casi el 65% de las transacciones serán procesadas en Asia-Pacífico<sup>4</sup> (alrededor de \$35 mil millones)

**Gráfico 6: Volumen de pagos mundial: 2015-2025 (en bill. de dólares)**



Fuente: The Nilson Report 2017

<sup>4</sup> 2017 The Nilson Report

En 2015 la participación del mercado de Union Pay ya era del 13% a nivel mundial; a pesar de que tiene presencia principalmente en China; mientras que Visa y MasterCard concentraban el 82% del monto total de transacciones a nivel mundial.<sup>5</sup>

A continuación, se muestra una proyección de crecimiento de las transacciones de compra a nivel mundial:

**Cuadro 2: Cantidad de transacciones de compra a nivel mundial: 2018 vs 2028 (en miles de millones de dólares)**

| Geografía     | 2018 | 2028 | CAGR |
|---------------|------|------|------|
| APAC          | 149  | 386  | 159% |
| Canadá        | 6    | 12   | 100% |
| EEUU          | 104  | 173  | 66%  |
| Latinoamérica | 23   | 72   | 213% |
| Europa        | 79   | 173  | 119% |
| MEA           | 8    | 38   | 375% |

Fuente: The Nilson Report 2020

### 3.4 Proyección del Volumen de Pagos

Para ver cuanto crecerá el volumen de pagos, se debe tener en cuenta entre otras cosas los gastos de consumo personal, dado que, si la cantidad de tarjetas en circulación no cambia, (así como ninguno de los otros factores), el crecimiento en el volumen de compras estará aproximadamente en línea con el crecimiento en dichos gastos.

#### Crecimiento de los gastos en consumo personal (PCE)

Ellos representan alrededor del 60% del PBI global. Sin embargo, no todos esos gastos pueden pagarse a través de tarjetas; solo un 80% del mismo es factible de hacerse por esa vía. Entre las exclusiones podemos encontrar: gastos de salud, seguros, seguridad social, etc.

El crecimiento en el volumen de pagos podría ser mayor que el crecimiento en PCE si es que:

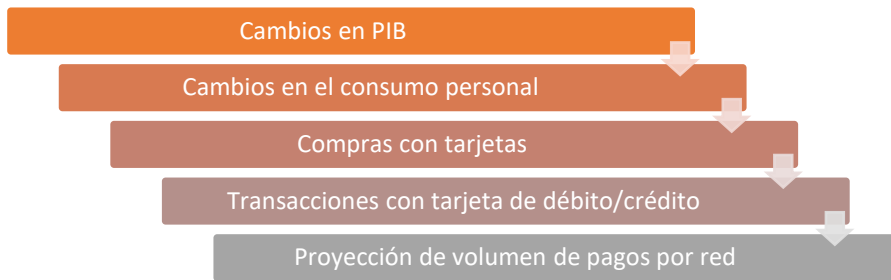
- Las tarjetas aumentan su participación en el mercado, en detrimento de otras alternativas como efectivo, cheques.
- Un aumento en la participación en el mercado de una red de tarjetas versus otras redes
- Un cambio en el mix de los medios de pago (débito y crédito)

Para el caso de EEUU, el 68% es la oportunidad de mercado para los pagos en tarjetas, mientras que en los países en desarrollo la oportunidad es aún mayor (aproximadamente el 90% de las transacciones son hechas en efectivo)

<sup>5</sup> 2016 The Nilson Report

## Metodología

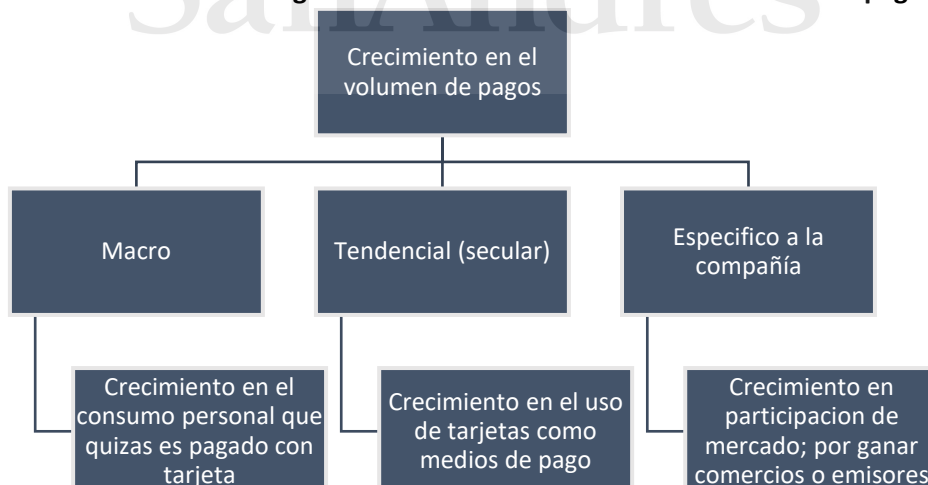
**Cuadro 3: Relación entre las variables económicas y la industria de pagos**



## Potencial en el mercado:

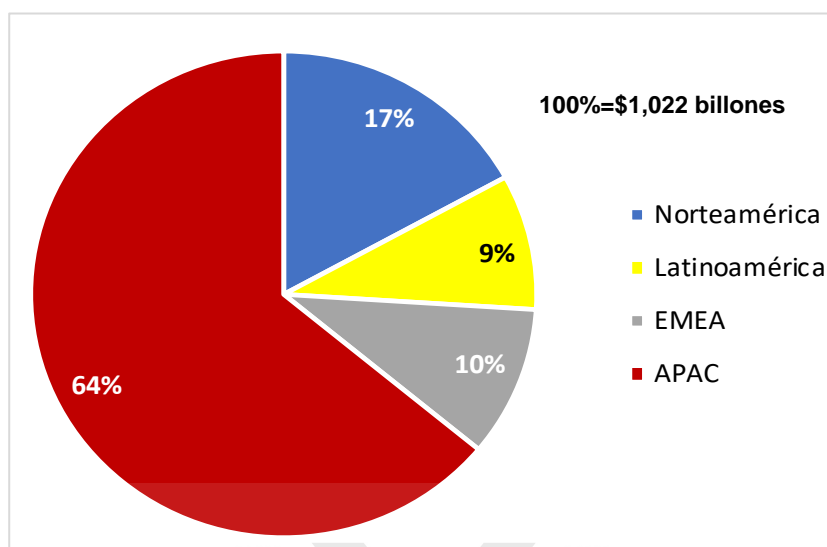
- Alrededor del 80% del total de transacciones aún están hechas en efectivo.
- La intervención del gobierno contribuirá a la bancarización de los pagos; por los beneficios en términos de impuestos mencionados más arriba.
- Los costos de infraestructura física están disminuyendo para los comerciantes, lo que los alentará a recibir más pagos via tarjetas.
  - El volumen de pagos es una importante métrica, dado que la mayor parte de los ingresos de esta industria están relacionados a dicha métrica (comisión de intercambio, tasa de descuento al comercio (MDR), comisiones de procesamiento (nacional e internacional) de tarjetas.
  - Adicionalmente el volumen de pagos también está relacionado con la cantidad de transacciones
  - La cantidad de transacciones es otra métrica que contribuye a las comisiones de la industria:
    - Tasa fija por transacción
    - Comisiones domésticas

**Cuadro 4: Resumen de generadores del crecimiento en el volumen de pagos**



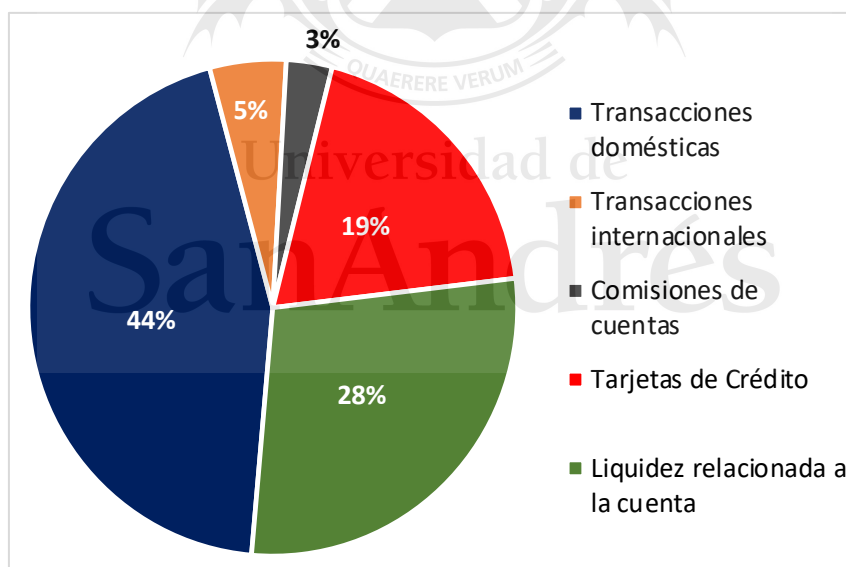
**Gráfico 7: Crecimiento proyectado de ingresos en la Industria de Pagos:**

**2017-2022**



Fuente: McKinsey Global Payments Map

**Gráfico 8: Distribución del Crecimiento de ingresos en la Industria de Pagos**



Fuente: McKinsey Global Payments Map

En la industria de pagos, el crecimiento estará impulsado principalmente por las transacciones domésticas; y con principal foco en la región de Asia Pacífico (APAC)<sup>6</sup>.

Se esperan cinco fuerzas disruptivas que reformulen el panorama de los pagos en los próximos tres a cinco años.

- **La transformación digital continua de los pagos en comercios adheridos**

<sup>6</sup> Fuente: Mc Kinsey Global Payments Map



- ***El cambio de poder de la acumulación de datos a la explotación de los mismos y sus aplicaciones***  
Los bancos históricamente han tenido la ventaja del acceso a los datos de sus clientes y su explotación en áreas como prevención de fraudes y administración de riesgos. Sin embargo, en los últimos años firmas digitales han encontrado nuevas formas de explotar dicha información, combinando nuevas fuentes (como redes sociales) para crear nuevos enfoques de mercado y productos. El desafío para los bancos es salir del uso tradicional de los datos y explorar nuevas aplicaciones.
- ***La llegada de pagos en tiempo real, sin tarjeta***  
Los pagos en tiempo real podrían acelerar la guerra de efectivo; y crear ingresos adicionales por \$800 mil millones<sup>7</sup> si es que se reemplazan las transacciones en efectivo por transacciones electrónicas.
- ***Crecimiento acelerado y transformación digital en transacciones bancarias internacionales***  
Se espera un crecimiento de los ingresos por transacciones internacionales; debido al aumento en el comercio en los últimos tres años. Dado que los clientes buscan soluciones simples y transparentes en este tipo de transacciones; implica que los bancos para capturar este crecimiento; deben entender estos cambios y afrontar a su vez mayores regulaciones.
- ***Los pagos serán la piedra angular en la próxima fase de la banca digital***  
Investigaciones<sup>8</sup> proyectaron que más del 50% del aumento en ingresos para Europa occidental es de la banca digital en 2018.

En el gráfico<sup>9</sup> de abajo se muestra la correlación existente entre los países con un alto crecimiento de ingresos en la industria de pagos y un rápido crecimiento en la cantidad de transacciones electrónicas, en el periodo 2016-2017.

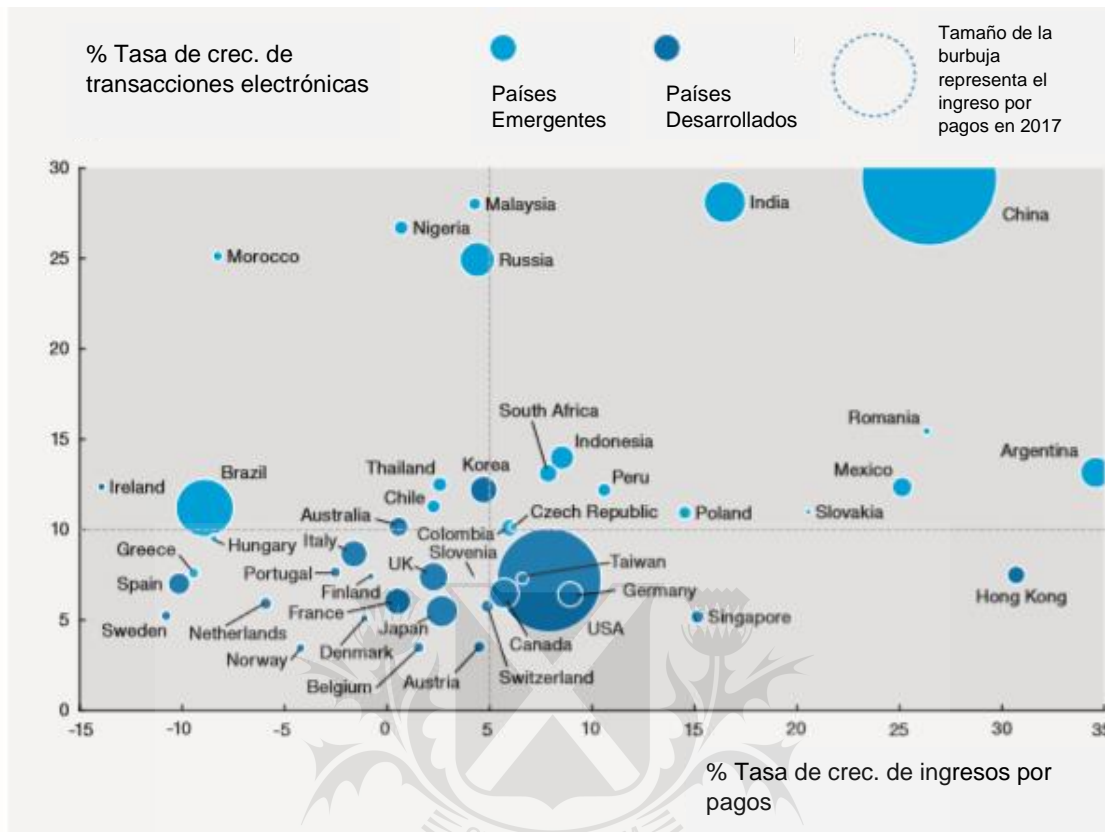
---

<sup>7</sup> Aproximadamente a 2018

<sup>8</sup> Investigación de McKinsey.

<sup>9</sup> McKinsey Global Payments Map

**Gráfico 9: Relación entre Crecimiento en la industria de pagos vs crecimiento en la cantidad de transacciones electrónicas: 2016-2017**

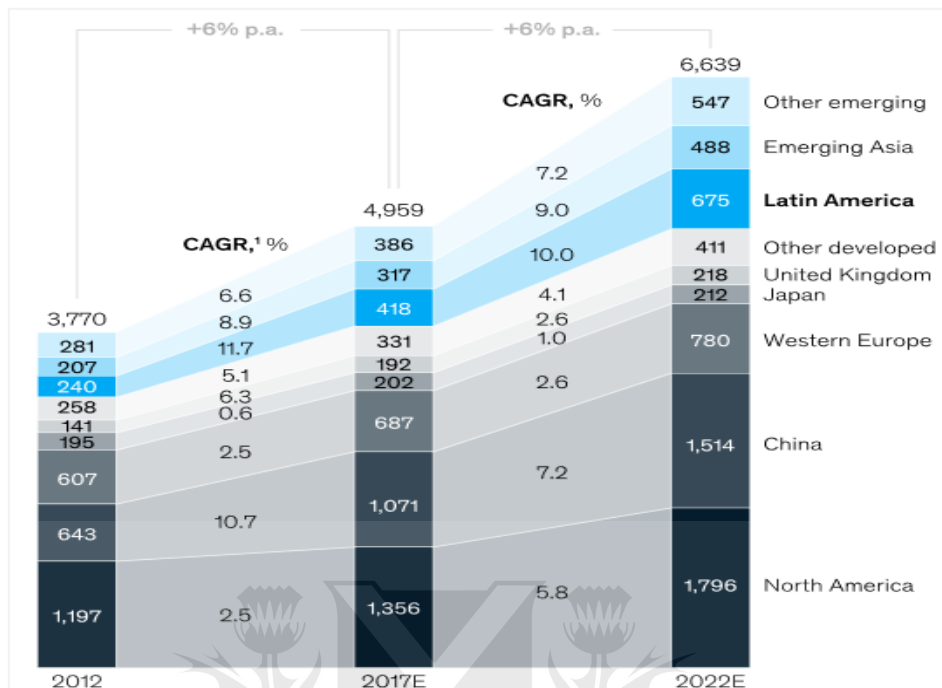


La región de Asia- Pacífico, incluyendo China continuará siendo el motor de crecimiento de la industria de pagos. Adicionalmente otras regiones como Europa Occidental y los países desarrollados de Asia también retomarán el crecimiento.

Mientras que para el periodo 2018-2022, los ingresos<sup>10</sup> relacionado con pagos en los bancos se espera que tengan el comportamiento mostrado abajo, nuevamente impulsado por los países de Asia.

<sup>10</sup> Medidos en miles de millones de dólares a tipo de cambio fijo de 2017.

**Gráfico 10: Tasa Promedio de Crecimiento Compuesta en los ingresos de la Industria de Pagos por región y período**



Fuente: McKinsey. How leading Latin American banks outperform

Este crecimiento está principalmente relacionado con un aumento de volumen, más que un aumento en los márgenes.

### 3.5 Tendencias en la industria de pagos

Existen nuevas tendencias relacionadas con la industria en sí misma, además de los cambios en el comportamiento y expectativas del consumidor, mencionados anteriormente. Continuación, se mencionan algunas de ellas:

- ✓ **Cambio de un enfoque de producto a servicio**  
La mayor prevalencia de tecnologías exponenciales ampliará las opciones de los consumidores y los comerciantes sobre cómo pagar y recibir el pago. Además, a medida que disminuye el valor de los diferenciadores competitivos tradicionales (por ejemplo, velocidad de procesamiento de transacciones, conveniencia y acceso), los flujos de ingresos de productos tradicionales probablemente se mercantilizarán, lo que resultará en una disminución de las tarifas de procesamiento de pagos. Los ingresos futuros, por lo tanto, deberán provenir de otros medios; probables servicios o experiencias diferenciadas.
- ✓ **Desbloqueo del valor total de los datos**  
Los proveedores de pagos deberán reunir datos dispares en múltiples funciones y sistemas para crear nuevos servicios, así como utilizar *big data* y análisis para ayudar a mejorar la experiencia del cliente
- ✓ **Modernización de la infraestructura de pagos**  
Los esfuerzos de modernización en forma de nuevas vías para procesar pagos más rápidos / en tiempo real continúan cobrando fuerza
- ✓ **Incremento de la colaboración entre los titulares y FinTechs**

Se esperan mayores niveles de colaboración como una forma para que los actores de la industria administren inversiones, aumenten la velocidad de comercialización y / o usen un socio para realizar algunas funciones en su nombre. Los problemas clave a resolver probablemente se centrarán en compartir datos; quien posee el cliente; facilidad de integración; y seguridad de datos

- ✓ **Realizar fusiones y adquisiciones específicas para agregar capacidades y / o escala**  
En respuesta a las presiones de los actores no tradicionales, es esperable que los titulares de la industria de pagos aumenten las transacciones de fusiones y adquisiciones dirigidas a las áreas con mayores problemas, como los pagos transfronterizos, la integración de pagos múltiples y los pagos de empresa a empresa (B2B). En general, la actividad de fusiones y adquisiciones se enfocaría y usaría como un método para crear escala, proporcionar una ventaja competitiva o adquirir capacidades
- ✓ **Construir la organización de la próxima generación para respaldar los resultados comerciales deseados.**

Si bien todas las organizaciones de servicios financieros manejan las fuerzas geopolíticas, legales y sociales que las afectan, es crucial que las organizaciones de pagos reconsideren cómo, y si su fuerza laboral puede mantener el ritmo en un entorno digital cada vez más acelerado.

### 3.6 Tendencias de los clientes en la industria de pagos

A continuación, se presentan algunas nuevas tendencias según las distintas generaciones a las que pertenecen los consumidores:

- **Generación Z:** quieren que sus billeteras móviles piensen por ellos. Un ejemplo sería una billetera que elige automáticamente la tarjeta que ofrece las mejores recompensas o ahorros. Sin embargo, no han abandonado los canales tradicionales. Los resultados de una encuesta<sup>11</sup> muestran que están más comprometidos que otros consumidores en todos los demás canales, incluso centros de atención telefónica y sucursales
- **Milenials:** El 70% de éstos, así como los de la *generación Z*, están interesados en servicios de asesoría de pagos digitales y gestión de gastos que puedan brindarles una mejor comprensión y control de sus gastos personales. Esto indicaría que los pagos han ido más allá de la transacción y que la experiencia del cliente es más importante que nunca. La misma no solo se basa en la forma en que las personas pagan, sino con los momentos que ellos experimentan. Para cumplir, la industria debe diseñar experiencias de pagos en torno a las necesidades humanas. Un ejemplo es ZapBuy de *Omnyway* que hace posible que los consumidores mantengan sus teléfonos inteligentes sobre cualquier anuncio gráfico en cualquier canal, incluidos los impresos, la televisión y en línea, y realicen una compra de inmediato
- Dicha encuesta también sugiere que uno de los servicios de valor agregado que se prevé que ganará impulso en los próximos años es una vista única que consolide la información de la cuenta. Esto es posible con una aplicación de banca móvil que permite a los consumidores ver todos los saldos de las cuentas de cheques y tarjetas de crédito al mismo tiempo

---

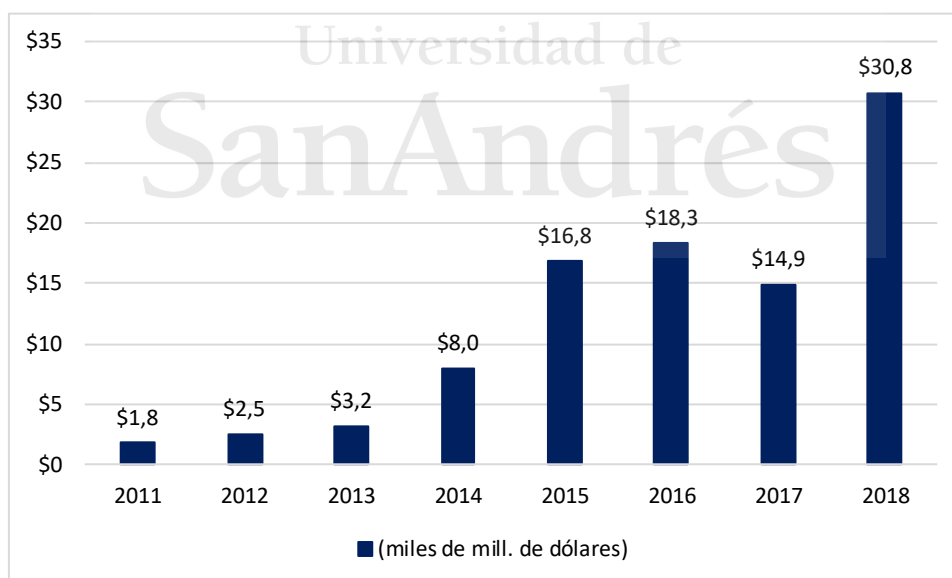
<sup>11</sup> Accenture 2017 North America Consumer Payments Pulse Survey

- A pesar del incremento en las recompensas otorgadas a consumidores (en forma de devolución de efectivo, millas y puntos<sup>12</sup>) la elección del medio de pago a usar sigue sin mostrar grandes cambios tanto en EEUU como en Canadá. Esto significa que el modelo tradicional de recompensas está en su máximo o cerca de él. Por otro lado, los consumidores quieren más recompensas, al punto que cambian sus tarjetas de recompensas primarias por un gran bono de firma inicial o más puntos o devolución de efectivo en sus compras.
- La innovación en la red aumentará
- A medida que la tecnología continúe impulsando la ventaja competitiva en la industria, generará un talón de aquiles para algunas empresas tecnología financiera que nunca superarán. Muchos carecen de la infraestructura, el conocimiento de la industria, la reputación de la marca y la base de clientes para generar escala (y por ende crecer). Los jugadores tradicionales tienen estos atributos en abundancia, pero no son los líderes en tecnologías digitales disruptivas. Además, sus estructuras organizativas y su tolerancia al riesgo no permiten naturalmente una innovación ágil.
- Todos pueden ser comerciantes, y cada dispositivo puede ser un dispositivo de aceptación.

### 3.7 FINTECHS

El gráfico de abajo<sup>13</sup> muestra la inversión global de capital de riesgo en Fintechs. Esto muestra el crecimiento que han tenido en los últimos años; y la necesidad de analizarlas como un competidor más.

**Gráfico 11: Inversión global de capital de riesgo en Fintechs**



Fuente: Mc Kinsey. Synergy and disruption: Ten fintech trends

Dentro del universo de empresas que se suelen llamar **Fintechs**, vale la pena distinguir cuatro categorías:

<sup>12</sup> Se estima que los mismos habrían alcanzado los \$15 mil millones de dólares

<sup>13</sup> Mc Kinsey. CB Insights, McKinsey Analysis.

- ✓ Las fintechs entendidas como aquellos nuevos participantes o “start-ups”, buscan acceder a los servicios financieros usando nuevos enfoques y tecnologías. Ellas tienen como fin construir un modelo económico similar al de los bancos, enfocándose en un nicho o producto particular. El principal desafío para ellas es el costo de adquisición del cliente.
- ✓ Las que son aquellas instituciones financieras que están invirtiendo significativamente en tecnología para mejorar el desempeño, responder a las amenazas competitivas y capturar oportunidades de inversión y alianzas.
- ✓ También están aquellas que son un ecosistema generado por grandes compañías tecnológicas que ofrecen servicios financieros tanto para mejorar plataformas ya existentes, por ejemplo: AliPay que da soporte a Alibaba; como para monetizar datos o relaciones. Dado el alto nivel de compromiso que estas plataformas tienen con sus usuarios, en general suelen tener un bajo costo de adquisición de clientes en relación a otras firmas.
- ✓ Por último, aquellas fintechs que son proveedoras de infraestructura, que venden servicios a instituciones financieras; ayudándolas a digitalizar su tecnología y mejorar la administración del riesgo y la experiencia del cliente.

A partir de la categorización mencionada arriba, podemos segmentarlas así:

**Cuadro 5: Clasificación de tipo de Fintechs según origen y tamaño**

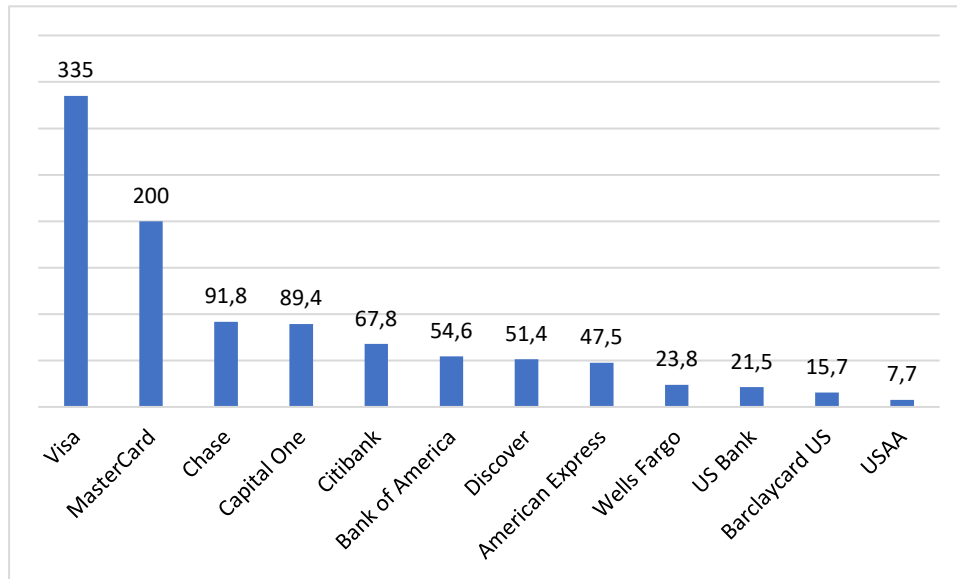
|        |                              | Escala  |  |
|--------|------------------------------|---|--|
|        |                              | <i>Pequeña</i>  | <i>Grande</i>  |
| Origen | <i>Tecnología</i>            | Proveedores de Infraestructura.<br>Ejemplo: FNZ, Onfido | Grandes Ecosistemas tecnológicos.<br>Ejemplo: Apple, Ant Financial |
|        | <i>Servicios financieros</i> | Nuevas firmas, startups. Ejemplo: SoFi, Transfer Wise   | Instituciones financieras establecidas<br>Ejemplo: Wells Fargo     |

## 4 Análisis de la Competencia

La compañía se ve afectada por diversos factores, dependiendo el rol en el circuito de pagos.

Como **emisor de tarjetas**, American Express compite con instituciones financieras que emiten tarjetas de débito, crédito y compra. Adicionalmente también son competidores aquellos negocios que emiten su propia marca de tarjeta, operan su billetera móvil o brindan créditos a clientes.

**Gráfico 12: Compañías líderes en EEUU en 2019 por cantidad de tarjetas emitidas (en millones)**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista

Por otro lado, la empresa enfrenta una fuerte competencia en las relaciones con sus **alianzas** (“cobrand”), ya que tanto los emisores de tarjeta como los competidores han buscado socios estratégicos con propuestas de valor atractivas.

La **red global de la tarjeta** compite con otras redes también globales como: China UnionPay, Visa, MasterCard, JCB, Discover and Diners Club International.

Los principales factores que afectan el negocio de Amex incluyen a:

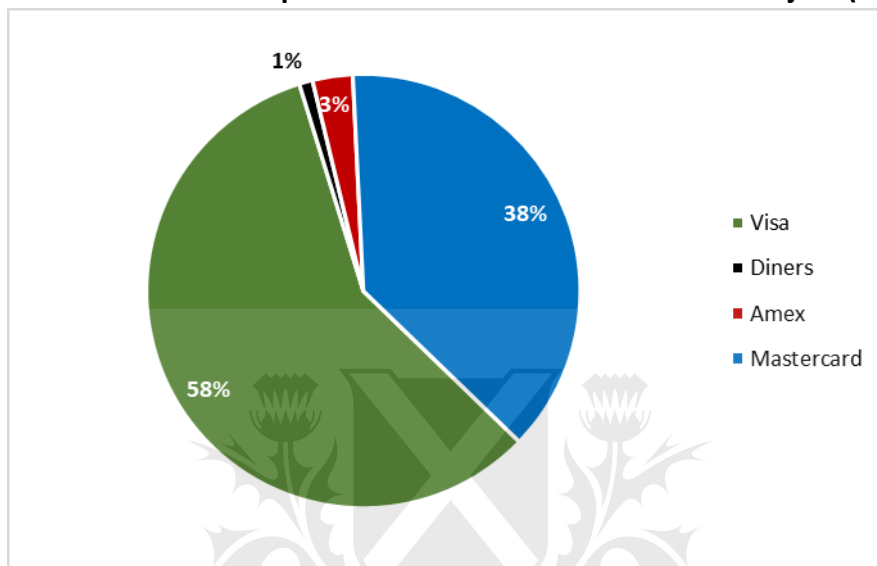
- Las condiciones, valor y calidad de los productos y servicios; incluyendo cuidado del cliente (“Customer Care”), los programas de recompensas y beneficios los costos asociados a la provisión de dichos servicios.
- La reputación y el reconocimiento de la marca
- La cantidad, la *performance* crediticia y las características del gasto de los clientes.
- La cantidad, diversidad y calidad de los establecimientos donde puede usarse la tarjeta;
- El atractivo de la propuesta de valor a los emisores de tarjeta, negocios participantes, tarjetahabientes y clientes corporativos
- La cantidad y calidad de las otras tarjetas u otros medios de pago disponibles para los clientes;
- El éxito de las campañas promocionales y de marketing;
- La velocidad de innovación e inversión en sistemas, tecnologías y ofertas de productos y servicios;
- La calidad y tipo de herramientas de administración de gastos, de métodos de pagos electrónicos y la capacidad de captura de datos y armado de reportes; particularmente para clientes empresariales.
- La seguridad del tarjetahabiente y del comercio adherido.

#### 4.1 Concentración del mercado

En los EEUU las cinco compañías más grandes representan el 66% de los saldos totales de tarjetas de crédito.

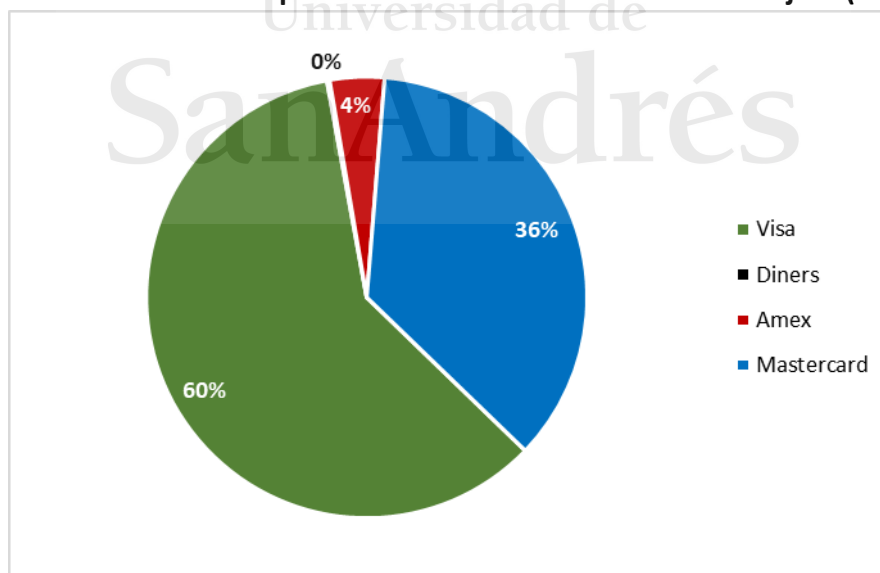
A continuación, se muestra la participación de mercado<sup>14</sup> de cada red, teniendo en cuenta los volúmenes de compra en el año 2018 en distintas geografías:

**Gráfico 13: Participación de mercado de cada Red de tarjeta (MEA<sup>15</sup>)**



Fuente: The Nilson Report 2019

**Gráfico 14: Participación de mercado de cada Red de tarjeta (Europa)**



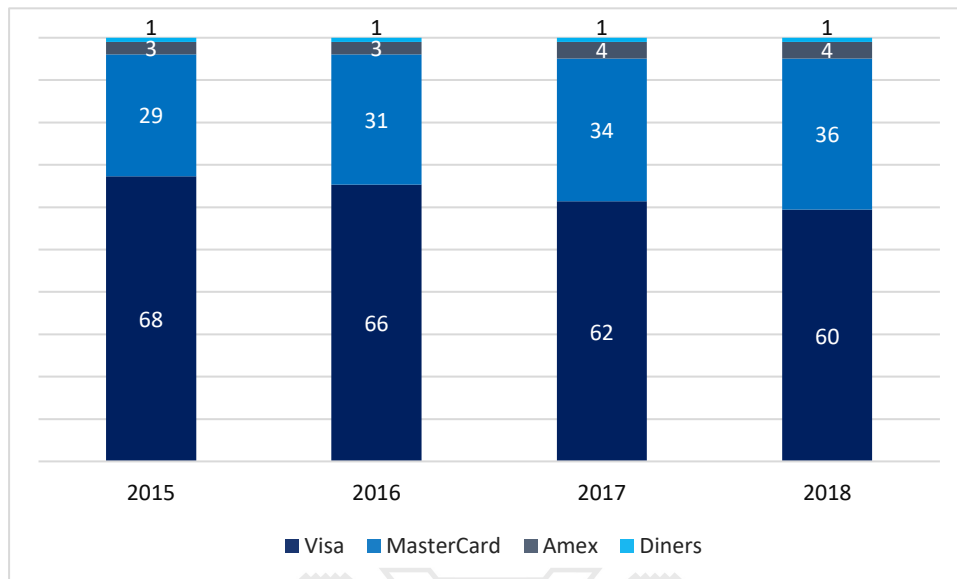
Fuente: The Nilson Report 2019

<sup>14</sup> 2019 The Nilson Report

<sup>15</sup> MEA= "Middle East & Africa": Corresponde a la región de Medio Oriente y África

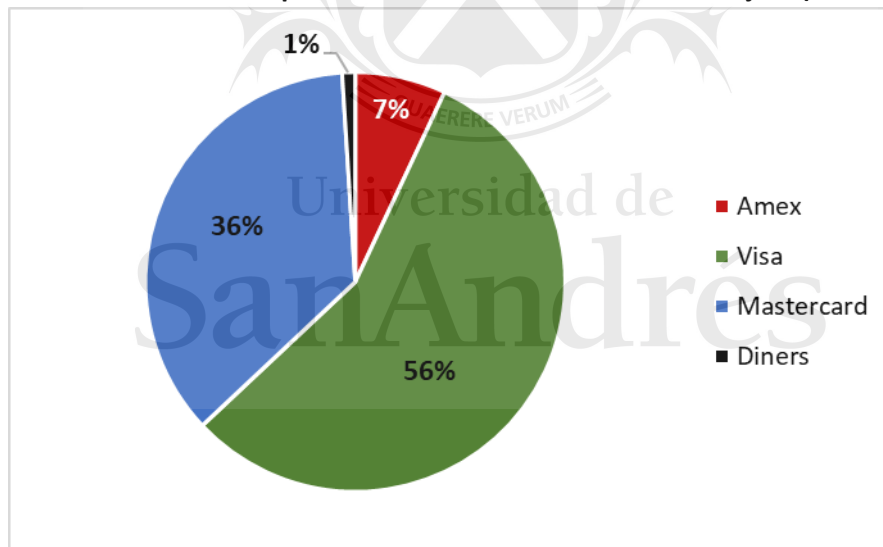


**Gráfico 15: Participación de mercado según volumen de compras por compañía de tarjeta (Europa)**



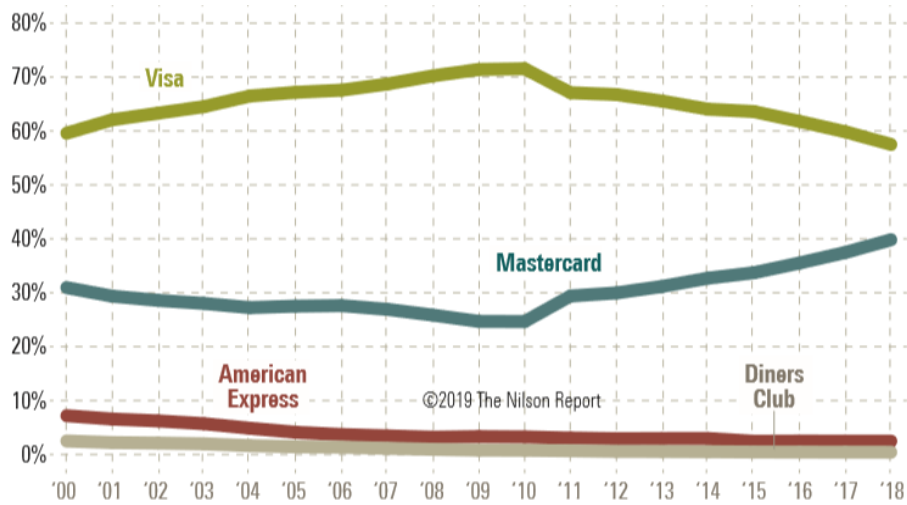
Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista

**Gráfico 16: Participación de mercado de cada Red de tarjeta (Latinoamérica)**



Fuente: The Nilson Report 2019

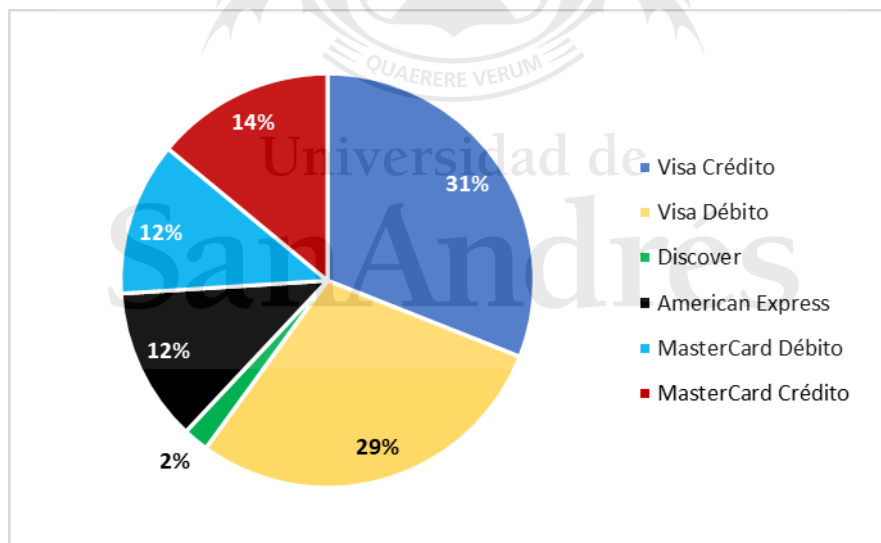
**Gráfico 17: Evolución de las transacciones en Latinoamérica por Red de tarjeta: 2000-2018**



Fuente: The Nilson Report 2019

Analizando el caso de Estados Unidos, el volumen de compras según el tipo de tarjeta se muestra a continuación:

**Gráfico 18: Volumen de compras en EEUU, por tipo de tarjeta (en miles de millones)**

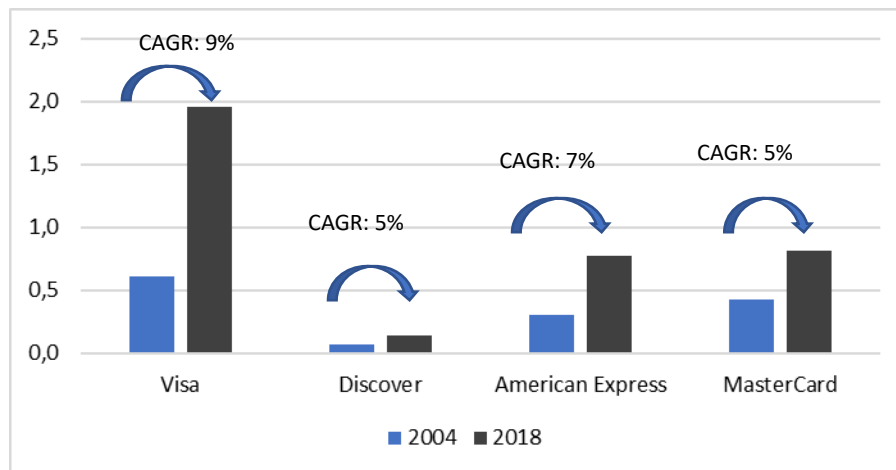


Fuente: The Nilson Report 2019

Como se puede ver Visa y MasterCard concentran el 86% del volumen de compras (entre crédito y débito), lo cual es una participación que se da en otras geografías como se muestra arriba.

Esta tendencia se ha mantenido en el tiempo tal como se muestra en el gráfico comparativo de abajo:

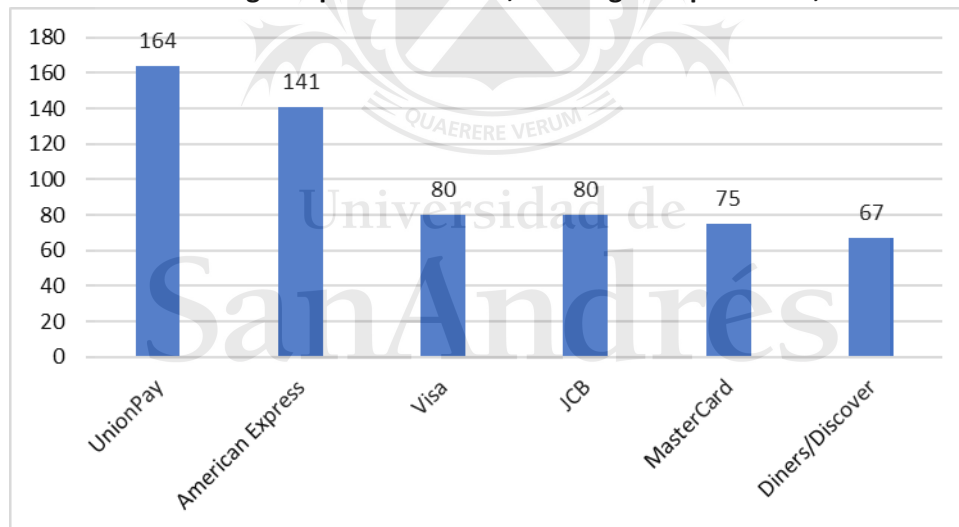
**Gráfico 19: Crecimiento en volumen de compras en EEUU (en billones de dólares)**



Fuente: *The Nilson Report 2019*

A nivel global, la situación es diferente, debido a que se suma a las redes mencionadas, la china “Union Pay” que representa la red más grande a nivel mundial.

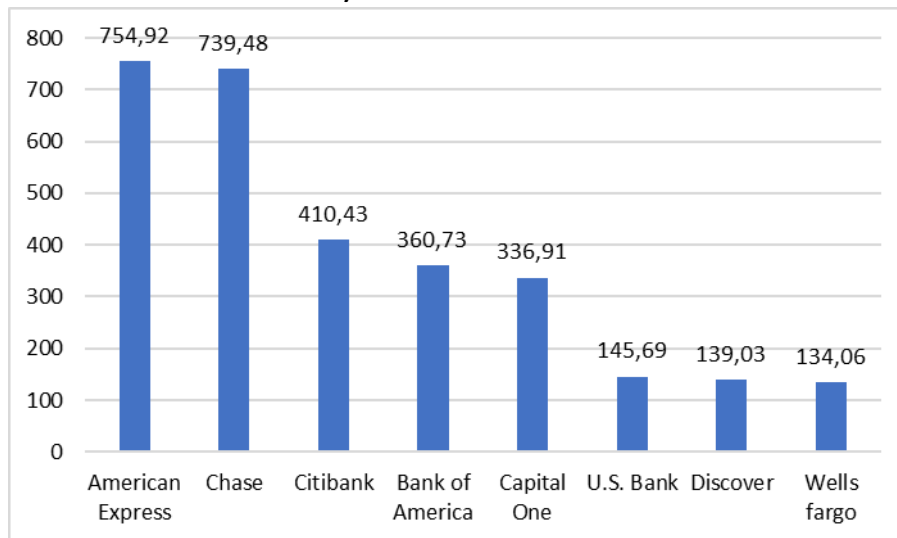
**Gráfico 20: Promedio de gasto por transacción, a nivel global por marca, en dólares (2016)**



Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de Statista*

Dado que Amex tiene un modelo de circuito cerrado, compite con otros bancos en la emisión de plásticos. El gráfico de abajo muestra justamente el pilar en el que se basa el modelo de negocio de la compañía: Fomentar un alto volumen de compras, dado que sus ingresos provienen de las comisiones (tasa de descuento) que se le aplica al comercio.

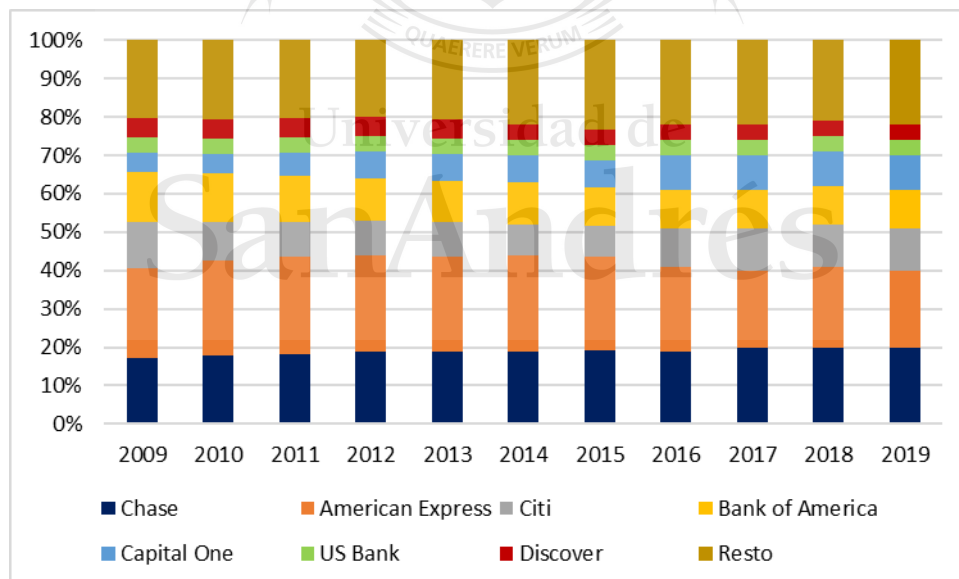
**Gráfico 21: Emisores Principales de tarjetas de crédito en EEUU (por volumen de compras en miles de millones de dólares en 2018)**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista

El siguiente gráfico presenta una información similar a la de arriba, en términos de participación del mercado en los últimos 10 años en el mercado americano.

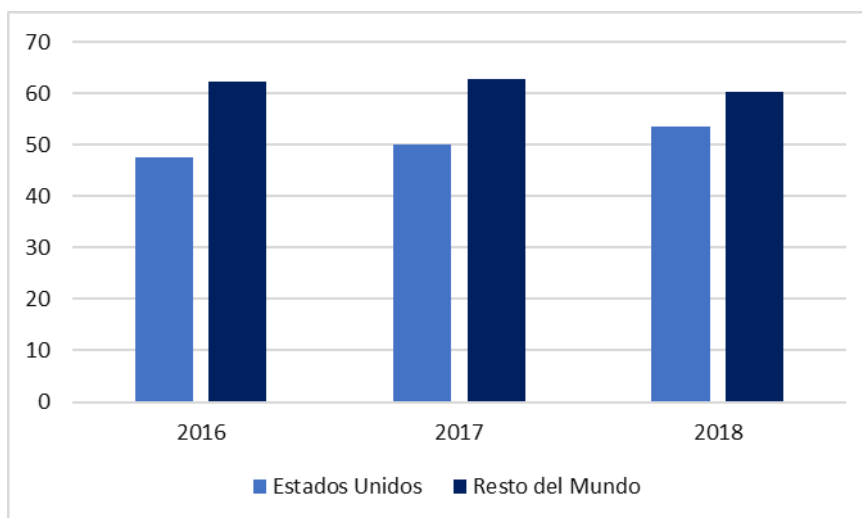
**Gráfico 22: Participación de Mercado (en volumen de compra) de los principales emisores en EEUU**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista

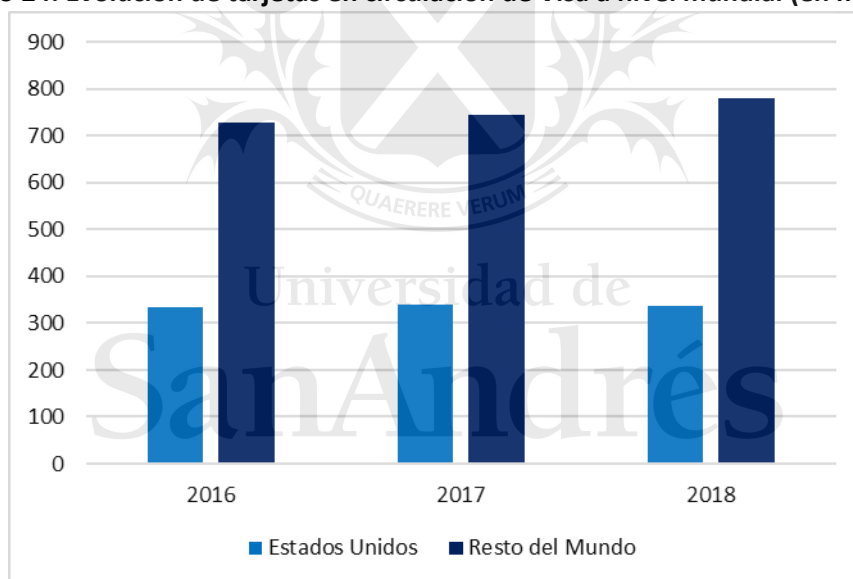
Si bien la cantidad de tarjetas en circulación de la compañía en EEUU es menor al resto del mundo, esto ha ido cambiando tal como se muestra abajo. Adicionalmente esto está asociado a un mayor gasto por tarjetahabiente dentro de los Estados Unidos respecto al mercado internacional; tal como se muestra más abajo en la proyección de ventas de la compañía. Como se puede ver, la cantidad de plásticos en circulación es bastante inferior al de VISA.

**Gráfico 23: Evolución de tarjetas en circulación de American Express a nivel mundial (en millones)**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista

**Gráfico 24: Evolución de tarjetas en circulación de Visa a nivel mundial (en millones)**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista

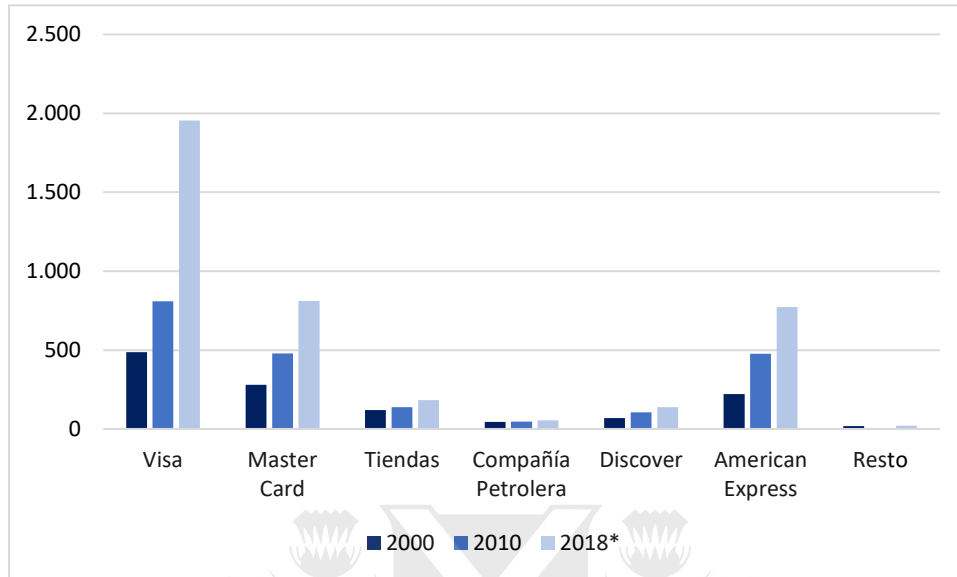
En el siguiente cuadro se muestra la cantidad de tarjetas vigentes por emisora tanto en EEUU como en el resto del mundo al 31/12/2016:

| Emisor           | EEUU      | Resto del mundo |
|------------------|-----------|-----------------|
| Visa             | 335 mill. | 728 mill.       |
| MasterCard       | 200 mill. | 581 mill.       |
| American Express | 48 mill.  | 63 mill.        |

Por último, se muestra la cantidad de clientes, así como su volumen de gastos según el tipo de tarjeta en los Estados Unidos. Esto muestra nuevamente que en dicha geografía las 3 redes principales siguen siendo las mencionadas, aun incluyendo las emisiones de plástico con usos

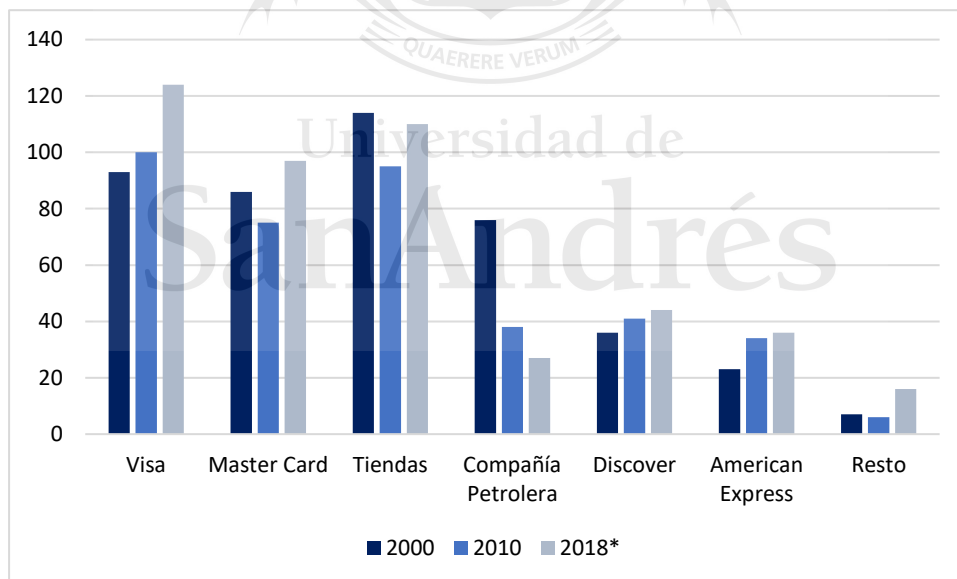
específicos (como el de recarga de combustible) o el de algunas tiendas minoristas que emiten sus propios plásticos.

**Gráfico 25: Volumen de gastos en EEUU, por tipo de tarjeta (en miles de millones)**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista

**Gráfico 26: Cantidad de tarjetahabientes en EEUU por tipo de tarjeta (en millones)**



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista

## 4.2 Dominancia de Visa y MasterCard: Causas

Debajo se presenta un listado de razones de por qué tanto Visa como Mastercard se presentan como las principales competidoras en el mercado de pagos.

## Cuadro 6: ¿Por qué Visa y MasterCard son difíciles de superar?

### Omnipresencia

- Visa y Mastercard tienen 2,2 y 1,3 mil millones de tarjetas en circulación
- Cada red tiene más de 30 millones de locaciones de comercios adheridos y decenas de miles de bancos miembros
- Para el cliente, la amplia aceptación implica mayor valor de la tarjeta; mientras que para el comercio implica mayores incentivos para aceptar dichas tarjetas

### Sofisticación tecnológica de las redes

- VisaNet procesa un promedio de 150 millones de transacciones por día. Mastercard tiene disponibilidad 99,9%, todos los días a toda hora.
- Ambas invierten continuamente en tecnología avanzada (tokenización por ejemplo)
- Gozan de grandes barreras a la entrada de competidores, dado el bajo costo marginal, debido a su escala, de sus redes físicas.

### Propuesta de valor al emisor y adquirentes

- Dichas compañías son las que fijan las reglas operativas; incluidas el costo por intercambio, lo cual estandariza un entorno complejo e impacta en la rentabilidad de la industria.
- No hay incentivos para cambios en el ecosistema actual; ya que ambas son responsables de menos del 10% de los créditos
- Clientes que no están dispuestos a cambiar el uso de sus tarjetas

### Rol de Administrador confiable en el sistema

- Entre las reglas que fijan, se incluyen altos estándares de seguridad para todas las partes involucradas
- Son percibidos como intermediarios confiables tanto para los comercios adheridos como para los tarjetahabientes

## 4.3 VISA

Esta compañía cuenta con una presencia global tal como se muestra abajo, con 44 millones de comercios adheridos y más de 3 mil millones de tarjetas a nivel global.

Entre los socios de esta compañía tenemos a:

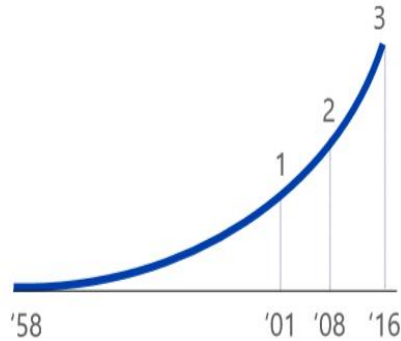
- ✓ **Bancos:** HSBC, BBVA, Bank of America y otros
- ✓ **Empresas tecnológicas:** Android, IBM, Facebook, Microsoft, ApplePay y otros
- ✓ **Empresas de Consumo minorista:** United, Costco, Amazon entre otros

En los siguientes gráficos se puede ver como el crecimiento en la adhesión de comercios significó un aumento en la cantidad de tarjetas.

### Gráfico 27: Crecimiento de VISA desde su nacimiento

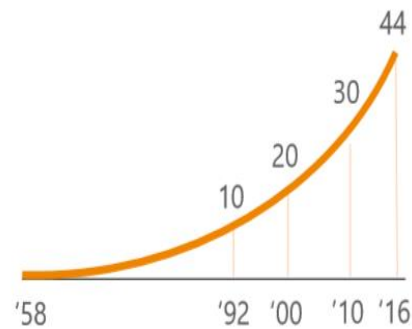
#### Tarjetas VISA

Miles de millones



#### Comercios adheridos

Millones



Fuente: Investor Day VISA

#### Ventajas de VISA:

- Posición establecida en el mercado
- Relaciones profundas con los emisores asociados (ejemplo: 7 de cada 10 emisores de tarjetas de crédito en los EEUU tienen alianza con Visa)
- 68% de los clientes en EEUU prefieren Visa y a nivel global dicho liderazgo también se mantiene, tal como se muestra en el gráfico de abajo:

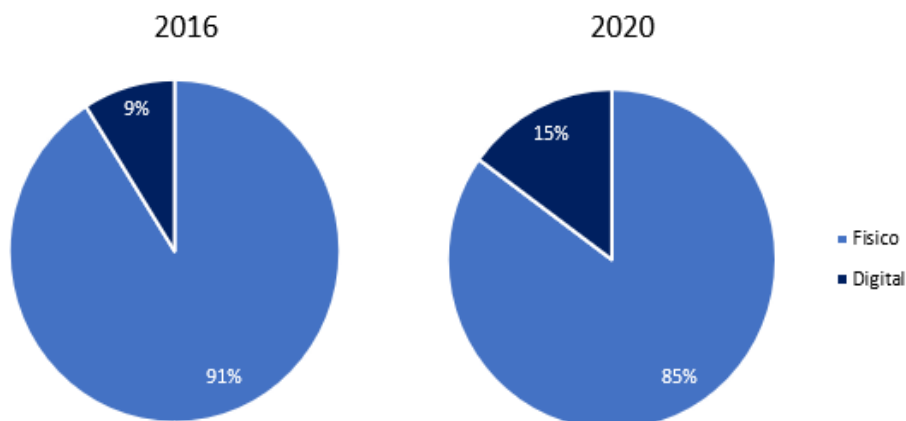
#### Potencial de VISA

El mismo está basado en:

- El gasto está migrando a la vía digital y la compañía capta más del doble de su participación en el comercio digital.
- Oportunidad para captar segmentos como: P2P, B2B, etc.

Abajo se muestra el cambio de los pagos físicos hacia los digitales, como porcentaje del total de pagos minoristas:

### Gráfico 28: Crecimiento de los pagos digitales: 2016-2020



Fuente: Investor Day VISA



**Gráfico 29: Liderazgo de VISA en distintos países**



Fuente: Investor Day VISA

En cuanto a Europa:

- Market share al 2015
  - Visa: 68%
  - MasterCard: 29%
  - American Express: 3%
- Pagos con tarjeta constituyen el 47% de las transacciones

Desde la adquisición de VISA Europa, las métricas de Visa han bajado; esto debido a que previo a la adquisición "VISA EUROPA" era propiedad de los bancos, y por ende su ganancia no estaba basada en las comisiones de procesamiento.

Visa Europa representaba una gran oportunidad debido a:

- Incluía 38 países con un volumen de pagos de \$3 billones.
- Los pagos en efectivo y cheques representaban una oportunidad de crecimiento de 3,3 billones
- Permitía sinergias en la generación de ingresos y costos
- Maximización de ganancias a través de una nueva fijación de precios de los productos.
- Captura de los ingresos transnacionales

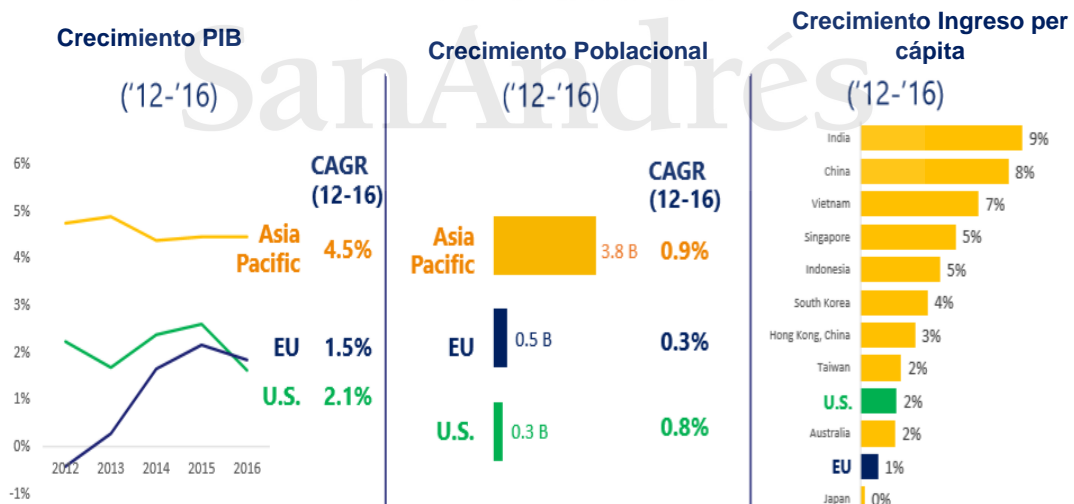
**Gráfico 30: Algunas estadísticas de VISA a nivel mundial**



Esta expansión fue gracias a los más de 3000 adquirentes y 13 mil emisores de las tarjetas VISA.



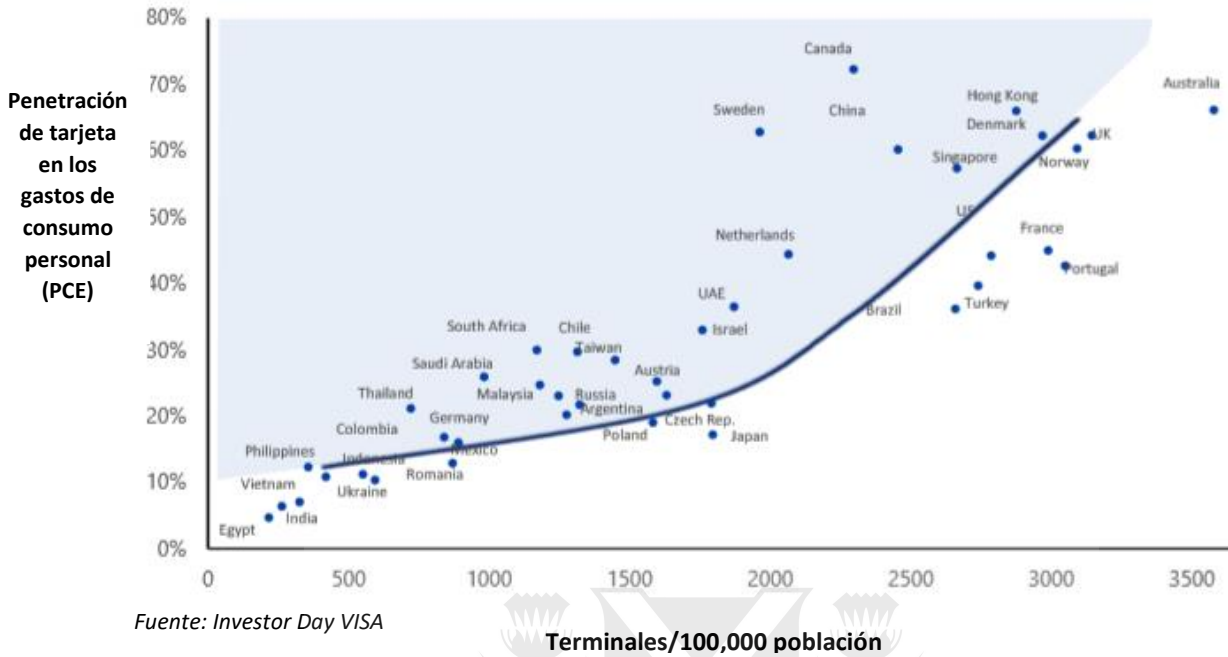
**Gráfico 31: Evolución de ciertas variables relevantes en la industria**



Fuente: Investor Day VISA

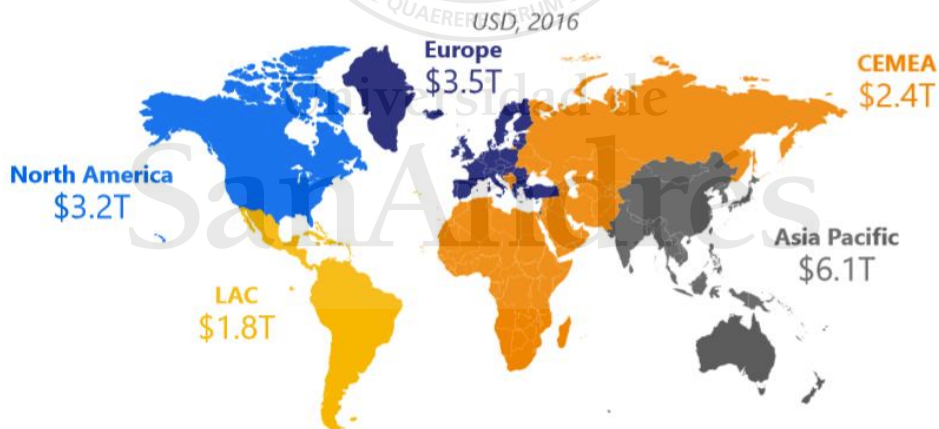
El gráfico de abajo muestra la relación mencionada anteriormente respecto a cómo un aumento en la cantidad de comercios adheridos impulsa la cantidad de tarjetas en circulación.

**Gráfico 32: Relación entre la cantidad de terminales y los gastos de consumo personal**

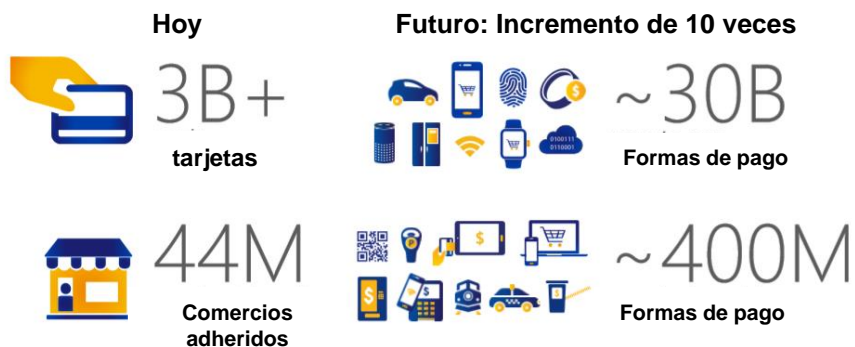


En los gráficos de abajo se muestra las oportunidades a nivel global:

**Gráfico 33: Oportunidades a nivel global:  
Pagos en efectivo y con cheques en la actualidad**



**Gráfico 34: Perspectivas de crecimiento de VISA**



#### 4.4 Modelo de negocio de MasterCard

Similar al de Visa, las principales diferencias radican en los emisores (suelen ser diferentes a los de Visa), y que su tarjeta de débito cómo medio de pago no es tan generalizado.

La estrategia de diferenciación de la marca consiste en ofrecer un valor agregado más allá del plástico (ejemplo: servicios de conserjería).

MasterCard afirma que la adaptación a no usar efectivo depende de:

- Infraestructura
- Inclusión financiera
- Escala de comercios adheridos y competencia
- Factores macroeconómicos y culturales

Adicionalmente, la compañía está migrando hacia otros servicios además del negocio consumidores-comercio adherido, ejemplo: Expansión de B2B<sup>16</sup>, P2P (Persona a persona) y Gobierno- comercios.

**Cuadro 7: Algunos indicadores comerciales de Mastercard**

| El negocio se ha diversificado                 | 2012 | 2018 |
|--|------|------|
| Diversificación del producto                   | 50%  | 57%  |
| Servicios como % de las ventas netas           | 16%  | 26%  |
| % de las ventas netas fuera de los EEUU        | 61%  | 67%  |
| % del total de transacciones procesadas        | 49%  | 56%  |
| Transacciones <i>contactless</i> <sup>17</sup> | 1%   | 22%  |

Fuente: Investor Day MC 2019

#### 4.5 Discover

Arranco tarde con los comercios, dado que al comienzo solo las grandes aerolíneas y las compañías de alquiler de autos (y grandes cadenas minoristas como Sears) la aceptaban. Poco a poco fue ganando popularidad; entre otras cosas debido a acuerdos extranjeros con redes de pago en Japón (JCB) y en China (UnionPay) allá por el comienzo de la década del 2000. Esto contribuyó a un gran aumento en el uso de la misma en el extranjero; lo que le permitió ser la tarjeta más aceptada entre los chinos.

Hoy en día, esta empresa es la cuarta emisora de tarjetas de créditos a nivel mundial y tiene cerca de 44 millones de tarjetahabientes. Técnicamente es la tarjeta más aceptada a nivel mundial gracias a su presencia en China.

### 5 Análisis de la Compañía

El modelo de la compañía está basado en el gasto, lo cual beneficiaría a los comercios adheridos (en la forma de mayores volúmenes de transacciones) y a los tarjetahabientes a través de mayores recompensas en los programas que maneja la tarjeta.

El modelo de circuito cerrado le permite contar con más información, para así poder construir algoritmos y herramientas analíticas para controlar el riesgo, mejorar la seguridad y disminuir el

<sup>16</sup> B2B: Comercio a comercio

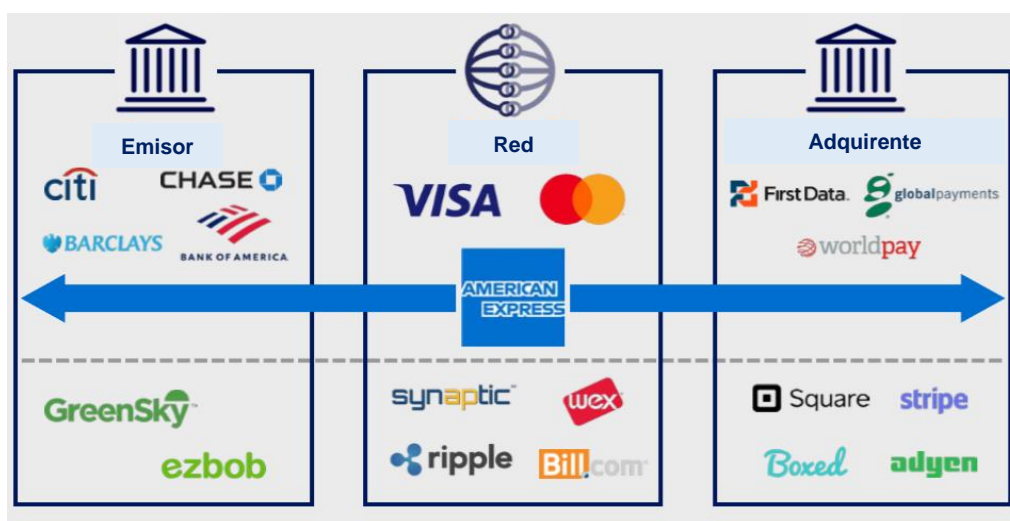
<sup>17</sup> Tecnología "sin contacto"

fraude, mejorar la segmentación de su mercado y proveer mejor información a sus comercios adheridos. Esto genera mejores perfiles de riesgo; con respecto a sus pares; dado que los clientes de la compañía tienen como características comunes: altos ingresos y viajeros frecuentes.

Características del modelo de negocio:

- Está enfocado principalmente en el gasto del cliente; y los ingresos provienen de la comisión que le cobran al comercio (no participa en el sistema de comisión por intercambio- "interchange fee").
- Dichas comisiones ("tasas de aceptación") son una de las más altas de la industria lo cual genera:
  - Mejores recompensas para sus tarjetahabientes, lo cual generaría el incentivo para continuar con la compañía e incrementar el gasto
  - Implica una barrera al ingreso de pequeños comerciantes por los altos costos que deben afrontar en términos de MDR. Con *Opt blue* la compañía busca disminuir la brecha con competidores.
- Diferenciación vía la marca (con la imagen asociada de recompensas). El acceso a internet ha permitido una comparación más simple entre costos y beneficios ofrecidos por cada red de tarjeta, lo cual pone en peligro esto.
- Costo anual de tarjetas para los consumidores a cambio de beneficios únicos, servicios y experiencias en categorías de viajes, restaurantes y acceso a eventos y experiencias populares.
- Por el lado de los pagos comerciales, la compañía está ampliando su oferta de pago *Business to Business (B2B)* al expandir la red de sus alianzas estratégicas con proveedores como Amazon Business, Tradeshift, SAP Ariba, Wax, MineralTree y otros.
- Como resultado de muchos servicios nuevos ofrecidos por la compañía, los miembros de su tarjeta se involucran con su aplicación con mayor frecuencia y en una gama más amplia de actividades además de realizar transacciones tradicionales al verificar los montos de sus gastos y pagar sus facturas. Esta estrategia está impulsando el crecimiento del gasto, los préstamos, las adquisiciones de clientes y la participación en empresas y geografías, lo que conduce a un crecimiento general de los ingresos.

**Cuadro 8: Amex y su rol en el ciclo de pagos**



El modelo diferenciado de Amex ha permitido un crecimiento sostenido gracias a:

- ✓ una plataforma integrada de pagos de punta a punta,
- ✓ la composición de sus ingresos,
- ✓ la diferenciación de sus clientes,
- ✓ la presencia global y
- ✓ el apalancamiento operativo

La compañía actualmente opera en forma digital tal que:

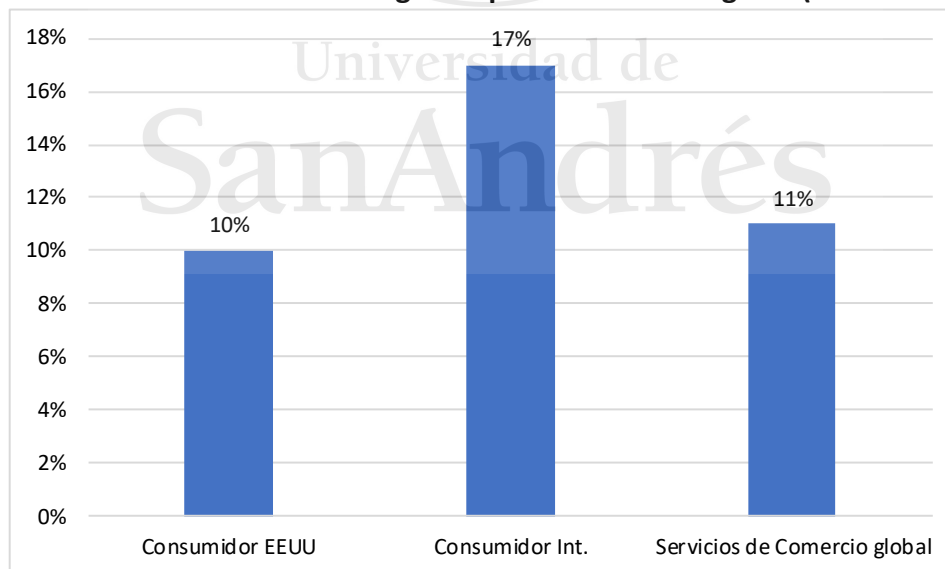
- ✓ 70% de la adquisición de tarjetas se produce a través de canales digitales
- ✓ 78% de las cuentas activas estas fidelizadas digitalmente
- ✓ 4 de los 5 clientes más grandes de Amex son compañías digitales

Lo anterior se traduce en mejoras en algunas áreas del negocio como una mayor eficiencia del marketing (en un 21%), una caída en los gastos operativos<sup>18</sup> (92% de los pagos son recibidos digitalmente, 70% de los resúmenes de cuenta no son en papel entre los clientes *Milenial*) y por último un incremento en el consumo de los clientes que adquirieron la tarjeta de manera digital.

Todo esto implica:

- Crecimiento proyectado del comercio digital global en un 17% para 2021;
- Un 10% de crecimiento proyectado en el gasto de los consumidores para 2022;
- Un 10% de crecimiento del comercio electrónico **B2B**<sup>19</sup> para 2023.

**Gráfico 36: Crecimiento de ingresos por Unidad de Negocio (2017-2018)**



Fuente: *Investor Day American Express 2019*

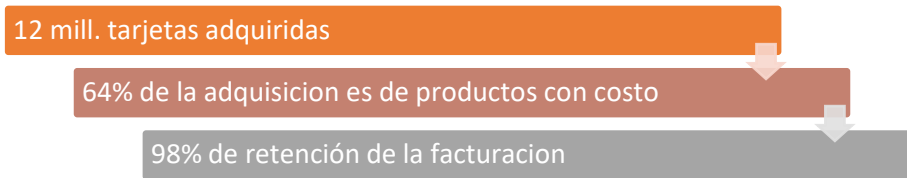
En términos de escala; se incrementó un 19% la cantidad de tarjetas nuevas, se consolidó a la empresa como la del mayor portfolio de pequeños negocios en los Estados unidos, en términos de facturación.

<sup>18</sup> También llamados Opex

<sup>19</sup> B2B: Business to business: Comercio a comercio.

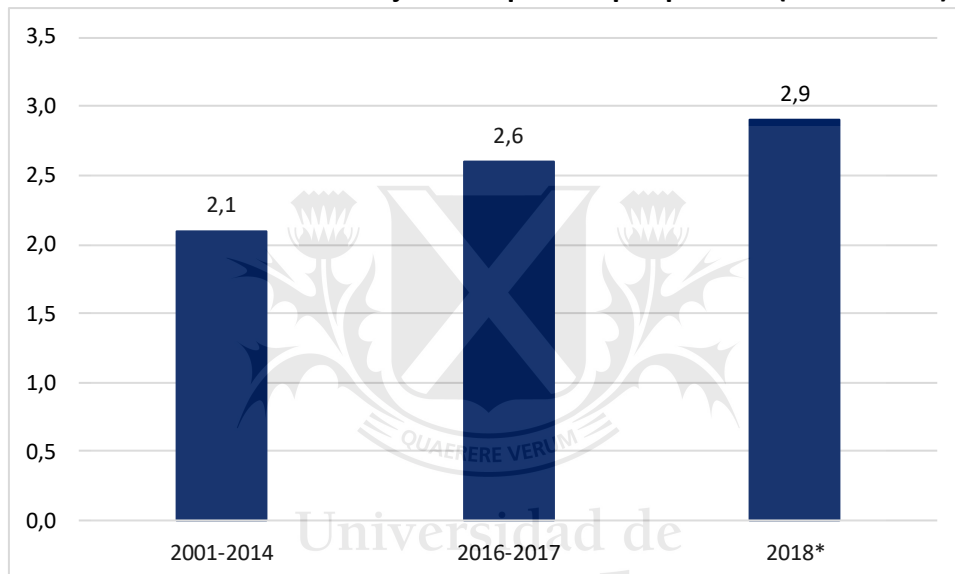
Un crecimiento de 1,6 millones de comercios adheridos en los EEUU y un aumento de 2 dígitos en la cantidad de comercios adheridos en el exterior.

**Cuadro 9: Algunas estadísticas de 2018 de American Express**



Por otro lado, las ventas de nuevas tarjetas se han incrementado<sup>20</sup>:

**Gráfico 37: Promedio de tarjetas adquiridas por periodo (en millones)**

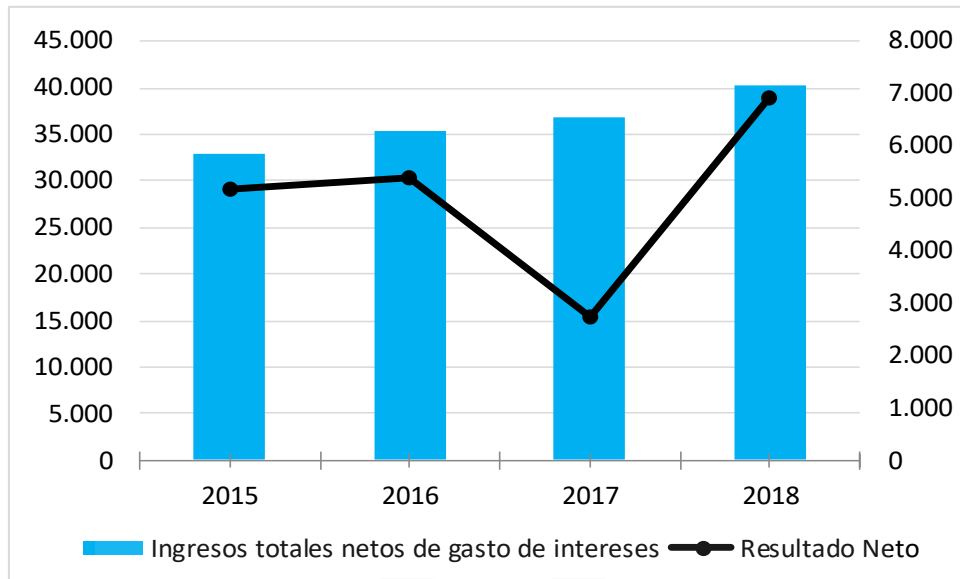


Fuente: Investor Day American Express 2019

A continuación, se muestra la evolución del resultado neto de la compañía, junto con los ingresos netos de la misma en los últimos 4 años:

<sup>20</sup> En el caso de 2018, no se incluye la adquisición del portafolio de Hilton.

**Gráfico 38: Evolución de Resultado Neto de la compañía  
(en miles de millones de dólares)**



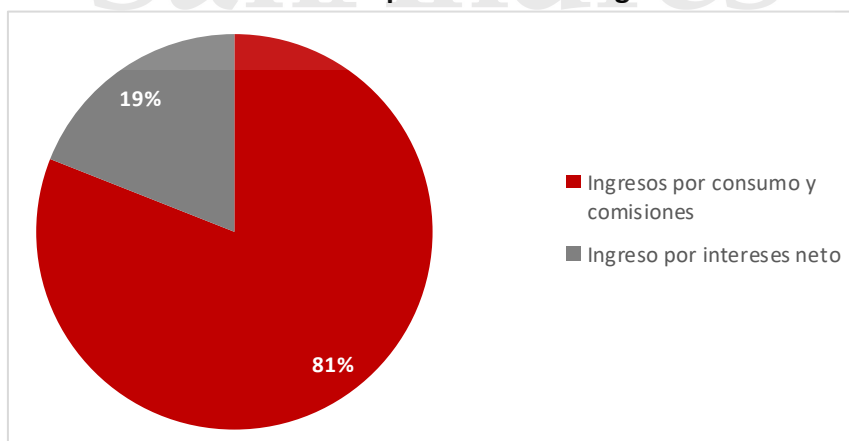
Fuente: Elaboración propia en base al reporte 10k de American Express

## 5.1 Desglose de los ingresos de la compañía

La composición de ingresos mostrada en el gráfico de abajo al año 2018 es la misma que la de 2006; lo cual es un reflejo del modelo de negocio de American Express, basado en el gasto de sus tarjetahabientes.

Dicha composición de ingresos se espera que se mantenga en los próximos 10 años, con una participación de los ingresos por consumo y comisiones entre el 75 y 80%.

**Gráfico 39: Composición de los Ingresos**

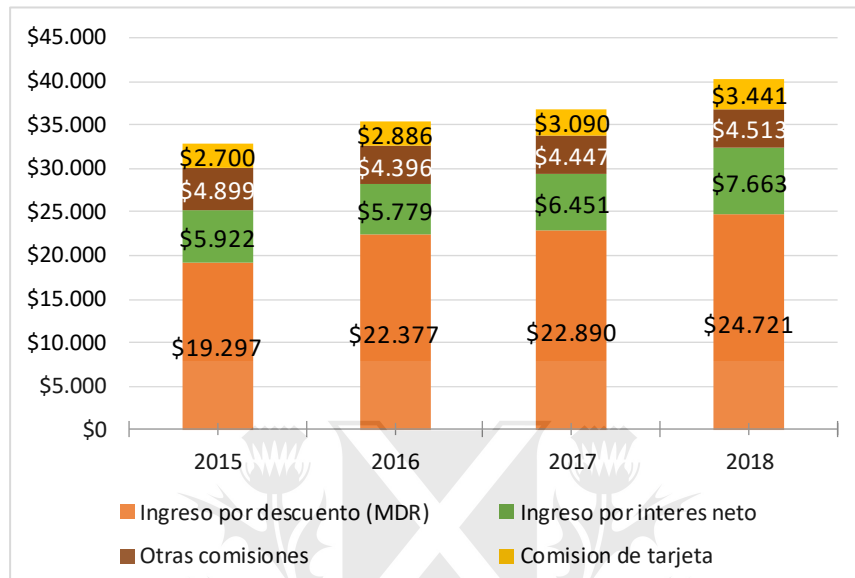


Fuente: Investor Day American Express 2019



También se observa un crecimiento sostenido en las comisiones<sup>21</sup> netas por tarjetas, principalmente impulsado por actualizaciones de productos y adquisición y retención de productos con costo<sup>22</sup>.

**Gráfico 40: Evolución de Ingresos de American Express  
(en millones de dólares)**



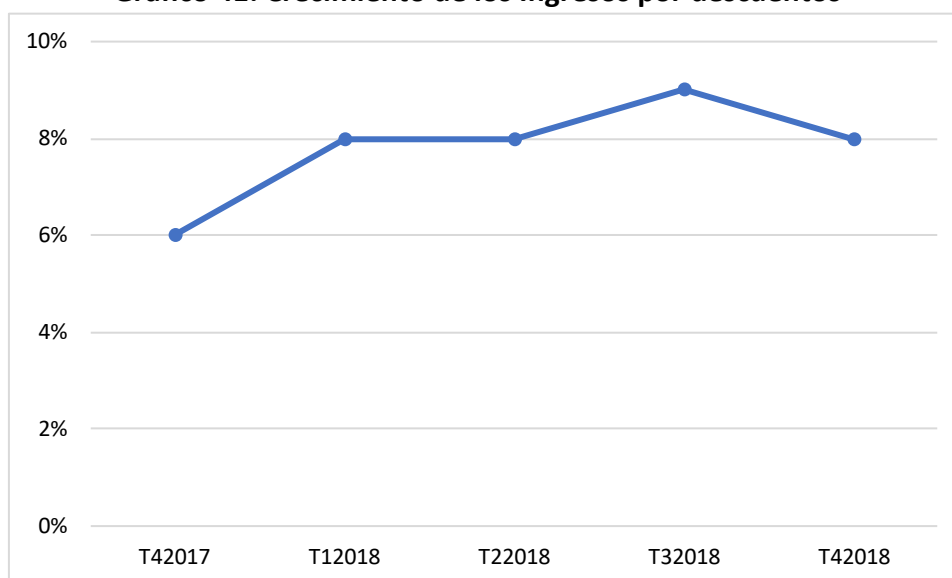
*Fuente: Elaboración propia partir del reporte 10k de American Express*

La facturación en todo el mundo aumentó un 9% respecto al año anterior, lo que refleja un fuerte crecimiento de facturación de las tarjetas propietarias tanto en EEUU como a nivel internacional, y en todos los segmentos de clientes. El crecimiento de la facturación propietaria fue impulsado por el aumento del gasto dentro de la base de consumidores premium, así como por el crecimiento constante de dos dígitos durante todo el año de los clientes comerciales de pequeñas y medianas empresas. El negocio facturado por GNS disminuyó debido al impacto continuo y esperado de los cambios en el entorno regulatorio en la Unión Europea y Australia; excluyendo ambas geografías, el negocio de facturación de GNS creció un 8%, año tras año.

<sup>21</sup> Incluyendo costos como el de membresía anual, por ejemplo.

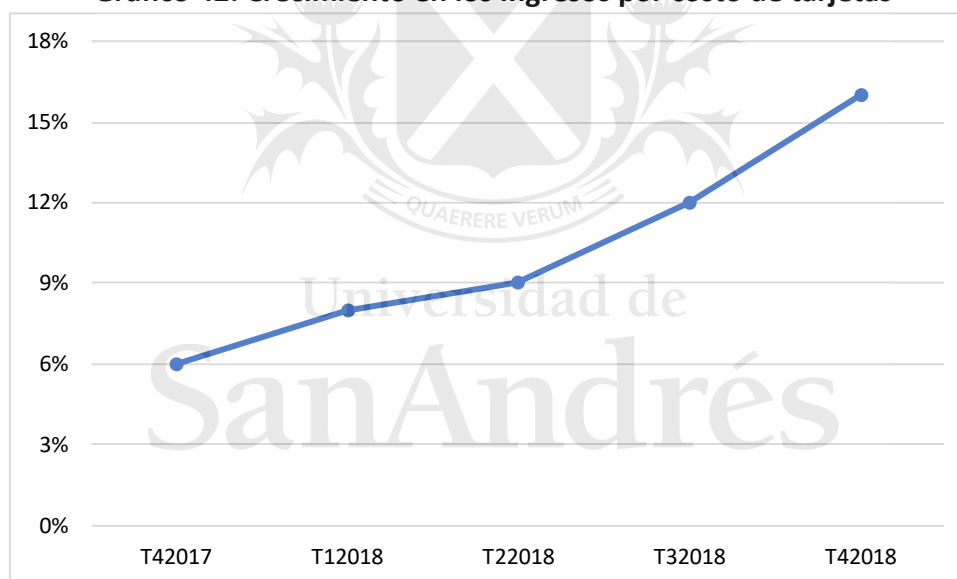
<sup>22</sup> Ejemplos son las actualizaciones que hubo de la tarjeta Platinum en India, Australia, México y otras geografías.

**Gráfico 41: Crecimiento de los Ingresos por descuentos<sup>23</sup>**



Fuente: Investor Day American Express 2019

**Gráfico 42: Crecimiento en los Ingresos por costo de tarjetas**



Fuente: Investor Day American Express 2019

Por todo lo anterior; se espera que el crecimiento en los ingresos por ventas venga dado principalmente por:

- **Ingresos por descuento:** Impulsados por el crecimiento generalizado en la facturación de las tarjetas propietarias.
- **Ingresos por comisiones:** Fomentado por la adquisición y la actualización de productos
- **Ingresos de intereses netos (Net Interest Income):** Generado por el crecimiento de préstamos de los clientes existentes

<sup>23</sup> T = Trimestre

## 5.2 Tasa de Descuento al Comercio

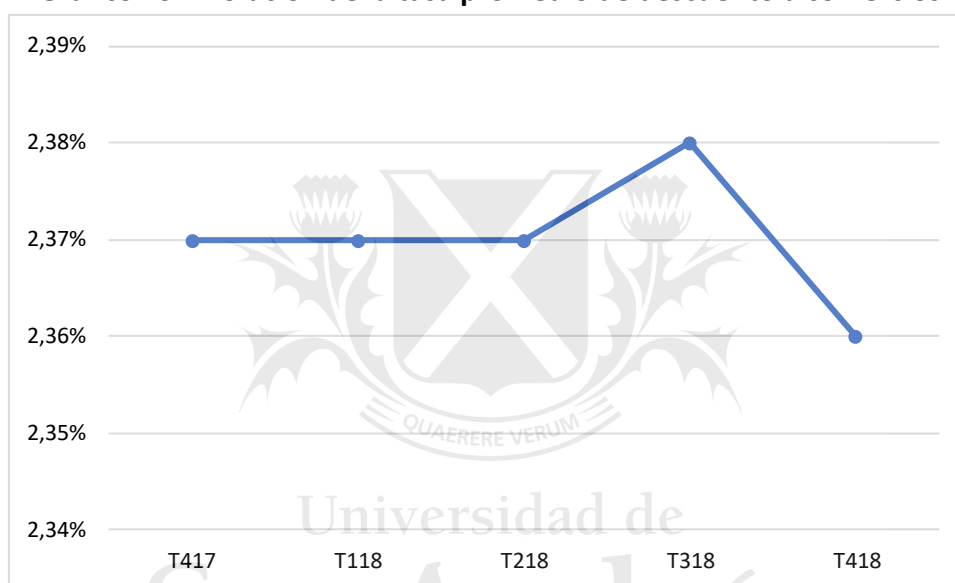
La tasa de descuento al comercio representa alrededor del 65-72% de sus ingresos (no relacionados con intereses).

Es función de:

- Tipo de comercio
- Incentivos pagados al comercio
- Programa “Opt Blue”

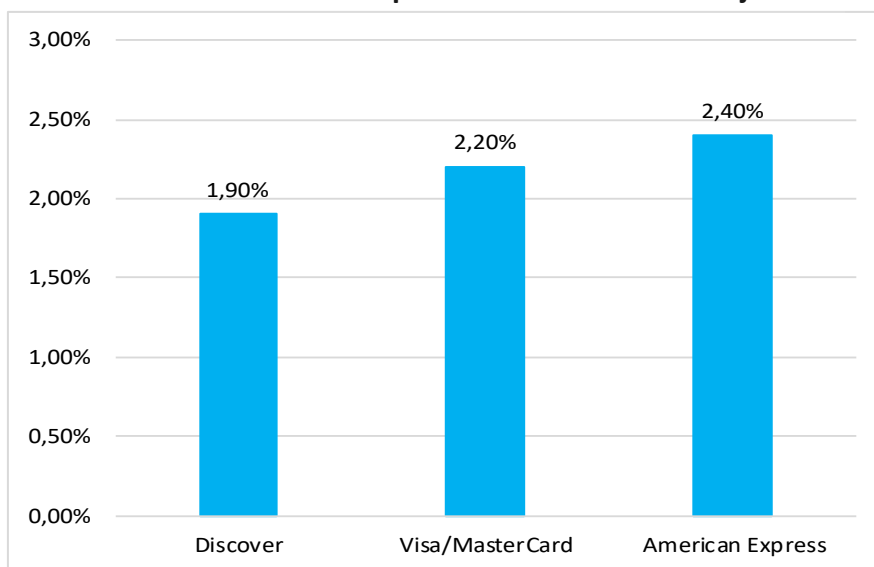
El mismo depende también del descuento aplicado al comercio y su volumen de ventas. Si lo primero baja y lo segundo aumenta puede incluso crecer el descuento al comercio.

**Gráfico 43: Evolución de la tasa promedio de descuento a comercios**



Fuente: Elaboración propia partir del reporte 10k de American Express

**Gráfico 44: Promedio ponderado de tasas de tarjeta**



Fuente: Reporte de Nilson, Bernstein. Julio 2015

Bajo este modelo, el objetivo de la compañía es incrementar el gasto de los tarjetahabientes; para así incrementar los ingresos por descuento al comercio; por tal motivo el volumen de transacciones es sólo una métrica (no un objetivo en sí); para monitorear la cantidad de dólares promedio gastados por transacción.

Esto se diferencia de sus competidoras como Visa y MasterCard, donde para ellos también es relevante el volumen de transacciones, así como el volumen de pagos.

La mejora mostrada en el último tiempo de dicha tasa se debe principalmente al fin de la alianza con Costco; quien había negociado porcentajes de descuentos más chicos; a cambio de mayores volúmenes.

De aquí en adelante se espera que los factores que afecten a esta métrica sean:

- Programa OptBlue
- Negociaciones con comercios de Europa
- Cualquier presión potencial de los comercios respecto a “*credit interchange*”<sup>24</sup>, lo cual podría impactar a los adquirentes y la tasa de descuento al comercio.
- Negociaciones por alianzas.

### 5.2.1 Programa Opt Blue

Es un programa diseñado para aumentar la aceptación de American Express. Permite a los pequeños comerciantes contratar a adquirentes para concretar la aceptación de la tarjeta. Aquellos comerciantes que se dan de alta mediante esta tecnología tienen como beneficio que trabajan con un solo adquirente, quien fija el precio y provee de un único resumen de cuenta, una única liquidación y un único contrato que abarca a las principales redes de tarjeta.

Esto no implica que el modelo de Amex cambie, dado que el adquirente brinda toda la información del comercio a la compañía para mantener el modelo de circuito cerrado propio de Amex.

Este programa ha permitido a Amex achicar la brecha de aceptación frente a sus competidores.

## 5.3 Facturación de American Express

Los factores que afectan a la misma son:

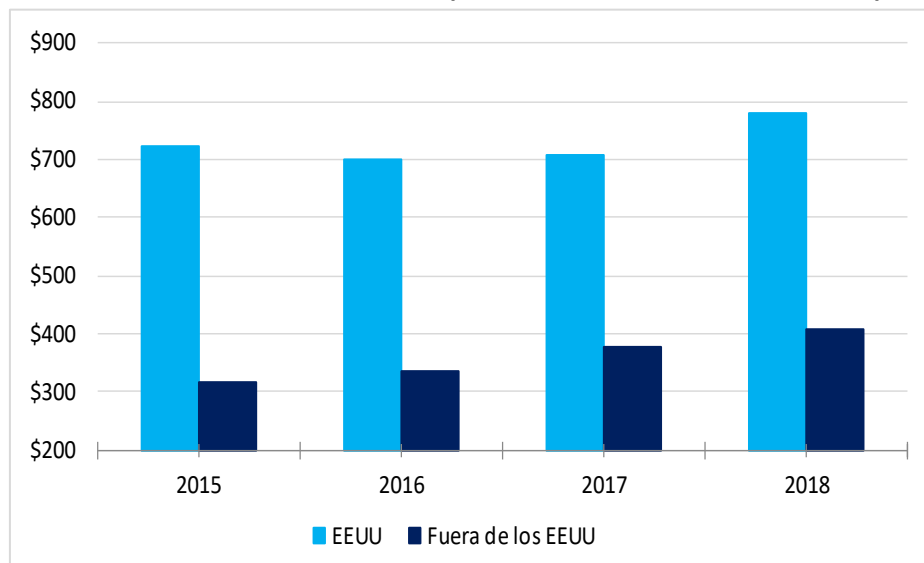
- **Tasa de descuento aplicada al comercio**
- **Tarjetas vigentes:** Su volumen depende del:
  - Crecimiento en el PBI/PCE<sup>25</sup>
  - Crecimiento en la proporción en que es elegida como medio de pago por los consumidores (medida por el nivel de gasto de los clientes)

---

<sup>24</sup> Se refiere a cualquier negociación sobre la tasa de intercambio que se aplica al mismo.

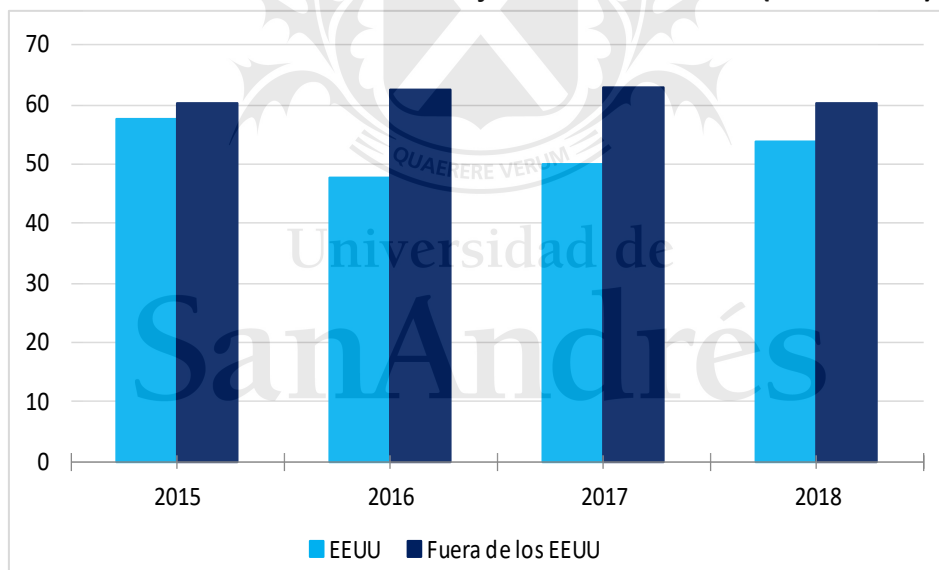
<sup>25</sup> PCE= Personal Consumption Expenditure

**Gráfico 45: Facturación total (en miles de millones de dólares)**



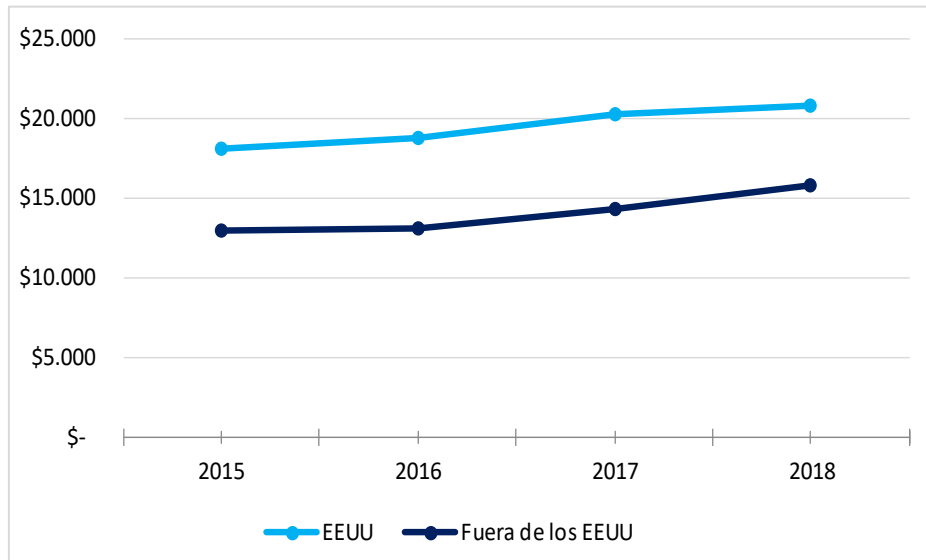
Fuente: Elaboración propia en base al reporte 10k de American Express

**Gráfico 46: Cantidad de tarjetas a nivel mundial (en millones)**



Fuente: Elaboración propia en base al reporte 10k de American Express.

**Gráfico 47: Gasto promedio por tarjetahabiente (en dólares)**



*Fuente: Elaboración propia en base al reporte 10k de American Express.*

El gasto promedio de arriba sólo considera las tarjetas propietarias de American Express (emitidas directamente por ella y no a través de otros bancos).

Por otro lado, si no pueden aumentar la cantidad de clientes que usan su tarjeta de crédito, se limitarían a hacer crecer sus ingresos a través de:

- Un aumento generalizado del gasto de sus clientes actuales; suponiendo que dicho aumento está explicado por el crecimiento económico.
- Un aumento en las comisiones que les cobran a los comercios adheridos
- Un aumento en las comisiones que se les cobra a los clientes actuales (por ejemplo: costo anual de la tarjeta)
- Ingresos por intereses netos en préstamos existentes.
- Puede aumentar el límite de crédito a sus clientes y por ende la cantidad de préstamos existentes.

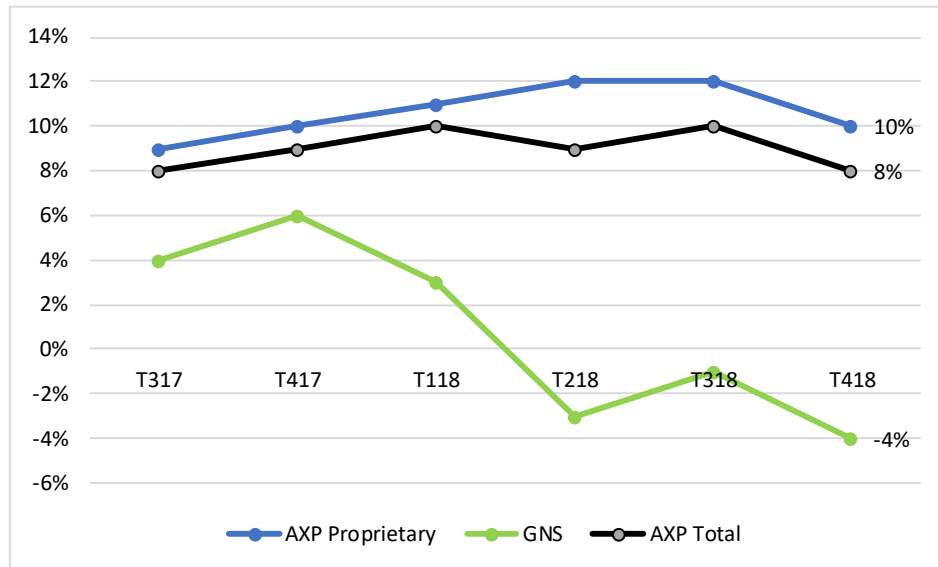
Como se puede ver la facturación de Amex propietaria<sup>26</sup> ha venido en descenso durante el último año (T1'18 en adelante<sup>27</sup>); mientras que la facturación de las GNS<sup>28</sup> sigue en caída trimestre a trimestre.

<sup>26</sup> Se denomina propietaria a aquellas tarjetas emitidas en forma directa por American Express (y no mediante bancos).

<sup>27</sup> T= Trimestre

<sup>28</sup> GNS= Global Network Services

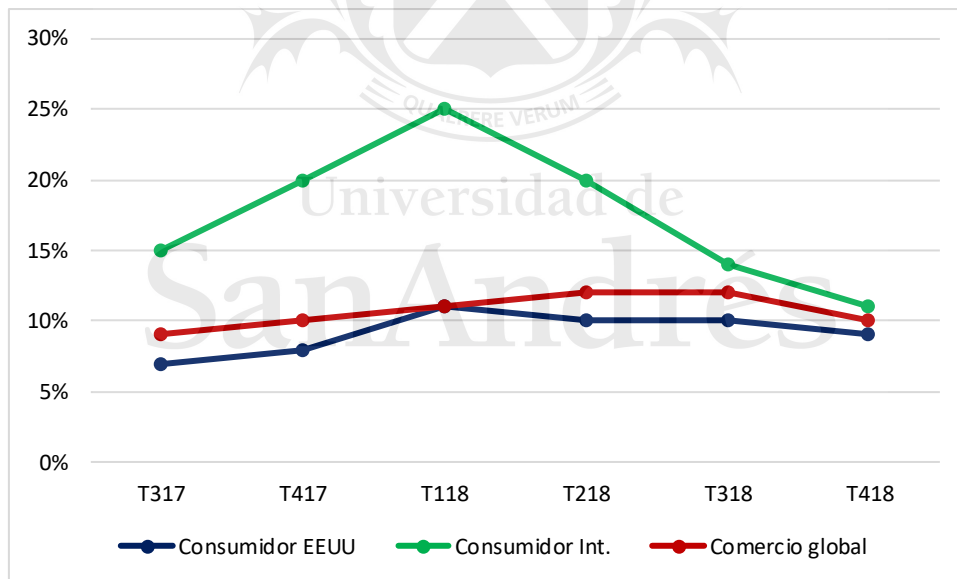
**Gráfico 48: Evolución de la facturación de Amex en el último año**



Fuente: American Express. Earnings conference Q42018

A continuación, se muestran la facturación de las tarjetas Amex propietarias del último año por los distintos tipos de clientes:

**Gráfico 49: Variación en la facturación por tipo de cliente**

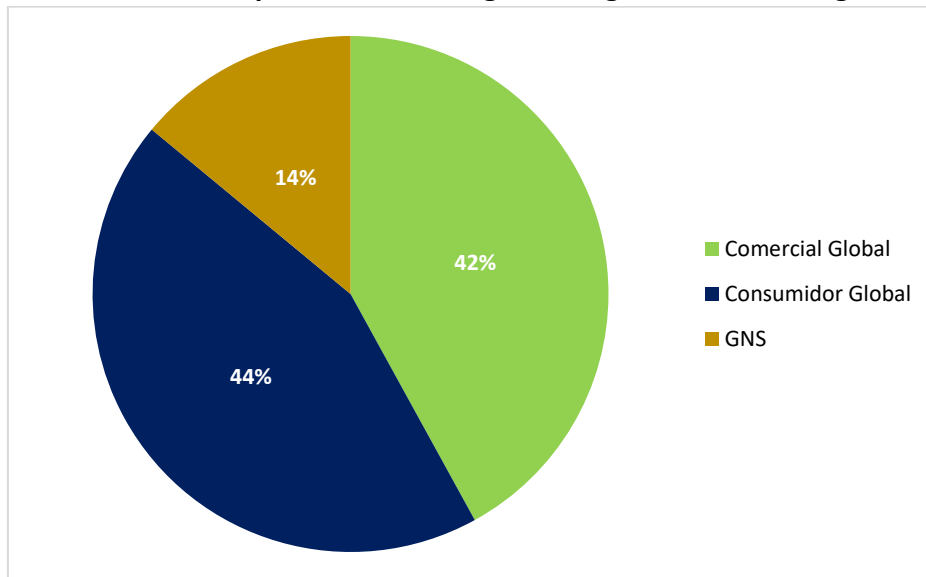


Fuente: American Express. Earnings conference Q42018

A partir de este gráfico, se muestra que la caída de la facturación de la compañía viene dada principalmente por el descenso en la facturación del segmento *Global Commercial* que cayó en más de un 3% en el último año; esto por la importante participación que tiene este segmento dentro de los ingresos de la compañía.

Por otro lado, la compañía tiene una gran parte de su facturación concentrada en los Estados Unidos, para ser más preciso el 66% de la misma, basados en los datos de 2018.

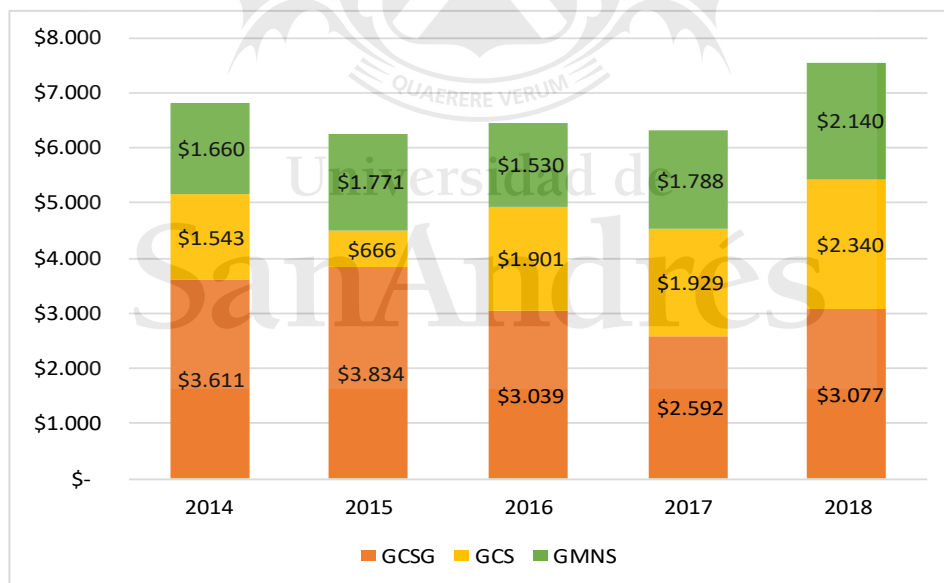
**Gráfico 50: Composición en los ingresos según unidad de negocio**



Fuente: American Express. Earning conference Q42018

Debajo se muestra como han ido evolucionando los ingresos (netos de los costos directos) por cada una de las unidades de negocio de la compañía.

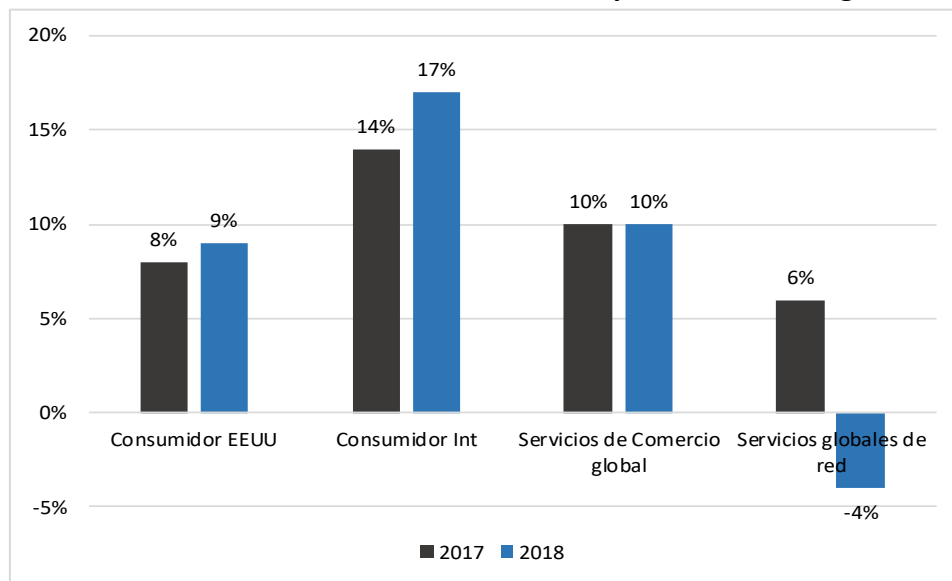
**Gráfico 51: Evolución de los Ingresos netos por segmento (en millones de dólares)**



Fuente: Reporte 10k de American Express 2018



**Gráfico 52: Crecimiento en la facturación por unidad de negocio**

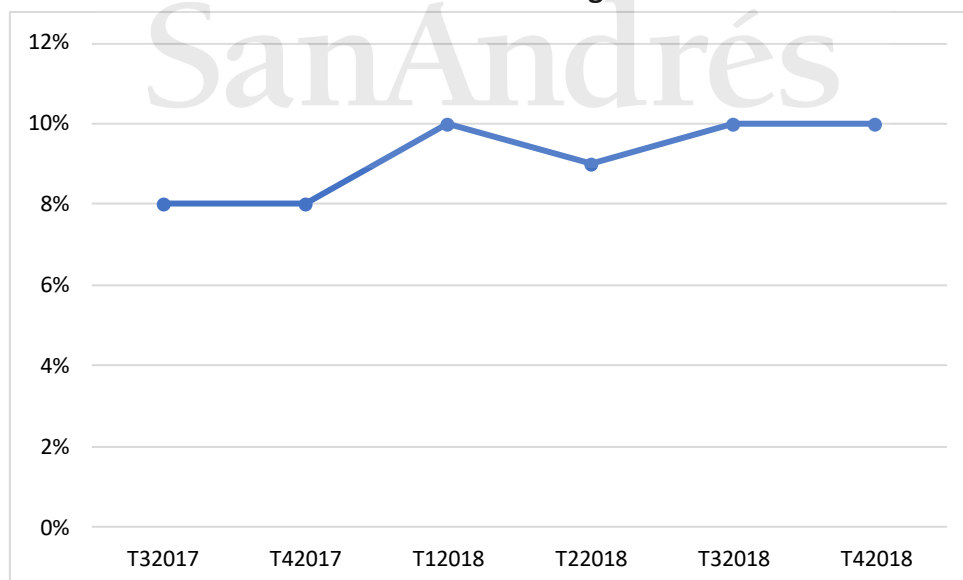


Fuente: *Investor Day American Express 2019*

Si se excluye EEUU y Australia la facturación de Servicios Globales de red (*Global Network Services*) muestra un incremento del 7%.

Analizando la variación de los ingresos de manera trimestral, vemos que el crecimiento de los ingresos no ha bajado del 8% en los últimos 6 trimestres (considerando hasta el T4 de 2018); debido, entre otras cosas, a que el crecimiento en la facturación en siete de los países más importantes, excede al de la industria; así como también aumentó la participación en la facturación en los Estados Unidos.

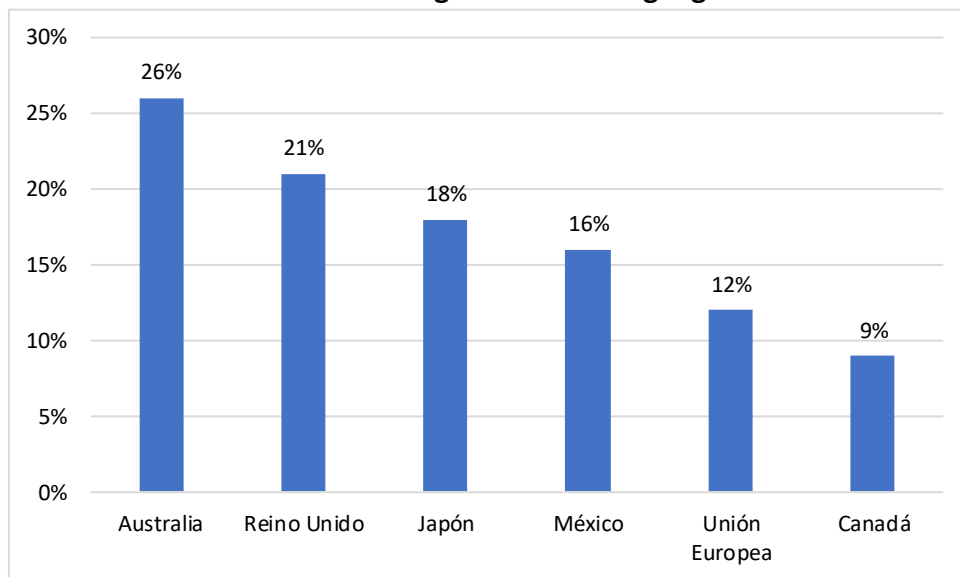
**Gráfico 53: Crecimiento en los ingresos: 2017-2018**



Fuente: *Investor Day American Express 2019*

Mientras que en otras geografías el crecimiento también fue importante tal como se muestra abajo:

**Gráfico 54: Crecimiento de ingresos en otras geografías: 2017-2018**



Fuente: Investor Day American Express 2019



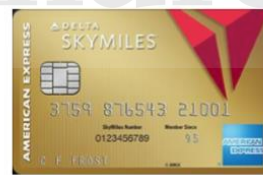





### 5.3.1 Ingresos por Costo de la tarjeta

Los mismos depende de cómo este compuesta la cartera de sus clientes y los productos que ellos tienen (Platinum, Gold, etc) y de las tarjetas vigentes.

Mientras los clientes de Amex valoren y reconozcan la propuesta de valor que brinda la compañía, los ingresos por este concepto aumentaran.

La propuesta de Amex está basada en un costo más alto para aquellas tarjetas que brinda mayores servicios/recompensas. Ejemplo: Tarjeta Platinum.

**Cuadro 10: Listado de los distintos productos ofrecidos por la compañía y el costo asociado**

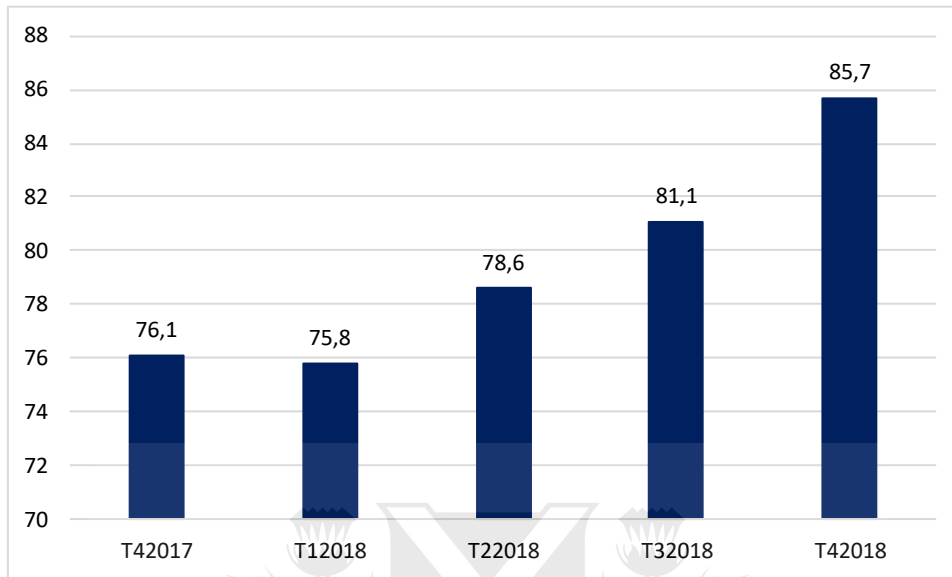
|   |  |  |   |
|---|--|--|---|
|                    |                     |  |                  |
| <b>\$550 Annual Fee</b><br>No interest charged as balance is due in full each month                   | <b>\$0 Annual Fee Yr. 1/ \$195 Year 2+</b><br>No interest charged as balance is due in full each month | <b>\$0 Annual Fee Yr. 1/ \$95 Year 2+</b><br>APR is 16.49% - 25.49%                  | <b>\$0 Annual Fee Yr. 1/ \$95 Year 2+</b><br>No interest charged as balance is due in full each month |
|                    |                     |  |                  |
| <b>\$0 Intro Annual Fee/ \$160 Yr. 2+</b><br>No interest charged as balance is due in full each month | <b>\$0 Annual Fee</b><br>APR after 12 months is 13.74% - 24.74%  | <b>\$95 Annual Fee</b><br>APR after 12 months is 13.74% - 24.74%                     | <b>\$95 Annual Fee Yr. 2+</b><br>APR is 15.99% - 19.99%   |

### 5.3.2 Préstamos

Se entiende como préstamos a tarjetahabientes a aquellos saldos de tarjetas de credito, producto de los consumos que los clientes realizan. Estos exhiben un crecimiento sostenido

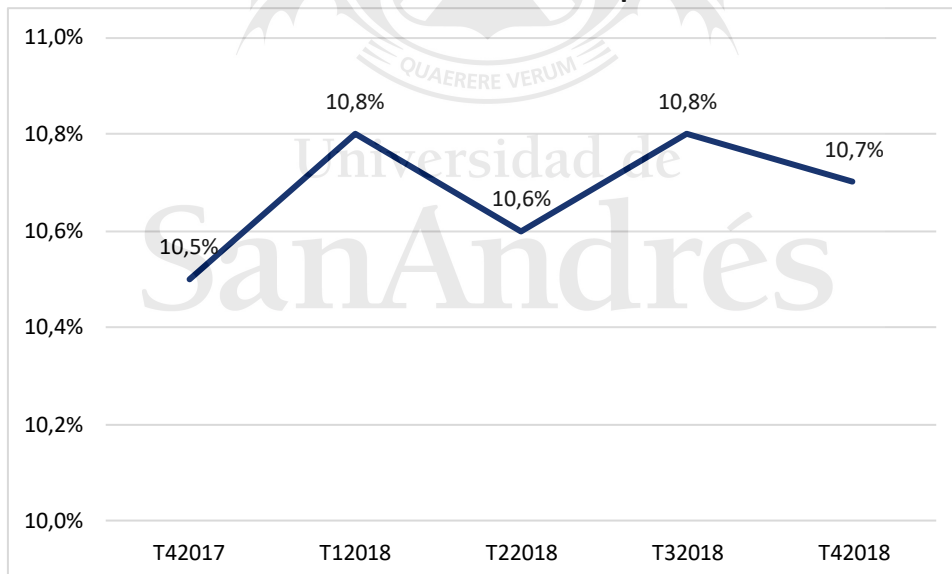
trimestre tras trimestre, alcanzando los \$ 87,4 mil millones de dólares a nivel mundial con un retorno neto del 10.8%.

**Gráfico 55: Préstamos totales (en millones de dólares)**



Fuente: Investor Day American Express 2019

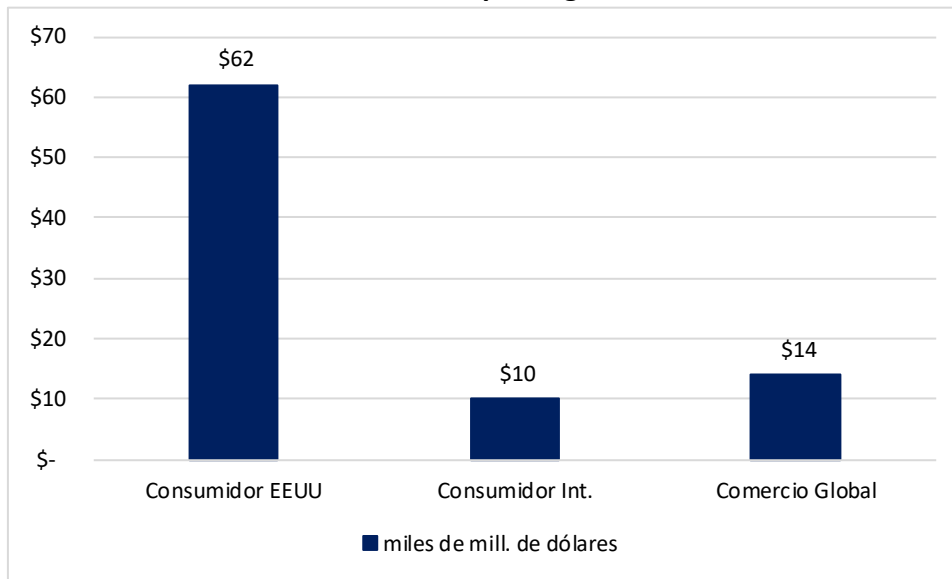
**Gráfico 56: Interés neto de los préstamos**



Fuente: Investor Day American Express 2019

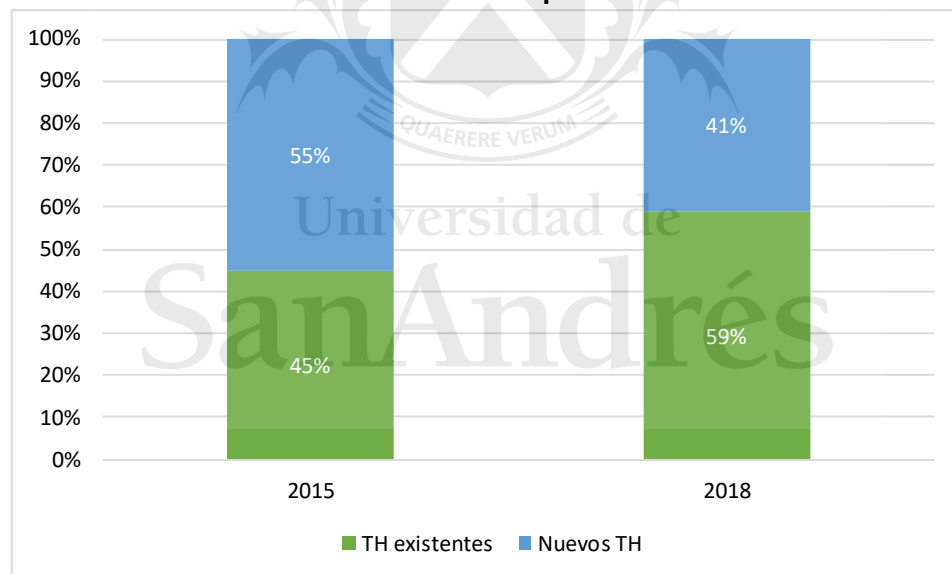
Adicionalmente el crecimiento de préstamos es diverso entre las distintas líneas de negocio, principalmente fomentado por los tarjetahabientes ya existentes.

**Gráfico 57: Préstamos por segmentos en 2018**



Fuente: Investor Day American Express 2019

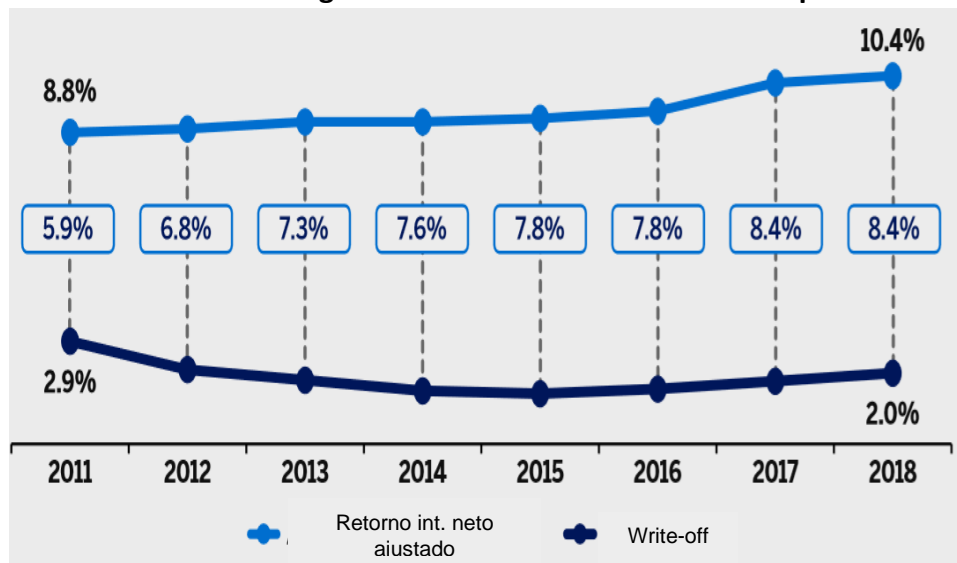
**Gráfico 58: Mix de crecimiento de préstamos de TH de EEUU**



Fuente: Investor Day American Express 2019

Lo que genera niveles de márgenes como los mostrados abajo:

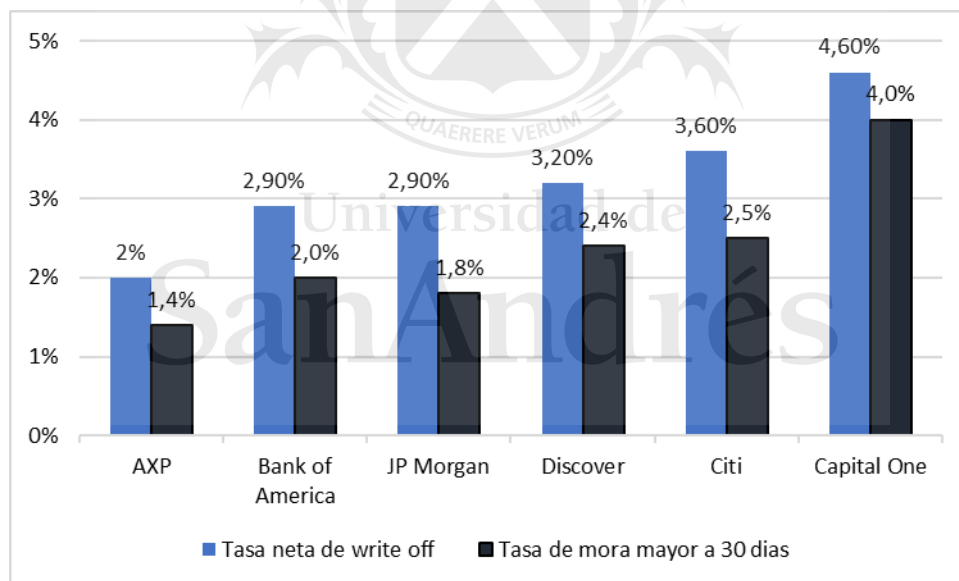
**Gráfico 59: Margen de Crédito Neto de American Express**



Fuente: Investor Day American Express 2019

En cuanto a las métricas relacionadas con la mora, se presenta la tasa de pérdida neta y la tasa de mora de más de 30 días, siendo las más bajas de la industria.

**Gráfico 60: Métricas de Morosidad**

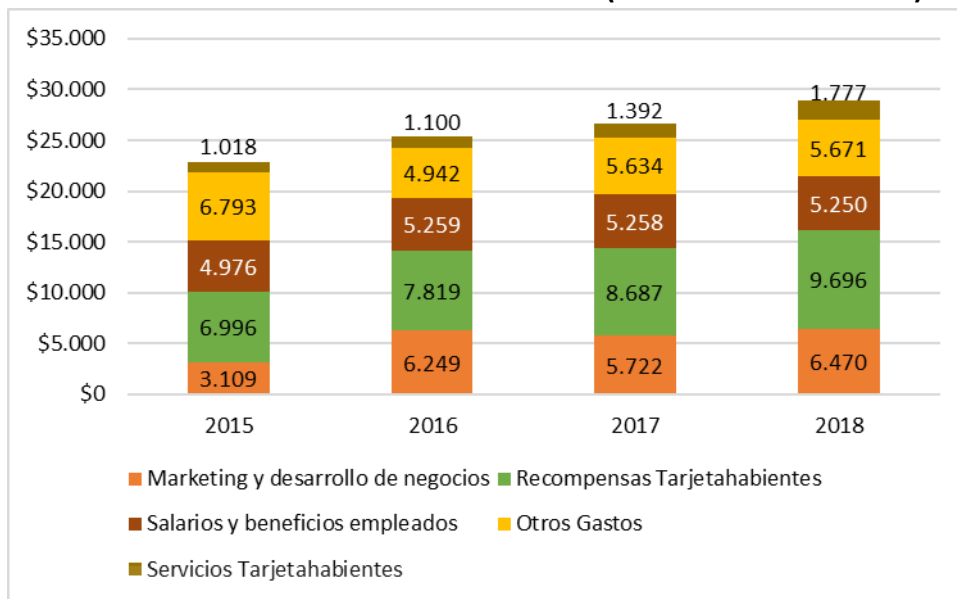


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k

## 5.4 Desglose de Gastos

Debajo se detalla la composición de gastos de la compañía, los cuales están relacionados principalmente con los servicios y recompensas que proporcionan a los tarjetahabientes.

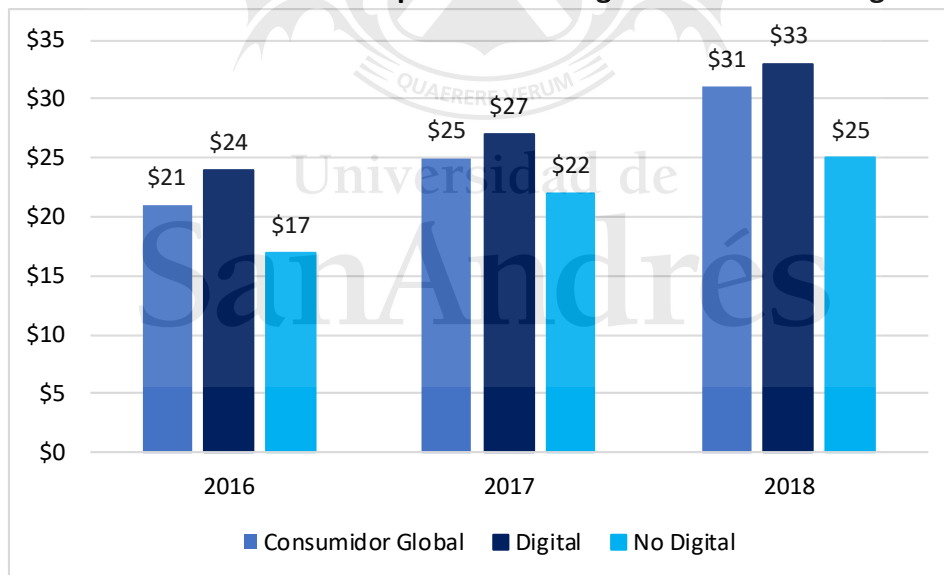
**Gráfico 61: Evolución de Gastos de Amex (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base a reporte 10k de American Express

El gasto de marketing se ha vuelto más eficiente con facturaciones más altas por cada dólar gastado con una CAGR del 21% por año.

**Gráfico 62: Facturación por cada dólar gastado en marketing**



Fuente: Investor Day American Express 2019

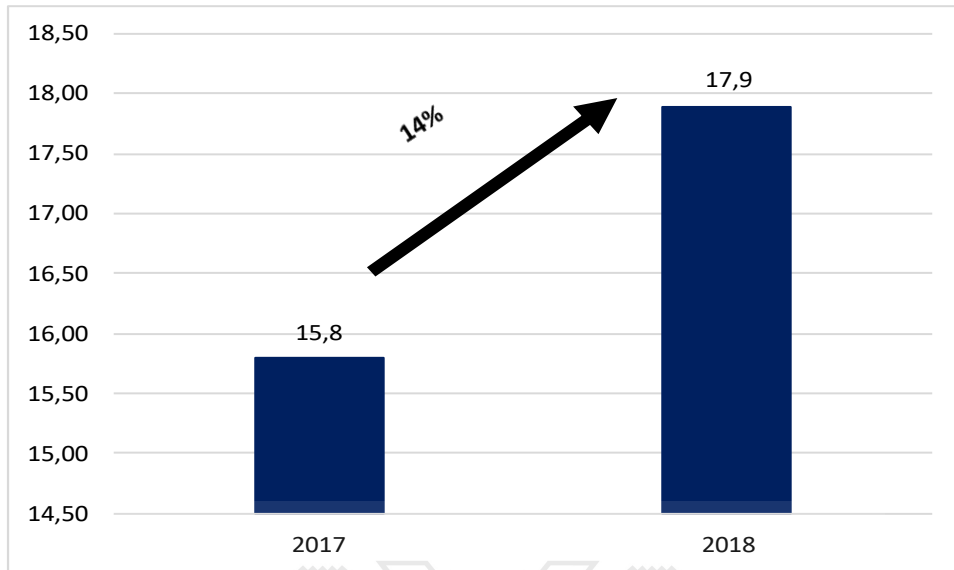
#### 5.4.1 Gastos operativos

Una de las inversiones que está creciendo es en Fidelización del cliente con una tasa de crecimiento anual del 14% para 2018, como se muestra abajo; y apunta a ofrecer beneficios bien diferenciados, teniendo en cuenta:

- Servicios a los tarjetahabientes
- Recompensas
- Desarrollo de negocios

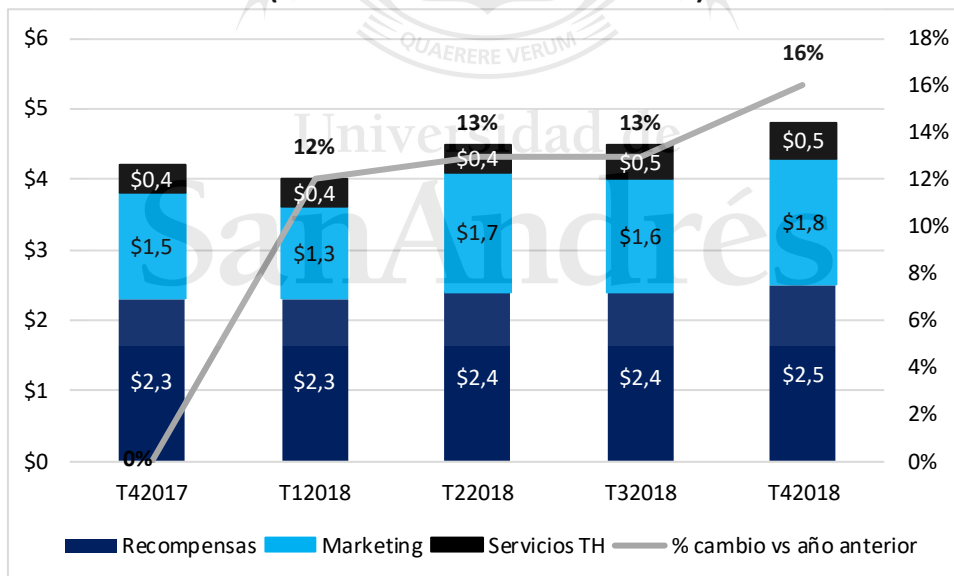
- Marketing

**Gráfico 63: Gasto en fidelización del cliente (en miles de millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10k de American Express

**Gráfico 64: Fidelización del cliente: Composición de los gastos<sup>29</sup>**  
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del reporte 10k de American Express

## 5.4.2 Administración del Riesgo

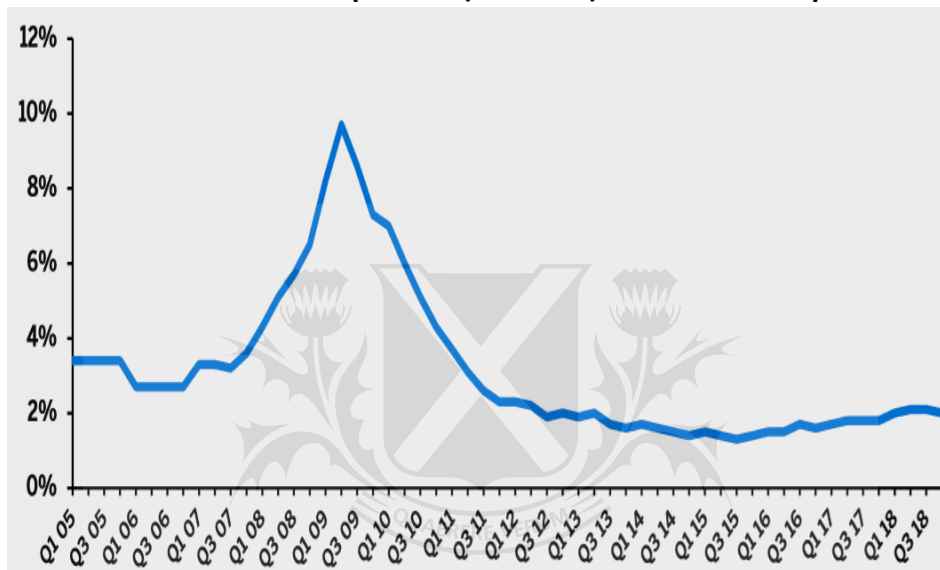
La misma es llevada a cabo a partir de un conjunto de acciones para manejar el riesgo, tales como:

<sup>29</sup> Los gastos de Marketing incluyen también los llamados de “Desarrollo de negocio”

- Manejo en límites de credito
- Acciones sobre precios (incluyendo tasas)
- Endurecimiento en los criterios para calificar
- Endureciendo filtros en canales riesgosos
- Orientar la adquisición hacia canales de mayor crédito.
- Mejorar el proceso de cobranzas

Todo lo anterior permitió llevar las métricas crediticias a mínimos históricos tal como se muestra en la evolución trimestral de las tasas de pérdida.

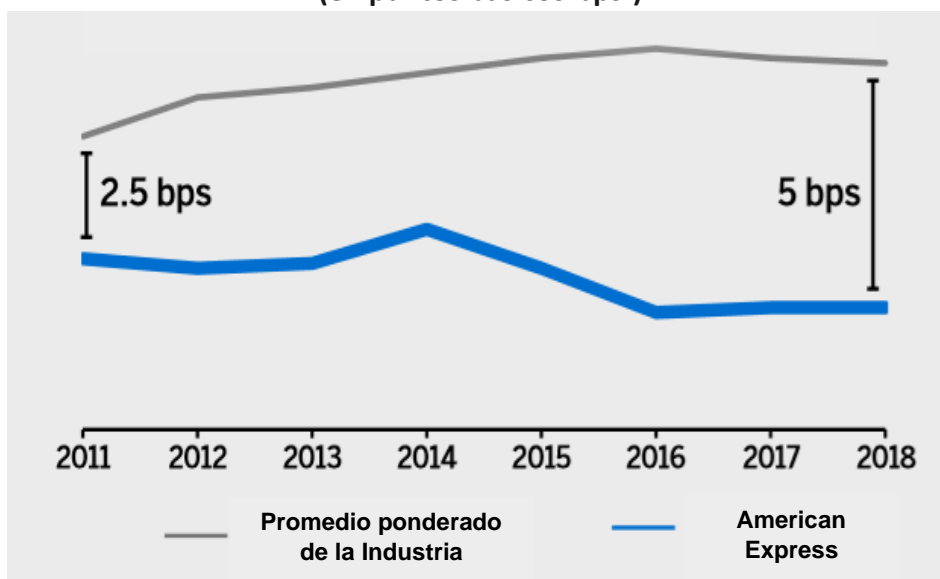
**Gráfico 65: Tasas de pérdida (write-off) de American Express**



Fuente: American Express. Investor Day conference 2019.

El siguiente gráfico muestra las tasas de fraude de Amex comparada con la industria en los EEUU:

**Gráfico 66: Tasas de pérdida por Fraude: American Express vs la industria en EEUU (en puntos básicos-bps-)**

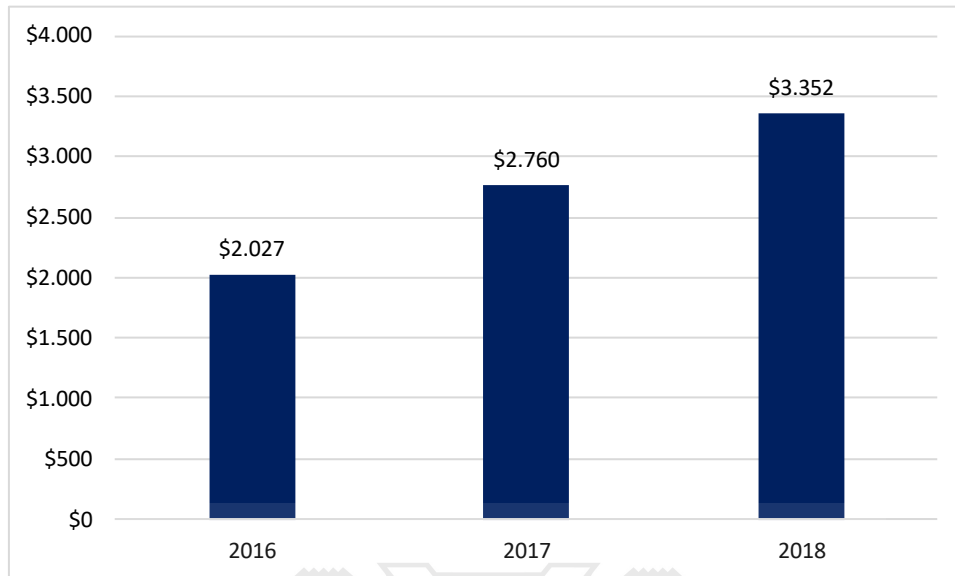


Fuente: American Express Fixed Income presentation 2019



Por todo esto, el crecimiento en la previsión (por pérdidas) es menor al 30%.

**Gráfico 67: Previsiones por pérdida (en millones de dólares)**



Fuente: American Express. Investor Day conference 2019.

## 5.5 Factores de Riesgo de American Express

Antes se exploró los riesgos de las redes de tarjetas; así como se describió la industria de pagos en general. En este punto, se muestran los riesgos inherentes a la compañía por su operatoria.

### ➤ **Riesgos Estratégicos, de la competencia y del negocio**

#### ○ **Factores Macroeconómicos:**

Un crecimiento económico lento, volátil o un deterioro en las condiciones macroeconómicas; así como cambios en la tendencia de consumo; pueden significar cambios en el comportamiento de los clientes, patrón de consumo, su disposición y posibilidades de pago y de tomar crédito; y su demanda por productos financieros con costo.

Condiciones políticas, “cierre” recurrentes o prolongados de gobiernos, hostilidades regionales, agitaciones sociales, políticas económicas, problemas en el comercio y las tarifas también podrían afectar negativamente el gasto de los clientes (ya sea personales o empresariales); incluyendo patrones de viajes, inversiones y demanda por crédito en general. La salida del Reino Unido de la Unión Europea sería un claro ejemplo de esto.

Al 31 de diciembre de 2018, el Reino Unido representa aproximadamente el 4% de la facturación mundial de la compañía; mientras que la región EMEA<sup>30</sup> constituye un 11% de la misma.

<sup>30</sup> EMEA se refiere a la región conformada por: Europa, Medio oriente y África.

Otro ejemplo que podría afectar a la compañía son las fluctuaciones adversas de la moneda o controles de tipo de cambio que pueden disminuir los ingresos percibidos de la operatoria internacional.

○ **Factores relacionados a la competencia:**

Dado que Visa y MasterCard son más grandes en la mayoría de los países donde Amex tiene presencia; los emisores y adquirentes de dichas marcas podrían beneficiarse de esa posición dominante, escala, recursos, marketing y fijación de precios de esas redes.

También el negocio se podría resentir si es que la compañía es incapaz de aumentar la aceptación de sus tarjetas en los comercios, o si es que su tarjeta no es aceptada en comercios donde sí se aceptan las otras dos marcas.

La ventaja competitiva de nuestro modelo de circuito cerrado puede verse disminuido en tanto los competidores tradicionales y no tradicionales usen nuevos y distintas tecnologías que provean percepciones similares.

A diferencia de nuestros competidores en la industria de pagos; que se apoyan en los saldos revolventes en las tarjetas de créditos, el principal ingreso de la compañía es el ingreso por descuento.

Recientemente; la compañía experimentó una reducción en el promedio de la tasa de descuento aplicada a los comercios; como resultado de cambios regulatorios que afectan al precio competitivo en ciertos países. También la compañía enfrenta presiones de otros competidores que tienen otras fuentes de ingresos o menores costos que les permite tener un precio más atractivo para socios y comercios adheridos.

Adicionalmente los comercios pueden negociar incentivos y concesiones como una condición para aceptar la tarjeta o ser aliados.

○ **Factores relacionados con la competencia por relaciones con alianzas: (Delta, por ejemplo)**

Establecer y retener acuerdos con socios estratégicos (alianzas) es muy competitivo entre los emisores de tarjetas; dado que estas sociedades usualmente apelan a fidelizar clientes con alto consumo.

El portfolio de alianzas de la compañía; representa el 17% de la facturación mundial para el 2018.

Por otra parte, los préstamos en tarjetas de crédito (entendidos como el saldo de las tarjetas de crédito) emitidas en conjunto con nuestras alianzas representan el 36% del total de préstamos a nivel global al 2018.

Amex se asoció con Delta Airlines y actualmente se emiten tarjetas bajo acuerdos con ella. Dicho portafolio representa el 8% de la facturación mundial para el año 2018; siendo el más grande de nuestros portafolios basados en alianzas; y a su vez representa el 21% de los préstamos en tarjetas de crédito.

La pérdida de acuerdos de exclusividad con socios, la pérdida de la relación con ellos (ya sea a través de la no renovación al finalizar el contrato; o por cuestiones legales o regulatorias) o la renegociación de acuerdos ya existentes con términos que sean significativamente peores para la compañía; podría tener un impacto adverso en el negocio y los resultados operativos.

**Gráfico 68: Portfolio de Alianzas**



Fuente: Investor Day American Express 2019

- **Condiciones financieras adversas en el mercado, puede afectar la capacidad de cumplir con los requerimientos de necesidades de liquidez, acceso al capital y costo del capital**

La liquidez es necesaria para pagar a los comercios, gastos operativos y demás gastos, intereses de la deuda, dividendos y para repagar las obligaciones que vayan venciendo. Las fuentes principales de liquidez son los pagos de los tarjetahabientes, ingresos de la emisión de bonos a mediano y largo plazo y securitización de activos, depósitos directos y de terceros, flujos de fondos del portafolio de inversión, efectivo y equivalentes de efectivo, préstamos securitizados, un acuerdo de préstamos con un banco y los descuentos de la Reserva Federal.

Un ejemplo de esto sería un aumento sostenido de las tasas de interés y cambios en las tasas de referencia.

Adicionalmente, cualquier reducción en la calificación crediticia ya sea en la compañía o sus subsidiarias podría incrementar el costo de fondeo y restringir el acceso al mercado de capital.

- **La incapacidad de aceptar o mantener depósitos debido a la demanda de mercado o a restricciones regulatorias podría afectar materialmente la posición de liquidez y la capacidad de fondeo**

La subsidiaria en los EEUU, AENB<sup>31</sup>, acepta depósitos directamente de los consumidores a través de Ahorros Personales de American Express, así como también de individuos a través de cuentas tercerizadas. La compañía enfrenta una fuerte competencia respecto a la captación de depósitos y cambios en los productos o su formación de precio, puede afectar negativamente la capacidad de atraer y retener depósitos. Si se debe ofrecer tasas de interés más altas para atraer o mantener los depósitos, el costo de fondeo se verá afectado. Al 31 de diciembre de 2018, la compañía tenía \$69.1 mil millones en depósitos minoristas, de los cuales una gran porción fue captados a través de cuentas custodia de terceros.

## 5.6 Iniciativas Estratégicas de American Express

Debajo se detallan las iniciativas estratégicas de la compañía para los distintos segmentos:

- ✓ Expandir el liderazgo en el espacio de consumidor premium
- ✓ Construir una posición sólida en las transacciones comerciales
- ✓ Fortalecer la red global integrada de la compañía para proveer un valor único
- ✓ Hacer de American Express una parte esencial en la vida digital de sus clientes.

Adicionalmente los cambios en los medios de pago presentan grandes oportunidades para la compañía. Dichos cambios se resumen en:

- ❖ Migración de los pagos en efectivo y cheques a otros medios
- ❖ Crecimiento del comercio electrónico y los pagos vía celular

Las iniciativas estrategias se pueden englobar dentro de los siguientes puntos:

1. Focalizándose en el cliente como un medio para el crecimiento;
2. Expandingo alianzas estratégicas para impulsar el crecimiento;
3. Enfocándose en la estrategia internacional

### 5.6.1 Descripción de las Iniciativas Estratégicas

#### 5.6.1.1 Foco en los clientes como medio para el crecimiento

La compañía tiene una base de clientes (110 millones a nivel mundial) con un nivel de gasto alto y que usan tres veces más las tarjetas de Amex versus la competencia.

En cuanto a las pequeñas y medianas empresas de EEUU clientes de Amex, su capacidad de gasto es tres veces superior que a los de la competencia.

Lo anterior no implica que no haya oportunidad de crecimiento ya que actualmente:

- ✓ 40-45% del consumo de los tarjetahabientes es con Amex.
- ✓ Alrededor del 20% de los préstamos en tarjeta es con Amex.

---

<sup>31</sup> American Express National Bank.

- ✓ Menos del 50% de las pequeñas y medianas empresa en EEUU tienen una relación con Amex.
- ✓ Alrededor del 70% de las pequeñas y medianas empresas tienen un solo producto con la compañía.

### **Estrategia de Adquisición<sup>32</sup>**

Bajo esta estrategia, la compañía busca que un miembro leal (cliente existente) atraiga a nuevos miembros. De hecho, esto ha sido bastante exitoso, según se muestra en las estadísticas de abajo:

- Es el segundo canal de adquisición a nivel global
- 33% de los referidos, refirieron a nuevos clientes en 2018
- La mora en dicho universo es un 46% más baja, respecto al resto de los clientes.
- La facturación originada por los programas de referidos se ha multiplicado por 6 desde 2015 a 2018.

Adicionalmente, el modelo permite que los participantes en el mismo generen valor unos a otros, por ejemplo, fomentando las siguientes relaciones:

- Consumidores y comercios
- Comercio a Comercio

#### **5.6.1.2 Estrategia de Alianzas**

Las mismas contribuyen al crecimiento, proveen acceso a distintas capacidades e incrementan la cobertura

Hoy en día se cuentan con las siguientes alianzas:

- **Alianzas Digitales:** Permiten incorporar a la compañía en la “vida digital” del cliente: Billeteras Digitales, P2P, Beneficios digitales
- **Alianzas de capacidades:** Expande capacidades para ofrecer nuevos beneficios: Automatización de cuentas por pagar, Pagos virtuales, Herramientas de estilo de vida
- **Alianzas de Cobertura:** Permite extender el alcance de la red: Opt Blue, 76 bancos asociados

#### **5.6.1.3 Crecimiento internacional**

En 2018 el crecimiento anual fue de un 17% para los consumos internacionales (ajustados por tipo de cambio); y de un 23% en la facturación de los pequeños y medianos comercios.

Al día de hoy, comercios en más de 170 países y territorios aceptan Amex y en más de 100 se emite la tarjeta.

En el marco de esta estrategia, la compañía se está enfocando en 3 acciones principales:

---

<sup>32</sup> Basado en la medición de *Billed business acquired* (gasto de nuevos clientes) —Refleja los primeros 12 meses de gasto para un cliente nuevo adquirido. Para clientes adquiridos con menos de 12 meses de antigüedad, estimaciones internas han sido usadas para el gasto esperado por un periodo de 12 meses. La facturación digital adquirida es un gasto nuevo que fue adquirido a través de un canal digital.

- Inversiones estratégicas en los 10 países más importantes para acelerar el crecimiento en todas las líneas de negocio
- Inversiones específicas en países que contribuyen a la escala global de la compañía y brindan resultados en al menos uno o dos de las iniciativas estratégicas (Ejemplo: Países nórdicos)
- Foco en expandir la aceptación de la tarjeta por parte de comercios en países donde la misma no esté generalizada.

Esta última estrategia se implementará mediante un plan, tal que el crecimiento sea:

- Un 5 % en los países principales donde Amex tiene negocio
- Un 5% en las ciudades más importantes
- Un 5% en ciertas industrias objetivos.

Con esto se espera incrementar la cobertura en aproximadamente un 20% en los próximos tres años.

Otra de las acciones es expandirse al mercado chino, el cual representa el mercado de pagos más grande y crece rápidamente.

#### **Estrategia Comercial y de Negocio a Negocio (específica de GCS)**

Amex es líder en pagos comerciales y asiste a clientes a nivel mundial. Ofrece servicios de tarjeta, pago y soluciones en capital de trabajo tanto para pequeñas y medianas empresas; así como para grandes corporaciones

**Cuadro 11: Algunos indicadores comerciales de 2018**

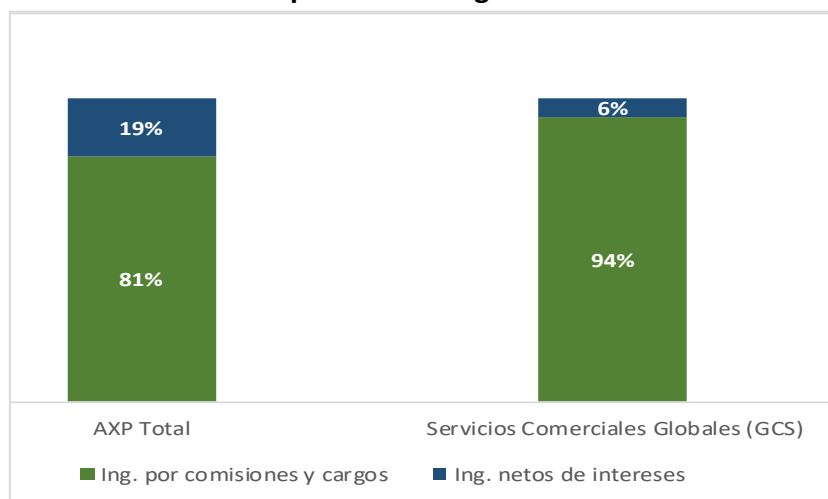
| Concepto                                     | 2018*  | 2018<br>crec.** |
|--|--------|-----------------|
| Facturación                                  | \$ 486 | 11%             |
| Pequeñas y medianas empresas de EEUU         | \$ 304 | 10%             |
| Pequeñas y medianas empresas Internacionales | \$ 58  | 23%             |
| Empresas Globales                            | \$ 124 | 8%              |
| Total préstamos                              | \$ 14  | 14%             |
| Ingresos                                     | \$ 13  | 8%              |

\* en miles de millones de dólares

\*\* ajustado por tipo de cambio

Para esta unidad de negocio, la composición de ingresos está altamente concentrado en los ingresos por gastos y comisiones, tal como se muestra abajo:

**Gráfico 69: Composición de Ingresos en 2018 en GCS**



Fuente: Investor Day American Express 2019

### Oportunidades

- **Pequeñas y medianas empresas de EEUU**

Actualmente Amex es la compañía número uno en la emisión de tarjetas para pequeñas empresas y concentra un 63% de las compañías más grandes, según la revista Fortune de 2018.

Las oportunidades que se presentan son:

- B2B pagos: Pagos a proveedores domésticos y extranjeros.
- Préstamo a corto plazo para satisfacer las necesidades de capital del día a día: Todas las formas de capital de trabajo. Para las pequeñas y medianas empresas incluye préstamos en tarjeta.

Lo anterior representa una oportunidad de aproximadamente \$90 mil millones de dólares<sup>33</sup>.

El otro eje donde la compañía hace foco es en la **digitalización de la experiencia del cliente**: los clientes fidelizados digitalmente generan una facturación 10 veces superior a los otros clientes de la empresa.

- **Pequeñas y medianas empresas internacionales**

La estrategia está basada en el concepto de “**diferenciación y hacer crecer el negocio principal de tarjetas**”

<sup>33</sup> Según estimación de McKinsey Global Banking Pools, McKinsey Proprietary Tools (FinaltaSmall Business Data, GCI, GFIC) (2017). Las definiciones de McKinsey: Pequeñas y medianas empresas con un ingreso anual <\$500m, Pequeñas y medianas empresas internacionales es <\$250m de ingresos anuales en Australia, Japón, México, Canadá, Reino Unido. \*\* Capital de trabajo incluye financiamiento comercial, cadena de pagos, financiamiento a corto plazo, menor a 2 años.

A partir de la misma, se está impulsando un crecimiento rápido en la facturación de países como Reino Unido, Japón y Australia, donde la facturación<sup>34</sup> creció un 45%, 27% y 25% respectivamente.

Es decir, se está replicando el modelo de “EEUU” con generadores de crecimiento tales como:

- Inversión en distribución comercial
  - Inversión en funciones digitales
  - Infraestructura en productos para el consumidor
  - Red integrada de proveedores B2B
- **Empresas Globales**
- Productos como “Early Pay” permite a los clientes optimizar una gran parte de los pagos a sus proveedores.
- Early Pay* funciona como un nexo entre los compradores que quieren pagar mas tarde, y los proveedores que quieren recibir el dinero lo antes posible.

## 6 Análisis Financiero

El modelo financiero de la compañía se basa en:

- Crecimiento de los ingresos sostenible
- Inversiones eficientes en áreas que fomenten el “share”, la escala y la relevancia (los tres ejes de la estrategia general de la compañía)
- Apalancamiento de los gastos operativos, que mitiga el impacto de la compresión del margen; del crecimiento de la inversión
- Un enfoque disciplinado del manejo de los riesgos
- Un enfoque disciplinado al *despliegue* de capital; apalancando nuestros negocios con alto ROE para crear valor para los accionistas.

### 6.1 Capital

El modelo de negocio genera un alto **retorno sobre el capital**<sup>35</sup>, tal como se muestra en el gráfico de abajo para 2018, comparando con otros bancos.

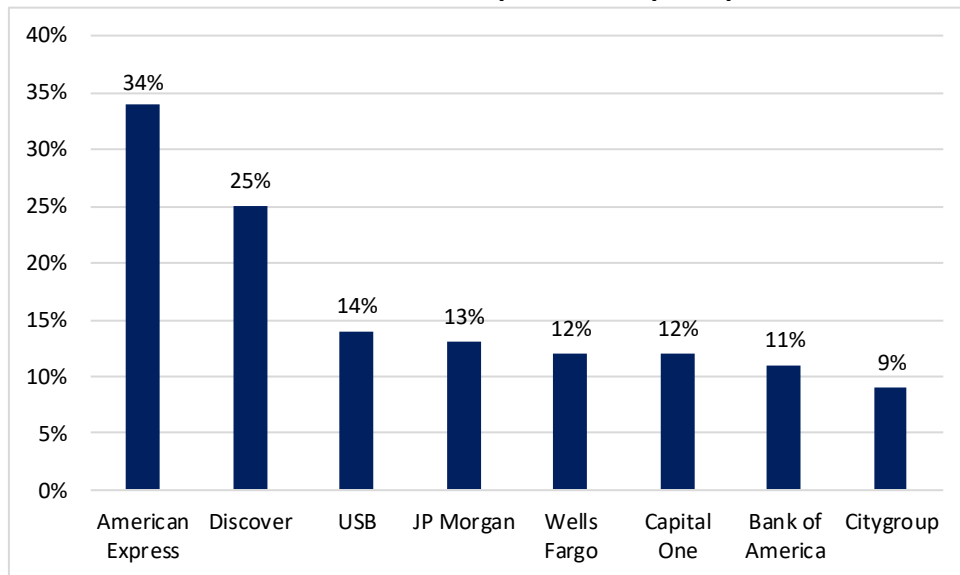
---

<sup>34</sup> Ajustada por tipo de cambio.

<sup>35</sup> También conocido como ROE (Return on Equity)



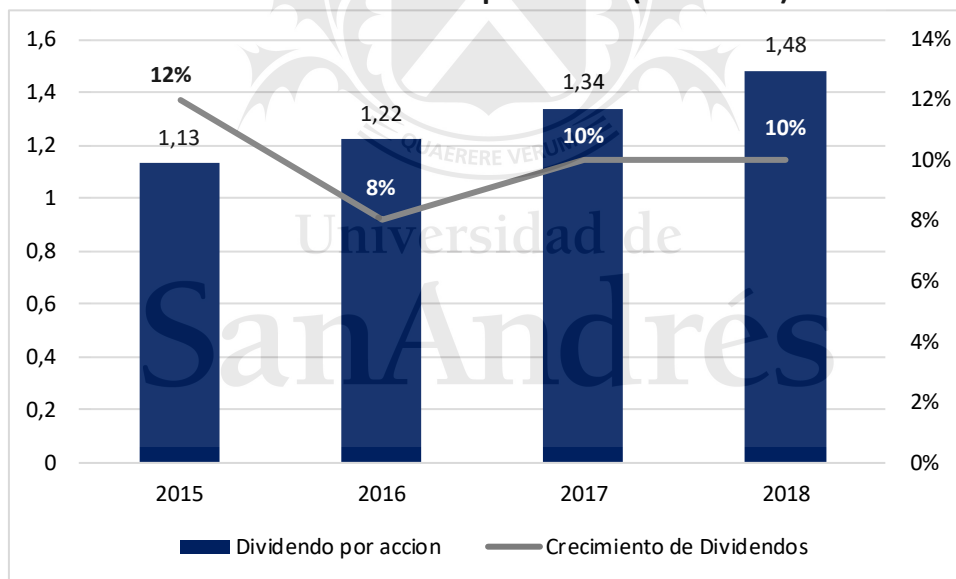
**Gráfico 70: Retorno sobre el capital de los principales bancos**



Fuente: Investor Day American Express 2019

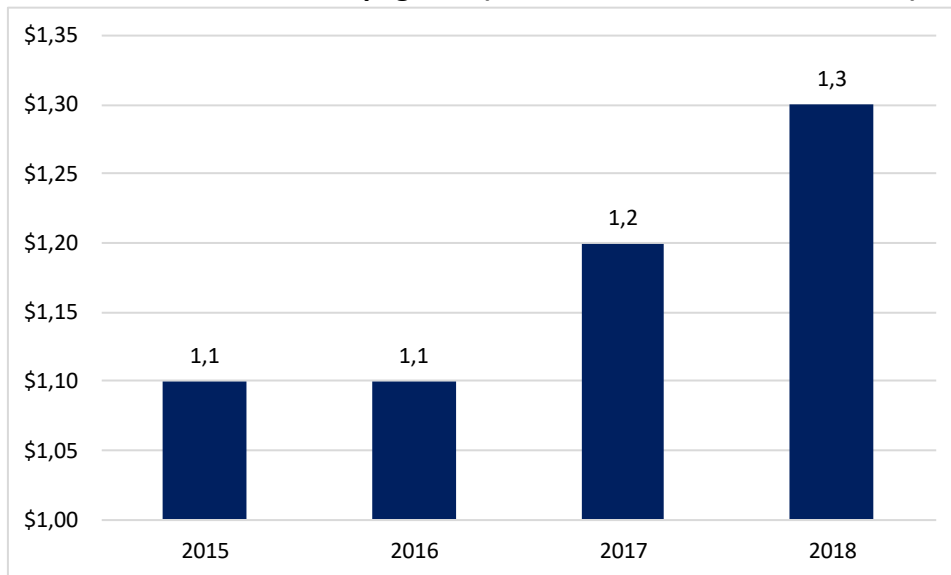
Lo anterior permite, un incremento sostenido de los dividendos por acción:

**Gráfico 71: Dividendo por Acción (en dólares)**



Fuente: American Express. Investor Day Conference 2019

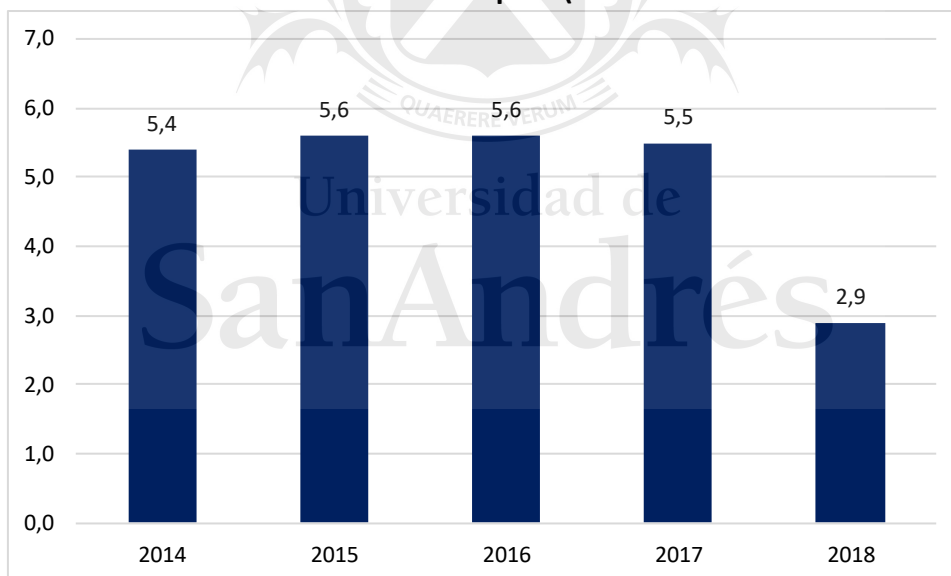
**Gráfico 72: Dividendos pagados (en miles de millones de dólares)**



Fuente: American Express. Investor Day Conference 2019

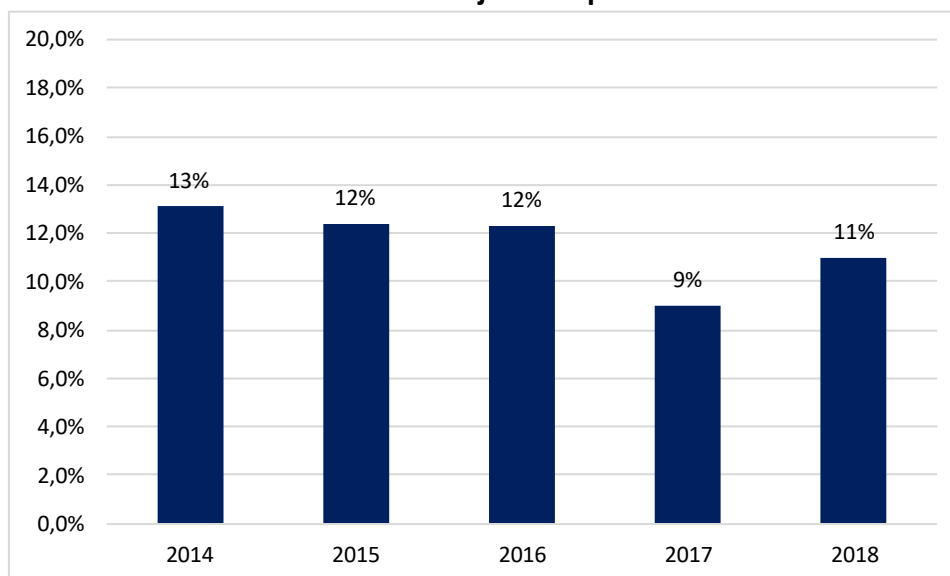
Todo lo anterior se logra, mientras la compañía alcanza el rango de capital de Tier 1 del 10-11%, y se les devuelve el capital a los accionistas; tal como se muestra abajo:

**Gráfico 73: Evolución del retorno del capital (en miles de millones de dólares)**



Fuente: American Express. Investor Day Conference 2019

**Gráfico 74: Porcentaje del capital en Tier 1**



Fuente: American Express. Investor Day Conference 2019

## 6.2 Resultado Operativo

Partiendo del estado de resultados de la compañía, se muestra una versión simplificada<sup>36</sup> del mismo para poder diferenciar los principales conceptos que lo componen, a saber:

- **Otros Ingresos:**  
Dentro de este concepto se incluye:
  - *Ingresos por descuentos:* Representa el monto que gana la compañía con cada transacción en un comercio adherido, o a través de la red de algún socio que forme parte de la “Global Network Service” (GNS)
  - *Comisiones netas de tarjeta:* Incluye los ingresos del costo anual por membresía de la tarjeta, el cual como se mostró antes varía según el tipo de tarjeta.
  - *Otros cargos y comisiones:* Incluyen los cargos por mora y la conversión por tipo de cambio. También contempla los cargos asociados al programa de recompensas “Membership Rewards”.
- **Ingreso por intereses netos:** Resulta de netear los siguientes conceptos:
  - *Ingreso por intereses:* Aquí se incluye los intereses de los préstamos a los tarjetahabientes, los intereses y dividendos de los valores de inversión principalmente relacionados a los valores de inversión de renta fija de la compañía. Adicionalmente contempla los intereses por depósitos en los bancos
  - *Gasto por intereses:* Incluye principalmente el gasto por el fondeo de préstamos y créditos a los tarjetahabientes, por propósitos corporativos generales y debido a necesidades de liquidez.

<sup>36</sup> En el anexo se presenta el Estado de Resultados completo de la compañía.

- *Recompensas a tarjetahabientes y Servicios a tarjetahabientes:* Incluyen el costo asociado a los servicios premium que ofrece American Express a sus tarjetahabientes
- *Gastos de marketing y desarrollo de negocio:* Incluyen el costo en el desarrollo y lanzamiento de publicidad. También se incluyen ciertos pagos a los socios emisores de tarjetas que son parte de GNS.

**Cuadro 12: Estado de Resultados\* American Express (en mill. dólares)**

|   | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ingresos por Ventas</b>                  | <b>32.818</b> | <b>35.438</b> | <b>36.878</b> | <b>40.338</b> |
| Otros ingresos                              | 26.896        | 29.659        | 30.427        | 32.675        |
| Ingreso por intereses netos                 | 5.922         | 5.779         | 6.451         | 7.663         |
| <b>Costo Ventas</b>                         | <b>8.014</b>  | <b>8.919</b>  | <b>10.079</b> | <b>11.473</b> |
| Recompensas a tarjetahabientes              | 6.996         | 7.819         | 8.687         | 9.696         |
| Servicios a tarjetahabientes                | 1.018         | 1.100         | 1.392         | 1.777         |
| <b>Ingresos netos por ventas</b>            | <b>24.804</b> | <b>26.519</b> | <b>26.799</b> | <b>28.865</b> |
| <b>Otros Gastos Operativos</b>              | <b>16.866</b> | <b>18.477</b> | <b>19.374</b> | <b>20.743</b> |
| Gtos. de Marketing y Desarrollo de negocios | 3.109         | 6.249         | 5.722         | 6.470         |
| Gtos. de Personal                           | 4.976         | 5.259         | 5.258         | 5.250         |
| Otros gastos                                | 6.793         | 4.942         | 5.634         | 5.671         |
| Provisiones por pérdidas                    | 1.988         | 2.027         | 2.760         | 3.352         |
| <b>Resultado Operativo</b>                  | <b>7.938</b>  | <b>8.042</b>  | <b>7.425</b>  | <b>8.122</b>  |
| Impuesto a las ganancias                    | 2.775         | 2.667         | 4.677         | 1.201         |
| <b>Resultado Neto</b>                       | <b>5.163</b>  | <b>5.375</b>  | <b>2.748</b>  | <b>6.921</b>  |
| <i>(*expresado en millones de dólares)</i>  |               |               |               |               |

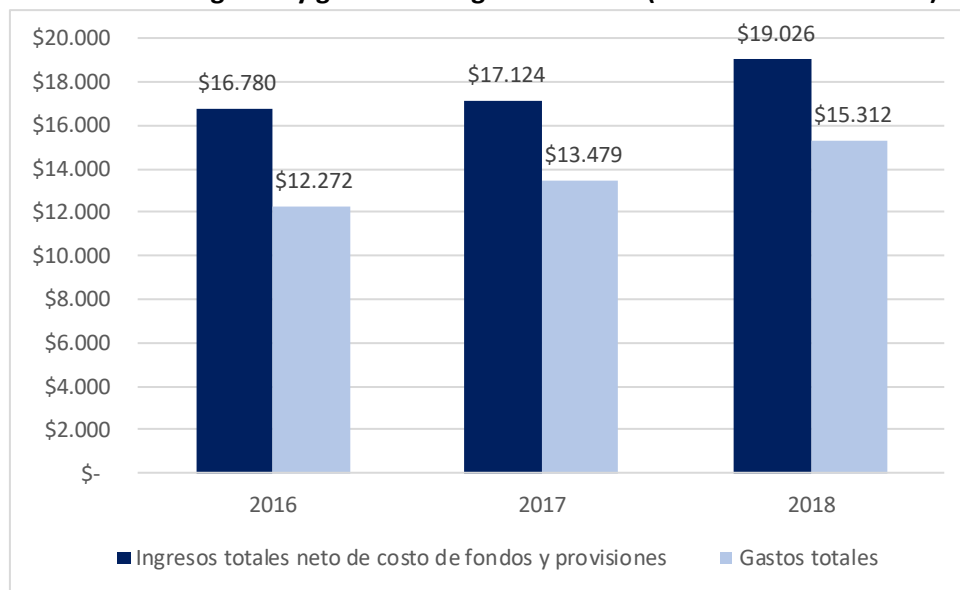
La tasa impositiva efectiva para 2018 fue del 14,8% y refleja un beneficio de \$ 496 millones en relación con los cambios en el método impositivo para contabilizar ciertos gastos, la resolución de ciertas auditorías impositivas de años anteriores y un ajuste al cargo impositivo provisional de 2017 relacionado con el Ley de impuestos. La tasa impositiva para 2018 también refleja la reducción en la tasa legal federal de EEUU del 35% al 21% como resultado de la Ley Tributaria. La tasa impositiva efectiva para 2017 fue del 63% y refleja el cargo de \$2,6 mil millones relacionado con la Ley Tributaria que se contabilizó como una estimación provisional.

### 6.3 Análisis por Unidad de Negocio

A continuación, se muestra un análisis según cada unidad de negocio:

- **Segmento Global Consumer Services Group**

**Gráfico 75: Ingresos y gastos del segmento GCSG (en millones de dólares)**



Fuente: *Elaboración propia basada en el 10k 2018.*

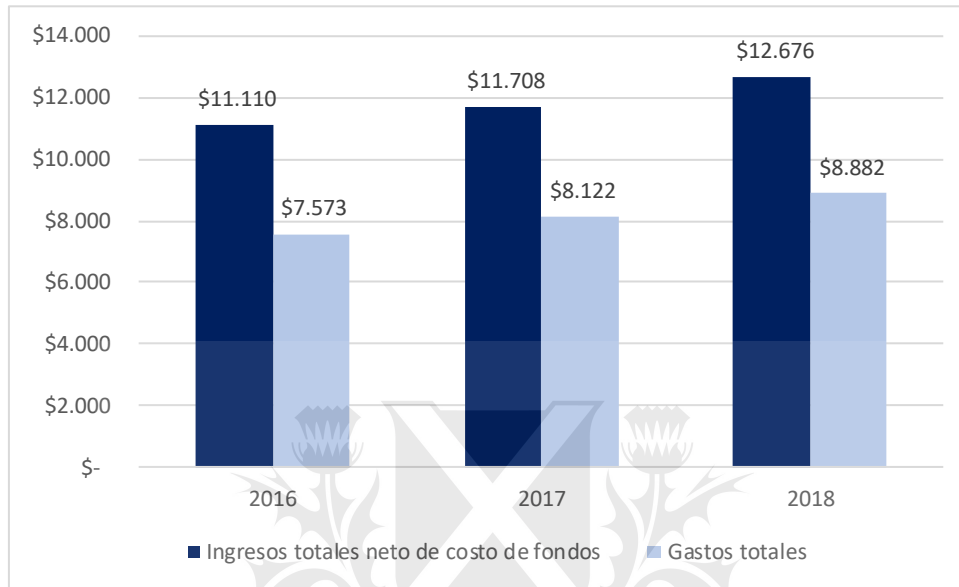
Causas del crecimiento en los ingresos por ventas:

- Los ingresos no relacionados con intereses aumentaron en 2018 en comparación con 2017, principalmente debido a los ingresos por descuentos, que aumentaron un 10%, lo que refleja un aumento en el negocio de consumo privado facturado del 12%, parcialmente compensado por una disminución en la tasa de descuento promedio. La facturación del consumidor propietario en los Estados Unidos aumentó un 10% mientras que fuera de los Estados Unidos, aumentó un 17%. Los aumentos en la facturación reflejaron mayores tarjetas en circulación y un gasto promedio más alto en cada una de ellas.
- El aumento en los ingresos no relacionados con intereses también fue impulsado por un crecimiento del 13% en las comisiones netas de tarjetas y el aumento de otras tarifas y comisiones. El aumento en las comisiones netas de las tarjetas fue impulsado principalmente por el crecimiento en las carteras Platinum y Delta, así como por el crecimiento en los costos de las tarjetas en ciertos países internacionales claves. El aumento en otras tarifas y comisiones se debió principalmente a aumentos en las comisiones por morosidad, comisiones de viaje e ingresos por conversión de divisas.
- Los ingresos netos por intereses aumentaron en 2018 en comparación con el año anterior, principalmente debido al crecimiento en los préstamos promedio de los Tarjetahabientes y a los mayores rendimientos, parcialmente compensados por un mayor gasto por intereses, principalmente debido a un mayor costo de los fondos. El crecimiento en los préstamos promedio de los Tarjetahabientes se debió a la expansión de las relaciones con los clientes existentes, así como a la inclusión de la cartera adquirida de Hilton. El aumento en los rendimientos se debió principalmente a un mayor porcentaje de préstamos con tasas de interés más altas y acciones de fijación de precios específicas.
- Los ingresos totales netos de gastos por intereses aumentaron en 2017 en comparación con 2016, principalmente debido a mayores ingresos por descuentos, lo que refleja el crecimiento de la facturación. El aumento también reflejó mayores ingresos por

intereses netos, impulsados principalmente por el crecimiento en los préstamos promedio de los Tarjetahabientes y mayores rendimientos, parcialmente compensados por mayores gastos por intereses

▪ **Segmento Global Commercial Services**

**Gráfico 76: Ingresos y Gastos del segmento GCS (en millones de dólares)**



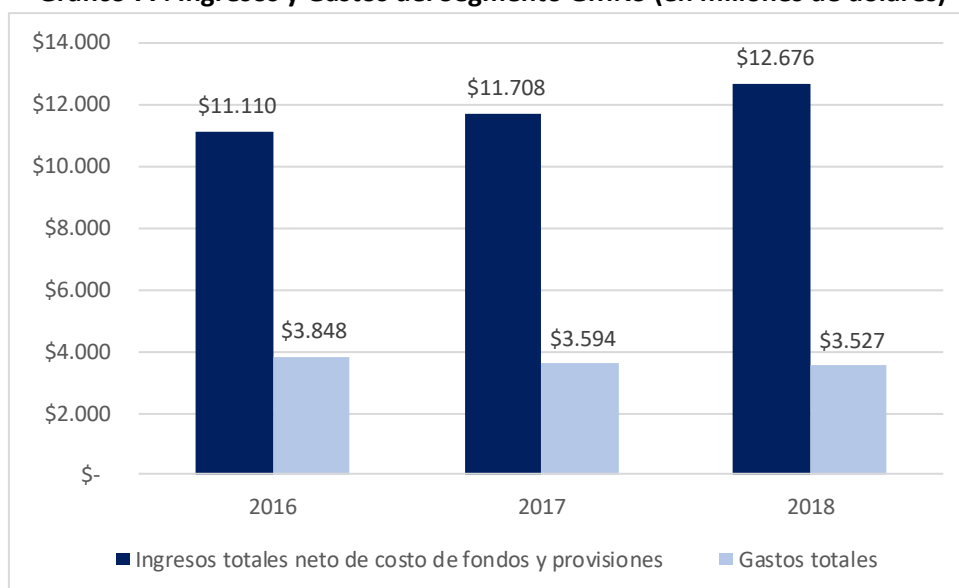
Fuente: Elaboración propia basada en el 10k 2018.

Causas del crecimiento en los ingresos por ventas:

- Los ingresos no relacionados con intereses aumentaron en 2018 en comparación con 2017, lo que refleja un aumento del 9% en los ingresos por descuentos, impulsado principalmente por el crecimiento en los negocios facturados de las pequeñas y medianas empresas, parcialmente compensado por una disminución en la tasa de descuento promedio.
- Los ingresos netos por intereses aumentaron en 2018 en comparación con 2017, principalmente debido a un aumento en los préstamos promedio de Tarjetahabientes y mayores rendimientos, parcialmente compensado por mayores gastos por intereses, lo que refleja un aumento en el costo de los fondos.
- Los ingresos totales netos de los gastos por intereses aumentaron en 2017 en comparación con 2016, principalmente debido a mayores ingresos por descuentos debido a aumentos en la facturación, mayores comisiones principalmente debido al crecimiento en la cartera Platinum para pequeñas empresas de EEUU y mayores tasas de morosidad.

▪ **Segmento Global Merchant & Network Services**

**Gráfico 77: Ingresos y Gastos del Segmento GMNS (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia basada en el 10k 2018.

Causas del crecimiento en los ingresos por ventas:

- Los ingresos no relacionados con intereses aumentaron en 2018 en comparación con 2017, principalmente debido a un aumento en los ingresos por descuentos, lo que reflejó el crecimiento en el negocio facturado, parcialmente compensado por una disminución en la tasa de descuento promedio y una modificación de uno de nuestros acuerdos GNS.
- Los ingresos por intereses netos aumentaron en 2018 en comparación con 2017, lo que refleja un mayor crédito por gastos de intereses relacionados con los precios de transferencia internos y las tasas de financiación, lo que resultó en un beneficio neto para GMNS debido a sus cuentas por pagar comerciales.
- Los ingresos totales netos de gastos por intereses se mantuvieron estables en 2017 en comparación con 2016, principalmente debido a una disminución en los ingresos sin intereses que refleja un pago contractual del año anterior de un socio de GNS, compensado por un aumento en los ingresos por intereses netos que reflejan un gasto por intereses más alto crédito.

## 6.4 Análisis de Dupont y Retorno sobre Activos

El análisis de Dupont permite ver la contribución de cada factor en la evolución del ROE. Como se puede ver en la tabla de abajo, el factor que más contribuye es el margen de ganancia neto, dado que el ROE ha sufrido variaciones durante el periodo analizado; y sin embargo los otros dos factores permanecieron relativamente estables. Esto podría ser un indicio de una eficiencia en costos.

**Cuadro 13: Análisis de Dupont (en dólares)**

| Concepto                       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Ventas Netas</b>            | 24.804     | 26.519     | 26.799     | 28.865     |
| <b>Resultado Neto</b>          | 5.163      | 5.375      | 2.748      | 6.921      |
| <b>Margen de Ganancia Neto</b> | <b>21%</b> | <b>20%</b> | <b>10%</b> | <b>24%</b> |

|                                      |            |            |            |            |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Ventas Netas</b>                  | 24.804     | 26.519     | 26.799     | 28.865     |
| <b>Promedio Activos totales</b>      | 160.144    | 160.039    | 170.045    | 184.899    |
| <b>Índice de Rotación de Activos</b> | <b>15%</b> | <b>17%</b> | <b>16%</b> | <b>16%</b> |

|                                  |            |            |            |            |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Promedio Activos totales</b>  | 160.144    | 160.039    | 170.045    | 184.899    |
| <b>Patrimonio Neto</b>           | 20.673     | 20.501     | 18.261     | 22.290     |
| <b>Apalancamiento Financiero</b> | <b>7,7</b> | <b>7,8</b> | <b>9,3</b> | <b>8,3</b> |

|                                  |            |            |            |            |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Retorno sobre el PN (ROE)</b> | <b>25%</b> | <b>26%</b> | <b>15%</b> | <b>31%</b> |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|

Por otro lado, el análisis del retorno sobre activos indica cuán eficientemente una compañía utiliza sus activos. Como se puede observar durante el último año el ROA se duplicó; lo que en línea con lo anterior estaría indicando una eficiencia en el manejo de la compañía.

**Cuadro 14: Evolución del Retorno sobre Activos (en dólares)**

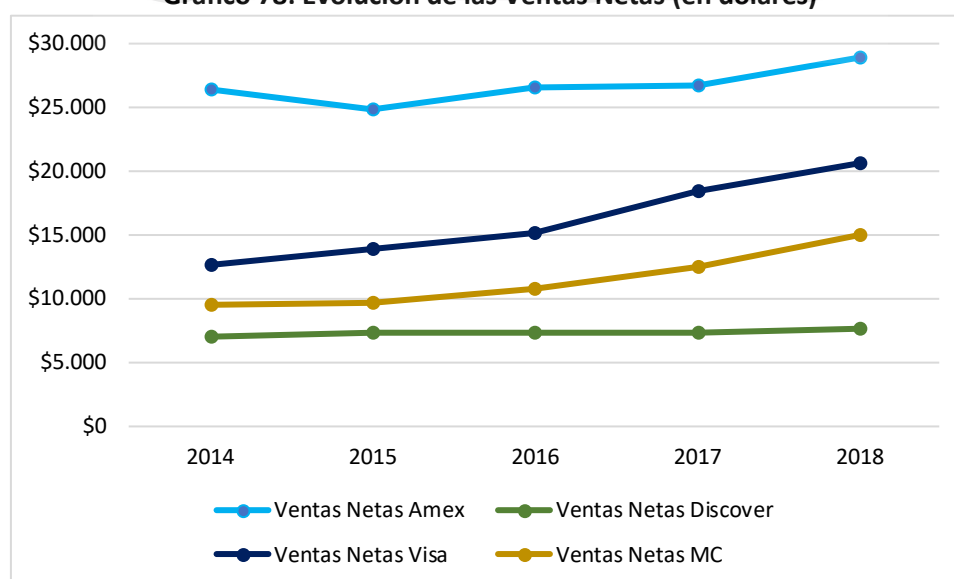
| Concepto               | 2015      | 2016      | 2017      | 2018      |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Resultado Neto</b>  | 5.163     | 5.375     | 2.748     | 6.921     |
| <b>Activos Totales</b> | 161.184   | 158.893   | 181.196   | 188.602   |
| <b>ROA</b>             | <b>3%</b> | <b>3%</b> | <b>2%</b> | <b>4%</b> |

## 6.5 Comparación con las competidoras de American Express

Como se puede ver American Express compete con Discover, ya que poseen un modelo de negocio muy similar; y a su vez con las redes de tarjeta Visa y MasterCard; las cuales son las principales participantes a nivel mundial.

Si bien American Express presenta las ventas más altas de las cuatro compañías, esto no se ve reflejado a nivel del resultado neto; debido a los grandes costos que la compañía asume en pos de brindar servicios diferenciales a sus tarjetahabientes.

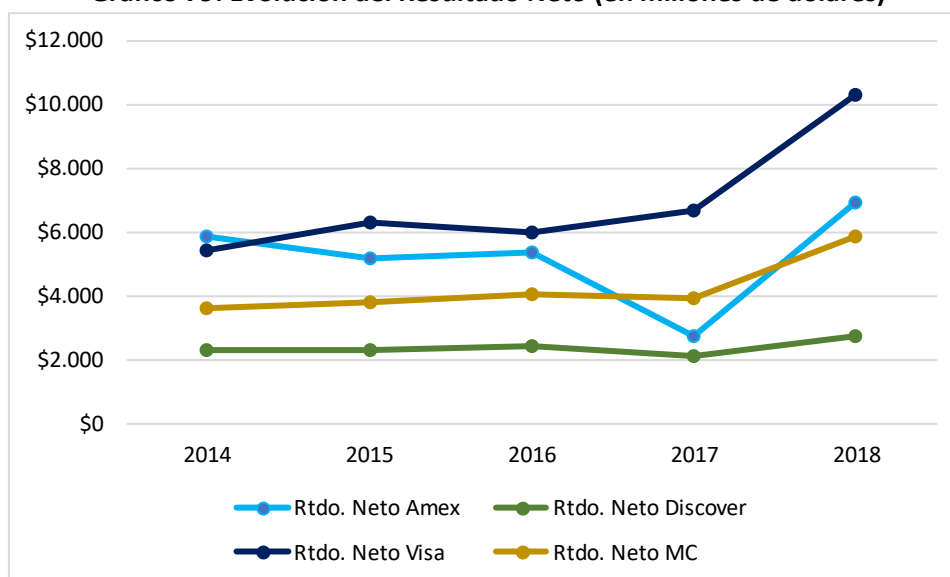
**Gráfico 78: Evolución de las Ventas Netas (en dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base al 10k de cada compañía.



**Gráfico 79: Evolución del Resultado Neto (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base al 10k de cada compañía.

Para mayor detalle, en el anexo se incluye una versión resumida de los estados de resultados de cada compañía para los años citados.

## 7 Valuación por Flujos de Fondos Descontados

Para esto, revisaremos primero las métricas principales de la compañía, y los generadores de su crecimiento:

**Cuadro 15: Evolución del gasto promedio por tarjetahabiente (en dólares)**

| Métricas Tarjetas            |                   | Datos Históricos |          |          |          | Tendencia % |
|------------------------------|-------------------|------------------|----------|----------|----------|-------------|
|                              |                   | 2015             | 2016     | 2017     | 2018     |             |
| Gto Prom. TH<br>(en dólares) | EEUU (en dólares) | \$ 18.066        | \$18.808 | \$20.317 | \$20.840 |             |
|                              | Variación %       | 1%               | 4%       | 8%       | 3%       | 3,8%        |
|                              | Fuera de los EEUU | \$ 12.971        | \$13.073 | \$14.277 | \$15.756 |             |
|                              | Variación %       | -8%              | 1%       | 9%       | 10%      | 3,1%        |

Por último, analizaremos las perspectivas macroeconómicas<sup>37</sup>:

**Cuadro 16: Proyecciones de Crecimiento Económico**

| Geografía                      | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------------------------|------|------|------|------|
| <b>Crecimiento EEUU</b>        | 2%   | 1,7% | 1,6% | 1,5% |
| <b>Economías en desarrollo</b> | 4,6% | 4,8% | 4,8% | 4,8% |
| <b>Economías avanzadas</b>     | 1,7% | 1,6% | 1,6% | 1,5% |
| <b>Mundo</b>                   | 3,4% | 3,6% | 3,6% | 3,6% |

<sup>37</sup> Basados en el World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional

## 7.1 Márgenes y participación de gastos sobre las ventas

Antes de comenzar con el armado de los tres escenarios, analizaremos el peso de cada concepto del Estado de Resultados de la compañía en términos de las ventas. Esto nos servirá para hacer una proyección adecuada de dichos conceptos a partir de un crecimiento en las mismas.

**Cuadro 17: Participación de los conceptos del EERR sobre los ingresos por ventas**

| Descripción                                | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Ingresos por Ventas</b>                 | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |
| Ingresos no asociados a intereses          | 82%         | 84%         | 83%         | 81%         |
| Ingresos netos de intereses                | 18%         | 16%         | 17%         | 19%         |
| <b>Costo de Ventas</b>                     | <b>24%</b>  | <b>25%</b>  | <b>27%</b>  | <b>28%</b>  |
| Recompensas de Tarjetahabientes            | 21%         | 22%         | 24%         | 24%         |
| Servicios a los tarjetahabientes           | 3%          | 3%          | 4%          | 4%          |
| <b>Otros Gastos</b>                        | <b>51%</b>  | <b>52%</b>  | <b>53%</b>  | <b>51%</b>  |
| Gtos de Marketing y desarrollo de negocios | 9%          | 18%         | 16%         | 16%         |
| Gtos de Personal                           | 15%         | 15%         | 14%         | 13%         |
| Otros gastos                               | 21%         | 14%         | 15%         | 14%         |
| Provisiones por perdidas                   | 6%          | 6%          | 7%          | 8%          |
| <b>Resultado Operativo</b>                 | <b>24%</b>  | <b>23%</b>  | <b>20%</b>  | <b>20%</b>  |
| <b>Resultado Neto</b>                      | <b>16%</b>  | <b>15%</b>  | <b>7%</b>   | <b>17%</b>  |

## 7.2 Armado de Escenarios

Para construir los distintos escenarios se tuvo en cuenta lo siguiente:

- I. **Ventas:** El crecimiento en las ventas en dólares, se calculó a partir de la tendencia de crecimiento de las unidades de negocio de la compañía.

**Cuadro 18: Tendencias observadas según unidad de negocio**

- **CGSC**

| Datos Históricos  |                 |           |          |          |          |           |             |
|-------------------|-----------------|-----------|----------|----------|----------|-----------|-------------|
| Métricas Tarjetas |                 | 2015      | 2016     | 2017     | 2018     | Tendencia | Ponderación |
| Gto Prom. TH      | EEUU            | \$ 18.066 | \$18.808 | \$20.317 | \$20.840 |           |             |
|                   | Variación %     | 1%        | 4%       | 8%       | 3%       | 3,8%      | 66%         |
| TH                | Resto del Mundo | \$ 12.971 | \$13.073 | \$14.277 | \$15.756 |           |             |
|                   | Variación %     | -8%       | 1%       | 9%       | 10%      | 3,1%      | 34%         |

- **GCS**

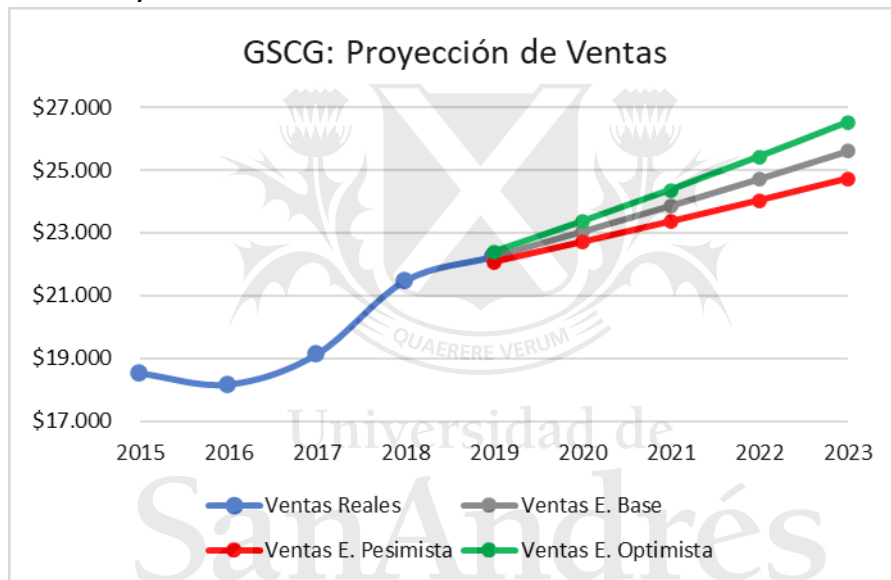
| Datos Históricos  |           |          |          |          |           |
|-------------------|-----------|----------|----------|----------|-----------|
| Métricas Tarjetas | 2015      | 2016     | 2017     | 2018     | Tendencia |
| Gto Prom. TH      | \$ 26.420 | \$28.515 | \$31.729 | \$34.058 | 6,4%      |
| Variación %       | -1%       | 8%       | 11%      | 7%       |           |

▪ **GMNS**

| Datos Históricos     |         |         |         |         |           |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
|                      | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | Tendencia |
| Ingreso del segmento | \$1.771 | \$1.530 | \$1.788 | \$2.140 | 7,4%      |
| Variación %          | 7%      | -14%    | 17%     | 20%     |           |

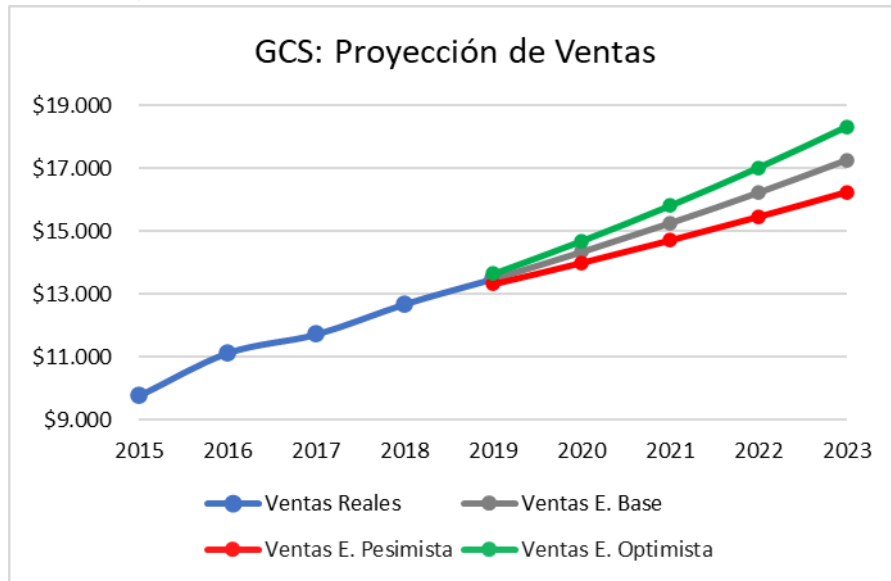
En la tabla de abajo se puede ver la proyección de las ventas por cada unidad de negocio según el crecimiento indicado arriba y la construcción de dos escenarios alternativos al escenario base donde las ventas varían en un 20% en ambas direcciones:

**Gráfico 80: Proyección de Ventas de los Servicios de Consumidor Global (en millones de dólares)**



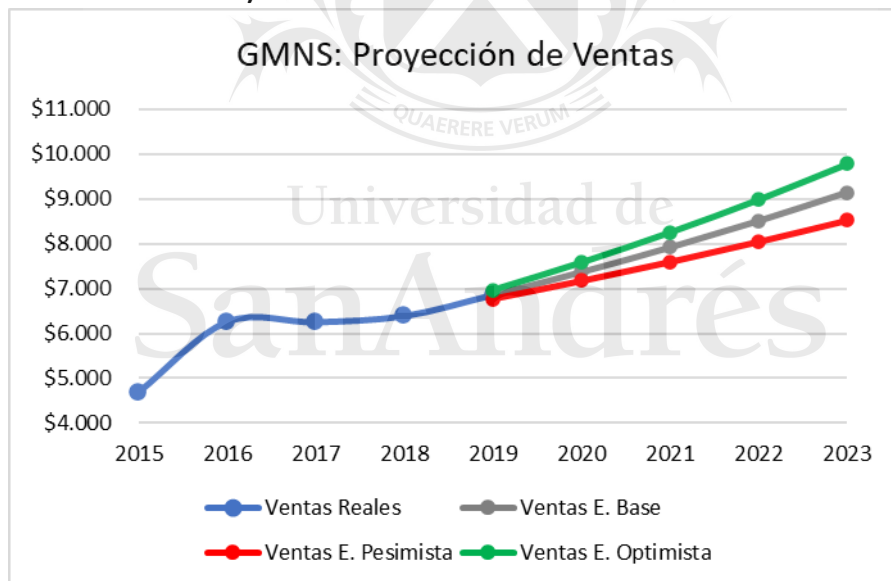
Fuente: Elaboración Propia en base al 10k de Amex

**Gráfico 81: Proyección de Ventas de los Servicios Comerciales Globales (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración Propia en base al 10k de Amex

**Gráfico 82: Proyección de Ventas de los Servicios globales de comercios y red (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración Propia en base al 10k de Amex

- II. **Gastos:** Se proyectó un crecimiento de los *gastos de servicios prestados a los tarjetahabientes*. A partir de la información histórica, se obtuvo que los mismo crecen en promedio 3 veces lo que aumentan las ventas. Esto debido a que es el factor diferenciador del producto.
- III. **Provisiones por Pérdidas:** Se proyectaron constantes e iguales al promedio de los últimos 4 años (7%) debido a que no hay razones para asumir un incremento en la mora.
- IV. **Capital de Trabajo:** Al ser una compañía financiera, no se considera como parte del flujo de fondos al mismo.
- V. **Necesidades de CAPEX:** Se calcularon como un proporcional del aumento en las ventas

- VI. **Otros conceptos:** El resto de los ítems que forman parte del flujo de fondos presentado abajo; se estimaron según su participación histórica en el Estado de Resultados de la compañía.
- VII. **Impuesto a las ganancias:** se proyectó al 21% tal como surge de la reforma impositiva en EEUU.

### 7.2.1 Escenario Base

En el siguiente cuadro se resume la proyección de los flujos de fondos por unidad de negocio:

| Escenario Base | Proyecciones de Crecimiento de Ventas |           |
|----------------|---------------------------------------|-----------|
|                | Unidad de Negocio                     | 2019-2023 |
|                | GSCG                                  | 3,6%      |
|                | GCS                                   | 6,4%      |
|                | GMNS                                  | 7,4%      |

**Cuadro 19: Flujo de Fondos del Escenario Base (en dólares)<sup>38</sup>**

| Concepto                     | Actual       |              |              |              | Estimado     |              |              |              |              |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                              | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         |
| Ventas                       | 24.804       | 26.519       | 26.799       | 28.865       | 29.775       | 31.291       | 32.892       | 34.583       | 36.369       |
| Costos                       | 16.866       | 18.477       | 19.374       | 20.743       | 21.949       | 23.067       | 24.247       | 25.493       | 26.809       |
| Imp Ganancias                | 2.775        | 2.667        | 4.677        | 1.201        | 1.644        | 1.727        | 1.816        | 1.909        | 2.007        |
| Rtdo. Neto                   | 5.163        | 5.375        | 2.748        | 6.921        | 6.183        | 6.498        | 6.830        | 7.181        | 7.552        |
| Depreciaciones               | 1.043        | 1.095        | 1.321        | 1.293        | 1.321        | 1.388        | 1.459        | 1.534        | 1.613        |
| Nec. de CAPEX                | -1.341       | -1.375       | -1.062       | -1.310       | -1.334       | -1.358       | -1.382       | -1.407       | -1.432       |
| <b>Flujo de fondos libre</b> | <b>4.865</b> | <b>5.095</b> | <b>5.507</b> | <b>6.904</b> | <b>6.170</b> | <b>6.528</b> | <b>6.907</b> | <b>7.308</b> | <b>7.733</b> |
| <b>FFL/ Ventas netas</b>     | 20%          | 19%          | 11%          | 24%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          |
| <b>Rtdo. Neto/Ventas</b>     | 21%          | 20%          | 10%          | 24%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          |
| <b>Tasa Imp. Gcias</b>       | 35%          | 33%          | 63%          | 15%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          |
| <b>Depreciaciones</b>        | 4%           | 4%           | 5%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           |

### 7.2.2 Escenario Pesimista

Se parte de un crecimiento de las ventas en un 20% menor a las proyectadas en el escenario base, tal como surgió del análisis de crecimiento realizado antes.

| Escenario Pesimista | Proyecciones de Crecimiento de Ventas |           |
|---------------------|---------------------------------------|-----------|
|                     | Unidad de Negocio                     | 2019-2023 |
|                     | GSCG                                  | 2,9%      |
|                     | GCS                                   | 5,1%      |
|                     | GMNS                                  | 5,9%      |

<sup>38</sup> El Flujo de fondos libre en 2017 incluye el ajuste impositivo productos de la reforma impositiva.

**Cuadro 20: Flujo de Fondos del Escenario Pesimista (en dólares)**

| Concepto                     | Actual       |              |              |              | Estimado     |              |              |              |              |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                              | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         |
| Ventas                       | 24.804       | 26.519       | 26.799       | 28.865       | 29.488       | 30.688       | 31.942       | 33.252       | 34.620       |
| Costos                       | 16.866       | 18.477       | 19.374       | 20.743       | 21.621       | 22.501       | 23.420       | 24.381       | 25.384       |
| Imp Ganancias                | 2.775        | 2.667        | 4.677        | 1.201        | 1.652        | 1.719        | 1.790        | 1.863        | 1.940        |
| Rtdo. Neto                   | 5.163        | 5.375        | 2.748        | 6.921        | 6.215        | 6.468        | 6.732        | 7.008        | 7.297        |
| Depreciaciones               | 1.043        | 1.095        | 1.321        | 1.293        | 1.308        | 1.361        | 1.417        | 1.475        | 1.536        |
| Nec. de CAPEX                | -1.341       | -1.375       | -1.062       | -1.310       | -1.329       | -1.348       | -1.367       | -1.387       | -1.407       |
| <b>Flujo de fondos libre</b> | <b>4.865</b> | <b>5.095</b> | <b>5.507</b> | <b>6.904</b> | <b>6.194</b> | <b>6.481</b> | <b>6.782</b> | <b>7.096</b> | <b>7.425</b> |
| <b>FFL/ Ventas netas</b>     | 20%          | 19%          | 11%          | 24%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          |
| <b>Rtdo. Neto/Ventas</b>     | 21%          | 20%          | 10%          | 24%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          |
| <b>Tasa Imp Ganancias</b>    | 35%          | 33%          | 63%          | 15%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          | 21%          |
| <b>Depreciaciones</b>        | 4%           | 4%           | 5%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           |

### 7.2.3 Escenario Optimista

Se parte de un crecimiento de las ventas en un 20% mayor a las proyectadas en el escenario base, tal como surgió del análisis de crecimiento realizado antes.

| Escenario Optimista | Proyecciones      |           |
|---------------------|-------------------|-----------|
|                     | Unidad de Negocio | 2019-2023 |
|                     | GCSG              | 4,3%      |
|                     | GCS               | 7,6%      |
|                     | GMNS              | 8,9%      |

**Cuadro 21: Flujo de Fondos del Escenario Optimista (en dólares)**

| Concepto                     | Actual       |              |              |              | Estimado     |              |              |              |              |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                              | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         |
| Ventas                       | 24.804       | 26.519       | 26.799       | 28.865       | 30.063       | 31.901       | 33.863       | 35.957       | 38.193       |
| Costos                       | 16.866       | 18.477       | 19.374       | 20.743       | 22.042       | 23.390       | 24.829       | 26.364       | 28.004       |
| Imp Ganancias                | 2.775        | 2.667        | 4.677        | 1.201        | 1.684        | 1.787        | 1.897        | 2.014        | 2.140        |
| Rtdo. Neto                   | 5.163        | 5.375        | 2.748        | 6.921        | 6.336        | 6.723        | 7.137        | 7.578        | 8.050        |
| Depreciaciones               | 1.043        | 1.095        | 1.321        | 1.293        | 1.333        | 1.415        | 1.502        | 1.595        | 1.694        |
| Nec. de CAPEX                | -1.341       | -1.375       | -1.062       | -1.310       | -1.338       | -1.367       | -1.397       | -1.427       | -1.458       |
| <b>Flujo de fondos libre</b> | <b>4.865</b> | <b>5.095</b> | <b>5.507</b> | <b>6.904</b> | <b>6.331</b> | <b>6.771</b> | <b>7.242</b> | <b>7.746</b> | <b>8.286</b> |
| <b>FFL/ Ventas netas</b>     | 20%          | 19%          | 11%          | 24%          | 21%          | 21%          | 21%          | 22%          | 22%          |

|                            |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|----------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| <b>Rtdo. Neto/Ventas</b>   | 21% | 20% | 10% | 24% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| <b>Tasa Impuesto Gcias</b> | 35% | 33% | 63% | 15% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| <b>Depreciaciones</b>      | 4%  | 4%  | 5%  | 4%  | 4%  | 4%  | 4%  | 4%  | 4%  |

### 7.2.4 Tasa de Descuento de los fondos

La tasa de descuento para realizar la valuación se calculará por medio del “Costo promedio ponderado del capital” (WACC<sup>39</sup>).

Es decir:

$$WACC = \frac{E}{D + E} r_e + \frac{D}{D + E} r_d (1 - t)$$

Para el cálculo de  $r_e$  (tasa de descuento de capital propio) se utilizará el modelo CAPM, de tal manera que:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

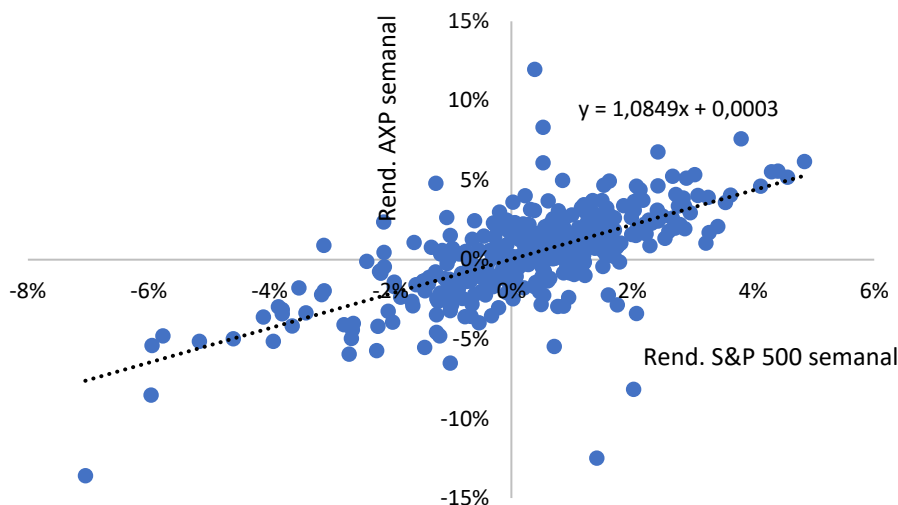
La tasa libre de riesgo será la tasa interna de retorno (TIR) de un bono a 10 años del tesoro de los Estados Unidos, la cual es igual a 1,83%.

En cuanto al rendimiento del portafolio de mercado ( $r_m$ ), se calculó el rendimiento promedio del S&P500 de los últimos 60 años y se incluyó también el *dividend yield*<sup>40</sup> respectivo; lo cual arroja: 9,86%.

Por último, para la estimación del beta se realizó tres regresiones entre los retornos semanales de la acción de American Express y los retornos del S&P500; considerando distintos periodos de tiempo. Los resultados se presentan a continuación:

**Gráfico 80: Regresión considerando los últimos 7 años: (15/11/2012-15/11/2019)**

**$\beta=1,08$**



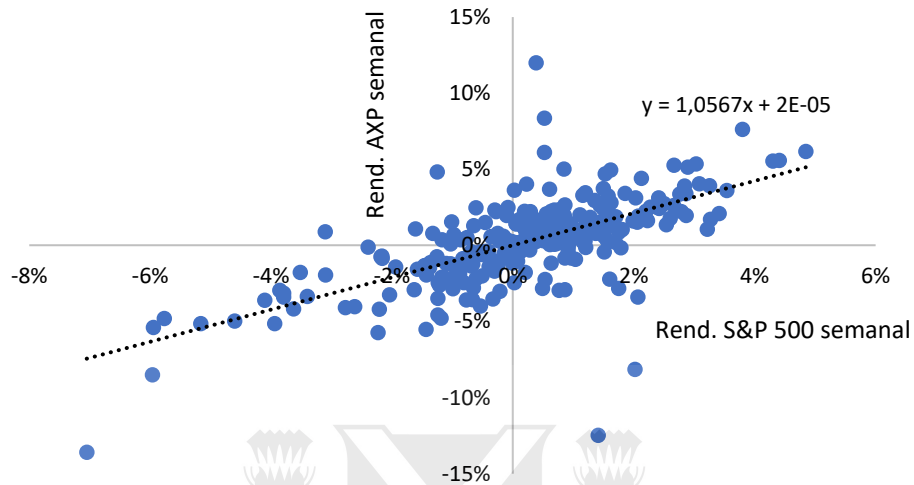
<sup>39</sup> Denominado así por sus siglas en inglés.

<sup>40</sup> Retorno sobre los dividendos pagados por las compañías

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Yahoo Finance

**Gráfico 81: Regresión considerando los últimos 5 años: (15/11/2014-15/11/2019)**

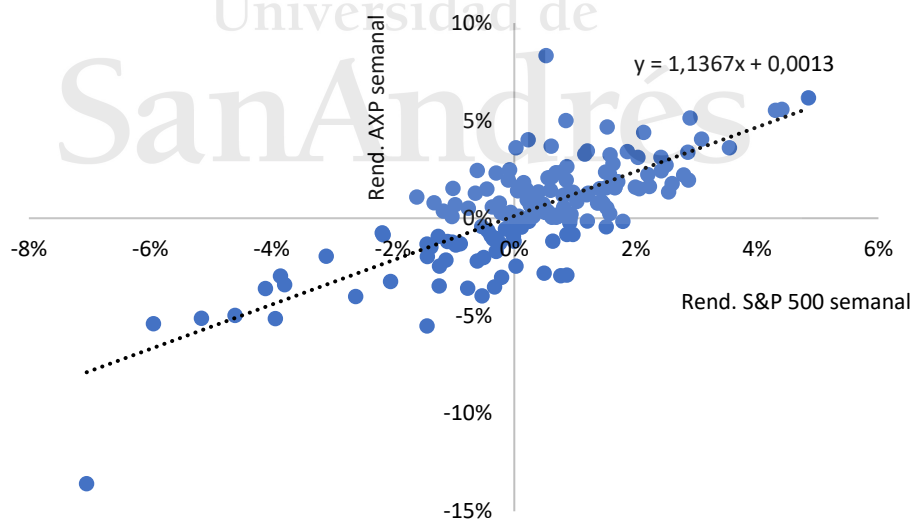
$\beta = 1,05$



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Yahoo Finance

**Gráfico 82: Regresión considerando los últimos 3 años: (15/11/2016-15/11/2019)**

$\beta = 1,13$



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de Yahoo Finance

El beta que finalmente se tomó para hacer el modelo es el de 7 años, ya que refleja mejor la situación actual prevaleciente en el mercado respecto a las tasas.

En cuanto al valor de mercado de las acciones se calculó el mismo a partir del precio de la acción y la cantidad de acciones al 15/11/2019; resultando un valor de **US\$ 98.814.285.200**.



Respecto al valor de la deuda, dado que no se tiene información a valor de mercado se utilizará la que reflejan los libros que al 31/12/2018 ascendía a: **US\$58.404.000.000**.

Por último, para la tasa de descuento de la deuda, se tomó el costo financiero de la deuda a largo plazo; usando la TIR del bono al 2024 que es de 2,45%.

#### Cuadro 22: Cálculo del WACC

CAPM:

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| <b>Tasa libre de riesgo</b> | <b>1,83%</b>  |
| <b>Rendimiento mercado</b>  | 9,9%          |
| <b>Beta</b>                 | 1,08          |
| <b>Costo del Equity</b>     | <b>10,53%</b> |

WACC

|   |                    |
|---|--------------------|
| <b>Tasa de descuento de la deuda</b>    | <b>2,45%</b>       |
| <b>Nivel de Deuda</b>                   | US\$58.404.000.000 |
| <b>Valor de mercado de las acciones</b> | US\$98.814.285.200 |
| <b>Tasa impositiva</b>                  | 21%                |
| <b>WACC</b>                             | <b>7,34%</b>       |

### 7.3 Valuación de la compañía por los flujos de fondos descontados

Una vez que calculamos dicha tasa podemos hacer el cálculo de flujo de fondos descontados para los tres escenarios.

Para estimar el valor terminal de la compañía, consideraremos que la tasa de crecimiento a perpetuidad de la compañía es igual al crecimiento económico de EEUU, su principal mercado.

$$g = \text{tasa de crecimiento real} + \text{inflación} = 1,6\% + 2\% = 3,6\%$$

- **Escenario Base:** (en dólares)

|                               |                     |
|-------------------------------|---------------------|
| <b>WACC</b>                   | <b>7,3%</b>         |
| Tasa de Crecimiento perp. (g) | 3,5%                |
| Valor Presente (en mill)      | \$16.434,58         |
| Valor terminal (en mill)      | \$201.437,90        |
| Valor Compañía (en mill)      | \$217.872,47        |
| Deuda Financiera (en mill)    | \$58.404,00         |
| <b>Valor de las acciones</b>  | <b>\$159.468,47</b> |
| Cant. de acciones (mill)      | 847                 |
| Precio por acción             | <b>\$ 188,27</b>    |

- **Escenario Pesimista:** (en dólares)

|                               |                     |
|-------------------------------|---------------------|
| <b>WACC</b>                   | <b>7,3%</b>         |
| Tasa de Crecimiento perp. (g) | 4,0%                |
| Valor Presente (en mill)      | \$15.894,53         |
| Valor terminal (en mill)      | \$193.427,16        |
| Valor Compañía (en mill)      | \$209.321,69        |
| Deuda Financiera (en mill)    | \$58.404,00         |
| <b>Valor de las acciones</b>  | <b>\$150.917,69</b> |
| Cant. de acciones (mill)      | 847                 |
| Precio por acción             | <b>\$178,18</b>     |

- **Escenario Optimista:** (en dólares)

|                               |                     |
|-------------------------------|---------------------|
| <b>WACC</b>                   | <b>7,3%</b>         |
| Tasa de Crecimiento perp. (g) | 3,5%                |
| Valor Presente (en mill)      | \$17.485,19         |
| Valor terminal (en mill)      | \$215.850,05        |
| Valor Compañía (en mill)      | \$233.335,24        |
| Deuda Financiera (en mill)    | \$58.404,00         |
| <b>Valor de las acciones</b>  | <b>\$174.931,24</b> |
| Cant. de acciones (mill)      | 847                 |
| Precio por acción             | <b>\$206,53</b>     |

Haciendo un resumen de los tres escenarios, tenemos:

**Cuadro 23: Valor de la Firma según distintos escenarios en dólares**

|                              | Escenario    |              |              |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|
|                              | Pesimista    | Base         | Optimista    |
| <b>Valor de la Firma</b>     | \$209.321,69 | \$217.872,47 | \$233.335,24 |
| <b>Valor de las acciones</b> | \$150.917,69 | \$159.468,47 | \$174.931,24 |
| <b>Precio de la acción</b>   | \$ 178,18    | \$ 188,27    | \$ 206,53    |





### 7.3.1 Valuación por Múltiplos

En la valuación por múltiplos, consideraremos empresas comparables a American Express.

Aquí se presentan dos cuestiones: por un lado, las principales competidoras a nivel mundial son MasterCard y Visa; sin embargo, ellas no poseen el mismo modelo de negocio que *Amex*. Por otro lado, se incluye a la compañía Discover, que si bien tiene un modelo similar a American Express no tiene la escala, ni la participación en la cantidad de mercados que tiene *Amex*.

A continuación, se muestran los principales múltiplos para las cuatro compañías:

**Cuadro 24: Algunos Ratios de empresas comparables**

| Múltiplo  | PE**  | P/BV* | ROE    | ROA   | CAGR (Ult. 5 años) | Margen Operativo |
|---|-------|-------|--------|-------|--------------------|------------------|
|  | 14,59 | 4,31  | 31,0%  | 3,7%  | 1,8%               | 21,2%            |
|  | 41,76 | 57,3  | 105,5% | 25,0% | 9,6%               | 57,0%            |
|  | 33,81 | 12,35 | 31,8%  | 15,5% | 10,2%              | 67,2%            |
|  | 9,49  | 2,37  | 25,0%  | 2,6%  | 1,8%               | 47,9%            |

Como se muestra en el cuadro, tanto Visa como MasterCard son firmas con múltiplos muy distintos a los de Amex y por ende no serían comparables entre sí. De ahí que se usará como firma comparable a Discover.

Vale decir que solo se incluyeron los múltiplos relevantes en el cuadro anterior ya que múltiplos como EV/EBITDA no está disponible para American Express o Discover.

### 7.3.2 Múltiplos seleccionados para American Express y Discover

Se seleccionaron los siguientes múltiplos:

- ✓ **PE:** Indica (siempre que no se modifique ninguna otra variable):
  - firmas con mayor crecimiento tendrán PE múltiplos más altos que firmas con bajo crecimiento,
  - firmas con mayor riesgo tendrán PE más bajos que firmas con menor riesgo y
  - firmas con menores necesidades de reinversión tendrán PE múltiplos más altos que firmas con mayores tasas de reinversión
- ✓ **P/BV:** Esta determinado por la diferencia entre el ROE y la tasa de retorno requerida para sus proyectos. Es por esta razón que se incluyó también un gráfico sobre la evolución del ROE ya que deberían moverse en el mismo sentido ambos.

A partir de los múltiplos de ambas compañías, tomaremos sus valores promedios, y calcularemos el valor de American Express basado en los mismos:

| Múltiplos   |        |
|-------------|--------|
| <b>PE</b>   | 9x-23x |
| <b>P/BV</b> | 3x-5x  |

A partir de esto podemos establecer como valor de la firma el siguiente rango formado por los múltiplos mencionados:

**Cuadro 25: Análisis de Sensibilidad con múltiplo PE**

| Rtdo Neto (en mill.) | PE      |         |         |         |         |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                      | 9x      | 12x     | 16x     | 20x     | 23x     |
| 5.580                | 108.623 | 125.363 | 147.683 | 170.002 | 186.742 |
| 5.874                | 111.266 | 128.887 | 152.381 | 175.876 | 193.497 |
| 6.183                | 114.049 | 132.597 | 157.328 | 182.059 | 200.607 |
| 6.492                | 116.831 | 136.306 | 162.274 | 188.241 | 207.717 |
| 6.816                | 119.752 | 140.202 | 167.467 | 194.733 | 215.183 |

La valuación a partir de este múltiplo nos arroja un valor mínimo de la compañía de \$108.623 millones de dólares y un máximo de \$215.183 millones de dólares. Su valor medio es de \$157.328 millones de dólares.

**Cuadro 26: Análisis de Sensibilidad con múltiplo P/BV**

| PN (en mill.) | P/BV    |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|               | 2x      | 3x      | 4x      | 5x      | 6x      |
| 20.117        | 98.637  | 118.754 | 138.871 | 158.988 | 179.104 |
| 21.176        | 100.755 | 121.931 | 143.106 | 164.282 | 185.457 |
| 22.290        | 102.984 | 125.274 | 147.564 | 169.854 | 192.144 |
| 23.405        | 105.213 | 128.618 | 152.022 | 175.427 | 198.831 |
| 24.575        | 107.553 | 132.128 | 156.703 | 181.278 | 205.852 |

La valuación a partir de este múltiplo nos arroja un valor mínimo de la compañía de \$98.637 millones de dólares y un máximo de \$205.852 millones de dólares. Su valor medio es de \$147.564 millones de dólares.

A partir de lo anterior, podemos calcular el valor del capital accionario según cada múltiplo:

- Múltiplo PE:

|                              |             |                       |
|------------------------------|-------------|-----------------------|
| Valor de la firma            | US\$        | 157.327.660.708       |
| Deuda Financiera             | US\$        | 58.404.000.000        |
| <b>Valor de las Acciones</b> | <b>US\$</b> | <b>98.923.660.708</b> |

- Múltiplo P/BV:

|                              |             |                       |
|------------------------------|-------------|-----------------------|
| Valor de la firma            | US\$        | 147.564.000.000       |
| Deuda Financiera             | US\$        | 58.404.000.000        |
| <b>Valor de las Acciones</b> | <b>US\$</b> | <b>89.160.000.000</b> |

## 8 Conclusiones

American Express es una compañía que tiene una gran reputación y está asociada con una excelente atención al cliente, así como de ofrecer beneficios diferenciales respecto a otras tarjetas. Es esa característica en la que basan su modelo de negocio centrado en el gasto del cliente. Sin embargo, este modelo de negocio lleva a que sus ingresos centrales sean las comisiones que cobra a los comercios para la aceptación de la tarjeta y por tanto la expansión de la red no es tan alta como el caso de Visa, por ejemplo.

A su vez al ser el emisor de sus plásticos, afronta el riesgo de crédito de manera completa y eso la pone en clara desventaja respecto a competidoras como Visa y MasterCard.

Es esta razón por la cual los inversores, a pesar de que la compañía sobrepase normalmente las estimaciones de ganancias, sean cautas con el apetito por la acción.

El objetivo de este trabajo es proveer una valuación de la compañía basado en los métodos de flujos de fondos descontados y vía múltiplos. A continuación, se presentan un resumen de los resultados:

**Cuadro 27: Valor del capital accionario según cada método de valuación (en dólares)**

|                  |           | <b>Precio<br/>Acción</b> | <b>Valor del Capital<br/>Accionario</b> |
|------------------|-----------|--------------------------|---|
| <b>Escenario</b> | Pesimista | \$ 178,18                | \$150.917.692.477                       |
|                  | Base      | \$ 188,27                | \$159.468.474.771                       |
|                  | Optimista | \$ 206,53                | \$174.931.236.011                       |
| <b>Múltiplos</b> | P/BV      | \$ 105,27                | \$ 89.160.000.000                       |
|                  | PE        | \$ 116,79                | \$ 98.923.660.708                       |



## 9 Glosario

- *Annual Fee*: Costo anual
- *B2B (Business to business)*: Comercio a comercio
- *Big data*: Término que describe cualquier cantidad voluminosa de datos estructurados, semiestructurados y no estructurados que tienen el potencial de ser extraídos para obtener información.
- *Blockchain*: Es una base de datos compartida que funciona como un libro para el registro de operaciones de compraventa o cualquier otra transacción
- *Co branding*: Alianza estratégica y temporal entre dos o más empresas con el fin de aumentar su rentabilidad y mejorar su posicionamiento gracias a la potencia y valor de sus marcas.
- *Credit Interchange*: Crédito por intercambio
- *Customer Care*: Atención al cliente
- *EPS (Earnings per-share)*: Son las ganancias divididas por el precio de la acción.
- *EV (Enterprise Value)*: Valor de la empresa
- *Fintech*: Es la unión de dos términos en inglés: Finance y Technology. Se trata de empresas que ofertan a sus clientes productos y servicios financieros innovadores, mediante la utilización de las tecnologías de las Tecnologías de la Información y la Comunicación
- *GNS*: La sigla significa "Global Network Services" y se refiere a los servicios de red que ofrece Amex, a sus bancos o emisores de tarjetas asociados que emiten plásticos American Express
- *Interchange fee*: Comisión por intercambio
- *Merchant Discount Rate*: Tasa de descuento al comercio. Se trata de las comisiones que los comercios pagan para poder aceptar tarjetas.
- *PE (Price/Earnings per-share)*: Precio dividido por el múltiplo anterior
- *ROE (Return on Equity)*: Retorno sobre el patrimonio neto.
- *Start-ups*: Empresa que se encuentra en la etapa inicial de su operación y que debe desarrollar su producto para generar ingresos que le permitan crecer.
- *Write-off*: Es el paso a pérdida de una deuda cuando la misma se la cataloga como "irrecuperable"

## 10 Anexo

### 10.1 Estados Consolidados de American Express

#### 10.1.1 Estado de Resultados

##### American Express Company

##### Estado de Resultados

|  | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Moneda (en millones)   | USD          | USD          | USD          | USD          |
| <b>Ingresos por ventas</b>   |              |              |              |              |
| <b>Ingresos no relacionados a intereses</b>                                  |              |              |              |              |
| Ingreso por descuento (MDR)  | 19,297       | 22,377       | 22,890       | 24,721       |
| Comisión de tarjeta  | 2,700        | 2,886        | 3,090        | 3,441        |
| Otras tarifas y comisiones   | 2,866        | 2,718        | 2,990        | 3,153        |
| Otros  | 2,033        | 1,678        | 1,457        | 1,360        |
| <i>Ingresos totales no relacionados con intereses</i>                        | 26,896       | 29,659       | 30,427       | 32,675       |
| <b>Ingreso por intereses</b>   |              |              |              |              |
| Intereses en prestamos   | 7,309        | 7,214        | 8,148        | 9,941        |
| Valores de inversión   | 157          | 131          | 89           | 118          |
| Depósitos con otros bancos   | 79           | 139          | 326          | 547          |
| <i>Ingreso total por intereses</i>   | 7,545        | 7,484        | 8,563        | 10,606       |
| <b>Gastos de intereses</b>   |              |              |              |              |
| Depósitos  | 475          | 598          | 779          | 1,287        |
| Deuda a Largo plazo y otros  | 1,148        | 1,107        | 1,333        | 1,656        |
| Total gastos de intereses  | 1,623        | 1,705        | 2,112        | 2,943        |
| <i>Ingreso por interés neto</i>  | 5,922        | 5,779        | 6,451        | 7,663        |
| <i>Ingresos totales netos de gasto de intereses</i>                          | 32,818       | 35,438       | 36,878       | 40,338       |
| <b>Provisiones para perdidas</b>   |              |              |              |              |
|  |              | 8%           | 4%           | 9%           |
| Tarjeta de compra  | 737          | 696          | 795          | 937          |
| Préstamos a tarjetahabientes   | 1,190        | 1,235        | 1,868        | 2,266        |
| Otros  | 61           | 96           | 97           | 149          |
| Provisiones totales de perdidas  | 1,988        | 2,027        | 2,760        | 3,352        |
| <i>Ingresos totales netos de gtos. de intereses y después de provisiones</i> | 30,830       | 33,411       | 34,118       | 36,986       |
| <b>Gastos</b>  |              |              |              |              |
| Marketing y desarrollo de negocios   | 3,109        | 6,249        | 5,722        | 6,470        |
| Recompensas Tarjetahabientes   | 6,996        | 7,819        | 8,687        | 9,696        |
| Servicios Tarjetahabientes   | 1,018        | 1,100        | 1,392        | 1,777        |
| Salarios y beneficios empleados  | 4,976        | 5,259        | 5,258        | 5,250        |
| Otros Gastos   | 6,793        | 4,942        | 5,634        | 5,671        |
| Total Gastos   | 22,892       | 25,369       | 26,693       | 28,864       |
| Ingreso antes de impuestos   | 7,938        | 8,042        | 7,425        | 8,122        |
| Provisión de Impuesto a las ganancias  | 2,775        | 2,667        | 4,677        | 1,201        |
| <b>Resultado Neto</b>  | <b>5,163</b> | <b>5,375</b> | <b>2,748</b> | <b>6,921</b> |

## 10.1.2 Estado de Situación Patrimonial Consolidado

| <b>Estado de Situación Patrimonial Consolidado</b>   |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
|  | <b>2015 Y</b>  | <b>2016 Y</b>  | <b>2017 Y</b>  | <b>2018 Y</b>  |
| Moneda (en millones)   | USD            | USD            | USD            | USD            |
| <b>Activos</b>   |                |                |                |                |
| Efectivo y equivalentes  |                |                |                |                |
| Efectivo y vencimientos de bancos  | 2,935          | 3,278          | 5,148          | 3,253          |
| Depósitos remunerados en otros bancos  | 19,569         | 20,779         | 27,709         | 24,026         |
| Valores de inversión de corto plazo  | 258            | 1,151          | 70             | 166            |
| Total Efectivo y equivalentes  | 22,762         | 25,208         | 32,927         | 27,445         |
| Préstamos y cuentas por cobrar de tarjetahabientes para la venta                           | 14,992         | NA             | NA             | NA             |
| Cuentas por Cobrar   |                |                |                |                |
| Cuentas por cobrar de los tarjetahabientes   | 43,671         | 46,841         | 53,526         | 55,320         |
| Préstamos  | 3,024          | 3,232          | 3,209          | 2,907          |
| Préstamos a los tarjetahabientes   | 57,545         | 64,042         | 71,693         | 79,720         |
| Otros prestamos menos reservas   | 1,254          | 1,419          | 2,607          | 3,676          |
| Valores de inversión   | 3,759          | 3,157          | 3,159          | 4,647          |
| Locales y equipamiento neto de depreciaciones acumuladas y amortizaciones                  | 4,108          | 4,433          | 4,329          | 4,416          |
| Otros activos (incluye efectivo restringido de entidades consolidadas de interés variable) | 10,069         | 10,561         | 9,746          | 10,471         |
| <b>Activos Totales</b>   | <b>161,184</b> | <b>158,893</b> | <b>181,196</b> | <b>188,602</b> |
| <b>Pasivos y Patrimonio Neto</b>   |                |                |                |                |
| Pasivos  |                |                |                |                |
| Depósitos de Clientes  | 54,997         | 53,042         | 64,452         | 69,960         |
| Cheques de viajero y otros productos prepagos  | 3,247          | 2,812          | 2,555          | 2,295          |
| Cuentas por pagar  | 11,822         | 11,190         | 14,657         | 12,255         |
| Préstamos a corto plazo  | 4,812          | 5,581          | 3,278          | 3,100          |
| Deuda a largo plazo  | 48,061         | 46,990         | 55,804         | 58,423         |
| Otros pasivos  | 17,572         | 18,777         | 22,189         | 20,279         |
| Total Pasivos  | 140,511        | 138,392        | 162,935        | 166,312        |
| <b>Patrimonio Neto</b>   |                |                |                |                |
| Acciones Preferidas  | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Acciones Comunes   | 194            | 181            | 172            | 170            |
| Pago adicional en capital  | 13,348         | 12,733         | 12,210         | 12,218         |
| Ganancias retenidas  | 9,665          | 10,371         | 8,307          | 12,499         |
| <b>Otra Perdida integral acumulada</b>   |                |                |                |                |
| Ganancias (pérdidas) netas de títulos de deuda no realizadas, netas de impuestos           | 58             | 7              | 0              | (8)            |
| Ajustes de conversión de moneda extranjera, neto de impuestos                              | (2,044)        | (2,262)        | (1,961)        | (2,133)        |
| Pensión neta no realizada y otros beneficios posteriores al retiro, netos de impuestos     | (548)          | (529)          | (467)          | (456)          |



|                                       |                |                |                |                |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total Otra Perdida integral acumulada | (2,534)        | (2,784)        | (2,428)        | (2,597)        |
| Patrimonio Neto Total                 | 20,673         | 20,501         | 18,261         | 22,290         |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b> | <b>161,184</b> | <b>158,893</b> | <b>181,196</b> | <b>188,602</b> |

### 10.1.3 Estado de Flujo de Efectivo

| <b>Estado de Flujo de Efectivo</b>  |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
|   | <b>2015 Y</b> | <b>2016 Y</b> | <b>2017 Y</b> | <b>2018 Y</b> |
| Moneda (en millones)  | USD           | USD           | USD           | USD           |
| <b>Flujo de fondos de las actividades operativas</b>  |               |               |               |               |
| Ingreso Neto  | 5,163         | 5,375         | 2,748         | 6,921         |
| <b>Ajustes para conciliar el ingreso neto con el efectivo neto provisto por las actividades operativas</b>    |               |               |               |               |
| Provisiones por pérdidas  | 1,988         | 2,027         | 2,760         | 3,352         |
| Depreciación y amortización   | 1,043         | 1,095         | 1,321         | 1,293         |
| Impuestos diferidos y otros   | 507           | (1,066)       | 782           | 455           |
| Compensación basada en acciones   | 234           | 254           | 282           | 283           |
| <b>Cambios en los activos y pasivos operativos, netos de los efectos de las adquisiciones y disposiciones</b> |               |               |               |               |
| Otros ingresos  | (714)         | (332)         | 475           | 248           |
| Otros activos   | 2,058         | 206           | (77)          | 743           |
| Cuentas por pagar y otras obligaciones  | 794           | 1,180         | 5,506         | (4,121)       |
| Cheques de viajero y otros productos prepagos   | (367)         | (448)         | (257)         | (244)         |
| Efectivo neto por las actividades operativas  | 10,706        | 8,291         | 13,540        | 8,930         |
| <b>Flujo de fondos de las actividades de inversión</b>  |               |               |               |               |
| Venta de valores de inversión disponibles para la venta   | 12            | 88            | 2             | 4             |
| Vencimientos y amortizaciones de valores de inversión   | 2,091         | 2,429         | 2,494         | 3,499         |
| Ventas de otras inversiones   | 0             | 10            | 0             | 0             |
| Compras de inversiones  | (1,713)       | (2,162)       | (2,612)       | (5,434)       |
| Aumento neto en préstamos y cuentas por cobrar de tarjetahabientes y otros préstamos                          | (6,967)       | 3,220         | (16,853)      | (15,854)      |
| Compra de locales y equipos, neto de ventas   | (1,341)       | (1,375)       | (1,062)       | (1,310)       |
| Adquisiciones / disposiciones, neto de efectivo adquirido   | (155)         | (487)         | (211)         | (520)         |
| Disminución neta (aumento) en efectivo restringido  | (120)         | NA            | NA            | NA            |
| Otras actividades de inversión  | NA            | NA            | NA            | NA            |
| El efectivo neto utilizado en actividades de inversión  | (8,193)       | 1,723         | (18,242)      | (19,615)      |
| <b>Flujo de fondos de las actividades financieras</b>   |               |               |               |               |

|   |          |         |          |          |
|---|----------|---------|----------|----------|
| Incremento neto en depósitos de clientes  | 10,878   | (1,935) | 11,385   | 5,542    |
| Disminución neta de préstamos a corto plazo   | 1,395    | 888     | (2,300)  | (148)    |
| Ingresos de préstamos a largo plazo   | 9,923    | 8,824   | 32,764   | 21,524   |
| Pagos de préstamos a largo plazo  | (19,246) | (9,848) | (24,082) | (18,895) |
| Emisión de acciones preferentes de American Express   | 841      | NA      | NA       | NA       |
| Emisión de acciones ordinarias de American Express  | 193      | 177     | 129      | 87       |
| Recompra de acciones ordinarias de American Express y otras   | (4,575)  | (4,498) | (4,400)  | (1,685)  |
| Dividendos pagados  | (1,172)  | (1,207) | (1,251)  | (1,324)  |
| Efectivo neto (utilizado en) provisto por actividades de financiamiento                               | (1,763)  | (7,599) | 12,245   | 5,101    |
| Efecto de los tipos de cambio de divisas en efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido | (276)    | (160)   | 226      | 129      |
| Aumento neto de efectivo y equivalentes de efectivo   | 474      | NA      | NA       | NA       |
| Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año   | 22,288   | NA      | NA       | NA       |
| Disminución neta de efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido                         | NA       | 2,255   | 7,769    | (5,455)  |
| Efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido al comienzo del período                     | NA       | 23,239  | 25,494   | 33,263   |
| Efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido al final del período                        | NA       | 25,494  | 33,263   | 27,808   |
| <b>Información suplementaria de flujo de efectivo</b>   |          |         |          |          |
| Efectivo y equivalentes de efectivo por hojas de balance consolidadas                                 | 22,762   | 25,208  | 32,927   | 27,445   |
| Efectivo restringido incluido en Otros activos por Balance general consolidado                        | NA       | 286     | 336      | 363      |
| Total de efectivo, equivalentes de efectivo y efectivo restringido                                    | NA       | 25,494  | 33,263   | 27,808   |
| <b>Actividades de inversión no monetarias</b>   |          |         |          |          |
| Transferencia de préstamos y cuentas por cobrar de tarjetahabientes                                   | 14,524   | NA      | NA       | NA       |

## 10.2 Comparativo de Estados de Resultados de las principales competidoras

| Estado de Resultados American Express |                |                |                |                |                |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Descripción                           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
| Ventas Netas                          | \$26.435       | \$24.804       | \$26.519       | \$26.799       | \$28.865       |
| Total Gastos Operativos               | \$17.444       | \$16.866       | \$18.477       | \$19.374       | \$20.743       |
| <b>Rtdo. Operativo</b>                | <b>\$8.991</b> | <b>\$7.938</b> | <b>\$8.042</b> | <b>\$7.425</b> | <b>\$8.122</b> |
| Rtdo. No operativos                   | \$0            | \$0            | \$0            | \$0            | \$0            |
| Rtdo. antes de impuestos              | \$8.991        | \$7.938        | \$8.042        | \$7.425        | \$8.122        |
| Impuesto a las ganancias              | \$3.106        | \$2.775        | \$2.667        | \$4.677        | \$1.201        |
| <b>Rtdo. Neto</b>                     | <b>\$5.885</b> | <b>\$5.163</b> | <b>\$5.375</b> | <b>\$2.748</b> | <b>\$6.921</b> |

| Estado de Resultados Discover |                |                |                |                |                |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Descripción                   | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
| Ventas Netas                  | \$7.034        | \$7.227        | \$7.240        | \$7.318        | \$7.674        |
| Total Gastos Operativos       | \$3.340        | \$3.615        | \$3.584        | \$3.781        | \$4.077        |
| <b>Rtdo. Operativo</b>        | <b>\$3.694</b> | <b>\$3.612</b> | <b>\$3.656</b> | <b>\$3.537</b> | <b>\$3.597</b> |
| Rtdo. No operativos           | \$0            | \$0            | \$0            | \$0            | \$0            |
| Rtdo. antes de impuestos      | \$3.694        | \$3.612        | \$3.656        | \$3.537        | \$3.597        |
| Impuesto a las ganancias      | \$1.371        | \$1.315        | \$1.263        | \$1.438        | \$855          |
| <b>Rtdo. Neto</b>             | <b>\$2.323</b> | <b>\$2.297</b> | <b>\$2.393</b> | <b>\$2.099</b> | <b>\$2.742</b> |

| Estado de Resultados Visa |                |                |                |                 |                 |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Descripción               | 2014           | 2015           | 2016           | 2017            | 2018            |
| Ventas Netas              | \$12.702       | \$13.880       | \$15.082       | \$18.358        | \$20.609        |
| Total Gastos Operativos   | \$5.005        | \$4.816        | \$7.199        | \$6.214         | \$7.655         |
| <b>Rtdo. Operativo</b>    | <b>\$7.697</b> | <b>\$9.064</b> | <b>\$7.883</b> | <b>\$12.144</b> | <b>\$12.954</b> |
| Rtdo. No operativos       | \$27           | \$-69          | \$129          | \$-450          | \$-148          |
| Rtdo. antes de impuestos  | \$7.724        | \$8.995        | \$8.012        | \$11.694        | \$12.806        |
| Impuesto a las ganancias  | \$2.286        | \$2.667        | \$2.021        | \$4.995         | \$2.505         |
| <b>Rtdo. Neto</b>         | <b>\$5.438</b> | <b>\$6.328</b> | <b>\$5.991</b> | <b>\$6.699</b>  | <b>\$10.301</b> |

| Estado de Resultados MasterCard |                |                |                |                |                |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Descripción                     | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
| Ventas Netas                    | \$9.441        | \$9.667        | \$10.776       | \$12.497       | \$14.950       |
| Total Gastos Operativos         | \$4.335        | \$4.589        | \$5.015        | \$5.875        | \$7.668        |
| <b>Rtdo. Operativo</b>          | <b>\$5.106</b> | <b>\$5.078</b> | <b>\$5.761</b> | <b>\$6.622</b> | <b>\$7.282</b> |
| Rtdo. No operativos             | \$-27          | \$-120         | \$-115         | \$-100         | \$-78          |
| Rtdo. antes de impuestos        | \$5.079        | \$4.958        | \$5.646        | \$6.522        | \$7.204        |
| Impuesto a las ganancias        | \$1.462        | \$1.150        | \$1.587        | \$2.607        | \$1.345        |
| <b>Rtdo. Neto</b>               | <b>\$3.617</b> | <b>\$3.808</b> | <b>\$4.059</b> | <b>\$3.915</b> | <b>\$5.859</b> |

### 10.3 Estados de Resultados por Segmento

#### Estado de Resultados del segmento Global Consumer Services Group

| GCSG  | 2016            | 2017            | 2018            | 2018 vs 2017    |            | 2017 vs 2016    |             |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------|-----------------|-------------|
| Otros Ingresos                              | \$12.993        | \$13.378        | \$14.675        | \$ 1.297        | 10%        | \$ 385          | 3%          |
| Ingresos por intereses                      | \$ 6.005        | \$ 6.789        | \$ 8.323        | \$ 1.534        | 23%        | \$ 784          | 13%         |
| Costo de fondos                             | \$ 828          | \$ 1.047        | \$ 1.542        | \$ 495          | 47%        | \$ 219          | 26%         |
| Ingreso neto por intereses                  | \$ 5.177        | \$ 5.742        | \$ 6.781        | \$ 1.039        | 18%        | \$ 565          | 11%         |
| Ingresos totales                            | \$18.170        | \$19.120        | \$21.456        | \$ 2.336        | 12%        | \$ 950          | 5%          |
| Provisiones                                 | \$ 1.390        | \$ 1.996        | \$ 2.430        | \$ 434          | 22%        | \$ 606          | 44%         |
| <b>Ingresos totales neto de provisiones</b> | <b>\$16.780</b> | <b>\$17.124</b> | <b>\$19.026</b> | <b>\$ 1.902</b> | <b>11%</b> | <b>\$ 344</b>   | <b>2%</b>   |
| Gastos de Marketing <sup>41</sup>           | \$8.714         | \$9.233         | \$10.774        | \$ 1.541        | 17%        | \$ 519          | 6%          |
| Gastos de personal                          | \$3.558         | \$4.246         | \$4.538         | \$ 292          | 7%         | \$ 688          | 19%         |
| <b>Gastos totales</b>                       | <b>\$12.272</b> | <b>\$13.479</b> | <b>\$15.312</b> | <b>\$ 1.833</b> | <b>14%</b> | <b>\$ 1.207</b> | <b>10%</b>  |
| Ingreso antes de impuestos                  | \$ 4.508        | \$ 3.645        | \$ 3.714        | \$ 69           | 2%         | -\$ 863         | -19%        |
| Provisión por impuesto                      | \$ 1.469        | \$ 1.053        | \$ 637          | -\$ 416         | -40%       | -\$ 416         | -28%        |
| <b>Ingreso del segmento</b>                 | <b>\$ 3.039</b> | <b>\$ 2.592</b> | <b>\$ 3.077</b> | <b>\$ 485</b>   | <b>19%</b> | <b>-\$ 447</b>  | <b>-15%</b> |

#### Estado de Resultados del segmento Global Commercial Services

| GCS                                      | 2016            | 2017            | 2018            | 2018 vs 2017  |            | 2017 vs 2016  |           |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|------------|---------------|-----------|
| Otros Ingresos                           | \$10.373        | \$10.942        | \$11.882        | \$ 940        | 9%         | \$ 569        | 5%        |
| Ingresos por intereses                   | \$ 1.209        | \$ 1.361        | \$ 1.621        | \$ 260        | 19%        | \$ 152        | 13%       |
| Costo de fondos                          | \$ 472          | \$ 595          | \$ 827          | \$ 232        | 39%        | \$ 123        | 26%       |
| Ingreso neto por intereses               | \$ 737          | \$ 766          | \$ 794          | \$ 28         | 4%         | \$ 29         | 4%        |
| Ingresos totales                         | \$11.110        | \$11.708        | \$12.676        | \$ 968        | 8%         | \$ 598        | 5%        |
| Provisiones                              | \$ 604          | \$ 743          | \$ 899          | \$ 156        | 21%        | \$ 139        | 23%       |
| <b>Ingresos totales neto provisiones</b> | <b>\$10.506</b> | <b>\$10.965</b> | <b>\$11.777</b> | <b>\$ 812</b> | <b>7%</b>  | <b>\$ 459</b> | <b>4%</b> |
| Gastos de Marketing                      | \$ 4.866        | \$5.311         | \$5.853         | \$ 542        | 10%        | \$ 445        | 9%        |
| Gastos de personal                       | \$2.707         | \$2.811         | \$3.029         | \$ 218        | 8%         | \$ 104        | 4%        |
| <b>Gastos totales</b>                    | <b>\$7.573</b>  | <b>\$8.122</b>  | <b>\$8.882</b>  | <b>\$ 760</b> | <b>9%</b>  | <b>\$ 549</b> | <b>7%</b> |
| Ingreso antes de impuestos               | \$ 2.933        | \$ 2.843        | \$2.895         | \$ 52         | 2%         | -\$ 90        | -3%       |
| Provisión por impuesto                   | \$ 1.032        | \$ 914          | \$ 555          | -\$ 359       | -39%       | -\$ 118       | -11%      |
| <b>Ingreso del segmento</b>              | <b>\$1.901</b>  | <b>\$1.929</b>  | <b>\$2.340</b>  | <b>\$ 411</b> | <b>21%</b> | <b>\$ 28</b>  | <b>1%</b> |

<sup>41</sup> Incluye también los relacionados a desarrollo de negocios

**Estado de Resultados del segmento Global Merchant and Network Services**

| GMNS                                     | 2016            | 2017            | 2018            | 2018 vs 2017  |            | 2017 vs 2016   |            |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|------------|----------------|------------|
| Otros Ingresos                           | \$ 6.093        | \$ 6.025        | \$ 6.069        | \$ 44         | 1%         | -\$ 68         | -1%        |
| Ingresos por intereses                   | \$ 37           | \$ 42           | \$ 30           | -\$ 12        | -29%       | \$ 5           | 14%        |
| Costo de fondos                          | -\$ 133         | -\$ 188         | -\$ 294         | -\$ 106       | 56%        | -\$ 55         | 41%        |
| Ingreso neto por intereses               | \$ 170          | \$ 230          | \$ 324          | \$ 94         | 41%        | \$ 60          | 35%        |
| Ingresos totales                         | \$ 6.263        | \$ 6.255        | \$ 6.393        | \$ 138        | 2%         | -\$ 8          | 0%         |
| Provisiones                              | \$ 24           | \$ 16           | \$ 22           | \$ 6          | 38%        | -\$ 8          | 33%        |
| <b>Ingresos totales neto provisiones</b> | \$ 6.239        | \$ 6.239        | \$ 6.371        | \$ 132        | 2%         | \$ -           | 0%         |
| Gastos de Marketing                      | \$ 1.549        | \$ 1.227        | \$ 1.250        | \$ 23         | 2%         | -\$ 322        | -21%       |
| Gastos de personal                       | \$ 2.299        | \$ 2.367        | \$ 2.277        | -\$ 90        | -4%        | \$ 68          | 3%         |
| <b>Gastos totales</b>                    | <b>\$ 3.848</b> | <b>\$ 3.594</b> | <b>\$ 3.527</b> | <b>-\$ 67</b> | <b>-2%</b> | <b>-\$ 254</b> | <b>-7%</b> |
| Ingreso antes de impuestos               | \$ 2.391        | \$ 2.645        | \$ 2.844        | \$ 199        | 8%         | \$ 254         | 11%        |
| Provisión por impuesto                   | \$ 861          | \$ 857          | \$ 704          | -\$ 153       | -18%       | -\$ 4          | 0%         |
| <b>Ingreso del segmento</b>              | <b>\$ 1.530</b> | <b>\$ 1.788</b> | <b>\$ 2.140</b> | <b>\$ 352</b> | <b>20%</b> | <b>\$ 258</b>  | <b>17%</b> |



Universidad de  
**SanAndrés**

## 10.4 Proyección de Flujo de Fondos: Escenario Base

| Concepto                                   | 2015      | 2016      | 2017      | 2018      | 2019 E    | 2020 E    | 2021 E    | 2022 E    | 2023 E    |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Ventas</b>                              | \$ 32.818 | \$ 35.438 | \$ 36.878 | \$ 40.338 | \$ 42.184 | \$ 44.331 | \$ 46.599 | \$ 48.994 | \$ 51.524 |
| GSCG                                       | \$ 18.526 | \$ 18.170 | \$ 19.120 | \$ 21.456 | \$ 22.229 | \$ 23.030 | \$ 23.859 | \$ 24.718 | \$ 25.609 |
| GCS  | \$ 9.740  | \$ 11.110 | \$ 11.708 | \$ 12.676 | \$ 13.483 | \$ 14.342 | \$ 15.255 | \$ 16.226 | \$ 17.259 |
| GMNS                                       | \$ 4.683  | \$ 6.263  | \$ 6.255  | \$ 6.393  | \$ 6.867  | \$ 7.375  | \$ 7.921  | \$ 8.508  | \$ 9.138  |
| Corporate <sup>42</sup>                    | -\$ 131   | -\$ 105   | -\$ 205   | -\$ 187   | -\$ 395   | -\$ 415   | -\$ 436   | -\$ 459   | -\$ 482   |
| <b>Costo de Ventas</b>                     | \$ 8.014  | \$ 8.919  | \$ 10.079 | \$ 11.473 | \$ 12.408 | \$ 13.040 | \$ 13.707 | \$ 14.412 | \$ 15.156 |
| Recompensas de Tarjetahabientes            | \$ 6.996  | \$ 7.819  | \$ 8.687  | \$ 9.696  | \$ 10.235 | \$ 10.756 | \$ 11.306 | \$ 11.887 | \$ 12.501 |
| Servicios a los tarjetahabientes           | \$ 1.018  | \$ 1.100  | \$ 1.392  | \$ 1.777  | \$ 2.174  | \$ 2.284  | \$ 2.401  | \$ 2.525  | \$ 2.655  |
| <b>Otros Gastos</b>                        | \$ 16.866 | \$ 18.477 | \$ 19.374 | \$ 20.743 | \$ 21.949 | \$ 23.067 | \$ 24.247 | \$ 25.493 | \$ 26.809 |
| Gtos de Marketing y desarrollo de negocios | \$ 3.109  | \$ 6.249  | \$ 5.722  | \$ 6.470  | \$ 6.917  | \$ 7.269  | \$ 7.641  | \$ 8.033  | \$ 8.448  |
| Gtos de Personal                           | \$ 4.976  | \$ 5.259  | \$ 5.258  | \$ 5.250  | \$ 5.922  | \$ 6.223  | \$ 6.541  | \$ 6.878  | \$ 7.233  |
| Otros gastos                               | \$ 6.793  | \$ 4.942  | \$ 5.634  | \$ 5.671  | \$ 6.086  | \$ 6.396  | \$ 6.723  | \$ 7.069  | \$ 7.434  |
| Provisiones por pérdidas                   | \$ 1.988  | \$ 2.027  | \$ 2.760  | \$ 3.352  | \$ 3.025  | \$ 3.179  | \$ 3.342  | \$ 3.514  | \$ 3.695  |
| <b>Resultado Operativo</b>                 | \$ 7.938  | \$ 8.042  | \$ 7.425  | \$ 8.122  | \$ 7.826  | \$ 8.225  | \$ 8.645  | \$ 9.090  | \$ 9.559  |
| Impuesto a las ganancias                   | \$ 2.775  | \$ 2.667  | \$ 4.677  | \$ 1.201  | \$ 1.644  | \$ 1.727  | \$ 1.816  | \$ 1.909  | \$ 2.007  |
| <b>Resultado Neto</b>                      | \$ 5.163  | \$ 5.375  | \$ 2.748  | \$ 6.921  | \$ 6.183  | \$ 6.498  | \$ 6.830  | \$ 7.181  | \$ 7.552  |

<sup>42</sup> Este concepto sirve para ajustar las ventas inter-segmento, de manera de no duplicar la contabilización de las mismas.

## 10.5 Proyección de Flujo de Fondos: Escenario Pesimista

| Concepto                                   | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019 E           | 2020 E           | 2021 E           | 2022 E           | 2023 E           |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Ventas</b>                              | <b>\$ 32.818</b> | <b>\$ 35.438</b> | <b>\$ 36.878</b> | <b>\$ 40.338</b> | <b>\$ 41.777</b> | <b>\$ 43.477</b> | <b>\$ 45.253</b> | <b>\$ 47.109</b> | <b>\$ 49.048</b> |
| GSCG                                       | \$ 18.526        | \$ 18.170        | \$ 19.120        | \$ 21.456        | \$ 22.074        | \$ 22.710        | \$ 23.365        | \$ 24.038        | \$ 24.731        |
| GCS  | \$ 9.740         | \$ 11.110        | \$ 11.708        | \$ 12.676        | \$ 13.322        | \$ 14.000        | \$ 14.714        | \$ 15.463        | \$ 16.251        |
| GMNS                                       | \$ 4.683         | \$ 6.263         | \$ 6.255         | \$ 6.393         | \$ 6.772         | \$ 7.173         | \$ 7.598         | \$ 8.048         | \$ 8.525         |
| Corporate                                  | -\$ 131          | -\$ 105          | -\$ 205          | -\$ 187          | -\$ 391          | -\$ 407          | -\$ 423          | -\$ 441          | -\$ 459          |
| <b>Costo de Ventas</b>                     | <b>\$ 8.014</b>  | <b>\$ 8.919</b>  | <b>\$ 10.079</b> | <b>\$ 11.473</b> | <b>\$ 12.289</b> | <b>\$ 12.789</b> | <b>\$ 13.311</b> | <b>\$ 13.857</b> | <b>\$ 14.427</b> |
| Recompensas de Tarjetahabientes            | \$ 6.996         | \$ 7.819         | \$ 8.687         | \$ 9.696         | \$ 10.136        | \$ 10.548        | \$ 10.979        | \$ 11.429        | \$ 11.900        |
| Servicios a los tarjetahabientes           | \$ 1.018         | \$ 1.100         | \$ 1.392         | \$ 1.777         | \$ 2.153         | \$ 2.240         | \$ 2.332         | \$ 2.428         | \$ 2.527         |
| <b>Otros Gastos</b>                        | <b>\$ 16.866</b> | <b>\$ 18.477</b> | <b>\$ 19.374</b> | <b>\$ 20.743</b> | <b>\$ 21.621</b> | <b>\$ 22.501</b> | <b>\$ 23.420</b> | <b>\$ 24.381</b> | <b>\$ 25.384</b> |
| Gtos de Marketing y desarrollo de negocios | \$ 3.109         | \$ 6.249         | \$ 5.722         | \$ 6.470         | \$ 6.850         | \$ 7.129         | \$ 7.420         | \$ 7.724         | \$ 8.042         |
| Gtos de Personal                           | \$ 4.976         | \$ 5.259         | \$ 5.258         | \$ 5.250         | \$ 5.864         | \$ 6.103         | \$ 6.352         | \$ 6.613         | \$ 6.885         |
| Otros gastos                               | \$ 6.793         | \$ 4.942         | \$ 5.634         | \$ 5.671         | \$ 6.027         | \$ 6.272         | \$ 6.529         | \$ 6.796         | \$ 7.076         |
| Provisiones por pérdidas                   | \$ 1.988         | \$ 2.027         | \$ 2.760         | \$ 3.352         | \$ 2.880         | \$ 2.997         | \$ 3.119         | \$ 3.247         | \$ 3.381         |
| <b>Resultado Operativo</b>                 | <b>\$ 7.938</b>  | <b>\$ 8.042</b>  | <b>\$ 7.425</b>  | <b>\$ 8.122</b>  | <b>\$ 7.867</b>  | <b>\$ 8.187</b>  | <b>\$ 8.522</b>  | <b>\$ 8.871</b>  | <b>\$ 9.236</b>  |
| Impuesto a las ganancias                   | \$ 2.775         | \$ 2.667         | \$ 4.677         | \$ 1.201         | \$ 1.652         | \$ 1.719         | \$ 1.790         | \$ 1.863         | \$ 1.940         |
| <b>Resultado Neto</b>                      | <b>\$ 5.163</b>  | <b>\$ 5.375</b>  | <b>\$ 2.748</b>  | <b>\$ 6.921</b>  | <b>\$ 6.215</b>  | <b>\$ 6.468</b>  | <b>\$ 6.732</b>  | <b>\$ 7.008</b>  | <b>\$ 7.297</b>  |

## 10.6 Proyección de Flujo de Fondos: Escenario Optimista

| Concepto                                   | 2015      | 2016      | 2017      | 2018      | 2019 E    | 2020 E    | 2021 E    | 2022 E    | 2023 E    |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Ventas</b>                              | \$ 32.818 | \$ 35.438 | \$ 36.878 | \$ 40.338 | \$ 42.591 | \$ 45.195 | \$ 47.974 | \$ 50.941 | \$ 54.109 |
| GSCG                                       | \$ 18.526 | \$ 18.170 | \$ 19.120 | \$ 21.456 | \$ 22.383 | \$ 23.351 | \$ 24.360 | \$ 25.413 | \$ 26.512 |
| GCS  | \$ 9.740  | \$ 11.110 | \$ 11.708 | \$ 12.676 | \$ 13.645 | \$ 14.687 | \$ 15.809 | \$ 17.017 | \$ 18.318 |
| GMNS                                       | \$ 4.683  | \$ 6.263  | \$ 6.255  | \$ 6.393  | \$ 6.961  | \$ 7.580  | \$ 8.254  | \$ 8.987  | \$ 9.786  |
| Corporate                                  | -\$ 131   | -\$ 105   | -\$ 205   | -\$ 187   | -\$ 399   | -\$ 423   | -\$ 449   | -\$ 477   | -\$ 506   |
| <b>Costo de Ventas</b>                     | \$ 8.014  | \$ 8.919  | \$ 10.079 | \$ 11.473 | \$ 12.528 | \$ 13.294 | \$ 14.112 | \$ 14.984 | \$ 15.916 |
| Recompensas de Tarjetahabientes            | \$ 6.996  | \$ 7.819  | \$ 8.687  | \$ 9.696  | \$ 10.333 | \$ 10.965 | \$ 11.639 | \$ 12.359 | \$ 13.128 |
| Servicios a los tarjetahabientes           | \$ 1.018  | \$ 1.100  | \$ 1.392  | \$ 1.777  | \$ 2.195  | \$ 2.329  | \$ 2.472  | \$ 2.625  | \$ 2.788  |
| <b>Otros Gastos</b>                        | \$ 16.866 | \$ 18.477 | \$ 19.374 | \$ 20.743 | \$ 22.042 | \$ 23.390 | \$ 24.829 | \$ 26.364 | \$ 28.004 |
| Gtos de Marketing y desarrollo de negocios | \$ 3.109  | \$ 6.249  | \$ 5.722  | \$ 6.470  | \$ 6.983  | \$ 7.410  | \$ 7.866  | \$ 8.353  | \$ 8.872  |
| Gtos de Personal                           | \$ 4.976  | \$ 5.259  | \$ 5.258  | \$ 5.250  | \$ 5.979  | \$ 6.344  | \$ 6.734  | \$ 7.151  | \$ 7.596  |
| Otros gastos                               | \$ 6.793  | \$ 4.942  | \$ 5.634  | \$ 5.671  | \$ 6.145  | \$ 6.520  | \$ 6.921  | \$ 7.349  | \$ 7.806  |
| Provisiones por pérdidas                   | \$ 1.988  | \$ 2.027  | \$ 2.760  | \$ 3.352  | \$ 2.936  | \$ 3.115  | \$ 3.307  | \$ 3.511  | \$ 3.730  |
| <b>Resultado Operativo</b>                 | \$ 7.938  | \$ 8.042  | \$ 7.425  | \$ 8.122  | \$ 8.020  | \$ 8.511  | \$ 9.034  | \$ 9.593  | \$ 10.189 |
| Impuesto a las ganancias                   | \$ 2.775  | \$ 2.667  | \$ 4.677  | \$ 1.201  | \$ 1.684  | \$ 1.787  | \$ 1.897  | \$ 2.014  | \$ 2.140  |
| <b>Resultado Neto</b>                      | \$ 5.163  | \$ 5.375  | \$ 2.748  | \$ 6.921  | \$ 6.336  | \$ 6.723  | \$ 7.137  | \$ 7.578  | \$ 8.050  |



## 11 Bibliografía

- Brealey, Myers, Allen. Principles of Corporate Finance 2017.
- Fabozzi, Frank J. Fixed income analysis for the Chartered Financial Analyst Program. 2004.
- Koller, Goedhart y Wessels. Measuring and Managing the Value of Companies. 2010
- Koop Gary. Analysis of Financial Data. 2006

### Informes de Investigación y Sitios web:

- Accenture. Driving the Future Payments: 10 megatrends
- Deloitte. InFocus: Payments trends 2019.
- Fondo Monetario Internacional. World Economic outlook:  
[https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO\\_WORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD)
- Investopedia
- Markets Insider:  
[https://markets.businessinsider.com/bonds/american\\_express\\_codl-notes\\_201424-24-bond-2024-us025816bk48](https://markets.businessinsider.com/bonds/american_express_codl-notes_201424-24-bond-2024-us025816bk48)
- McKinsey&Company. Global payments 2018: A dynamic industry continues to break new ground
- McKinsey&Company. How leading Latin American banks outperform
- McKinsey&Company. Synergy and disruption: Ten fintech trends
- McKinsey&Company. The future of global payments
- Presentación Industria de Pago: *Overview: Payments Industry*, investigación por: Value Seeker @Find\_Me\_Value
- Statista. Base de Datos.
- The Nilson Report 2015,2016,2017,2018,2019 y 2020.

### Reportes

- **American Express:**
  - Reporte 10k 2014,2015,2016,2017,2018
  - Presentación Investor Day 2019
  - Presentación Fixed Income 2019
- **Discover:**
  - Annual Report 2018
  - Financial Results 4Q18
- **MasterCard:**
  - Investment Community Meeting. 2019
  - Reporte 10k 2014,2015,2018
- **Visa Inc.:**
  - Reporte 10k 2016,2017,2018
  - Presentación Investor Day 2019