



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

**UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
MAESTRÍA EN ECONOMÍA APLICADA**

Valuación de Despegar.com, Corp.
Trabajo profesional

**Autor: Guadalupe Taín
Tutor: Hernán Ruffo
Fecha: Junio/2019**

Valuación de Despegar.com, Corp.

Trabajo profesional

RESUMEN

El objetivo de esta disertación es calcular el *fair value* de la Compañía Despegar.com, Corp. al 31 de diciembre de 2018, una empresa que brinda servicios de turismo y tecnología, y analizar si las acciones de la Compañía se encuentran subvalorada o sobre valorada. Los dos métodos utilizados son el Enfoque de ingresos y de mercado. Este último incluye tanto el Método de compañías comparables como el Método de transacciones similares. Los supuestos macroeconómicos y de negocios que se utilizaron fueron en función del estado actual y esperado de las economías en las que opera la empresa. Luego, se calcularon las sensibilidades de ciertos *drivers*. Al finalizar este análisis, se obtuvo un conjunto de valores. El *Enterprise Value* obtenido se encuentra entre USD'000 817,3 y USD'000 955,3.

PALABRAS CLAVE: Fair value; Enfoque de Ingresos; Enfoque de Mercado;
Sensibilidades; EBITDA Multiple vs. EBITDA Growth

CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. CONTEXTO.....	6
2.1. CONTEXTO ECONÓMICO.....	6
2.2. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA.....	12
3. COMPAÑÍA: DESPEGAR.COM, CORP.....	13
3.1. HISTORIA.....	13
3.2. ESTRUCTURA.....	14
3.3. ACTIVIDAD PRINCIPAL.....	15
3.4. LÍNEAS DE SERVICIO.....	16
3.5. CLIENTES Y PROVEEDORES.....	17
3.6. COMPETENCIA.....	18
3.7. DESEMPEÑO HISTÓRICO.....	19
4. VALUACIÓN DEL CAPITAL.....	21
4.1. METODOLOGÍA.....	21
4.1.1. ENFOQUE DE INGRESOS.....	21
4.1.2. ENFOQUE DE MERCADO.....	23
5. VALUACIÓN: DESPEGAR.COM, CORP.....	24
5.1. ENFOQUE DE INGRESOS.....	24
5.1.1. SUPUESTOS GENERALES.....	24
5.1.2. SUPUESTOS MACROECONÓMICOS.....	27
5.1.3. SUPUESTOS DEL NEGOCIO – <i>VALUE DRIVERS</i>	27
5.1.4. RESULTADOS DEL ENFOQUE DE INGRESOS.....	31
5.1.5. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	32

5.2. ENFOQUE DE MERCADO.....	33
5.2.1. METODOLOGÍA POR EMPRESAS COMPARABLES.....	33
5.2.2. METODOLOGÍA POR TRANSACCIONES COMPARABLES.....	34
5.2.3. RESULTADOS DEL ENFOQUE DE MERCADO.....	35
6. CONCLUSIÓN.....	37
7. REFERENCIAS.....	38
8. APÉNDICE.....	39
8.1. APÉNDICE I: WACC.....	39
8.2. APÉNDICE II: ESTADO DE RESULTADOS.....	41
8.3. APÉNDICE III: FLUJO DIRECTO.....	42
8.4. APÉNDICE IV: FLUJO INDIRECTO.....	42
8.5. APÉNDICE V: CAPITAL DE TRABAJO.....	42
8.6. APÉNDICE VI: BALANCE.....	43
8.7. APÉNDICE VII: AJUSTE DE COMPAÑÍAS COMPARABLES.....	44
8.8. APÉNDICE VIII: AJUSTE DE TRANSACCIONES SIMILARES.....	44

1. INTRODUCCIÓN

Despegar.com, Corp. (o “la Compañía” de acá en adelante) es una agencia de viajes en línea fundada en 1999 con sede en Argentina y presencia en 20 países. Es la agencia de viajes más grande de Latino América en cuanto a volumen. En septiembre 2017 realizó una oferta pública inicial (IPO) para debutar en Wall Street.

El objetivo de esta investigación es determinar un rango de precios para la Compañía donde se encontraría el valor justo de mercado de la Compañía. Con el fin de evaluar el precio dentro del cual se debería ofrecer al público y analizar si dicha acción está subvalorada o sobrevalorada. Esto se alcanzó a través de diferentes técnicas de valoración de finanzas corporativas estándar: Enfoque de ingresos y Enfoque de mercado (Damodaran On Valuation).

Según lo analizado por Aswath Damodaran, la valoración de la empresa desempeña un papel clave en la gestión de cartera, en el análisis de adquisiciones y en las finanzas corporativas.

Esta tesis tiene dos partes. La primera, que va desde el contexto macroeconómico hasta el retrato de la empresa, intenta describir todo el escenario que ayudará con los supuestos de valoración. La segunda, que va desde las proyecciones hasta la conclusión, está dedicada a llevar a cabo las diferentes técnicas de valoración con el fin de estimar finalmente el valor de la Compañía, siendo esta una sección más cualitativa.

2. CONTEXTO

2.1. CONTEXTO ECONÓMICO

La economía global ganó fuerza debido a una mejora en la confianza impulsada por la recuperación de la actividad industrial y el comercio global en 2017 y 2018. El crecimiento en los mercados emergentes y las economías en desarrollo revivió a medida que disminuyeron los obstáculos para el crecimiento de los exportadores de productos básicos y la actividad de los importadores de productos básicos continuó siendo robusta. Además, el crecimiento en las economías avanzadas se recuperó al aumentar la demanda externa y el gasto de capital.

Se espera que el crecimiento global para 2019 sea del 3,3% sobre los 3,6% que creció en el 2018. Las preocupaciones globales para las perspectivas de 2019 son: 1) guerras comerciales; 2) choques de liquidez inducidos por el banco central; 3) un aumento de la volatilidad de la macro desde los niveles históricos actuales; y 4) el impacto de la desaceleración de la economía China.

La tasa de la FED ha aumentado en cuatro oportunidades este año, llevándola a 2,5%. Este es el noveno aumento desde que la FED comenzó a elevar las tasas desde casi cero hace tres años. Esto ha generado una apreciación general del dólar americano en todo el mundo y diferentes monedas han sufrido este aumento de la tasa en diferentes medidas. De cara al futuro, si la FED de Estados Unidos aumenta las tasas más rápidamente de lo esperado, los mercados emergentes son vulnerables a las salidas repentinas de inversiones extranjeras.

Argentina

En diciembre de 2015, el gobierno del presidente Mauricio Macri asumió el cargo con la misión de liderar una transformación social, política y económica para lograr un crecimiento económico sostenible a largo plazo.

La competitividad constituye uno de los pilares fundamentales en la agenda del gobierno. Como primer paso para normalizar los desequilibrios económicos, el gobierno eliminó los controles cambiarios, realizó una revisión exhaustiva de los subsidios ineficientes y resolvió los saldos de impago de deuda, posicionando de nuevo al país en los mercados internacionales de capital.

Sin embargo, debido a factores locales e internacionales negativos, 2018 resultó un año muy difícil para el frente macroeconómico. El hecho de que la administración local no pudo reducir el déficit fiscal durante sus primeros tres años, así como el lento ritmo de todas las reformas fiscales y laborales necesarias, fueron hechos que no contribuyeron al crecimiento del PIB ni a las entradas de inversiones extranjeras. Dado los factores locales e internacionales desfavorables, como el aumento en las tasas de interés de Estados Unidos (que dieron lugar a peores condiciones financieras para los mercados emergentes), Argentina solicitó financiamiento externo al FMI acordando un programa de préstamos a tres años por \$ 57 mil millones basado en el compromiso de objetivo de déficit cero, emisión monetaria cero y no intervención en el mercado de cambios.

Los principales indicadores señalan en el 2019 una inflación del 40,3%, un crecimiento del PIB de -1,8%, pobreza 33,0%, riesgo país sobre 700 puntos, tasa de interés nominal de 60% y una depreciación del peso argentino de más del 50%.

Después de un año deprimente, se esperan algunas mejoras en 2019, como la reducción de la inflación, la estabilización del comportamiento del tipo de cambio y el cumplimiento de las metas fiscales.

La inflación ha sido una preocupación central para el gobierno nacional desde que asumió el cargo en 2015. Con niveles superiores al 34,0% en 2016, 32,9% en 2017, pero se observó un aumento significativo en el nivel de inflación durante 2018 (36,2% promedio). Las proyecciones anuales estiman una inflación de 40,30% promedio en 2019 y de 26,45% promedio en 2020 hasta alcanzar un nivel de 7,4% en 2023.

El peso argentino se depreció más del 50% en 2018 (de 20 ARS / USD a 40 ARS / USD a fines de 2018). Junto con un mercado internacional desfavorable, el déficit en cuenta corriente también ejerce presión sobre la depreciación del peso argentino.

Para los próximos años, esperamos un tipo de cambio nominal (al final del período) de 48 ARS / USD para 2019, 53 ARS / USD para 2020, 56 ARS / USD para 2021, 58 ARS / USD para 2022 y llegando a 60 ARS / USD en 2023 aproximadamente. Las estimaciones del período 2019-2023 consideran una tasa de devaluación más baja del peso frente a las tasas de inflación estimadas.

El consumo privado disminuyó considerablemente durante 2018, aunque se espera una recuperación en el período comprendido entre 2019 y 2022. La disminución del consumo privado se puede atribuir a varios factores: disminución de los salarios reales debido a los mayores niveles de precios y al mayor costo del dinero. Debido al aumento de las tasas de interés locales e internacionales, la reducción del transporte y los subsidios a la energía que han impactado directamente el ingreso disponible de los hogares.

El crecimiento del PIB real se ha revisado hasta el -1,2% para 2019 desde el 3,0% en una estimación realizada en octubre de 2017. Sin embargo, se espera que se recupere y converja a niveles de crecimiento similares a los proyectados en el pasado después de 2021.

Brasil

El evento más importante en América Latina probablemente fue el de Jair Bolsonaro que fue elegido como presidente de Brasil. El primer presidente verdaderamente derechista del país en 30 años destacó su compromiso con la responsabilidad fiscal. El ministro de Economía, Paulo Guedes, se autodenomina un "veterano de Chicago". Su plan para restablecer un crecimiento sostenido basado en tres pilares clave: aprobar la reforma de las pensiones, acelerar las privatizaciones y simplificar y reducir los impuestos.

Después de un gobierno populista liderado por Dilma Rousseff, en agosto de 2016, la cámara alta del Congreso votó para destituir a Rousseff del poder. El vicepresidente Michel Temer, del partido de centro derecha MDB, asumió la presidencia hasta fines de 2018. El principal desafío del gobierno de transición liderado por Temer fue reorientar las políticas macro y sacar a Brasil de una de sus peores recesiones.

La inflación para 2017 fue de 3,5% y terminó en 2018 un poco más alto con 3,7%. Se espera que el Banco Central mantenga las tasas en espera para 2019. La inflación proyectada para los próximos años es de 3,6% para el período 2019-2021.

El real brasileño sufrió una devaluación del 13% sobre su tipo de cambio nominal frente al dólar estadounidense en 2018, desde 3,32 al comienzo del año que

terminó en 3,75 BRL / USD. Las proyecciones para los próximos años indican una tasa de cambio estable entre 3,6 – 3,8 BRL / USD para el período 2019 -2021.

El mayor desafío para el recientemente asumido gobierno de Jair Bolsonaro es recuperar el crecimiento del PIB después de años de grandes desequilibrios fiscales y una débil generación de empleo.

Se espera una recuperación luego del plan económico anunciado por el gobierno electo. El plan mencionado muestra un escenario atractivo para las inversiones (impulsadas por tasas de interés reales más bajas) que tenderían a elevar los valores del mercado de valores, recuperar la confianza de las empresas y los inversores, generar empleo y, por lo tanto, fomentar el gasto del consumidor.

En este escenario, un crecimiento del PIB de 2,5% por año para el próximo período previsto (2019 -2021) se considera alcanzable por fuentes externas.

México

La tasa de crecimiento del PIB de México se mantuvo bien el año pasado, a pesar del intenso proceso de renegociación de Nafta y las elecciones presidenciales fundamentales, mostrando solo una modesta desaceleración de 2,1% a 2,3% en 2017. En el futuro, se espera una mayor calma, aunque un poco más débil en 2019 El crecimiento económico anual probablemente se paralizará en 2,0% este año, y en 2020 y 2021, reflejando bajos niveles de confianza empresarial, tasas de interés elevadas y, lo que es más importante, una desaceleración de la economía de los Estados Unidos.

Sostenemos que la USMCA tendrá una aprobación legislativa trilateral en 2019 y que la presidencia de Andrés Manuel López Obrador no pondrá en peligro la estabilidad financiera y económica de México.

La inflación disminuyó a 4,8% a fines de 2018 de 6,8% en el año anterior (el nivel más alto desde 2000).

La inflación subyacente disminuyó por debajo del límite superior del 4% de la meta de inflación de Banxico. En el futuro, se espera que la inflación general continúe con su tendencia a la baja, alcanzando 3,9% a fines de 2019 y 3,5% a fines de 2020, ayudada por una moneda estable (Peso mexicano) y precios del petróleo reducidos.

Banxico decidió aumentar la tasa de política en 25 pb en diciembre de 2018 a 8,25%, por lo que se espera que no haya necesidad de ajustar aún más la política en 2019 porque el peso mexicano es más fuerte de lo esperado, las expectativas de inflación están ancladas y el país está teniendo una brecha de producción negativa, principalmente impulsada por la disminución de la producción de petróleo.

La moneda era volátil en 2018, terminando el año alrededor de 20 pesos mexicanos por dólar. Para los próximos años, esperamos una apreciación suave del tipo de cambio nominal con valores por debajo de 20 MXN / USD.

El gasto del consumidor fue el principal motor del crecimiento. Fue bien apoyado por el crecimiento constante del empleo, la elevada confianza de los consumidores, el sólido crecimiento del crédito y el auge de las remesas.

Para el período 2019 - 2021, se espera que el crecimiento del PIB se mantenga en torno al 2,0%, una tasa un poco más baja que en años anteriores. Esto es impulsado por un alto grado de incertidumbre en la economía, de inversionistas relacionados con

el nuevo gobierno y a causa de un ritmo de crecimiento más lento en Estados Unidos, el principal socio comercial de México.

2.2. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El mercado de viajes en línea es un sector de gran crecimiento en América Latina. Las agencias de viajes en línea generan ingresos derivados del nivel de demanda de viajes. Esto es impulsado por una combinación de factores: (1) PIB, (2) salidas totales de vuelos, (3) penetración de internet, y (4) se espera que el crecimiento del mercado de reservas de viajes en línea y el alojamiento crezcan de manera constante para 2020 a una tasa promedio anual del 12,5%.

La penetración de Internet tiene un fuerte impacto en el rendimiento de la Compañía. Muchos países latinoamericanos han tenido tasas significativas de crecimiento de penetración últimamente. Sin embargo, existe un margen considerable para aumentar los niveles de penetración de Internet debido al hecho de que las tasas aún son bajas en comparación con otros países desarrollados como Estados Unidos.

El número de salidas totales por país es otra variable relevante que tiene un fuerte impacto en el rendimiento de la Compañía, especialmente para el segmento de negocios aéreos de Despegar. Se espera una tendencia al alza para el período 2019-2022. Esta tendencia positiva está relacionada con mejores expectativas macroeconómicas para cada país, así como con el hecho de que la población de los países latinoamericanos tiende a gastar niveles más altos de su presupuesto para viajar, influenciada por el hecho de que las altas tasas de inflación y la inestabilidad macroeconómica no ayudan a que la gente ahorre gran parte de sus ingresos a inversiones largas.

3. COMPAÑÍA: DESPEGAR.COM, CORP.

3.1. HISTORIA

Despegar.com, Corp es la compañía de viajes líder de la región. Tras el lanzamiento del sitio web Despegar en Argentina en 1999, ampliaron rápidamente su presencia en los siguientes años a Brasil, Chile, Colombia, México, Uruguay, Venezuela y los Estados Unidos. Su sólido historial de crecimiento en nuevos mercados y productos en los primeros años llevó a la inversión de Tiger Global Management en Despegar en 2007, fondo que respalda la Compañía.

Durante la primera década de operaciones, desarrollaron tecnología de vanguardia, crearon una marca líder y se expandieron a nuevos productos de viaje como, por ejemplo, en el 2009 lanzaron productos de hotel y experimentaron otra ola de crecimiento, expandiéndose a Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Puerto Rico. En 2012, lanzaron la aplicación móvil de viajes, que desde entonces se ha convertido en la aplicación de viajes en línea más descargada de América Latina. Durante ese año, también se avanzó con el lanzamiento de paquetes, autos de alquiler y productos de cruceros, que aumentaron su base de clientes a 2,7 millones.

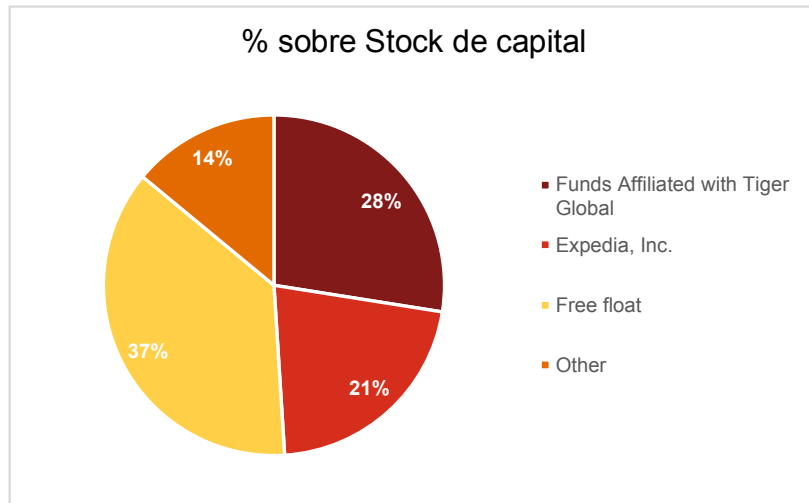
En los años subsiguientes continuaron ampliando su oferta de productos, en 2013 lanzaron servicios de destino y alquileres de vacaciones. En 2014, un programa de afiliación de viajes y seguro de viajes. En 2015, profundizaron su asociación estratégica con Expedia, lo que llevó a su inversión de capital en Despegar que combinada con su oferta existente, proporciona un acceso superior a los clientes regionales. En 2016, alcanzaron el 50% del tráfico móvil y lanzaron su negocio de

autobuses y productos de conserjería local como parte de los servicios de destino para en ese entonces sus 4 millones de clientes.

En 2017, culminaron su expansión a 20 mercados y un amplio conjunto de productos de viaje exitosamente con la salida a la bolsa de Nueva York en septiembre 2017.

3.2. ESTRUCTURA

Los accionistas de la Compañía son Funds Affiliated with Tiger Global, con un porcentaje sobre el stock del capital de 28%, y Expedia, Inc., con un porcentaje sobre el stock de capital del 21%; en conjunto formando el 49% del capital societario. 37% del capital societario cotiza en la bolsa (free float) y el 14% representando otros.



Fuente: Reporte Despegar para la relación con los inversionistas.

Despegar.com, Corp. opera a través de una serie de subsidiarias en América Latina y Estados Unidos mencionadas a continuación.

Name of the Subsidiary	Country of Incorporation
Despegar.com.ar S.A.	Argentina
Decolar.com LTDA.	Brazil
Despegar.com Chile SpA	Chile
Despegar Colombia S.A.S.	Colombia
DespegarEcuador S.A.	Ecuador
Despegar.com México S.A. de C.V.	Mexico
Despegar.com Peru S.A.C.	Peru
Despegar.com USA, Inc.	United States
Travel Reservations S.R.L.	Uruguay

Fuente: 20-F Form de Despegar.

Dicha valuación considera los ingresos y estructura de costos de todas las filiales, llegando así a un valor para el grupo en su totalidad.

3.3. ACTIVIDAD PRINCIPAL

La actividad principal de Despegar.com, Corp. es ofrecer viajes a través de una plataforma online donde la experiencia de viaje es rápida, fácil de buscar, y transparente.

La Compañía opera en 20 mercados y ofrece una amplia gama de productos de viaje en la región, que incluyen pasajes aéreos, reservas de hoteles, paquetes de viaje y otros productos de viaje para su base de 18 millones de clientes.

3.4. LINEAS DE SERVICIO

Ofrecen una amplia gama de viajes y productos relacionados con el viaje que satisfacen las necesidades de los latinoamericanos que viajan dentro de su país de origen, a otros países de la región de América Latina y fuera de América Latina.

Air

A través de dicho segmento, la Compañía ofrece boletos de avión, dirigidos principalmente a viajes de placer en América Latina. Este segmento incluye boletos de avión comprados de forma independiente, pero excluye los boletos de avión que están asegurados con otros productos de vuelos que no son de línea aérea.

Packages, Hotels and Other Travel Products

A través del segmento de paquetes, la Compañía ofrece a los visitantes la oportunidad de crear paquetes personalizados combinados dos o más productos de viaje, como boletos de avión y hoteles, boletos de avión y alquiler de autos o hoteles y alquileres de autos, y reservándolos en una sola transacción.

A través del segmento hoteles, la Compañía ofrece una plataforma donde los clientes pueden buscar, comparar y reservar hoteles a nivel mundial. Los clientes pueden realizar búsquedas en base al destino, las fechas y otros filtros. También se permite buscar dependiendo las comodidades que se desee o precios.

A través del segmento otros productos de viajes, la Compañía proporciona acceso a agencias de alquiler de autos, autobuses, cruceros, proveedores de servicios de destino, actividades, tours y seguros.

3.5. CLIENTES Y PROVEEDORES

Como ya ha sido mencionado, la Compañía posee una base de 18 millones de clientes incluyendo no solo clientes individuales, si no también minoristas y empresas.

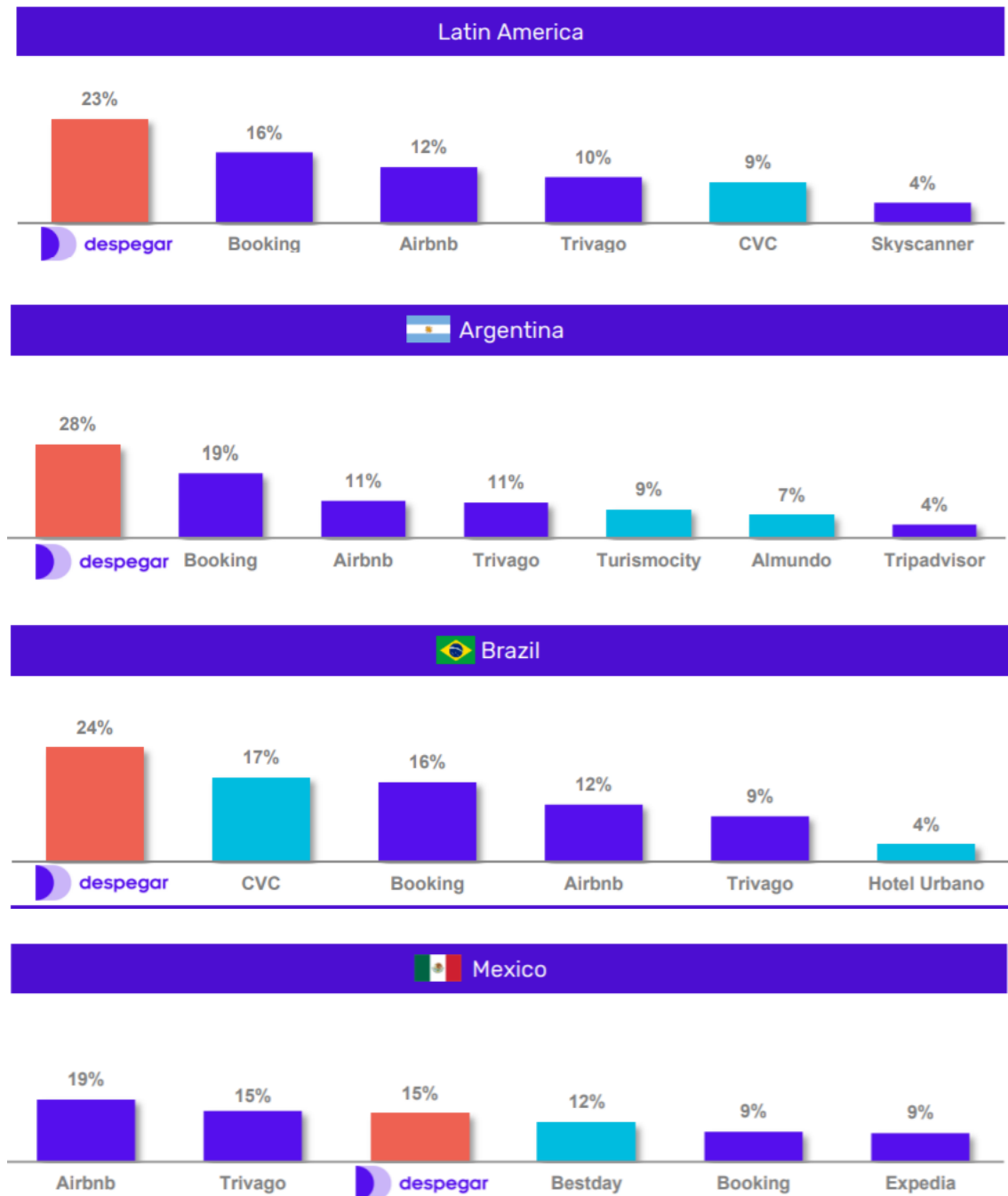
Despegar.com, Corp. posee una gran base de proveedores que incluyen aerolíneas, alquileres de autos, transporte de autobuses, hoteles, servicios de destino, líneas de crucero, actividades y socios bancarios. A continuación, se menciona las principales empresas de cada rubro.

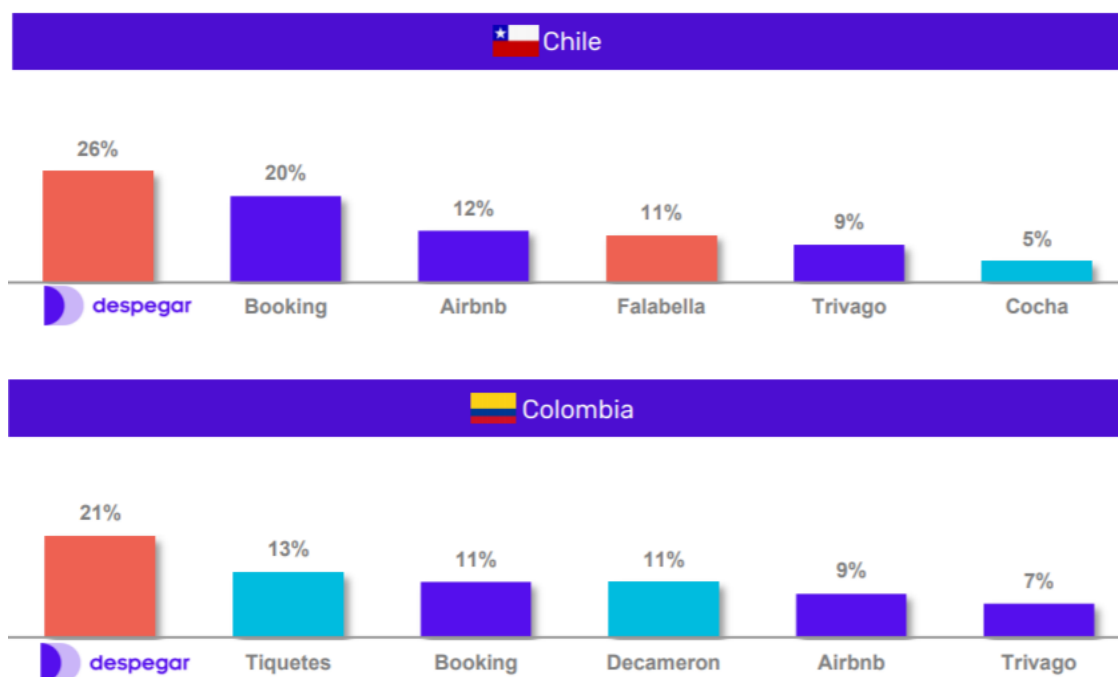
270+ Aerolíneas	Avianca LATAM Volaris GOL Aerolineas Argentinas Azul Interjet
1,190+ Alquileres de autos	Movida Localiza Unidas Hertz AVIS Alamo Budget
180+ Transporte de autobuses	Pullman Bus Flecha Bus Condor Estrella ANDESMAR
512K+ Hoteles (incluyendo alquileres de vacaciones)	Marriott Intercontinental W Hotels Hilton RIU Four Seasons
326+ Servicios de destino	Royal Caribbean International
6 Líneas de crucero	Carnival
5,690+ Actividades	Walt Disney World
Flexibilidad de pago a través de socios bancarios	Macro Galicia Santander Rio Bancolombia Bci Itaú

Fuente: Reporte de Despegar para la relación con inversores al 1Q 2019.

3.6. COMPETENCIA

Despegar tiene competencia a nivel global y a nivel regional, empresas que solo se encuentran en ciertos países, pero tienen un importante market share. A continuación, se observan los principales jugadores por país. Los jugadores globales siendo identificados en azul y los jugadores locales en verde.





Fuente: Reporte de Despegar para la relación con inversores al 1Q 2019.

3.7. DESEMPEÑO HISTÓRICO

La tabla siguiente muestra la información disponible histórica de la Compañía desde 2015 a 2018. Se observa en primer lugar los valores absolutos y luego, los ratios.

NÚMEROS	Unidades	2015	2016	2017	2018
AIR	USD'000	219.817	205.721	241.015	214.804
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	201.894	205.441	282.925	315.810
Ventas brutas	USD'000	421.711	411.162	523.940	530.614
AIR	USD'000	(246.725)	(184.148)	(188.985)	(194.286)
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	(224.201)	(186.838)	(258.642)	(285.227)
Costos/Gastos	USD'000	(470.926)	(370.986)	(447.626)	(479.513)
AIR	USD'000	(26.908)	21.573	52.031	20.518
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	(22.307)	18.603	24.284	30.583
EBITDA	USD'000	(49.215)	40.176	76.314	51.101
WK	USD'000	-	-	(108.517)	(36.751)
Var WK	USD'000	-	-	(108.517)	71.766

MÁRGENES	Unidades	2015	2016	2017	2018
Ingresos sobre Ingresos totales					
AIR	%	52,13%	50,03%	46,00%	40,48%
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	%	47,87%	49,97%	54,00%	59,52%
Costos/Gastos sobre Ingresos totales					
AIR	%	58,51%	44,79%	36,07%	36,62%
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	%	53,16%	45,44%	49,36%	53,75%
Operating income					
AIR	%	6,38%	-5,25%	-9,93%	-3,87%
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	%	5,29%	-4,52%	-4,63%	-5,76%
EBITDA / Ingresos totales	%	-11,67%	9,77%	14,57%	9,63%
WK/ Ingresos totales	%	0,00%	0,00%	-20,71%	-6,93%

Principalmente se puede analizar como de un EBITDA Margin en 2015 negativo la Compañía pasa a un EBITDA Margin en 2018 de 9,6% estabilizando el valor.

4. VALUACIÓN DEL CAPITAL

4.1 METODOLOGÍA

Para valorar la firma. Hay dos métodos diferentes que se van a utilizar: Enfoque de ingresos - Flujos de efectivo descontados (DCF) y Enfoque de mercado - Múltiplos. La explicación de cada método se describe a continuación utilizando Damodaran on Valuation (Damodaran, Segunda edición).

4.1.1 ENFOQUE DE INGRESOS

Este enfoque de la valoración "relaciona el valor de un activo con el valor presente de los flujos de efectivo futuros esperados en ese activo". Tiene su fundamento en la regla del valor presente.

Regla del Valor Presente:

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

n=Vida del activo

CF_t=Cash flow en el periodo t

r= Tasa de descuento que refleja el riesgo de los flujos de efectivo estimados.

Por lo tanto, para obtener el *Enterprise Value*, en primer lugar se proyectan los flujos de efectivo futuros para un período específico de tiempo. Estos son la suma de los flujos de efectivo para todos los titulares de reclamaciones, tales como accionistas, tenedores de bonos y accionistas preferentes.

Flujo de fondos de la Firma

$$= EBIT(1 - \text{impuesto}) + \text{Depreciaciones} - \text{CapEx} \\ - \Delta \text{Capital de Trabajo}$$

Esos flujos de efectivo se descuentan al costo promedio ponderado del capital (WACC). El WACC es el costo de los diferentes componentes de financiamiento utilizados por la empresa, ponderados por sus proporciones de valor de mercado. Se calcula considerando la fórmula a continuación:

$$WACC = k_e \frac{E}{V} + k_d \frac{D}{V} + k_{ps} \frac{PS}{V}$$

k_e =Costo del capital

k_d =Costo de la deuda después de impuestos

k_{ps} = Costo de las acciones preferentes

$V = E + D + PS$

$\frac{E}{V}$ = Valor de mercado proporción de capital en la combinación de fondos

$\frac{D}{V}$ = Valor de mercado proporción de la deuda en la combinación de fondos

$\frac{PS}{V}$ = Valor de mercado proporción de acciones preferentes en la combinación de fondos

Sin embargo, aunque los flujos de efectivo de la empresa se proyectan hasta el final del horizonte de proyección, esto no implica que la compañía deje de generar flujos de efectivo operativos pasado ese período. Entonces, se agrega un Valor Terminal a los flujos de efectivo al final del período de proyección, y también se descuenta al WACC. El Valor Terminal se calcula considerando la fórmula denominada *Gordon Growth Method*:

$$\frac{CF_n (1 + g)}{(wacc - g)}$$

g =Tasa de crecimiento

En consecuencia, el Valor del Patrimonio se calcula de la siguiente manera:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC)^n \cdot (WACC - g_n)}$$

Finalmente, la deuda neta se debe restar del *Enterprise Value* para obtener finalmente el *Equity Value*. Se entiende que el *Enterprise Value* es el activo operativo de una compañía independientemente de su estructura de capital.

$$\begin{aligned} & Enterprise\ Value \\ & + \text{Activos No Operativos} \\ & - \text{Pasivos No Operativos} \\ & = \text{Equity Value} \end{aligned}$$

4.1.2 ENFOQUE DE MERCADO

Este método clasificado como una valoración relativa "estima el valor de un activo al observar el precio de activos comparables en relación con una variable común, como las ganancias, los flujos de efectivo, el valor contable o las ventas". Sin embargo, estas relaciones por sí mismas no son útiles en absoluto, tienen que compararse con el valor obtenido para otras empresas similares dentro de la industria. Hay dos formas diferentes de valorar por múltiplos: método de compañías comparables y método de transacciones similares.

El Método de compañías comparables determina el *Enterprise Value* de una compañía al compararlo con empresas públicas comparables que operan negocios similares. El Método de transacciones similares determina el *Enterprise Value* de una compañía al compararlo con las transacciones de M&A de empresas públicas comparables que comparten negocios similares. Los múltiplos utilizados son EV / EBITDA y EV / Ingresos.

5. VALUACIÓN: DESPEGAR.COM, CORP.

5.1. ENFOQUE DE INGRESOS

5.1.1 SUPUESTOS GENERALES

Fecha de valuación: La fecha de valuación es al 31 de diciembre de 2018. Los años fiscales de la Compañía cierran en diciembre y los números auditados fueron utilizados como la base de la proyección.

Horizonte de proyección: El horizonte de proyección es de 10 años, desde el 2019 hasta el 2028. Se proyectó anualmente.

Moneda: La moneda de las proyecciones fue en dólares americanos dado que los números auditados son consolidados y no se contó con la apertura por región.

Valor terminal: A pesar de que el flujo de fondos se proyecta por 10 años, la Compañía continuará con el negocio pasado ese período. Por esta razón, se estimó también un valor terminal. El crecimiento a perpetuidad utilizado fue del 2,03% que es la inflación implícita de Estados Unidos, calculada utilizando la Tasa libre de riesgo Nominal y la Tasa libre de riesgo Real. Si el crecimiento a perpetuidad fuera menor a la inflación, la compañía perdería valor; y si este fuese mayor al crecimiento del PBI de la economía, la compañía se comería el mercado en el cual opera.

Tasa de descuento: El flujo de fondos proyectado fue descontado utilizando una tasa de descuento en USD Nominales *after tax* de 13,62%. Al ser un flujo de fondos consolidado que incluye todas las regiones donde opera la Compañía, se estimó una tasa de descuento en USD Nominales *after tax* para cada uno de los principales países (Argentina – 16,2%, Brasil – 13,1%, Uruguay – 12,2% y México – 13,1%) y luego

se calculó la tasa de descuento en USD Nominales *after tax* ponderada según la apertura de ingresos (Argentina – 25,4%, Brasil – 29,4%, Uruguay – 27,3% y Otros países donde predomina México – 17,9%).

Para calcular la tasa de descuento por país se deriva como sigue:

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

Donde:
WACC = Costo promedio ponderado del Capital
K_e = Costo de Capital
K_d = Costo de la Deuda
E = Valor del capital de los accionistas
D = Deuda Financiera
t = Tasa de Impuesto a las ganancias

Para estimar el Costo del capital se aplicó la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + R_p + \beta_i * (R_m - R_f) + S_p + R_e$$

Donde:
K_e = Costo del Capital
R_f = Tasa libre de riesgo
R_p = Prima de Riesgo País (country risk premium)
Beta = Riesgo sistémico del activo en cuestión .
(R_m - R_f) = Prima de riesgo de mercado.
S_p = Prima por tamaño de la Compañía

El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se considera que es la mejor estimación de una tasa libre de riesgo. Se ha considerado el rendimiento de un bono nominal del Tesoro de Estados Unidos con una duración de 10 años. El bono no ajusta su capital a través de un índice de precios, por lo tanto, su rendimiento se expresa en términos nominales. La tasa libre de riesgo nominal considerada fue del 2,96%.

La prima por riesgo país mide, entre otras cosas, el riesgo de devaluación, el riesgo de confiscación y el riesgo asociado a cambios en las leyes que regulan la actividad económica. La prima por riesgo país fue calculada para cada país utilizando el promedio de los últimos 9 meses del EMBI+ calculado por el JP Morgan. La prima por riesgo país para Argentina considerada fue de 5,98%, para Brasil fue de 2,78%, para Uruguay fue de 1,82% y para México fue de 2,83%.

La Beta es una medida de volatilidad del retorno de una acción respecto al retorno del portafolio de mercado. Se utiliza una muestra de compañías comparables para establecer un parámetro razonable de estimación de Beta y estructura de capital para evaluar la tasa de descuento. Se consideró la Beta desapalancada para eliminar los efectos que podrían tener diferentes estructuras de financiamientos en el perfil de riesgo de las empresas subyacentes. La Beta desapalancada fue obtenida de Damodaran y la industria considerada fue *E-Commerce*. La Beta considerada fue del 1,09. Luego fue apalancada utilizando la estructura de capital de la misma industria. Dato obtenido también de Damodaran. La estructura de capital considerado fue 94,1% Capital y 5,9% Deuda. La Beta apalancada calculada fue de 1,14.

La prima de riesgo de mercado es la diferencia entre la tasa de retorno del portafolio de mercado y la tasa libre de riesgo, que representa la prima que el inversionista espera recibir en compensación por el riesgo de mercado que asume. La prima de riesgo de mercado de capital considerada en la tasa de descuento fue del 5,50% utilizando el análisis Equity Market Risk Premium – Research Summary realizado por KPMG Holanda.

La prima de riesgo por tamaño asume que la compañía bajo análisis debería ser más riesgosa que las compañías que cotizan, ya que por su menor tamaño puede ser más dificultoso negociar con clientes, proveedores, acreedores, etc. En el caso de Despegar se consideró una prima del 1,6% tomando como base de información el análisis de 2018 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost por Capital realizado por Duff & Phelps, L.L.C.

En la estimación del costo de la deuda, al calcular la tasa de descuento, el objetivo era llegar a una estimación global de la media ponderada del costo de la

deuda financiera de la compañía, como si estuvieran refinanciando todas sus deudas en la fecha de la valuación, siendo consistentes con la hipótesis utilizada en el cálculo del Costo promedio ponderado del capital. Se ha estimado un costo de la deuda después de impuestos considerando la prima por riesgo país y la alícuota de impuestos del país en cuestión. Para Argentina se consideró un 6,1%, para Brasil un 4,1%, para Uruguay un 3,9% y para México un 4,3%.

Aclaración, el cálculo de las tasas de descuento se encuentra en el apéndice.

5.1.2. SUPUESTOS MACROECONÓMICOS

La tabla a continuación muestra las premisas macroeconómicas utilizadas para proyectar.

Premisas - Macroeconómicas	Unidades	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
CPi-ARG-EOP	%	26.90%	41.00%	24.80%	47.60%	33.00%	19.90%	12.70%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%
CPi-ARG-Air	%	11.90%	33.85%	32.90%	36.20%	40.30%	26.45%	16.30%	10.05%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%
CPi-US-EOP	%	0.50%	2.10%	2.10%	2.40%	2.20%	1.40%	2.20%	2.10%	1.80%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%
CPi-US-Air	%	0.10%	1.30%	2.10%	2.25%	2.30%	1.80%	1.80%	2.15%	1.95%	1.92%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%

Fuente: The Economist Intelligence Unit.

5.1.3 SUPUESTOS DEL NEGOCIO – VALUE DRIVERS

Ingresos: Lo ingresos fueron proyectados considerando las dos líneas de negocios que tiene la Compañía, productos *Air* y productos *Packages, hotels and other travel products*. Se utilizó un esquema de Precio x Cantidad para ambos. Las

transacciones por período fueron proyectadas correlacionadas con las fluctuaciones del tipo de cambio y las tarifas promedio ajustadas por la inflación americana.

Costos de Operaciones y servicios al cliente: Los costos de operaciones y servicios al cliente incluyen (1) tarifas de procesamiento de tarjetas de crédito, (2) tarifas que pagan a los bancos que se relaciona con los planes de cuotas de financiamiento al cliente que ofrece la Compañía, (3) los costos de operación de su centro de gestión de pagos, servicio al cliente y gestión de riesgos, (4) costos asumidos por la Compañía como resultado de las devoluciones de cargo de tarjetas de crédito, incluidas las relacionadas con el fraude, (5) reclamos contra la Compañía según las leyes de protección al consumidor, (6) ciertos impuestos basados en transacciones, y (7) una parte de los gastos generales distribuidos en función del porcentaje de sus empleados en el costo de los ingresos.

Para proyectar se separó el costo de personal y el resto de los ítems. El costo de personal fue estimado utilizando un esquema de Precio x Cantidad. La dotación de personal por período fue proyectada correlacionada con el volumen de transacciones de cada período y el salario ajustado por la inflación americana. Los costos relacionados al resto de los ítems fueron proyectados como un porcentaje sobre ingresos totales (31,8%) considerando el promedio de los últimos 4 años. Vale mencionar con respecto al punto (6), que al no contar con la apertura de costos no se pudo proyectar los impuestos por separado.

Gastos de Venta y Marketing: Los gastos de venta y marketing incluyen los costos directos incluyendo el marketing en línea, como el motor de búsqueda, el marketing en redes sociales y el marketing fuera de línea, como la televisión y la publicidad impresa. También incluye los gastos del personal de ventas y marketing.

Para proyectar se separó el gasto de personal y los gastos de marketing. El gasto de personal fue estimado utilizando un esquema Precio x Cantidad. La dotación de personal por período fue proyectada correlacionada con el volumen de transacciones de cada período y el salario ajustado por la inflación americana. Los gastos de marketing fueron proyectados como porcentaje sobre ventas (33,6%) considerando el promedio de los últimos 4 años.

Gastos Generales y Administrativos: Los gastos generales y administrativos consisten principalmente de los gastos de personal para la gerencia y empleados involucrados en funciones corporativas generales como el área contable, financiera, fiscal, legal, de recursos humanos y analistas comerciales. También incluye gastos por alquileres e instalaciones.

Para proyectar se separó el gasto de personal y los generales y administrativos. El gasto de personal fue estimado utilizando un esquema Precio x Cantidad. La dotación de personal por período fue proyectada correlacionada con el volumen de transacciones de cada período y el salario ajustado por la inflación americana. Los gastos generales y administrativos fueron ajustados por la inflación americana.

Tecnología y contenido: Los gastos de tecnología y desarrollo de productos incluyen los gastos de desarrollo de las plataformas, así como los gastos de tecnología de la información para respaldar la infraestructura de la Compañía, operaciones administrativas y el monitoreo, y la seguridad general de las redes. Este gasto es en su totalidad gasto en personal.

Para proyectar el gasto de personal se utilizó un esquema Precio x Cantidad. La dotación de personal por período fue proyectada correlacionada con el volumen de transacciones de cada período y el salario ajustado por inflación americana.

Margen por unidad de negocio: Se contó con la apertura de ingreso, costos y gastos por unidad de negocio, y esto permitió proyectar separando por producto *Air* y producto *Packages, hotels and other travel products*. A continuación, se presenta una tabla con la información histórica y proyectada de ingresos, costos, gastos y márgenes según producto.

NÚMEROS	Unidades	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
AIR	USD'000	219.817	205.721	241.015	214.804	222.381	241.837	283.118	332.586	389.933	457.017	536.256	629.234	738.333	866.348
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	201.894	205.441	282.925	315.810	326.951	355.554	416.248	488.976	573.288	671.918	788.417	925.115	1.085.515	1.273.725
Ventas brutas	USD'000	421.711	411.162	523.940	530.614	549.332	597.391	699.366	821.563	963.221	1.128.935	1.324.673	1.554.350	1.823.848	2.140.073
AIR	USD'000	(246.725)	(184.148)	(188.985)	(194.286)	(200.745)	(217.919)	(254.249)	(297.785)	(348.226)	(407.213)	(476.877)	(558.599)	(654.472)	(766.947)
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	(224.201)	(186.838)	(258.642)	(285.227)	(295.947)	(321.271)	(374.842)	(438.039)	(513.418)	(600.400)	(703.124)	(823.631)	(965.003)	(1.130.858)
Costos/Gastos	USD'000	(470.926)	(370.986)	(447.626)	(479.513)	(496.692)	(539.190)	(629.091)	(736.825)	(861.645)	(1.007.613)	(1.180.001)	(1.382.230)	(1.619.475)	(1.897.805)
AIR	USD'000	(26.908)	21.573	52.031	20.518	21.637	23.916	28.870	34.801	41.706	49.804	59.380	70.635	83.861	99.401
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	(22.307)	18.603	24.284	30.583	31.003	34.283	41.405	49.937	59.870	71.518	85.293	101.484	120.512	142.867
EBITDA	USD'000	(49.215)	40.176	76.314	51.101	52.640	58.201	70.275	84.738	101.576	121.321	144.673	172.119	204.373	242.268

Amortizaciones: Las amortizaciones fueron estimadas utilizando la tasa por la cual amortizó la Compañía sobre ventas promedio para los últimos 4 años. La tasa implícita considerada fue de 1,11%.

Impuesto a las Ganancias: Se consideró una alícuota ponderada por región promedio de los últimos 4 años de 7,3%. Las alícuotas efectivas para la Argentina es de 34,75%, Brasil de 34,00%, Uruguay de 25,00% y México de 30,00%.

Capital de Trabajo: Los conceptos incluidos en el Capital de Trabajo fueron Créditos por ventas, Créditos por partes relacionadas, Cuentas a pagar, Remuneraciones y cargas sociales, y Cargas fiscales. Estos cobros/pagos se proyectaron utilizando los días promedio de los últimos 2 años de cobro ventas (126 días), pago sueldos (30 días), pago gastos (201 días) y pago impuestos (30 días).

CapEx: Fue estimado asumiendo que equivalen a las amortizaciones de cada período, representando principalmente equipo de tecnología.

5.1.4 RESULTADOS DEL ENFOQUE DE INGRESOS

Siguiendo la metodología explicada anteriormente y considerando los criterios macroeconómicos y del negocio utilizados para valuar se presenta a continuación los resultados de la valuación por medio del Enfoque de Ingresos.

Estado de la Valuación	Unidades	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
WACC (at) Nominal en USD	13,62%										
Tasa de crecimiento p/perpetuidad (g) USD	2,03%										
Período de descuento		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
Factor de descuento		1,07	1,21	1,38	1,56	1,78	2,02	2,29	2,61	2,96	3,36
Flujo de fondos operativo	USD'000	(70.568)	46.453	54.899	66.447	79.971	95.812	114.514	136.529	162.405	192.812
Valor terminal normalizado	USD'000										204.147
Valor terminal	USD'000										1.761.229
Flujo de fondos operativo Descontado	USD'000	(66.203)	38.354	39.893	42.495	45.012	47.462	49.925	52.386	54.843	57.304
Valor terminal Descontado	USD'000										523.443
Valor Actual flujo de fondos explícito	USD'000										361.471
Valor Actual Valor Terminal	USD'000										523.443
Total Enterprise value al 31.12.2018	USD'000										884.914
Activos No Operativos	USD'000										352.189
Pasivos no operativos	USD'000										(519.027)
Total Equity value al 31.12.2018	USD'000										718.076

Del resultado del flujo de fondos descontado se puede calcular los múltiplos implícitos de la Compañía que se muestran a continuación.

Múltiplos implícitos	
EV/EBITDA	17,32
EV/Revenues	1,67

Adicionalmente, se puede calcular el precio por acción y comparar con el precio de la acción a la fecha. Como se muestra a continuación, Despegar.com, Corp. estaría cotizando por arriba de lo que realmente vale, es decir estaría sobre valorada.

Precio por acción	
Análisis	Capital IQ
10,61	12,00

Aclaración: El flujo de fondos se encuentra en el apéndice.

5.1.5 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Se realizó un análisis de sensibilidad de acuerdo a las premisas principales que afectan el *Enterprise Value*.

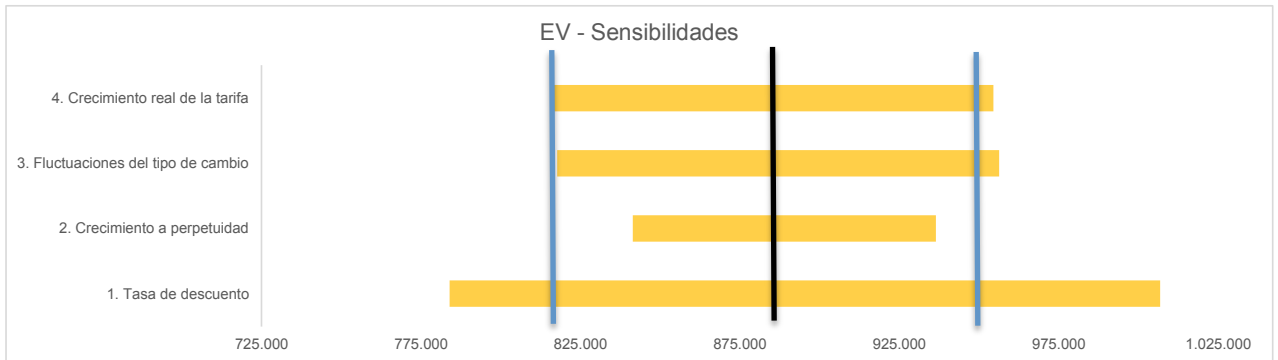
- Tasa de descuento: +/- 1,0% sobre la tasa de descuento estimada.
- Crecimiento a perpetuidad: +/- 1,0% sobre el crecimiento a perpetuidad utilizado para el valor terminal.
- Correlación del total de las transacciones de los clientes con las fluctuaciones de los tipos de cambio: * +/- 1,5% sobre la variación utilizada.
- Crecimiento real de las tarifas promedio cobradas por transacción: +/- 0,25% de crecimiento real.

A continuación, se observa el impacto de cada una de las variables sobre el *Enterprise Value*.

WACC- Crecimiento a perpetuidad						
		WACC				
		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%
	884.914					
	-1,00%	951.101	893.802	841.521	793.668	749.736
	-0,50%	977.792	917.319	862.321	812.127	766.171
g	0,00%	1.007.004	942.957	884.914	832.112	783.911
	0,50%	1.039.110	971.016	909.545	853.822	803.118
	1,00%	1.074.564	1.001.855	936.501	877.489	823.982

Fluctuaciones del tipo de cambio - Crecimiento real de la tarifa						
		Fluctuaciones				
	884.914	-1,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	1,50%
Crecimiento real	-0,25%	754.365	774.691	816.657	860.434	883.025
	0,00%	817.878	839.750	884.914	932.036	956.356
	0,25%	882.665	906.116	954.546	1.005.084	1.031.170

Del análisis efectuado se observa un rango de valor para el *Enterprise Value* de la Compañía entre USD'000 817,3 y USD'000 955,5.



Aclaración: Se observa el Enterprise Value calculado a través del DCF y los valores mínimo y máximo calculado a través de las sensibilidades.

5.2. ENFOQUE DE MERCADO

5.2.1. METODOLOGÍA POR EMPRESAS COMPARABLES

A continuación, se observa el análisis de empresas comparables. Se hizo una búsqueda considerando la industria *Internet and Direct Marketing Retail*, luego se eliminaron los *outliers* y se ajustaron los múltiplos por la alícuota de impuestos y la prima de riesgo por país.

Industria Internet and Direct Marketing Retail

Outliers

Compañías	País	EV/Sales	EV/EBITDA	Ratio de ajuste por Impuesto	EV/Sales Ajustado x Impuesto	EV/EBITDA Ajustado x Impuesto	Ratio de ajuste por Prima de riesgo país	EV/Sales Ajustado x impuesto y riesgo país	EV/EBITDA Ajustado x impuesto y riesgo país
USA									
Expedia Group, Inc.	USA	1,80	15,72	129%	1,40	12,21	6%	1,29	7,06
Booking Holdings Inc.	USA	6,26	15,71	129%	4,86	12,21	6%	3,77	7,06
Airbnb	USA	NA	NA						
TripAdvisor, Inc.	USA	4,39	35,54	129%	3,41	27,61	6%	2,83	10,42
Travelzoo	USA	0,88	12,61	129%	0,68	9,80	6%	0,66	6,18
Shutterstock, Inc.	USA	1,80	14,92	129%	1,40	11,59	6%	1,29	6,85
DHI Group, Inc.	USA	-	-						
ANGI Homeservices Inc.	USA	-	-						
Zillow Group, Inc.	USA	-	-						
EUROPE									
Trivago N.V.	Germany	NA	NA						
lastminute.com N.V.	Netherlands	NA	NA						
On the Beach Group plc	UK	5,14	17,38	183%	2,81	9,50	6%	2,41	6,06
Skyscanner	UK	NA	NA						
LATAM									
MercadoLibre, Inc.	ARG	NA	NA						
Almundo	ARG	NA	NA						
Turismooty	ARG	NA	NA						
CVC	BRZ	6,81	16,30	102%	6,66	15,95	3%	5,49	10,56
Bestday	MEX	NA	NA						
Tiquetes	COL	NA	NA						
MEDIANA									
USA		1,34	13,77					1,29	7,06
EUROPE		5,14	17,38					2,41	6,06
LATAM		6,81	16,30					5,49	10,56
USA+LATAM		1,80	14,92					2,06	7,06

Fuente: Capital IQ.

5.2.2 METODOLOGÍA POR TRANSACCIONES COMPARABLES

A continuación, se observa el análisis de transacciones similares. Se hizo una búsqueda considerando la industria *Internet and Direct Marketing Retail*, luego se eliminaron los *outliers* y se ajustaron los múltiplos por la alícuota de impuestos y la prima de riesgo por país.

Industria Internet and Direct Marketing Retail

Outliers

Target de transacciones	País	EV/Sales	EV/EBITDA	Ratio de ajuste por Impuesto	EV/Sales Ajustado x Impuesto	EV/EBITDA Ajustado x Impuesto	Ratio de ajuste por Prima de riesgo país	EV/Sales Ajustado x impuesto y riesgo país	EV/EBITDA Ajustado x impuesto y riesgo país
Free Flow, Inc.	USA	-	-						
Altaba Inc.	USA	-	-						
Real Matters Inc.	USA	-	-						
Alibaba Group Holding Limited	USA	32,9	7,28	129%	25,56	5,66	6%	10,09	4,22
artnet AG	USA	20,6	1,05	129%	16,01	0,82	6%	8,16	0,78
eBay Inc.	USA	12,1	3,43	129%	9,40	2,67	6%	6,01	2,30
MEDIANA		20,60	3,43					8,16	2,30

Fuente: Capital IQ.

5.2.3 RESULTADOS DEL ENFOQUE DE MERCADO

Del análisis efectuado, obtenemos los siguientes múltiplos. Vale agregar, que los múltiplos de las Compañías comparables utilizados fueron los de USA+LATAM.

Múltiplos ajustados - Compañías comparables:

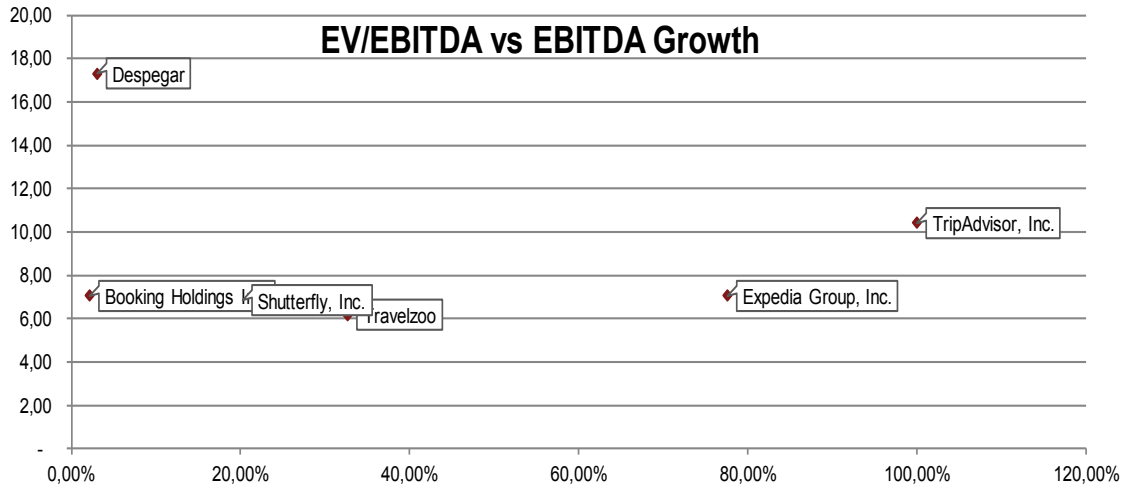
EV/Sales	2,06
EV/EBITDA	7,06

Múltiplos ajustados - Transacciones similares:

EV/Sales	8,16
EV/EBITDA	2,30

Como se puede observar, los múltiplos por transacciones no son realmente representativos de la industria por lo cual no se considerarán para la conclusión final.

Con respecto a los múltiplos por empresas comparables, se hizo un análisis aún más extenso que se muestra en el siguiente gráfico. Se comparó el múltiplo EV/EBITDA y el crecimiento del EBITDA proyectado para el 2019 de Despegar.com,Corp. y las compañías comparables.



Fuente: Info de Despegar del trabajo en cuestión comparada con información de Capital IQ.

Se concluye que Expedia Group, Inc. y TripAdvisor, Inc. poseen un múltiplo bajo, en otras palabras están baratas, y se estima que experimentarán un alto crecimiento por lo cual serían las dos únicas compañías de la industria que sería lógico comprar. Sin embargo, Despegar.com, Corp. se encuentra con un múltiplo alto y se estima que experimentará un bajo crecimiento por lo cual no sería conveniente comprarla.

6. CONCLUSIÓN

En conclusión, del análisis efectuado por el enfoque de ingresos y el enfoque de mercado no convendría comprar acciones de Despegar.com, Corp. Por un lado, a través del Enfoque de Ingresos se obtuvo un *Enterprise Value* de USD'000 884,9 y a través de las sensibilidades se calculó un rango de valor para el *Enterprise Value* de USD'000 817,3 y USD'000 955,3. Pero calculando el precio por acción según este análisis observamos que las acciones de la Compañía cotizan por arriba del valor justo de mercado. Por el otro lado, a través del Enfoque de Mercado observamos que la relación precio / crecimiento de la Compañía no es conveniente. Despegar se encuentra en el cuadrante de compañías donde el EV/EBITDA es muy alto y el EBITDA Growth es muy bajo.

Vale agregar, que una limitación que contiene el modelo de proyecciones es que se considera que los efectos del contexto macroeconómico por país impactan la operación del negocio de la misma manera que lo afectan en el año base. Como no se contó con información de gestión no se pudo proyectar diferenciando las operaciones del negocio por los distintos países.

Adicionalmente, a raíz del punto anterior, el modelo de proyecciones contiene una segunda limitación. En 2007 la compañía cuenta con un EBITDA de USD'000 76,3 pero gracias a la fuerte devaluación que sufrió la región, en 2008 la compañía cuenta con un EBITDA de USD'000 50,1 y esta última fue la base considerada para proyectar. En dicha industria, por lo general, el ticket promedio recupera a los 4/5 años. Este modelo de proyecciones no contempla esta recuperación ya que se realizó un modelo conservador. Este poco crecimiento es donde se diferencia el modelo de la perspectiva a expandirse que mira el mercado.

7. REFERENCIAS

Libros:

- Aswarth Damodaran. *“Damodaran On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance”*. John Wiley & Sons Inc. Second Edition.
- Roger G. Ibbotson. *“2018 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital”*. Duff & Phelps.

Papers:

- Groenendijk, Marcel; Engelbrecht, Hernan; Van Baardwijk, Richard. *“Equity Market Risk Premium – Research Summary”*. KPMG Holanda. 31 December 2018.

Páginas de Internet:

- Despegar.com, Corp: www.despegar.com.ar
- Federal Reserve: www.federalreserve.gov
- Ámbito Financiero: www.ambito.com
- NYU Stern: www.stern.nyu.edu for Damodaran’s NYU Valuation Spreadshits.
- Capital IQ: www.capitaliq.com
- Bloomberg: www.bloomberg.com
- Economist Intelligence Unit: www.eiu.com
- Oxford Economics: www.oxfordeconomics.com
- Fondo Monetario Internacional: www.imf.org
- PwC Tax Summaries: www.taxsummaries.pwc.com

8. APÉNDICE

8.1 APÉNDICE I: WACC

Países	% de ventas	WACC
Argentina	25,4%	16,18%
Brasil	29,4%	13,06%
Uruguay	27,3%	12,17%
México	17,9%	13,14%

WACC Compañía	13,62%
----------------------	---------------

Explicaciones

Tasa libre de riesgo	Fuente: Federal reserve. Promedio del rendimiento del bono del tesoro americano a 10 años de los últimos 9 meses.
Prima de riesgo país	Fuente: EMBI+ del JP Morgan. Promedio de los últimos 9 meses
Beta desapalancada	Fuente: Damodaran. Industria utilizada fue e-commerce.
Prima de riesgo por mercado	Fuente: Equity Market Risk Premium - Research Summary - KPMG Holanda
Prima por tamaño	Fuente: 2018 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital - Ibbotson. Se utilizó la prima por "Medium cap"
Rendimiento de bonos	Fuente: Bloomberg. Yield de un bono emitido por Expedia (accionista de Despegar y compañía principal de dicha industria en el mercado americano). Cupon 4,5%. Vencimiento 15/08/2024. Valor de mercado 105.
Tasa de impuesto	Fuente: Worldwide PwC's Tax Summaries
Estructura de capital	Fuente: Damodaran. Industria utilizada fue e-commerce.

Cálculo de la tasa para ARGENTINA

Tasa libre de riesgo	3,0%
Prima de riesgo país	6,0%
Base	8,9%

Beta desapalancada	1,09
Beta apalancada	1,13

Prima de riesgo por mercado	5,5%
-----------------------------	------

Prima por tamaño	1,6%
------------------	------

Costo de capital	16,8%
-------------------------	--------------

Rendimiento de bonos	3,4%
Prima de riesgo país	6,0%
Tasa de impuesto	34,8%

Costo de deuda	6,1%
-----------------------	-------------

Capital %	94,1%
Deuda %	5,9%

WACC USD Nominales (at)	16,2%
--------------------------------	--------------

Cálculo de la tasa para URUGUAY

Tasa libre de riesgo	3,0%
Prima de riesgo país	1,8%
Base	4,8%

Beta desapalancada	1,09
Beta apalancada	1,14

Prima de riesgo por mercado	5,5%
-----------------------------	------

Prima por tamaño	1,6%
------------------	------

Costo de capital	12,7%
-------------------------	--------------

Rendimiento de bonos	3,4%
Prima de riesgo país	1,8%
Tasa de impuesto	25,0%

Costo de deuda	3,9%
-----------------------	-------------

Capital %	94,1%
Deuda %	5,9%

WACC USD Nominales (at)	12,2%
--------------------------------	--------------

Cálculo de la tasa para BRASIL

Tasa libre de riesgo	3,0%
Prima de riesgo país	2,8%
Base	5,7%

Beta desapalancada	1,09
Beta apalancada	1,14

Prima de riesgo por mercado	5,5%
-----------------------------	------

Prima por tamaño	1,6%
------------------	------

Costo de capital	13,6%
-------------------------	--------------

Rendimiento de bonos	3,4%
Prima de riesgo país	2,8%
Tasa de impuesto	34,0%

Costo de deuda	4,1%
-----------------------	-------------

Capital %	94,1%
Deuda %	5,9%

WACC USD Nominales (at)	13,1%
--------------------------------	--------------

Cálculo de la tasa para MÉXICO

Tasa libre de riesgo	3,0%
Prima de riesgo país	2,8%
Base	5,8%

Beta desapalancada	1,09
Beta apalancada	1,14

Prima de riesgo por mercado	5,5%
-----------------------------	------

Prima por tamaño	1,6%
------------------	------

Costo de capital	13,7%
-------------------------	--------------

Rendimiento de bonos	3,4%
Prima de riesgo país	2,8%
Tasa de impuesto	30,0%

Costo de deuda	4,3%
-----------------------	-------------

Capital %	94,1%
Deuda %	5,9%

WACC USD Nominales (at)	13,1%
--------------------------------	--------------

8.2 APÉNDICE II: ESTADO DE RESULTADOS

Estado de Resultados		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
AIR	USD'000	219.817	206.721	241.015	214.804	222.381	241.837	283.118	332.586	389.933	457.017	536.256	629.234	738.333	866.348
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	201.894	206.441	282.925	315.810	326.951	355.554	416.248	488.976	573.288	671.918	788.417	925.115	1.085.515	1.273.725
Ventas brutas	USD'000	421.711	411.162	523.940	530.614	549.332	597.391	699.366	821.563	963.221	1.128.935	1.324.673	1.554.350	1.823.848	2.140.073
Cost of Revenue	USD'000	(154.213)	(126.675)	(142.479)	(172.110)	(174.423)	(189.683)	(222.061)	(260.861)	(305.840)	(358.457)	(420.608)	(493.534)	(579.105)	(679.512)
AIR	USD'000	(80.754)	(62.885)	(60.278)	(69.914)	(70.810)	(76.788)	(88.895)	(105.602)	(123.811)	(145.111)	(170.271)	(199.793)	(234.434)	(275.081)
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	(73.459)	(63.790)	(82.201)	(102.196)	(103.613)	(112.895)	(132.166)	(155.259)	(182.029)	(213.346)	(250.337)	(293.741)	(344.671)	(404.431)
<i>Cost of Revenue / Ventas brutas</i>	%	-36,57%	-30,81%	-27,19%	-32,44%	-31,75%	-31,75%	-31,75%	-31,75%	-31,75%	-31,75%	-31,75%	-31,75%	-31,75%	-31,75%
Selling and Marketing	USD'000	(170.149)	(121.466)	(166.288)	(174.357)	(184.695)	(200.853)	(235.139)	(276.224)	(323.851)	(379.567)	(445.378)	(522.599)	(613.209)	(719.529)
AIR	USD'000	(89.089)	(60.299)	(70.351)	(70.827)	(74.768)	(81.310)	(95.189)	(111.821)	(131.102)	(153.657)	(180.299)	(211.559)	(249.240)	(291.281)
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	(81.060)	(61.167)	(95.937)	(103.530)	(109.926)	(119.544)	(139.950)	(164.403)	(192.749)	(225.910)	(265.079)	(311.040)	(364.969)	(428.248)
<i>Selling and marketing / Ventas brutas</i>	%	-40,35%	-29,54%	-31,74%	-32,86%	-33,62%	-33,62%	-33,62%	-33,62%	-33,62%	-33,62%	-33,62%	-33,62%	-33,62%	-33,62%
General and Administrative	USD'000	(78.181)	(84.883)	(72.626)	(67.240)	(69.447)	(74.587)	(85.157)	(97.851)	(112.496)	(129.580)	(149.731)	(173.329)	(200.970)	(233.355)
AIR	USD'000	(40.940)	(32.110)	(30.726)	(27.314)	(28.211)	(30.290)	(34.592)	(39.749)	(45.698)	(52.638)	(60.824)	(70.410)	(81.638)	(94.793)
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	(37.241)	(52.773)	(41.900)	(39.926)	(41.236)	(44.276)	(50.564)	(58.102)	(66.798)	(76.942)	(88.907)	(102.919)	(119.332)	(138.562)
<i>General and Administrative / Ventas brutas</i>	%	-18,54%	-15,73%	-13,86%	-12,67%	-12,64%	-12,48%	-12,16%	-11,91%	-11,68%	-11,48%	-11,30%	-11,15%	-11,02%	-10,90%
Technology and Content	USD'000	(68.383)	(58.162)	(66.233)	(65.806)	(68.127)	(74.088)	(86.734)	(101.889)	(119.457)	(140.009)	(164.284)	(192.768)	(228.191)	(265.409)
AIR	USD'000	(35.931)	(28.855)	(27.630)	(26.230)	(27.155)	(29.531)	(34.572)	(40.613)	(47.615)	(55.807)	(65.483)	(76.837)	(90.159)	(105.791)
PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRODUCTS	USD'000	(32.452)	(29.307)	(38.603)	(39.576)	(40.972)	(44.556)	(52.162)	(61.276)	(71.842)	(84.202)	(98.801)	(115.931)	(136.032)	(159.617)
<i>Technology and Content / Ventas brutas</i>	%	-16,22%	-14,15%	-12,64%	-12,40%	-12,40%	-12,40%	-12,40%	-12,40%	-12,40%	-12,40%	-12,40%	-12,40%	-12,40%	-12,40%
EBITDA	USD'000	(49.215)	40.176	76.314	51.101	52.640	58.201	70.275	84.738	101.576	121.321	144.673	172.119	204.373	242.268
<i>EBITDA / Ventas brutas</i>	%	-11,67%	9,77%	14,57%	9,63%	9,58%	9,74%	10,05%	10,31%	10,55%	10,75%	10,92%	11,07%	11,21%	11,32%
Amortizaciones Bienes de Uso	USD'000	(5.152)	(5.089)	(5.075)	(5.348)	(6.092)	(6.625)	(7.756)	(9.111)	(10.682)	(12.520)	(14.690)	(17.237)	(20.226)	(23.733)
<i>Amortizaciones / Ventas brutas</i>	%	-1,22%	-1,24%	-0,97%	-1,01%	-1,11%	-1,11%	-1,11%	-1,11%	-1,11%	-1,11%	-1,11%	-1,11%	-1,11%	-1,11%
EBIT	USD'000	(54.367)	35.087	71.239	45.753	46.548	51.576	62.519	75.627	90.894	108.802	129.982	154.882	184.147	218.535
<i>EBIT / Ventas brutas</i>	%	-12,89%	8,53%	13,60%	8,62%	8,47%	8,63%	8,94%	9,21%	9,44%	9,64%	9,81%	9,96%	10,10%	10,21%
Otros ingresos/egresos	USD'000	-	-	-	(363)										
Resultados financieros	USD'000	(12.905)	(6.752)	(16.879)	(19.167)										
Resultado antes del impuesto a las ganancias	USD'000	(67.272)	28.335	54.360	26.223	46.548	51.576	62.519	75.627	90.894	108.802	129.982	154.882	184.147	218.535
<i>Resultado antes de impuestos / Ventas brutas</i>	%	-15,95%	6,89%	10,38%	4,94%	8,47%	8,63%	8,94%	9,21%	9,44%	9,64%	9,81%	9,96%	10,10%	10,21%
Impuesto a las ganancias	USD'000	(18.004)	(10.538)	(11.994)	(7.069)	(3.399)	(3.766)	(4.565)	(5.522)	(6.636)	(7.944)	(9.490)	(11.308)	(13.445)	(15.956)
Resultado neto	USD'000	(85.276)	17.797	42.366	19.154	43.150	47.811	57.954	70.105	84.258	100.858	120.492	143.574	170.702	202.579
<i>Resultado neto / Ventas brutas</i>	%	-20,22%	4,33%	8,09%	3,61%	7,85%	8,00%	8,29%	8,53%	8,75%	8,93%	9,10%	9,24%	9,36%	9,47%

8.3 APÉNDICE III: FLUJO DIRECTO

Flujo de Fondos Directo	Unidades	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Cobro Ingresos por AIR	USD'000					272.188	284.497	325.332	381.769	447.868	524.973	615.776	722.541	847.818	994.816	
Cobro Ingresos por PACKAGES, HOTELS AND OTHER TRAVEL PRO	USD'000					400.177	418.275	478.311	561.286	659.468	771.829	905.329	1.082.298	1.246.483	1.462.602	
Total Ingresos	USD'000					672.365	702.772	803.643	943.056	1.106.334	1.296.801	1.521.105	1.784.839	2.094.301	2.457.418	
Pago Cost of Revenues	USD'000					259.972	213.041	241.478	283.253	332.372	389.608	456.936	536.161	629.122	738.202	
Pago Gastos Selling and Marketing	USD'000					267.720	225.877	255.959	300.235	352.302	412.971	484.333	568.309	666.844	782.464	
Pago Gastos General and Administrative	USD'000					79.301	76.942	87.133	98.687	114.245	131.188	151.138	174.515	201.887	233.947	
Pago Gastos Technology and Content	USD'000					70.203	73.598	85.695	100.643	118.013	138.320	162.289	190.427	223.444	262.185	
Pago IVA	USD'000					55.249	55.108	64.596	76.322	89.862	105.917	124.757	146.883	172.856	203.342	
Pago IGG	USD'000					3.119	3.736	4.499	5.443	6.545	7.836	9.363	11.159	13.269	15.749	
Pago CapEx	USD'000					7.371	8.016	9.385	11.024	12.925	15.149	17.775	20.857	24.474	28.717	
Total egresos	USD'000					742.934	656.318	748.745	876.609	1.026.363	1.200.989	1.406.591	1.648.310	1.931.896	2.264.605	
Flujo de Fondos Operativo	USD'000					(70.569)	46.463	54.899	66.447	79.971	95.812	114.514	136.529	162.405	192.812	
Variación de deuda	USD'000															
Intereses	USD'000															
Dividendos	USD'000															
Impuesto	USD'000															
Flujo de Fondos Finales	USD'000					(70.569)	46.463	54.899	66.447	79.971	95.812	114.514	136.529	162.405	192.812	
Flujo de Fondos Acumulados	USD'000					346.480	276.911	322.364	377.263	443.710	523.681	619.493	734.007	870.536	1.032.941	1.225.754

8.4 APÉNDICE IV: FLUJO INDIRECTO

Flujo de Fondos Indirecto	Unidades	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Valor Terminal
EBITDA	USD'000				52.640	68.201	70.275	84.738	101.576	121.321	144.673	172.119	204.373	242.268	247.182	
IGG	USD'000				(3.899)	(3.786)	(4.585)	(5.522)	(6.636)	(7.944)	(9.490)	(11.308)	(13.445)	(15.956)	(16.280)	
CapEx	USD'000				(6.092)	(6.625)	(7.756)	(9.111)	(10.682)	(12.500)	(14.680)	(17.237)	(20.226)	(23.733)	(24.215)	
Variación WK	USD'000				(113.719)	(1.357)	(3.055)	(3.659)	(4.287)	(5.046)	(5.978)	(7.045)	(8.297)	(9.767)	(2.550)	
Flujo de Fondos Operativo	USD'000				(70.569)	46.463	54.899	66.447	79.971	95.812	114.514	136.529	162.405	192.812	204.147	
Variación de deuda	USD'000															
Intereses	USD'000															
Dividendos	USD'000															
Impuesto	USD'000															
Flujo de Fondos Finales	USD'000					(70.569)	46.463	54.899	66.447	79.971	95.812	114.514	136.529	162.405	192.812	
Flujo de Fondos Acumulados	USD'000					346.480	276.911	322.364	377.263	443.710	523.681	619.493	734.007	870.536	1.032.941	1.225.754

8.5 APÉNDICE V: CAPITAL DE TRABAJO

Capital de Trabajo	Unidades	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Créditos por ventas	USD'000	-	-	203.526	237.101	229.427	249.499	292.089	343.124	402.287	471.497	553.247	649.171	761.726	893.797
Creditos por partes relacionadas	USD'000	-	-	29.405	68.471	68.471	68.471	68.471	68.471	68.471	68.471	68.471	68.471	68.471	68.471
Activo Corriente Operativo	USD'000	-	-	232.931	305.572	297.898	317.970	360.560	411.595	470.758	539.968	621.718	717.642	830.197	962.268
Cuentas a pagar	USD'000	-	-	304.790	311.707	200.400	217.296	252.965	295.711	345.216	403.098	471.447	551.615	645.651	755.959
Remuneraciones y cargas sociales	USD'000	-	-	31.141	22.030	16.073	17.479	20.463	24.038	28.183	33.032	38.759	45.479	53.364	62.617
Cargas fiscales	USD'000	-	-	5.517	8.586	4.458	4.870	5.751	6.807	8.033	9.488	11.163	13.153	15.490	18.233
Pasivo Corriente Operativo	USD'000	-	-	341.448	342.323	220.931	239.645	279.179	326.556	381.432	445.597	521.368	610.247	714.506	836.809
WK	USD'000	-	-	(108.517)	(36.751)	76.968	78.325	81.390	85.039	89.326	94.371	100.350	107.394	115.691	125.459
Var de WK	USD'000	-	-	(108.517)	71.766	113.719	1.357	3.055	3.659	4.287	5.046	5.978	7.045	8.297	9.767
WK / Ventas brutas	%	0%	0%	-21%	-7%	14,0%	13,1%	11,6%	10,4%	9,3%	8,4%	7,6%	6,9%	6,3%	5,9%

8.7 APÉNDICE VII: AJUSTE DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Industria		Internet and Direct Marketing Retail		Outliers		NA								
Compañías	País	EV/Sales	EV/EBITDA	Tasa de impuestos ARG	Tasa de impuestos Target	Ratio de ajuste por impuesto	EV/Sales Ajustado x Impuesto	EV/EBITDA Ajustado x Impuesto	Prima riesgo país ARG	Prima riesgo Target	Ratio de ajuste por Prima de riesgo país	EV/Sales Ajustado x Impuesto y riesgo país	EV/EBITDA Ajustado x impuesto y riesgo país	
USA														
Expedia Group, Inc.	USA	1,80	15,72	34,75%	27,00%	129%	1,40	12,21	5,98%	0,00%	6%	1,29	7,06	
Booking Holdings Inc.	USA	6,26	15,71	34,75%	27,00%	129%	4,86	12,21	5,98%	0,00%	6%	3,77	7,06	
Airbnb	USA	NA	NA											
TripAdvisor, Inc.	USA	4,39	35,54	34,75%	27,00%	129%	3,41	27,61	5,98%	0,00%	6%	2,83	10,42	
Travelzoo	USA	0,88	12,61	34,75%	27,00%	129%	0,68	9,80	5,98%	0,00%	6%	0,66	6,18	
Shutterstock, Inc.	USA	1,80	14,92	34,75%	27,00%	129%	1,40	11,99	5,98%	0,00%	6%	1,29	6,85	
DHI Group, Inc.	USA	-	-											
ANGI Homeservices Inc.	USA	-	-											
Zillow Group, Inc.	USA	-	-											
EUROPE														
Trivago N.V.	Germany	NA	NA											
lastminute.com N.V.	Netherlands	NA	NA											
On the Beach Group plc	UK	5,14	17,38	34,75%	19,00%	183%	2,81	9,50	5,98%	0,00%	6%	2,41	6,06	
Skyscanner	UK	NA	NA											
LATAM														
MercadoLibre, Inc.	ARG	NA	NA											
Almundo	ARG	NA	NA											
Turismocity	ARG	NA	NA											
CVC	BRZ	6,81	16,30	34,75%	34,00%	102%	6,66	15,95	5,98%	2,78%	3%	5,49	10,56	
Bestday	MEX	NA	NA											
Tiquetes	COL	NA	NA											
MEDIANA														
USA		1,34	13,77									1,29	7,06	
EUROPE		5,14	17,38									2,41	6,06	
LATAM		6,81	16,30									5,49	10,56	
USA+LATAM		1,80	14,92									2,06	7,06	

8.8 APÉNDICE VIII: AJUSTE DE TRANSACCIONES SIMILARES

Industria		Internet and Direct Marketing Retail		Outliers										
Target de transacciones	País	EV/Sales	EV/EBITDA	Tasa de impuestos ARG	Tasa de impuestos Target	Ratio de ajuste por impuesto	EV/Sales Ajustado x Impuesto	EV/EBITDA Ajustado x Impuesto	Prima riesgo país ARG	Prima riesgo Target	Ratio de ajuste por Prima de riesgo país	EV/Sales Ajustado x impuesto y riesgo país	EV/EBITDA Ajustado x impuesto y riesgo país	
Free Flow, Inc.	USA	-	-											
Altaba Inc.	USA	-	-											
Real Matters Inc.	USA	-	-											
Alibaba Group Holding Limited	USA	32,9	7,28	34,75%	27,00%	129%	25,56	5,66	6%	0%	6%	10,09	4,22	
artnet AG	USA	20,6	1,05	34,75%	27,00%	129%	16,01	0,82	6%	0%	6%	8,16	0,78	
eBay Inc.	USA	12,1	3,43	34,75%	27,00%	129%	9,40	2,67	6%	0%	6%	6,01	2,30	
MEDIANA		20,60	3,43									8,16	2,30	