

Booking Holdings

La máquina generadora de efectivo ante la amenaza de la desintermediación agéntica

Cotización			Nuestra Lectura	
Nasdaq	BKNG	USD 174	Positiva	●
BYMA	BKNG.BA	ARS 395	Neutra	○
Ratio	700:1		Cautela	○

nota: ver matriz de convicción del mercado en el apéndice

Booking Holdings (BKNG o la Compañía a lo largo de este reporte), es la mayor agencia de intermediación de viajes online del mundo medida por reservas brutas, con presencia en más de 220 países y una arquitectura de negocio construida sobre seis marcas complementarias: Booking.com (líder global en alojamientos turísticos, con más de 33 millones de propiedades listadas), Priceline (plataforma turística enfocada en ofertas en Estados Unidos), KAYAK (metabusador de vuelos, hoteles y autos), Agoda (líder en Asia-Pacífico, particularmente en el sudeste asiático), Rentalcars.com y OpenTable (reservas de restaurantes, con 60.000 establecimientos en plataforma). La Compañía opera como intermediario puro, sin activos físicos propios, cobrando una comisión sobre cada reserva completada. La tasa de intermediación promedio¹ consolidada en 2025 fue del 14,5%, estable por quinto año consecutivo. Cuenta con 24.000 empleados y USD 10.000 millones de EBITDA ajustado (margen del 37%) y combinando escala operativa con eficiencia capital.

La empresa en contexto

BKNG cerró el ejercicio 2025 con resultados que superaron las estimaciones del consenso: ingresos de USD 26.900 millones (+13% interanual), reservas brutas de USD 186.100 millones (+12%) y flujo

¹ Se denomina Tasa de intermediación promedio a la Facturación/Reservas Brutas. BKNG monetiza la intermediación entre hoteles, restaurantes y otras empresas relacionadas al sector turístico y el consumidor final.

de caja libre (FCF) de USD 9.100 millones, el mayor en la historia de la Compañía. Sin embargo, la acción acumula una caída superior al 15% en lo que va de 2026, desacoplándose de sus fundamentos operativos. El mercado atraviesa una fase de "pánico de IA": el temor a que los agentes autónomos desintermedien a las agencias de viaje online como Booking está generando una compresión de múltiplos que, en nuestra lectura, podría estar subestimando las ventajas estructurales de la compañía, abriendo una ventana de entrada atractiva para el inversor de mediano a largo plazo.

El timing es peculiarmente relevante. El primer split accionario en la historia de la compañía (25:1, efectivo a partir del 2 de abril pasado) democratiza el acceso al papel y amplía el universo potencial de compradores institucionales con restricciones de precio por unidad. A eso se suma el catalizador más concreto de 2026: el Mundial de Fútbol en Estados Unidos, Canadá y México que además de aumentar parcialmente la facturación del 2T26, podría tener efectos indirectos positivos de mediano plazo. A un P/FCF de 15x y un rendimiento del efectivo libre de caja (FCF Yield) del 6,5%, los valores actuales podrían plantearse como una oportunidad para el inversor de mediano y largo plazo.

La lógica detrás de la generación efectivo

El modelo económico de Booking Holdings es, estructuralmente, una máquina de conversión de facturación en caja. Por cada dólar de facturado, la compañía convierte aproximadamente USD 0,34 a FCF, frente a un promedio del S&P 500 de USD 0,11, es decir 3 veces mayor. Esta eficiencia se explica por tres palancas concurrentes: el modelo asset-light (el gasto de capital se limita a servidores y desarrollo de software e IA generativa), el capital de trabajo negativo (los consumidores pagan la reserva antes de que Booking le pague al hotel, generando un flotante de capital permanente) y el apalancamiento operativo positivo que hace que cada dólar adicional de ingresos posea márgenes superiores al promedio.

El FCF acumulado de los últimos cuatro ejercicios supera los USD 30.000 millones. En 2025, la conversión FCF/ingresos fue del 33,8%, un nivel que en prácticamente cualquier sector se considerara excepcional. A modo de comparación, MSFT y Apple poseen márgenes de FCF del 25% y 28% respectivamente al cierre del 2025. Es cierto que empresas como Microsoft se encuentran

en su pico de inversión de CAPEX en IA lo que achica el FCF aunque es de utilidad a modo comparativo.

El Split, el Mundial y la posible amenaza a su ventaja competitiva

Los tres catalizadores de corto y mediano plazo se superponen en una ventana temporal infrecuente, coincidiendo precisamente con la compresión de múltiplos que el mercado está aplicando por el riesgo de IA.

Split 25:1 - Democratización del acceso: El primer split en los 28 años de historia de la compañía reduce el precio nominal de USD 4.195 a USD 167 por acción. No modifica el valor fundamental del negocio, pero tiene efectos prácticos: amplía el universo de inversores institucionales con restricciones de precio por unidad y activa la demanda minorista que históricamente evitaba el papel por inaccesibilidad.

Mundial FIFA 2026: Las estimaciones más conservadoras proyectan más de 5 millones de viajes internacionales adicionales hacia Norteamérica durante el torneo. Priceline posee alta penetración en EEUU y Canadá mientras que Booking.com, concentró su liderazgo en Europa y Asia, donde genera más del 78% de sus ingresos. Este hecho convierte al Mundial en una oportunidad de adquisición masiva de nuevos usuarios en el mercado doméstico más grande del mundo. Mayor descarga de app móvil, mayor tracción de su programa de lealtad Genius y datos de comportamiento que alimentan los modelos de AI del Connected Trip² son algunos de los efectos positivos a esperar luego de este evento.

La amenaza de los agentes de IA - real, aunque acotada: El escenario que el mercado está descontando es que un agente autónomo (ChatGPT Operator, Google Gemini, Perplexity Travel) ejecute la reserva de principio a fin, volviendo a Booking.com irrelevante. La realidad operativa de 2026 es más matizada.

Los agentes de IA carecen de la infraestructura legal, de pagos, de gestión de reclamos y de las licencias regulatorias para operar como procesador de pagos en la mayoría de las jurisdicciones y ese costo de construcción es elevado en el corto plazo. En la práctica, la mayoría de los agentes de

² El propio modelo de IA nativo en la app de BKNG

viaje tempranos finalizan la transacción redirigiendo al usuario a plataformas como Booking.com: son generadores de tráfico, no sustitutos.

El cambio estratégico más relevante que refuerza esta posición es el viraje hacia el modelo de procesador de pagos³: en 2025, el 70% de las reservas brutas se procesaron bajo el mismo, frente al 35% en 2021. Este control directo sobre el flujo de pagos y la relación con el consumidor final hace que Booking sea cada vez más difícil de eludir, incluso para un agente de IA que quiera completar la transacción por fuera de la red de la Compañía en análisis.

Motores de Crecimiento hacia 2027

Connected Trip: En la actualidad se calcula que el viaje promedio requiere de 4 a 6 plataformas distintas. Por eso, la visión estratégica es construir el ecosistema donde el viajero planifique, reserve y gestione la totalidad de su viaje (vuelo + hotel + auto + restaurante + actividades) desde una sola plataforma, con un solo pago. El impacto económico sería estructuralmente positivo gracias a que BKNG cobraría en más segmentos del viaje y aumentaría la recurrencia y el valor de cada cliente. El AI Trip Planner ya opera como agente autónomo en más de 10 países, con tracción medible en conversión de reservas multisegmento.

Expansión en Asia vía Agoda: Asia-Pacífico es el mercado de viajes de mayor crecimiento global para 2025-2030, impulsado por el surgimiento de la clase media en China, India, Indonesia y el sudeste asiático. Agoda lidera en precio y respecto a la experiencia al cliente en la región, con alianzas con cadenas hoteleras locales que Booking.com global no puede servir con la misma eficiencia. El recupero post-COVID en viajes de larga distancia desde Asia hacia Europa y EEUU es un viento de cola de largo plazo gracias a que muchos de esos viajeros usan Booking.com o Agoda como primera plataforma de contacto, generando adquisición de clientes a costo marginal mínimo.

Transformation Program - eficiencias que van directo al FCF: El programa de transformación anunciado en 2024 entregó una cifra anualizada de USD 550 millones de ahorros al cierre de 2025, en el extremo superior de la guía. Para 2026, el management proyecta ahorros adicionales de USD

³ Modelo de *Procesador de pagos*: BKNG cobra directamente al consumidor en el momento de la reserva y le paga al hotel en una fecha posterior, generalmente al momento del check-out o check-in.

500 a 550 millones. Estos se destinan directamente al FCF y representan una palanca de crecimiento de caja independiente del ciclo de demanda de viajes.

Medidas amigables con el accionista: BKNG recompró USD 5.900 millones en acciones propias en 2025, equivalente a un rendimiento de recompra del 4,2% sobre la capitalización de mercado. Desde 2019, la compañía redujo sus acciones en circulación en más del 23%. El efecto matemático es simple: el FCF por acción crece más rápido que el FCF total, y cada dólar de caja generado hoy compra más del negocio futuro. A un P/FCF de 15x, recomprar acciones propias es el mejor uso del capital incremental disponible, una conclusión que el management comparte y ejecuta.

Breve actualización de resultados del 28 de abril (1T26)

Booking Holdings reportó resultados del 1T26 con ingresos de USD 5.500 millones (+16% interanual) y un EBITDA ajustado de USD 1.300 millones (+19% interanual), superando las expectativas a pesar de la volatilidad geopolítica. El conflicto en Medio Oriente restó 2 puntos porcentuales al crecimiento de noches (6% frente a un 8% potencial sin conflicto) y se estima un impacto mayor de 3 puntos para el 2T26, debido a la interrupción de corredores de tránsito entre Europa y Asia. No obstante, el management mantuvo una guía anual resiliente, proyectando un crecimiento de reservas brutas de dígito alto a doble dígito bajo y una expansión de márgenes de hasta 25 puntos básicos para el cierre del ejercicio.

En materia tecnológica, la compañía destacó el avance de sus "flujos de servicio agénticos" de IA, que ya permiten gestionar quejas y cancelaciones de forma autónoma, reduciendo en doble dígito los costos de atención al cliente en Agoda. Glenn Fogel (CEO) subrayó que la IA fortalecerá el canal directo y el programa Genius, actuando como un catalizador del "Connected Trip" más que como una amenaza de desintermediación. Reforzando esta confianza, la empresa ejecutó una recompra de acciones récord de USD 3.600 millones en el trimestre (un 60% del monto total adquirido en todo el 2025 en un solo trimestre), alcanzando el volumen trimestral de recompras más alto en la historia de la Compañía, lo que reafirma su compromiso con el retorno de capital agresivo.

Conclusión

Booking Holdings combina el modelo de negocio más eficiente en capital del sector de viajes con un efecto de red de 25 años prácticamente irreplicable, una posición financiera sólida y tres

catalizadores concurrentes de corto plazo: el split 25:1 que amplía el universo de compradores, el Mundial FIFA 2026 que podría impactar parcialmente en los resultados del 2T26 sumado a beneficios indirectos de los efectos red y las recompras récords observadas durante el primer trimestre del 2026.

La corrección del 15% en 2026 no refleja deterioro de fundamentos, refleja miedo a la IA agéntica, un riesgo real, aunque en fase de construcción de infraestructura y no de adopción masiva. A un P/FCF de 15x, un P/E forward de 16x frente a un promedio de 5 años de 23x, y con un FCF yield del 6,5% para un negocio que hizo crecer su FCF por acción al 27% año a año, el descuento es difícil de justificar racionalmente. El FCF yield en estos niveles podría actuar como posible amortiguador en la valuación del papel, limitando la caída en escenarios adversos.

Matriz de Convicción de Mercado

Sell Side

Analistas	38	Precio Objetivo	Mínimo	Promedio	Máximo
			USD 175	USD 228	USD 298
		Recomendación	Cautela	Neutral	Positivo
			0	7	31

Buy Side

		Último	1 año	2 años
Tenencias de Institucionales (como % del capital flotante)		98%	101%	102%
Mayores tenedores institucionales ¹		Último	1 año	2 años
Vanguard		74,9 (1%)	74,0 (1%)	73,8
Blackrock		68,9 (7%)	64,3 (0%)	64,3
State Street		35,8 (0%)	35,7 (4%)	34,4

1. En millones de acciones (variación vs año anterior)

Mayores tenedores hedge funds - <i>gurúes financieros</i>	% portafolio	Variación Últimos 3 meses	Año de primera compra
Pat Dorsey – Dorsey Asset Management	7%	-4%	2025
David Rolfe – Wedgewood Partners	6%	-1%	2012
Francois Rochon - Giverny Capital	4%	+1%	2018

Mercado de Opciones

Put-Call ratio promedio ²	0,78
--------------------------------------	------

2. Históricamente, niveles por debajo de 0,70 sugieren que los inversores tienen una expectativa positiva sobre el precio de la acción, apostando a que subirá o, al menos, no ven la necesidad de cubrirse masivamente frente a una caída.

Métricas

Empresa	Booking	Airbnb	Expedia
Ticker	BKNG	ABNB	EXPE
Eficiencia			
Reservas Brutas (2025) (en Millones de USD)	186.100	91.300	119.600
Take Rate (Facturación / Reservas Brutas)	14,5%	13,4%	12,3%
Facturación por empleado (en millones de USD)	1,12	1,49	0,92
Rendimiento Neto por empleado (en millones de USD)	0,22	0,30	0,08
Liquidez			
Razón Corriente	1,3x	1,4x	0,7x
Altman Z-Score	7,0	4,2	1,4
Rentabilidad			
EBITDA Margin (U12M)	35,1%	21,0%	18,7%
Margen Neto (U12M)	20,1%	20,5%	8,8%
Margen de Efectivo Libre de Caja (U12M)	33,8%	38,0%	21,1%
Retorno sobre activos ROA (Promedio 5 años)	18,2%	10,8%	3,5%
Retorno sobre Patrimonio Neto ROE (Promedio 5 años)	4475%	31,9%	30,6%
Solvencia			
Ratio de Deuda Neta a EBITDA	0.2x	Negativo	0.3x
Ratio de Cobertura de intereses	5,5	2,1	6,3
Valuación			
P/E (P12M)	16,6x	28,3x	12,6x
P/B (U12M) ¹	-25,7x	10,6x	24,1x
EV/EBITDA (P12M)	12,7x	15,4x	7,7x
P/FCF (P12M)	13,0x	15,3x	9,6x
Rendimiento del Dividendo	0,9%	0%	0,6%
Retorno			
Retorno sobre Capital (U12M)	133,7%	33,8%	5,60%
Crecimiento en Facturación (U12M)	13,40%	10,26%	7,6%
Crecimiento Beneficio por Acción diluido (U12M)	-4,1%	-1,8%	9,6%
Mercado			
Capitalización de Mercado (en USD MM)	143.270	86.530	30.910
Beneficio por Acción (en USD)	6,62	4,04	9,80
Beneficio por Acción Diluido (en USD)	3,6%	2,80%	3,8%
Dividendos por Acción (en USD)	1,6	0	1,5

1. EL P/B de BKNG es negativo por las recompras agresivos de acciones que fue llevando a cabo la empresa en los últimos años, es decir, por los buenos motivos para el accionista.

CRITERIA Research

Gustavo Araujo

Head de Research

Guadalupe Birón

Estratega de Renta Fija

Federico Sibia

Estratega de Renta Fija

Alan Feldman

Estratega de Renta Variable

Fecha de Publicación: 29 de abril de 2026

contacto@criteria.com.ar | CRITERIA© 2026. Todos los derechos reservados.

AVISO LEGAL/DISCLAIMER: Este documento, y la información y estimaciones y alternativas en él expresadas contiene información general correspondiente a la fecha de emisión del informe que está sujeta a cambios sin previo aviso. CRITERIA no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. No ha sido emitido para entregar a clientes particulares. No se garantiza que la información que incluye sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación o solicitud para la compra o suscripción de valores u otros instrumentos, ni para decidir o modificar inversiones. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Los contenidos de este documento se basan en información disponible de manera pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por CRITERIA y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía, ni expresa ni implícita, respecto de su precisión o integridad. CRITERIA no asume responsabilidad de ningún tipo por cualquier resultado negativo consecuencia del uso de este documento o su contenido.