



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

“Valuación de Despegar”

Autora: Romina Mourin López

DNI: 36.595.511

Director del Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

C.A.B.A., Buenos Aires, Argentina - Junio 2019

Índice

Glosario.....	6
1. Resumen Ejecutivo	8
2. Descripción del negocio.....	10
2.1. Apreciación general de la compañía	10
2.2. Historia y desarrollo del negocio	14
2.3. Características propias de Despegar	18
2.3.a. Clientes.....	18
2.3.b. Productos.....	19
2.3.c. Canales	24
2.3.d. Presencia geográfica	25
2.3.e. Modelo de negocio	26
2.3.f. Opciones de pago.....	28
2.3.g. Desarrollo tecnológico	30
2.3.h. Empleados.....	30
2.3.i. Estructura societaria.....	31
2.3.j. Relación con Expedia	32
3. Análisis de la industria.....	34
3.1. La industria de viajes en Latinoamérica y su comparación con otras regiones	34
3.2. La industria <i>online</i> de viajes en Latinoamérica y su comparación con otras regiones	37
3.3. Contexto competitivo de América Latina	41
3.4. Oportunidades para Despegar en el mercado de viajes latinoamericano	45
3.5. La estrategia de Despegar frente al entorno competitivo.....	50
4. Análisis Financiero	54
4.1. Tendencias y factores claves que afectan los resultados financieros de Despegar	55
4.2. Métricas operativas	57
4.2.a Número de transacciones	57
4.2.b Precio promedio de venta.....	60
4.2.c Gross Bookings	61
4.3. Ventas netas	62
4.4. Resultado operativo - EBIT	66
4.5. Resultado neto.....	68
4.6. EBITDA Ajustado	69
4.7. Estructura de capital.....	71

4.8. Análisis de ratios financieros	71
4.8.a. Ratios crediticios	71
4.8.b. Ratios de rentabilidad.....	72
4.8.c. Ratios de actividad	72
4.8.d. Otros ratios operativos	73
4.9. Análisis comparativo de compañías de la industria de viajes	73
5. Valuación	78
5.1. Modelo de flujo de fondos descontados.....	78
5.1.a. Estimación del mercado	79
5.1.b. Proyección de ventas.....	80
5.1.c. Proyección de ventas netas y márgenes por producto	84
5.1.d. Proyección de costos.....	87
5.1.e. Proyección del Resultado Operativo o EBIT	90
5.1.f. Tasa de impuesto a la renta.....	92
5.1.g. Inversión en activos fijos e intangibles o CAPEX.....	92
5.1.h. Amortizaciones y depreciaciones.....	93
5.1. i. Capital de trabajo	93
5.1.j. Construcción de los Flujos de Fondos Libres a la Firma	94
5.1.k. Resumen de las principales premisas utilizadas en la valuación	96
5.1.l. Estimación del Costo Promedio Ponderado del Capital o WACC	96
5.1.m. Valuación de Despegar por Flujos de Fondos Descontados	101
5.2. Valuación por múltiplos.....	103
6. Bibliografía	106
ANEXO A – Estado de Resultados y Balance.....	108

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolución gross bookings (US\$ millones).....	10
Gráfico 2 - Evolución transacciones ('000)	10
Gráfico 3 - Evolución take rate (%).....	13
Gráfico 4 - Evolución EBITDA Ajustado (US\$ millones)	14
Gráfico 5 - Evolución de la participación de productos en las transacciones (%)	19
Gráfico 6 – Evolución de la industria de viajes en Latinoamérica y su proyección (US\$ millones)	34
Gráfico 7 - Comparación mercados de viajes (US\$ millones)	35
Gráfico 8 - Industria de viajes latinoamericana 2018 (%)	37
Gráfico 9 - Evolución de la industria <i>online</i> de viajes en Latinoamérica y su proyección (US\$ millones)	38
Gráfico 10 – Evolución de la penetración <i>online</i> en la industria de viajes (US\$ millones)	39
Gráfico 11 – Número de transacciones por segmento ('000)	59
Gráfico 12 - Número de transacciones por geografía ('000)	60
Gráfico 13 - Precio promedio de venta (US\$)	61
Gráfico 14 – Evolución de ventas o Gross Bookings (US\$ millones)	62
Gráfico 15 - Ventas netas por segmento (US\$ millones).....	65
Gráfico 16 - EBIT (US\$ millones).....	66
Gráfico 17 - Resultado Neto (US\$ millones).....	69
Gráfico 18 - EBITDA Ajustado (US\$ millones).....	70
Gráfico 19 - Estimación del mercado de viajes latinoamericano (US\$ millones).....	79
Gráfico 20 - Estimación del mercado de viajes <i>online</i> latinoamericano (US\$ millones).....	80
Gráfico 21 - Proyección de ventas - Escenario BASE (US\$ millones).....	82
Gráfico 22 - Proyección de ventas – Escenario OPTIMISTA (US\$ millones)	83
Gráfico 23 - Proyección de ventas – Escenario PESIMISTA (US\$ millones).....	84
Gráfico 24 - Proyección Margen Ventas netas/GB - Segmento Aéreo (%).....	85
Gráfico 25 - Proyección Margen Ventas netas/GB - Segmento Paquetes, hoteles y otros (%)	85
Gráfico 26 - Proyección Participación Segmento Paquetes, hoteles y otros sobre Ventas netas Totales (%)	86
Gráfico 27 - Proyección Margen Ventas netas/Gross Bookings Total (%)	87
Gráfico 28 - Proyección Costos de productos vendidos/Gross Bookings (%).....	88
Gráfico 29 - Proyección Margen de Costos de ventas y marketing/Gross Bookings (%)	88
Gráfico 30 - Proyección Costos generales y administrativos/Gross Bookings (%).....	89
Gráfico 31 - Proyección Costos de tecnología y desarrollo de producto/Gross Bookings (%)	90
Gráfico 32 - Proyección EBIT (US\$ millones).....	90
Gráfico 33 - Proyección Margen EBIT/Gross Bookings (%)	91
Gráfico 34 - Regresión rendimientos Expedia, Booking y Tripadvisor vs. S&P 500.....	99

Índice de Tablas

Tabla 1 - Hitos de Despegar	18
Tabla 2 - Transacciones segmento Aéreo	20
Tabla 3 - Transacciones segmento Paquetes, hoteles y otros.....	24
Tabla 4 - Transacciones por país	25
Tabla 5 - Empleados	31
Tabla 6 - Estructura societaria	32
Tabla 7 - Tasa de inflación	54
Tabla 8 - Tipo de cambio.....	54
Tabla 9 - Métricas operativas	57
Tabla 10 - EBITDA Ajustado.....	70
Tabla 11 - Ratios crediticios	71
Tabla 12 - Ratios de rentabilidad.....	72
Tabla 13 - Ratios de actividad	73
Tabla 14 - GB por empleado	73
Tabla 15 - Industria de viajes - Análisis comparativo de compañías.....	74
Tabla 16 - Tasa de impuesto a la renta	92
Tabla 17 - Inversión en activos fijos e intangibles	93
Tabla 18 - Amortizaciones y depreciaciones	93
Tabla 19 - Capital de trabajo	94
Tabla 20 - Proyección de los Flujos de Fondos Libres a la Firma – Escenario BASE	94
Tabla 21 - Proyección de los Flujos de Fondos Libres a la Firma – Escenario OPTIMISTA	95
Tabla 22 - Proyección de los Flujos de Fondos Libres a la Firma – Escenario PESIMISTA.....	95
Tabla 23 - Cálculo Beta apalancada Despegar	99
Tabla 24 - Cálculo Prima de riesgo de mercado	100
Tabla 25 - Prima de riesgo país	100
Tabla 26 - Estimación tasa de crecimiento (valor terminal)	102
Tabla 27 – Valuación Despegar por DCF – Análisis de escenarios	103
Tabla 28 – Múltiplos.....	104
Tabla 29 - Análisis de sensibilidad - Precio de la acción.....	105

Glosario

Aerolínea lowcost: Línea aérea de bajo costo que ofrece una tarifa más económica que las aerolíneas tradicionales dado que usualmente ofrecen menos servicios que las mismas, o bien los cobran de manera adicional.

API: Interfaz de programación de aplicaciones.

CAGR (Compound Annual Growth Rate): Tasa de crecimiento anual compuesta.

Channel Managers: Se trata de un software utilizado por las agencias de turismo y por los hoteles para centralizar y gestionar todos los canales de distribución.

Check-in: Fecha de inicio del hospedaje en un hotel o trámite de embarque en el caso de vuelos.

Check-out: Fecha de terminación del hospedaje en un hotel.

Crosselling: Venta cruzada de productos.

EBIT (Earnings Before Interests and Tax): Ganancia operativa de la firma antes de intereses e impuestos.

EBITDA (Earnings Before Interests, Tax, Depreciations and Amortizations): Ganancia operativa de la firma antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones.

E-Commerce: Comercio electrónico.

Equity: Capital propio de la firma.

GDS (Global Distribution System): Sistema de distribución global comúnmente conocido como sistema de reservas computarizado. Un sistema GDS recoge, almacena, procesa, muestra y distribuye información a través de terminales de computador en relación con productos de transporte aéreo y terrestre ofrecidos por proveedores turísticos.

Gross Bookings: En el presente trabajo hace referencia al precio de compra agregado de todos los productos adquiridos en los canales de venta de Despegar durante un periodo de tiempo determinado

In-house development: Desarrollos tecnológicos de la compañía realizados internamente.

IPO (Initial Public Offering): Primera emisión de acciones de la firma, transformándose de una compañía privada a una pública al comenzar a cotizar en la Bolsa.

Market Share: Participación de mercado.

Metasearch: Motor de búsqueda que expone las tarifas de diferentes productos, ya sea de proveedores directos o de agencias intermediarias.

Modelo Asset-light: Modelo de compañía en el cual la misma posee relativamente pocos activos de capital en comparación con su volumen de operaciones.

OTA (Online Travel Agency): Agencias de viajes cuyo principal canal de ventas es online.

Repeat rate: Tasa de repetición de compra de los usuarios.

Retailers: Vendedores minoristas.

Segmentos: Significa, con respecto a reservaciones con aerolíneas, cada segmento de reservación aérea identificada por un número de vuelo por pasajero reservado.

Smartphones: Teléfonos móviles inteligentes.

Take rate: Margen de ventas netas sobre ventas o *gross bookings*.

Universidad de
San Andrés

1. Resumen Ejecutivo

El objetivo principal del siguiente trabajo es brindar una conclusión fundada acerca del valor accionario de la compañía Despegar. Para ello se ha analizado la industria en la que opera, así como el negocio en particular de la misma y su posicionamiento competitivo.

En términos generales, Despegar es una empresa argentina fundada en 1999 y que ha logrado mantener su posición de liderazgo en la industria latinoamericana de turismo online a través de los años. Su oferta comprende un amplio abanico de productos turísticos: tickets aéreos, hoteles, paquetes, autos, cruceros, actividades, seguros de viaje, entre otros. De este modo, el usuario puede buscar el producto que desee, comparar precios y referencias, recibir recomendaciones y planear su viaje de manera fácil y ágil con tan solo ingresar en una página web.

A los fines de realizar el análisis financiero de la compañía y alcanzar el valor del paquete accionario de la misma se utilizaron los siguientes métodos:

- a) Valuación por Flujos de Fondos Descontados: fundamentado en la proyección a 5 años de las diferentes variables de la empresa como por ejemplo sus ventas, las ventas netas y costos asociados y por consiguiente sus resultados. Asimismo, se tuvo en cuenta sus necesidades de inversión (bajas al tratarse de una compañía *asset-light*) y financiamiento, entre otras variables claves. De este modo se estimaron los flujos de fondos futuros asociados a la operación de la empresa bajo análisis y se calculó la tasa de descuento apropiada para aplicar a la valuación. Con el objetivo de poder abarcar los diferentes escenarios futuros a los que la empresa podría estar expuesta e incluir en el análisis los diversos factores que podrían afectar el devenir del negocio, se modelaron tres alternativas: escenario optimista, escenario base y escenario pesimista. Consecuentemente el análisis a través de la proyección de escenarios no brinda

un valor puntual de la acción de Despegar en relación al futuro, sino que busca encontrar un rango de valor que tenga en cuenta las diferentes circunstancias que podrían interferir de una u otra manera en el futuro de la empresa.

- b) Análisis por Comparables o Múltiplos: bajo esta metodología, se tuvo en cuenta un rango de múltiplo EV/EBITDA basado en el análisis de métricas de compañías comparables. Posteriormente se realizó un análisis de sensibilidad para encontrar un rango de precio por acción.

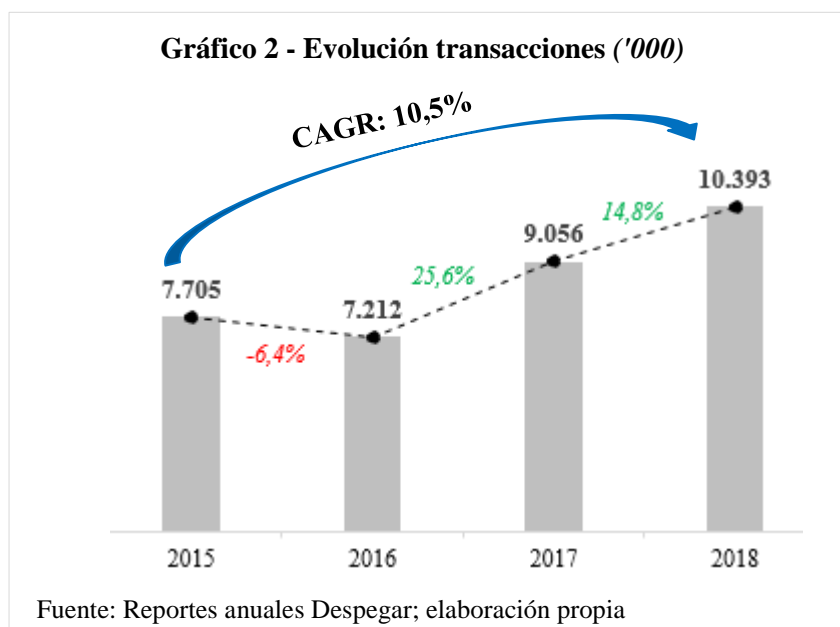
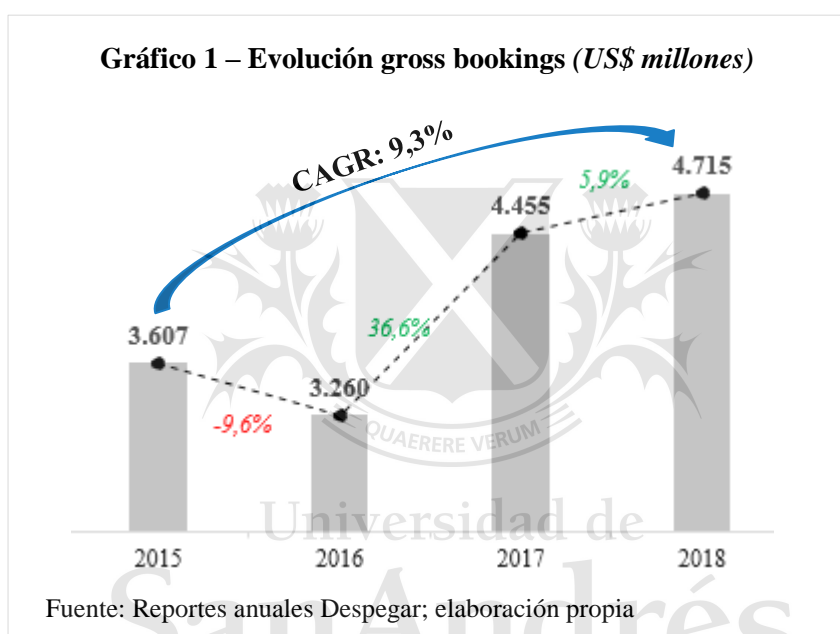
Una vez desarrollados ambos métodos de valuación mencionados se compararon los resultados obtenidos con el precio de la acción a la fecha de estudio, 05 de abril de 2019, cuando cotizó a US\$ 14,47, significando una capitalización bursátil de US\$ 999,9 millones.

- a) Según la Valuación por Flujos de Fondos Descontados, en el Escenario Base el precio por acción obtenido es de US\$ 16,67, es decir aproximadamente 15% por encima del valor al que cotizaba la acción de Despegar al momento del análisis. Si tomamos como referencia el Escenario Optimista, esta diferencia es aún mayor, ya que se estima un precio por acción de US\$ 22,83, es decir un 58% por encima del valor al que cotizaba. Por el contrario, el Escenario Pesimista ubicó el valor de la acción en US\$ 10,26, 29% menos que la cotización real de la acción en cuestión. Si se le adjudican iguales probabilidades de suceso a los tres escenarios el valor resultante de la acción sería US\$ 16,69, 14% superior al valor de cotización de Despegar al 05 de abril de 2019. De acuerdo a este resultado, podría concluirse que la acción de la firma bajo estudio se encuentra moderadamente subvaluada.
- b) En el caso de la Valuación por Múltiplos, el análisis arroja un rango de precio por acción de US\$ 15,78 – US\$ 25,75, concluyendo que la acción se encuentra subvaluada entre un 8% y un 44% según este método de valuación.

2. Descripción del negocio

2.1. Apreciación general de la compañía

Despegar es la agencia de turismo online (o “OTA” por sus siglas en inglés: *Online Travel Agency*) líder en Latinoamérica con ventas, o *gross bookings*, de US\$ 4.715 millones y 10,4 millones de transacciones en 2018, representando un CAGR entre los años 2015 y 2018 de 9,3% y 10,5% respectivamente, tal como se observa en los Gráficos 1 y 2.



Su canal de distribución es mayormente online¹, habiendo este recibido 140 millones de visitantes únicos en los doce meses finalizados en junio 2017 y alcanzando 65% de las transacciones de clientes que ya habían comprado alguna vez en el sitio web (este indicador es conocido como *repeat rate*). En cuanto a su aplicación móvil, la misma obtuvo 49 millones de descargas acumuladas en 2018 (crecimiento de 27% interanual), convirtiéndose en la aplicación de turismo más descargada en la región. El canal móvil, que incluye tanto la aplicación como el sitio web a través del teléfono móvil, explicó el 54% de las visitas de usuarios y aproximadamente el 30% de las transacciones.

En lo que a su presencia geográfica respecta, Despegar ha logrado desplegarse a través de los diferentes mercados de la región latinoamericana y en la actualidad opera en 20 países, bajo sus dos marcas “Despegar” y “Decolar” (la primera correspondiendo a su marca global y la segunda exclusiva para el mercado brasileño). Si bien la compañía fue fundada en 1999 en Buenos Aires, Argentina (ciudad donde también se encuentran ubicadas las oficinas centrales), el país que mayor relevancia posee a nivel distribución de ventas es Brasil, el cual representó aproximadamente 38% de las ventas totales de la compañía y 41% de las transacciones en 2018. Por su parte, Argentina alcanzó el 26% de las ventas y el 23% de las transacciones. Esta diferencia entre los porcentajes relativos de transacciones y ventas se debe a que Argentina posee un ticket promedio (*ASP-Average Selling Price*) 24% mayor al de Brasil. En 2017 esta brecha era aún más importante, existiendo una diferencia de 47% al comparar ambos tickets promedios, la cual disminuyó como consecuencia de la crisis económica de 2018 que golpeó con mayor fuerza a Argentina provocando que los consumidores volcaran sus compras a productos de menor valor.

¹ En 2018 se lanzó la operación de *callcenter* como canal de ventas

Gran parte de su posicionamiento se debe a la amplia oferta de productos a la cual tiene acceso el cliente, quien con solo ingresar al sitio web de la empresa puede planear, comparar precios, encontrar y comprar todos los productos de su viaje. Tal como lo reporta la compañía, los productos ofrecidos se ubican en dos categorías: Aéreo y Paquetes, hoteles y otros. Dentro de dichas categorías se hallan tickets aéreos, hoteles, paquetes, cruceros, actividades, seguros, entre otros (explicados con mayor detalle en la sección 2.3.b). En cuanto a distribución por producto, en 2018 la categoría Aéreo representó 57% de las transacciones, 65% de las ventas totales y 41% de las ventas netas, contribuyendo Terrestre con los porcentajes restantes. Para tener un mejor entendimiento de las categorías de productos, cabe destacar que, tomando el ejemplo de Aéreo, la misma posee un mayor peso a nivel porcentaje de ventas que de transacciones, debiéndose esta situación a que dentro de dicha categoría se hallan los boletos aéreos los cuales suelen poseer valores de tickets medios superiores a los de un hotel o una actividad. Sin embargo, al comparar con el porcentaje que representa sobre el total de ventas netas, se observa una merma en participación (41%) versus su contribución a las ventas (65%). Esto último se debe a que, por la naturaleza de esta categoría (mercado más competitivo, líneas aéreas con llegada a clientes directos, menor posibilidad de aumentar las comisiones a los clientes) los márgenes obtenidos son inferiores a los vinculados a productos terrestres.

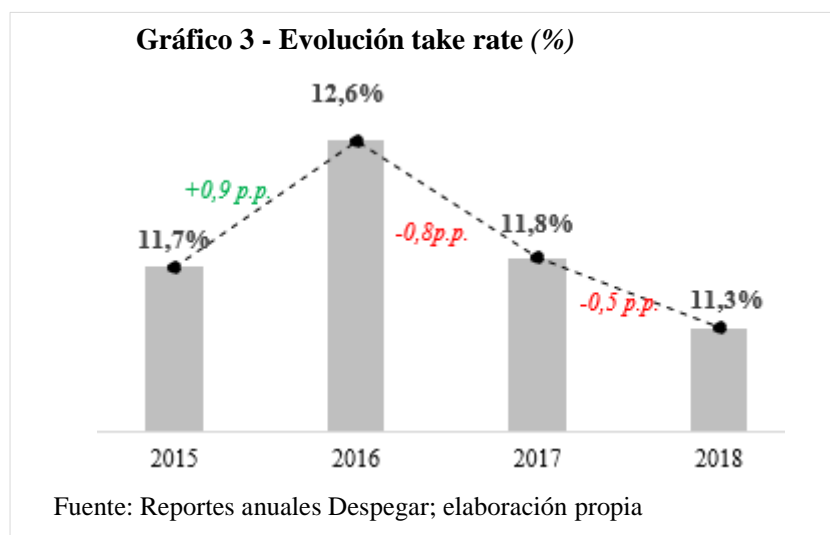
Asimismo, y a diferencia de otras empresas de la región y principalmente de compañías extranjeras, Despegar se destaca por su oferta de soluciones de pago, lo cual es un punto clave de cara al consumidor latinoamericano. De este modo, el conocimiento local se convierte en una ventaja competitiva crítica al momento de competir con rivales globales los cuales no poseen un entendimiento tan acabado del turismo en Latinoamérica como sí lo posee Despegar.

Por otro lado, Despegar pone a disposición de su red de proveedores (por ejemplo, líneas aéreas y hoteles) una plataforma tecnológica para que los mismos puedan tener acceso a los clientes finales y gestionar la distribución de sus productos. En la actualidad la compañía

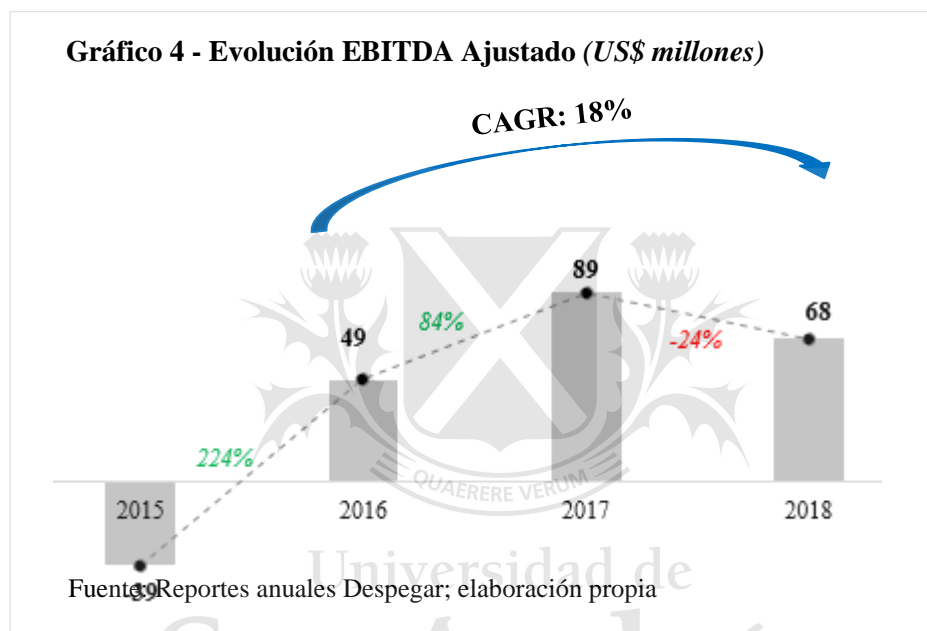
ofrece productos de más de 270 líneas aéreas, más de 500.000 opciones de hospedaje, 1.190 rentadoras de autos y aproximadamente 330 proveedores de servicios en destino con más de 5.600 actividad a través de Latinoamérica.

La relación que la compañía posee con sus clientes y proveedores se traduce en un círculo virtuoso al convertirse en un aliado esencial para su red de proveedores, la cual está altamente fragmentada y necesitada de distribución online. Por su parte, eso ayuda a la compañía a atraer nuevos clientes quienes se benefician de la amplia oferta de productos disponible.

En términos generales, y haciendo referencia a su modelo de negocio, Despegar genera ingresos (o ventas netas) de las comisiones cobradas tanto a los proveedores como a sus clientes, así como a través de los pagos de incentivos recibidos de los sistemas globales de distribución de producto (o “GDS” por sus siglas en inglés: *Global Distribution Systems*) y en menor medida por la publicidad brindada en su sitio. Particularmente en 2018 el margen de ventas netas sobre ventas, o *take rate*, fue de 11,3% alcanzando un monto de ventas netas de US\$ 531 millones y cayendo 0,5p.p. versus el año 2017. En el Gráfico 3 puede observarse la evolución del *take rate* de la compañía para el periodo comprendido entre los años 2015 y 2018, el cual ha ido disminuyendo desde su pico en 2016 (12,6%).



Con respecto al EBITDA Ajustado², si bien la compañía se mantuvo rentable durante el año 2018 con una figura de US\$ 67,6 millones, este indicador disminuyó 24% en comparación con 2017. Esta merma se encuentra en línea con la crisis económica que atravesaron ciertos países de la región, siendo Argentina el mercado más afectado. En el Gráfico 4 puede observarse la evolución del EBITDA Ajustado de la firma para el periodo comprendido entre los años 2015-2018.



2.2. Historia y desarrollo del negocio

La Agencia de Viajes Online Despegar.com fue fundada el 3 de agosto de 1999 por un grupo de amigos argentinos. Quien gestó la idea en un inicio fue Roberto Souviron³ quien se encontraba haciendo un MBA en Estados Unidos cuando, según informa el diario argentino La Nación, en una visita a Buenos Aires notó lo tedioso que era intentar comprar un boleto aéreo en una agencia tradicional y terminó ejecutando la compra a través de un portal web

² El EBITDA Ajustado se define como el resultado neto más/menos el resultado financiero neto, el impuesto a las ganancias, las depreciaciones, la amortización de los activos intangibles y los gastos por compensaciones basadas en acciones.

³ Roberto Souviron fue elegido ganador de la máxima categoría del premio *Entrepreneur of the Year* (Emprendedor del Año) en 2016, organizado por la consultora y auditora Ernst & Young (E&Y).

estadounidense. Esto fue el puntapié para que, al regresar al país luego de concluir sus estudios, convocara a Mariano Fiori, Martín Rastellino, Alejandro Tamer y Cristian Vitale para sumarlos al proyecto de lanzar su propia agencia de viajes online que aún era un plan incipiente. Cada uno aportó US\$ 15.000 y así fue como, luego de su fundación en agosto de 1999, el 11 de diciembre de ese mismo año el sitio web Despegar.com ya estaba operativo en Argentina.

Las primeras inversiones no tardaron en llegar y a principios del año 2000 recibieron la suma de US\$ 1.000.000 del fondo Buenos Aires Capital Partners y US\$ 10.000.000 de un conjunto de firmas entre las que se encontraba Merrill Lynch. Ese mismo año comenzaron a extender sus operaciones por el resto de América Latina con el fin de ganar presencia en toda la región como la compañía líder en la industria de turismo online de Latinoamérica. Particularmente desembarcaron en Brasil, Colombia, México, Chile y Uruguay.

Sin embargo, en los años subsiguientes la compañía fue afectada por agentes externos negativos como la crisis económica argentina y la explosión de la burbuja de las “punto.com” que la obligaron a renegociar los acuerdos con sus socios comerciales y a ejecutar una importante reducción de personal. Respecto de este episodio bisagra en los comienzos de la empresa, Roberto Souviron comentó al diario La Nación *“Había en esa burbuja de internet mucho aventurado. Construimos una empresa que queríamos que dure muchos años y cuidando cada peso. Yo tenía 26 años cuando empezamos. Me sentí honrado con la confianza que nos habían dado los inversionistas. Cuando eclosionó la burbuja y no hubo más fondos, en la categoría de viajes de internet pudimos sobrevivir y quedamos como el único player por muchos años”*.

Despegar logró sortear los agentes externos negativos y retornar sus finanzas a la normalidad, convirtiéndose, una vez más, en target de una nueva ola de inversiones: en 2007

el fondo estadounidense Tiger Global Management integró US\$76.000.000 por la compra del 70% de la compañía.

En 2009, Despegar diversificó su oferta de productos adicionando el servicio de hoteles, el cual se sumó a los ya ofrecidos boletos aéreos. Ese mismo año la compañía extendió su presencia geográfica alcanzando los mercados de: Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Puerto Rico

En 2011, la compañía continuó recaudando aportes, en esta oportunidad de Accel Partners, General Atlantic, Insight Venture Partners y Sequoia. El siguiente año Despegar lanzó su aplicación web, un hito estratégico en la historia de la firma, la cual ha logrado convertirse en la más descargada del rubro turismo en la región. Ese mismo año se produjeron otros logros claves para el devenir del negocio con la incorporación de nueva oferta de productos: paquetes, autos y cruceros. En 2013 el abanico de servicios se incrementó aún más sumando servicios en destino y alquileres temporarios.

Posteriormente, en marzo 2015, Expedia, una importante agencia de turismo online estadounidense, adquirió 16% de las acciones de Despegar por la suma de US\$ 207.000.000. Esto representó una importante profundización de la relación estratégica y comercial que Despegar poseía con esta compañía, al permitir brindar un nivel de oferta de hoteles superior para sus clientes. El acuerdo en cuestión convirtió a Expedia en el único proveedor de hoteles ubicados fuera de la región de América Latina. En la sección 2.3.j se explica con mayor detalle la relación que posee Despegar con Expedia.

En 2016 Despegar logró alcanzar un 50% de tráfico móvil y lanzó la oferta de ómnibus, como medio de transporte terrestre. A fines de ese mismo año, Damián Scokin⁴ ingresó a la

⁴ Damián Scokin posee una vasta trayectoria en dirección de empresas y consultoría estratégica, habiéndose desempeñado como CEO de Ultrapetrol, CEO de LATAM (donde lideró la fusión e

compañía para luego ocupar su actual puesto de director general (*CEO-Chief Executive Officer*).

En septiembre 2017 la compañía realizó su Oferta Pública Inicial de acciones en Estados Unidos (*New York Stock Exchange – NYSE*), resultando en una recaudación neta de US\$ 253 millones.

Durante 2018 la compañía desarrolló sus canales de *callcenter* en 7 mercados claves, alcanzando esta modalidad de venta el 1,5% de la facturación para dicho año. Por otro lado, en el cuarto trimestre de 2018, Despegar lanzó su estrategia de “cupos” dentro del negocio de touroperación, ofreciendo a sus clientes la posibilidad de adquirir una experiencia de viaje completa, conformada por un vuelo *chárter*, traslados, hotel y, si así lo deseara el consumidor, actividades. Este nuevo servicio, que se brinda por temporadas, se encuentra actualmente disponible en Argentina para viajes al sur de Brasil. A marzo 2019 se llevaron a cabo 110 vuelos (más de 15.000 pasajeros) alcanzando un nivel de ocupación de 99%.

Asimismo, en 2018, y en línea con su programa de recompra de acciones previamente anunciado, Despegar recompró un total de 1,5 millones de acciones por un costo de US\$ 26 millones (precio implícito de la acción de US\$ 17,33).

En abril 2019, Despegar dio el primer paso en su crecimiento inorgánico y forjó una alianza con el Grupo Falabella, la cual incluye la adquisición de su negocio de viajes: Viajes Falabella. En ese mismo año, Despegar rediseñó su identidad de marca, en línea con una nueva propuesta de valor mejorada que quiere hacerse llegar a los clientes.

De este modo observamos que, desde sus comienzos en 1999 hasta la actualidad, Despegar supo incrementar fuertemente su oferta de productos, su presencia geográfica y sus

integración de LAN, la mayor aerolínea de Chile, y TAM, una de las líneas aéreas líderes de Brasil) y socio en McKinsey & Company, entre otras experiencias profesionales.

ventas. A continuación, en la Tabla 1 se exponen los principales hitos que transitó la compañía desde su fundación.

Tabla 1 - Hitos de Despegar

1999	Lanzamiento sitio en Argentina
2000	Lanzamiento sitio en Brasil, Chile, Colombia, México y Uruguay
2001	Lanzamiento sitio en Estados Unidos y Venezuela
2007	Lanzamiento sitio en Perú
2009	Lanzamiento sitio en Bolivia, Costa Rica, Rep. Dominicana, Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Puerto Rico Inclusión de hoteles a la oferta de productos
2010	Lanzamiento sitio en El Salvador y Honduras, alcanzando el mercado número 20 1 millón de clientes acumulados atendidos
2012	Lanzamiento de la aplicación móvil para Android y IOS Inclusión de paquetes, autos y cruceros a la oferta de productos
2013	Inclusión de servicios en destino y alquileres temporarios a la oferta de productos 1 millón de descargas de la aplicación móvil
2014	Inclusión de seguros de viaje a la oferta de productos 10 millones de clientes acumulados atendidos Lanzamiento del programa de afiliadas Aplicación móvil incluida dentro de "Best of 2014" de iTunes Store
2015	10 millones de descargas de la aplicación móvil Profundización de la alianza estratégica con Expedia, incluyendo inversión en Despegar
2016	Inclusión de ómnibus a la oferta de productos Reconocimiento "E-commerce Leader in the Tourism Industry in LATAM" por el Instituto de E-commerce de Latinoamérica
2017	Oferta pública de acciones en la Bolsa de Nueva York (NYSE - New York Stock Exchange)
2018	Lanzamiento de <i>callcenter</i> en los principales mercados Lanzamiento de estrategia de cupos Recompra de 1,5 millones de acciones
2019	Alianza con Grupo Falabella y adquisición Viajes Falabella Rediseño identidad de marca

Fuente: F1; Reportes anuales Despegar; Comunicados relaciones con inversionistas Despegar

2.3. Características propias de Despegar

2.3.a. Clientes

Los clientes de Despegar pertenecen principalmente a países de Latinoamérica y viajan tanto domésticamente dentro de su territorio como a otros países de la región o fuera de América Latina. En su mayoría se trata de pasajeros viajando por placer, aunque la compañía posee algunos viajeros independientes que realizan viajes con motivos laborales. La compañía

tuvo aproximadamente 4 millones, 4,6 millones y 5,3 millones de clientes en 2016, 2017 y 2018, respectivamente, primariamente latinoamericanos.

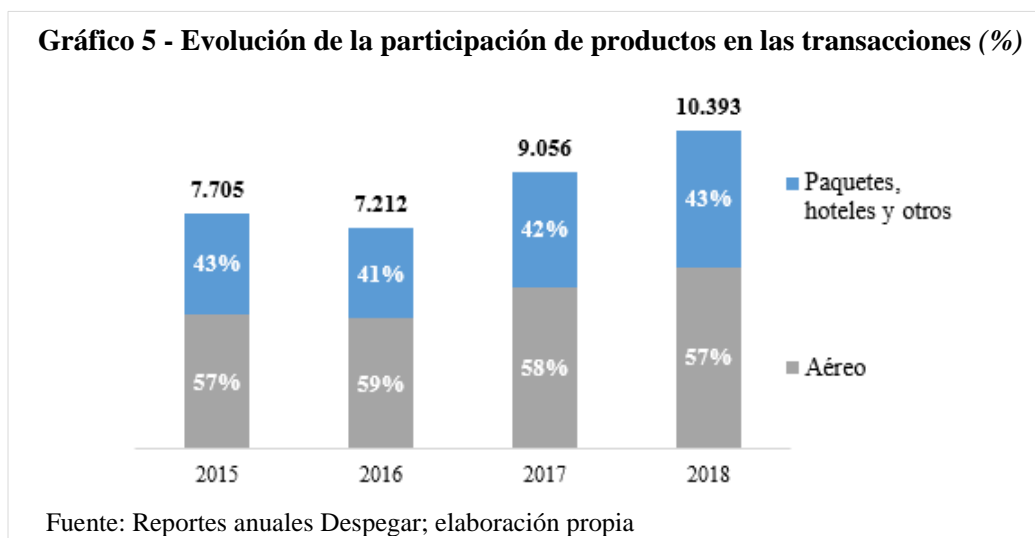
2.3.b. Productos

Despegar provee una amplia oferta de productos turísticos, satisfaciendo las necesidades de los consumidores latinoamericanos que viajan tanto en sus propios países como a otros destinos, ya sea dentro o fuera de la región de América Latina.

La compañía divide su oferta de productos en dos segmentos:

- i. Aéreo: consiste en la venta de pasajes aéreos
- ii. Paquetes, Hoteles y Otros: consiste en la venta de paquetes turísticos (que por ejemplo pueden incluir boletos aéreos y hospedaje), ventas solo de hotel (incluyendo alquileres temporarios), alquileres de autos, boletos de ómnibus, cruceros, seguros de viaje y servicios en destino

En el Gráfico 5 puede observarse la evolución de la participación de ambos segmentos en el total de transacciones de la compañía, la cual se mantuvo relativamente estable durante el periodo analizado 2015-2018. Cabe destacar que la firma informa la desagregación de transacciones por producto, pero no así las ventas o *gross bookings*.



i. Aéreo

Despegar ofrece boletos aéreos dirigidos principalmente a consumidores que viajan por placer ya sea dentro o fuera de América Latina. Dentro de este segmento se incluyen los pasajes que son vendidos individualmente, es decir se excluyen aquellos que forman parte de un paquete junto con otro producto terrestre.

Por medio de Despegar, los consumidores poseen acceso a más de 270 líneas aéreas (incluyendo aerolíneas *low cost*). Este inventario es obtenido por la compañía a través de los sistemas globales de distribución (*GDS-Global Distribution System*⁵) o bien por conexiones directas con los sistemas de reservas de las aerolíneas (esto se da principalmente en los casos de las empresas *low cost* las cuales operan sin el intermediario de distribución).

A través de la plataforma, el cliente puede rápidamente evaluar y comparar tarifas aéreas y buscar vuelos basado en diferentes filtros (fechas, destinos, número de pasajeros, clase, escalas, entre otros). Aproximadamente, se registraron reservas en el segmento Aéreo de 4,4 millones, 4,3 millones, 5,3 millones y 5,9 millones en 2015, 2016, 2017 y 2018, respectivamente. A continuación, en la Tabla 2 se presenta la información mencionada, así como la evolución de la participación del segmento Aéreo en las transacciones de la compañía.

Tabla 2 - Transacciones segmento Aéreo

Transacciones Segmento Aéreo ('000)	2015	2016	2017	2018
Aéreo	4.385	4.250	5.284	5.944
Crecimiento interanual		-3,1%	24,3%	12,5%
% sobre el total de transacciones	57%	59%	58%	57%

Fuente: Reportes anuales Despegar

⁵ Los GDS son empresas que intermedian entre las líneas aéreas y las agencias de turismo que venden al consumidor final. Sus ventas netas provienen en mayor medida de las comisiones que cobran a las compañías aéreas y/o a sus clientes. Principalmente, Despegar opera con Amadeus y Sabre.

ii. Paquetes, Hoteles y Otros

Paquetes

Despegar ofrece la posibilidad de crear paquetes turísticos personalizados, permitiendo al consumidor combinar dos o más productos (como por ejemplo vuelo y hotel, vuelo y alquiler de auto, vuelo, hotel y seguro, etc.) y reservarlo en una sola transacción. Desde el punto de vista estratégico, este segmento permite la venta cruzada de productos (*cross-selling*) y el acceso a mejores tarifas, ya que bajo esta modalidad únicamente se publica el valor del paquete y no los precios de los productos individuales (este concepto se conoce como tarifa opaca), por ende, los proveedores están dispuestos a disminuir sus precios en la medida que el mismo no sea visualizado por el consumidor final.

Hoteles

A través de Despegar, los clientes pueden acceder a una oferta global de más de 500.000 hoteles ya sea por la conexión directa que la compañía posee con los mismos o por el acceso a inventarios de terceros. Adicionalmente, desde 2013 también se ofrece la opción de alquileres temporarios. Al igual que en el caso del segmento Aéreo, los consumidores pueden filtrar su búsqueda basándose en diversas preferencias como por ejemplo destinos, fechas, categorías de hotel, cadenas hoteleras, comodidades (estacionamiento, acceso a internet, gimnasio, etc.), entre otras. Asimismo, pueden ver imágenes de los hospedajes y leer las evaluaciones que realizaron otros clientes de Despegar.

En cuanto a la provisión del producto, los hoteles pueden alocar habitaciones a Despegar a través del manejo de su inventario en una *extranet* propia de la compañía o bien por medio de alguno de los más de 35 administradores de canales (*channel managers*)

correspondientes a terceros. Aproximadamente, 26.000 de los proveedores hoteleros en Latinoamérica se encuentran conectados directamente con Despegar.

En este análisis cabe destacar que tanto en 2016 como en 2017 Expedia representó aproximadamente el 10% de las ventas de hoteles. Tal como se detalló anteriormente, Despegar solo posee a Expedia como proveedora de hoteles fuera de la región latinoamericana⁶.

En referencia a las opciones de pago a los hoteles, existen dos modalidades: prepago y pago en destino. La primera, prepago, consiste en que el cliente abone la estadía al momento de la reserva y Despegar luego paga al hotel al momento del *check-out*. Bajo el segundo modelo, pago en destino, el cliente paga directamente al hotel al retirarse del mismo habiendo Despegar recibido la comisión por la venta (tanto de parte del cliente como del alojamiento) al momento de la reserva. De este modo, la compañía típicamente no asume riesgo de inventario ya que no precompra habitaciones de hotel a sus proveedores.

Otros productos turísticos (terrestres)

Despegar provee a sus clientes acceso a aproximadamente 1.190 rentadoras de autos, más de 200 líneas de ómnibus, 6 líneas de cruceros, 330 proveedores de servicios en destino con más de 5.700 actividades y 2 proveedores de seguros de viaje. La modalidad de pago en destino únicamente está habilitada para el caso de alquiler de autos, en los demás productos únicamente puede abonarse de manera prepaga.

Servicios en destino

A partir de 2013, Despegar sumó a su oferta la provisión de servicios en destino como una oportunidad para ofrecer atracciones, tickets, tours y actividades que pudiesen ser adquiridos en conjunto con otros productos (conformando paquetes) y estimular las

⁶ Más información referente a la relación con Expedia se describe en la sección 2.3.j.

transacciones en destino. A junio 2017 (6 meses) se habían reservado aproximadamente 185.000 transacciones de servicios en destino y en 2016 completo aproximadamente 275.000 transacciones.

Alquiler de autos

En 2012 Despegar introdujo el alquiler de autos en su plataforma. Actualmente la compañía ofrece este servicio globalmente, aunque haciendo foco en Latinoamérica y Estados Unidos. A junio 2017 (6 meses) se habían reservado aproximadamente 185.000 transacciones de alquiler de autos y en 2016 completó aproximadamente 300.000 transacciones.

Cruceros

La venta de cruceros fue introducida en 2012. Actualmente se ofrece en los mercados de Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México a través de acuerdos con seis líneas de cruceros. A junio 2017 (6 meses) se habían reservado aproximadamente 5.100 transacciones de cruceros y en 2016 completo aproximadamente 12.000 transacciones.

Seguros de viaje

Este producto fue incluido en 2014 y actualmente es ofrecido en todos los mercados exceptuando Venezuela y Costa Rica. Despegar posee acuerdos con Assist Card y Travel Ace Assistance Customers, pudiendo los clientes elegir entre un amplio rango de opciones de cobertura dependiendo en las necesidades particulares de cada uno (asistencia médica, pérdida o daño de equipaje, etc.). Típicamente este servicio es adquirido junto con una reserva de vuelo y hotel.

Ómnibus

En enero de 2016 Despegar comenzó a ofrecer este producto, estando disponible en Brasil y Argentina, pero con perspectivas de expandir su cobertura a otros países de

Latinoamérica. Actualmente la compañía posee relaciones con tres proveedores que permiten el acceso a más de 200 líneas de ómnibus. A junio 2017 (6 meses) se habían reservado aproximadamente 24.000 transacciones de cruceros y en 2016 completó aproximadamente 26.000 transacciones.

Aproximadamente, se registraron reservas en el segmento Paquetes, hoteles y otros de 3,3 millones, 3,0 millones, 3,7 millones y 4,4 millones en 2015, 2016, 2017 y 2018, respectivamente. A continuación, en la Tabla 3, se presenta la información mencionada, así como la evolución de la participación del segmento analizado en las transacciones de la compañía.

Tabla 3 - Transacciones segmento Paquetes, hoteles y otros

Transacciones Segmento Paq, Hot y otros ('000)	2015	2016	2017	2018
Paquetes, hoteles y otros	3.320	2.963	3.771	4.449
Crecimiento interanual		-10,8%	27,3%	18,0%
% sobre el total de transacciones	43%	41%	42%	43%

Fuente: Reportes anuales Despegar

A pesar de no estar incluida en los segmentos anteriormente descritos y no formar parte de la actividad principal de Despegar, es dable aclarar que la compañía también vende publicidad digital en su sitio web.

2.3.c. Canales

En cuanto a los canales de venta a los que acceden los clientes de la compañía, en su gran mayoría las transacciones se ejecutan a través de los sitios online de Despegar, si bien durante el año 2018 se hizo foco en una estrategia más omnicanal y al día de hoy la empresa ya se encuentra operando plataformas de *callcenter* en 7 mercados claves. Este canal representó 1,5% de las ventas totales en 2018 y evidenció un ticket promedio significativamente superior al vinculado con las compras a través de los sitios web de la compañía. Cabe destacar que dicha infraestructura omnicanal provee al consumidor servicios y productos que aseguran su

experiencia de compra y viaje sin importar la plataforma a través de la cual se lleve a cabo la transacción.

Por otro lado, es importante resaltar que las transacciones a través de dispositivos móviles crecieron 34% en términos interanuales representando el 36% del total de transacciones durante 2018. Si se observa únicamente el comportamiento referido al producto paquetes, las transacciones a través de la aplicación móvil de Despegar crecieron 101% interanualmente en 2018. Es dable destacar que la compañía realiza esfuerzos continuos para mantener una experiencia móvil superadora. Durante 2018 se adicionaron nuevas funcionalidades como por ejemplo notificaciones de *Whatsapp* para advertir el comienzo del *check-in*, notificar la cinta de salida de equipaje, brindar la posibilidad de descargar los *vouchers*, entre otras.

2.3.d. Presencia geográfica

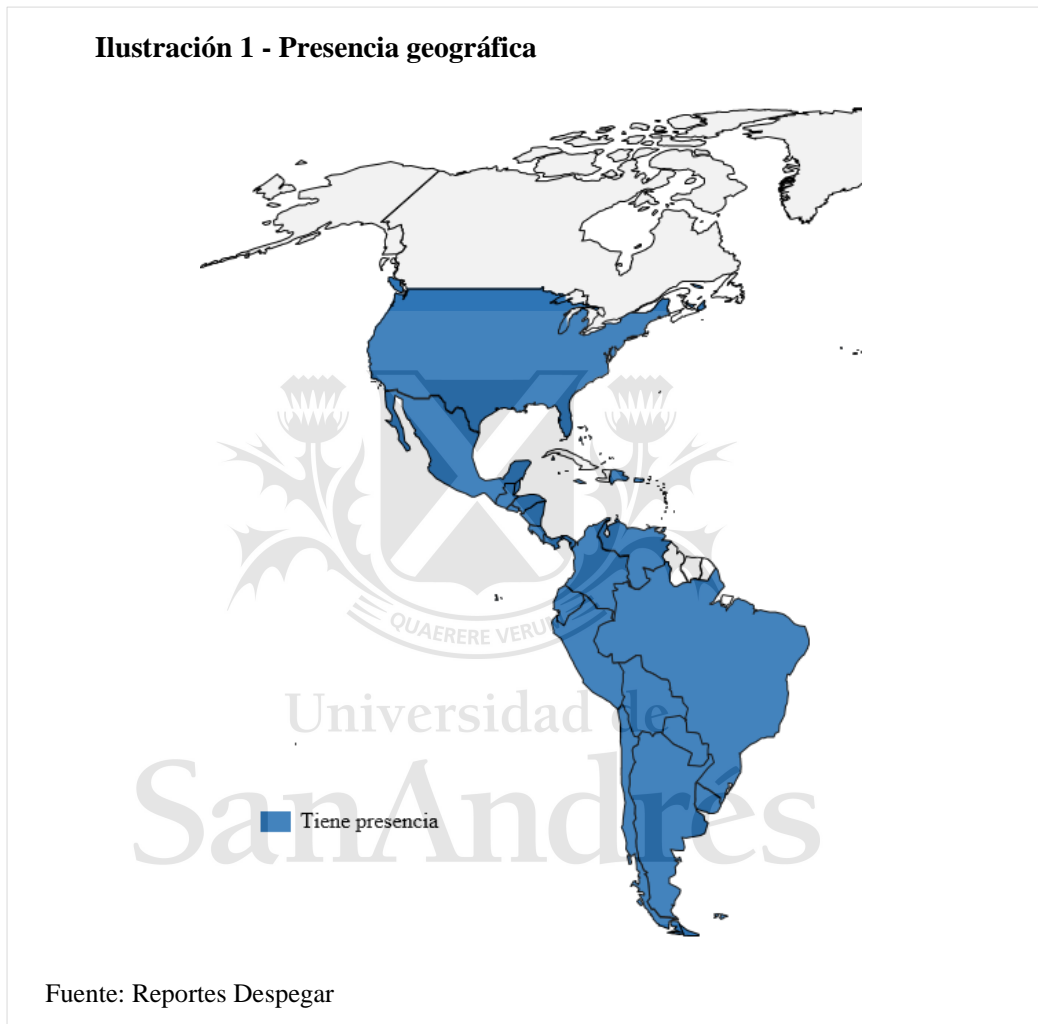
En cuanto a la distribución de transacciones por país, y tal como fue mencionado anteriormente, el país que mayor relevancia posee es Brasil poseyendo un peso relativo de 41% sobre el total de reservas realizadas por la compañía. En segundo lugar, se encuentra Argentina con el 23% de las transacciones, ambos datos correspondientes al año 2018. A continuación, se presenta en la Tabla 4 la evolución de transacciones por geografía, así como sus crecimientos interanuales y sus pesos relativos.

Tabla 4 - Transacciones por país

Transacciones por país ('000)	2015	2016	2017	2018
Brasil	3.620	2.924	3.713	4.220
Crecimiento interanual		-19%	27%	14%
% sobre el total de transacciones	47%	41%	41%	41%
Argentina	1.787	1.798	2.264	2.370
Crecimiento interanual		1%	26%	5%
% sobre el total de transacciones	23%	25%	25%	23%
Otros	2.298	2.490	3.079	3.804
Crecimiento interanual		8%	24%	24%
% sobre el total de transacciones	30%	35%	34%	37%
TOTAL	7.705	7.212	9.056	10.393
Crecimiento interanual		-6%	26%	15%

Fuente: Reportes anuales Despegar

A continuación, en la Ilustración 1 se observan los países donde Despegar posee presencia. Los mismos son: Brasil, Argentina, Chile, Colombia, México, Uruguay, Estados Unidos, Venezuela, Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Puerto Rico, El Salvador y Honduras.



2.3.e. Modelo de negocio

Despegar genera ingresos (ventas netas) como resultado de la venta de productos turísticos principalmente a través de su sitios web y móviles, y en menor medida por los canales telefónicos. De este modo, las ventas netas se derivan principalmente de las siguientes fuentes:

- i. Comisiones cobradas a los proveedores de productos (líneas aéreas, hoteles, rentadoras de autos, entre otros) por brindarles el servicio de intermediación.
- ii. Comisiones cobradas a los clientes por el servicio de procesamiento de boletos aéreos, alojamientos, entre otros.
- iii. Incentivos de proveedores y *GDS (Global Distribution Systems)* si la compañía alcanza ciertos objetivos de desempeño.
- iv. Ingresos provenientes de la venta de espacio publicitario en los sitios web de la compañía.

La compañía provee a sus clientes la posibilidad de comprar productos individuales o bien dentro de paquetes vacacionales, por medio de dos tipos de modelo de negocios: Modelo Merchant y Modelo de Agencia.

- i. *Modelo de negocio Merchant o Prepago*: representa aproximadamente el 80% del ingreso total. A través de este modelo la compañía ofrece a sus clientes la habilidad de adquirir vuelos, alojamientos, alquiler de autos, cruceros, servicios en destino y paquetes. El ingreso es generado por la diferencia entre el monto total abonado por el consumidor y la tarifa neta adeuda al proveedor del producto (más impuestos). Tal como se describió anteriormente, Despegar también obtiene ventas netas al cobrar al cliente un cargo por servicio. Usualmente el cliente paga al momento de la compra en Despegar, mientras que la compañía realiza el pago al proveedor en el momento en que el producto es utilizado.
- ii. *Modelo de negocio de Agencia o Pago en Destino*: representa aproximadamente 5% del ingreso total. Bajo esta modalidad, Despegar permite a los usuarios reservar los diferentes productos ofrecidos y pagarlos una vez que son utilizados (en destino). La compañía recibe una comisión pagada directamente por los proveedores usualmente

luego de que el cliente haga uso del servicio. En algunos casos, también puede recibir un cargo por servicio de parte del consumidor.

Esquema de afiliadas

Despegar posee relación con una red de más de 8.500 afiliadas, las cuales incluyen agentes de viaje, aerolíneas, sitios web y otros terceros como *retailers online y offline*. Los acuerdos que la compañía posee con las mismas permiten que las afiliadas ganen acceso al inventario de productos de Despegar directamente o a través de una interfaz de programas de aplicación (*API-Application Program Interface*). Según considera la compañía, el programa es atractivo para las afiliadas ya que les provee acceso a una amplia variedad de productos que de otra manera no hubieran podido alcanzar. Por otro lado, Despegar se beneficia de poder expandir su alcance en Latinoamérica de manera eficiente en términos de costos a través de esta red de distribución. En cuanto al modelo de negocio, las afiliadas reciben comisiones por parte de Despegar sobre las ventas realizadas según el país y el tipo de producto vendido.

A junio 2017 (6 meses) las transacciones ejecutadas a través de afiliadas representaron aproximadamente el 2% del total y en 2016 aproximadamente el 3%.

2.3.f. Opciones de pago

El principal medio de pago utilizado por los clientes es tarjeta de crédito. En algunos productos específicos existe la opción de utilizar más de una tarjeta de crédito en una sola transacción, reduciendo posibles limitaciones de cupo y mejorando la conversión de ventas para aquellos clientes que poseen límites de crédito bajos. Asimismo, se aceptan otras alternativas como tarjetas de débito y medios de pago específicos por mercado. Dentro de estas otras alternativas se incluyen transferencias bancarias directas, boletos de pago, Paypal, MercadoPago y cuotas con baja tasa de interés o nula en Argentina y Brasil.

Un punto clave en la estrategia de medios de pago de Despegar es la oferta de cuotas, con Brasil como principal usuario de las mismas. El plan promedio de cuotas es 6-7 meses y debido al entorno macroeconómico volátil y la alta inflación presente en algunos países de Latinoamérica, la oferta de cuotas se transforma en una ventaja competitiva crucial. La compañía posee acuerdos con una amplia variedad de bancos tanto locales como regionales (aproximadamente 90) permitiendo ofrecer este beneficio a los clientes, lo cual permite diferenciar a Despegar de otras agencias de turismo globales que, o bien no ofrecen esta opción, o si la ofrecen la realizan con una oferta más limitada de bancos o en una selección más acotada de países.

Desde el punto de vista del cliente, estos pueden elegir el tipo de plan de cuotas y condiciones según la institución financiera emisora de sus tarjetas de crédito. En muchos casos incluso se benefician de planes de cuotas sin interés. De este modo el consumidor puede realizar compras mayores que las que hubieran podido de haber pagado en una sola cuota.

Según considera la compañía, los bancos locales buscan realizar alianzas con Despegar por su escala, para ganar acceso al público online y por su alto volumen de transacciones. Estos acuerdos permiten que la compañía ofrezca planes de cuotas sin asumir el riesgo de cobro del cliente, el cual es asumido por el banco emisor de la tarjeta de crédito utilizada para el pago con cuotas. En todos los mercados, excepto Brasil, típicamente se recibe el pago en menos de un mes después de la compra. En el caso de Brasil generalmente el pago es recibido por parte del banco financiador de las cuotas luego de las fechas establecidas de pago de las mismas (tanto si el cliente las paga como no). En algunos casos la compañía opta por descontar estas cuotas para recibir el pago más rápido. Aproximadamente el 55% de las transacciones en 2016 y 2017 se realizaron utilizando un plan de cuotas.

2.3.g. Desarrollo tecnológico

Una de las ventajas competitivas de Despegar es el desarrollo tecnológico presente en sus plataformas, el cual le permite mejorar la experiencia del cliente y optimizar la eficiencia de las operaciones. La compañía ha logrado posicionarse en este ámbito, contando con un equipo de aproximadamente 1.200 profesionales en el área de sistemas y tecnología, el cual ha adoptado la mejora continua en pos de incrementar tanto el tráfico como la tasa de conversión. La compañía es dueña de su propia plataforma *online*, la cual se compone de aplicaciones que se desarrollan internamente (*in-house development*) utilizando software de código abierto (*open source*). La misma es diseñada para proveer una experiencia segura y personalizada a cada cliente que ingrese. Según manifiesta la compañía, Despegar invierte fuertemente en entender el comportamiento del cliente a través de avanzadas técnicas de minería de datos (*data mining*) y algoritmos de *machine learning*. Asimismo, estos desarrollos permiten detectar intentos de fraude y disminuir las pérdidas asociadas a estos sucesos.

Durante los seis meses finalizados en junio de 2017, aproximadamente el 85% de las consultas fueron iniciadas por los consumidores a través de las plataformas tecnológicas provistas por la compañía. De las mismas, aproximadamente el 57% fueron resueltas automáticamente gracias a los desarrollos realizados por la empresa que hacen posible ese nivel de automatización.

2.3.h. Empleados

La compañía cuenta con aproximadamente 3.800 empleados (al cierre de diciembre 2018), de los cuales cerca de 400 son contratados a empresas externas para brindar apoyo a los centros de atención telefónica. En cuanto a afiliación sindical, aproximadamente 380 empleados en Argentina y todos los empleados de Brasil y México se encuentran representados por algún sindicato. La Tabla 5 a continuación detalla el desglose de empleados por categoría

de actividad para los años comprendidos entre 2015 y 2018. Cabe destacar que de acuerdo a la métrica *Gross Bookings/Empleados* ha mejorado notoriamente, creciendo 31% entre 2015 y 2018. En 2018 las ventas por empleado alcanzaron US\$ 1,4 millones aproximadamente.

Tabla 5 - Empleados

Empleados	2015	2016	2017	2018
Operaciones y Servicio al Cliente	1.493	1.161	1.068	1.349
Ventas y Marketing	194	177	201	263
Tecnología	1.053	1.010	1.081	1.227
General y Administrativo	662	550	566	559
TOTAL	3.402	2.898	2.916	3.398
GB / Empleado (US\$)	1.060.173	1.124.994	1.527.623	1.387.650

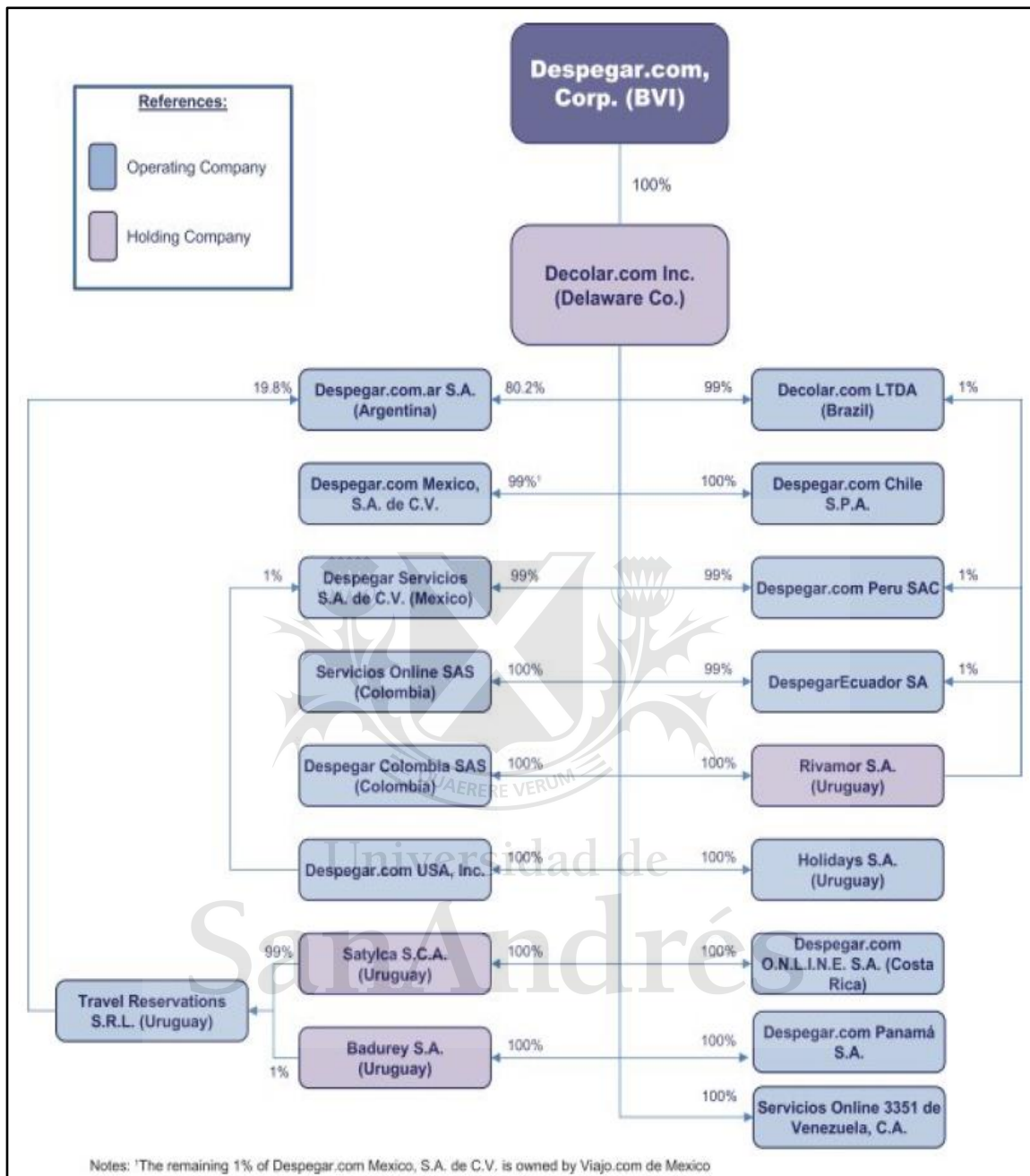
Fuente: Reportes anuales Despegar

Según considera la empresa, los empleados de Despegar se encuentran dentro de los más capacitados en Latinoamérica en términos de la industria de internet, logrando alcanzar un profundo entendimiento del negocio y del comercio electrónico (*e-commerce*) en general. Sus esfuerzos en reclutar talento de áreas como sistemas y tecnología son importantes, lo cual se demuestra a través de diferentes iniciativas, como lo es, por ejemplo, el programa “Jóvenes de Alto Vuelo” que desarrolla la compañía y que está dirigido especialmente a jóvenes que deseen especializarse en estas materias. Al final del mismo, los mejores candidatos son ofrecidos una posición efectiva en el equipo de tecnología de la empresa.

2.3.i. Estructura societaria

Despegar.com, Corp. es una compañía *holding* establecida en las Islas Vírgenes Británicas, de la cual dependen, directa o indirectamente, todas las subsidiarias operativas. La misma fue conformada el 10 de febrero de 2017 y en el 3 de mayo de 2017 los accionistas de la compañía predecesora, Decolar.com, Inc. (Delaware), intercambiaron sus acciones por acciones ordinarias de Despegar.com, Corp, transformándose la primera en subsidiaria de la segunda. A continuación, se expone la Tabla 6 con la estructura organizacional de la compañía:

Tabla 6 - Estructura societaria



Fuente: 20-F 2018 Despegar

2.3.j. Relación con Expedia

El 6 de marzo de 2015 Despegar y Expedia firmaron un acuerdo de provisión de productos por el cual los hoteles y alojamientos de destinos fuera de América Latina ofrecidos a través de Despegar deben ser provistos exclusivamente por Expedia o sus afiliadas. De acuerdo a este contrato, Despegar debe alcanzar un umbral mínimo de comisiones (entendidas

como un determinado porcentaje de la ganancia bruta recibida por Expedia como resultado de las ventas realizadas a través de Despegar) de US\$ 5 millones en un periodo de 6 meses. De no cumplirse, Expedia podría requerir el resarcimiento por un monto de US\$ 125 millones.

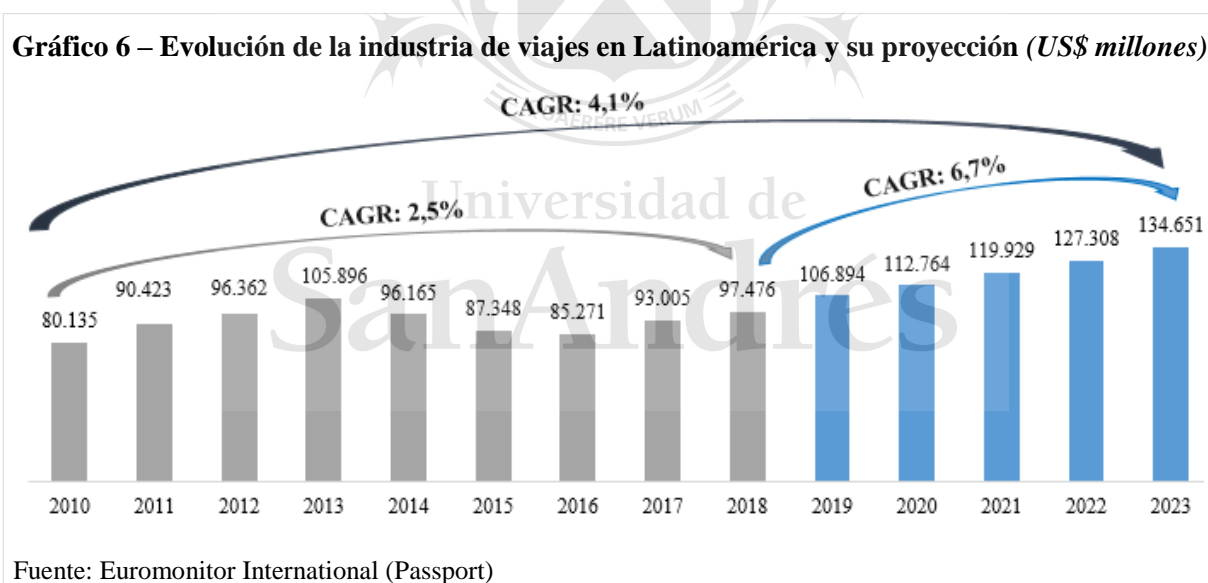
Por otro lado, el 17 de agosto de 2016, y como consecuencia de un nuevo acuerdo firmado, Expedia comenzó a ofrecer, a través de su plataforma, productos hoteleros del inventario de Despegar. En este caso Expedia recibe una compensación igual a un porcentaje del ingreso recibido por parte de Despegar del hotel. Cabe destacar que, a diferencia del contrato anterior, Despegar no es proveedor exclusivo.

En el 2017 y 2016, Despegar recibió en concepto de comisiones abonadas por Expedia (netas de las abonadas a Expedia en línea con el segundo acuerdo de 2016) los montos de US\$37 millones y US\$27 millones respectivamente, representando aproximadamente 7% de las ventas netas de Despegar de cada año. En términos de ventas o *gross bookings*, en 2015, 2016 y 2017, el 9,3%, 9,3% y 9,1% de las mismas, respectivamente, fueron atribuibles a productos provistos por afiliadas de Expedia.

3. Análisis de la industria

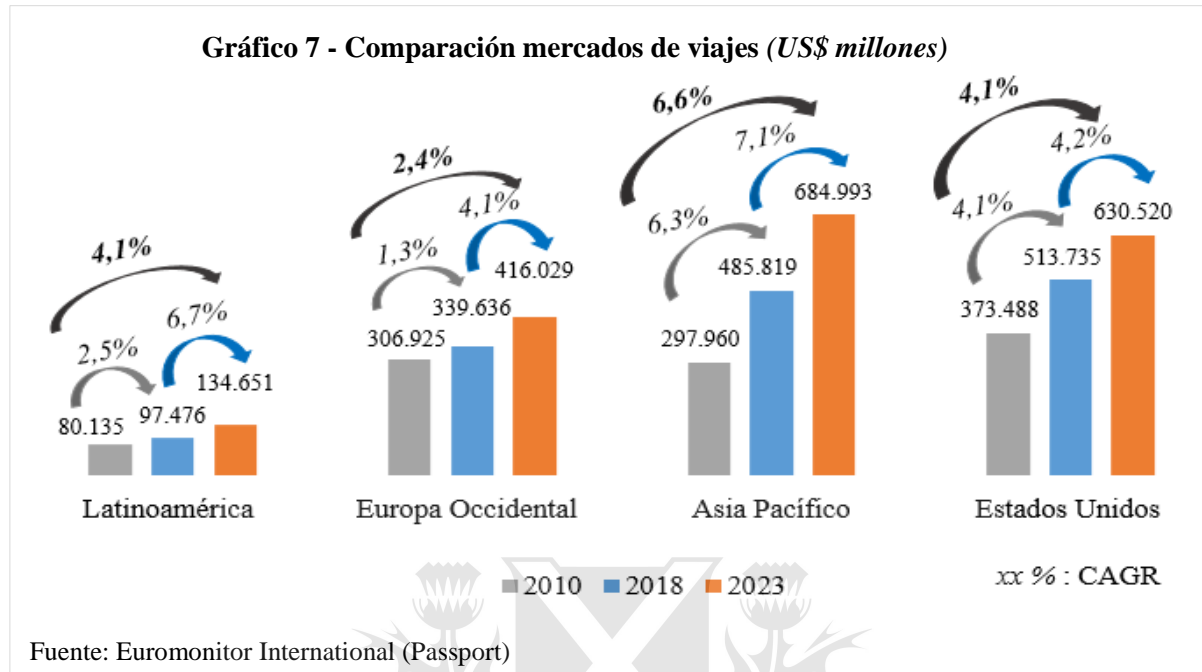
3.1. La industria de viajes en Latinoamérica y su comparación con otras regiones

De acuerdo a las estimaciones de Euromonitor International (herramienta Passport), la industria de viajes en Latinoamérica (conformada por vuelos, hoteles, atracciones y alquiler de autos incluyendo tanto viajes de ocio como laborales) representó un mercado estimado de US\$97.500 millones en 2018 y se espera que crezca a US\$134.650 millones en 2023. Este incremento representa una tasa compuesta de crecimiento anual (CAGR - *Compound Annual Growth Rate*) de 2,5% en el periodo histórico (2010-2018) y de 6,7% en el periodo proyectado (2018-2023), resultando en un CAGR durante el total de años analizados (2010-2023) de 4,1%, tal como puede observarse en el Gráfico 6.



Es interesante comparar el mercado latinoamericano con otros mercados internacionales. Para el presente trabajo se utiliza la comparación con las regiones de Asia Pacífico, de Europa Occidental y de Estados Unidos. Tal como se observa en el Gráfico 7, el mercado de viajes latinoamericano es relativamente pequeño cuando se lo analiza comparativamente con los mercados señalados. Particularmente en 2018 representó un 29%

del mercado europeo occidental, un 20% del mercado asiático pacífico y un 19% del mercado norteamericano.



En cuanto a crecimientos históricos, utilizando la información recabada de la fuente Euromonitor International (herramienta Passport), la región que mayor *CAGR* evidenció en el periodo 2010-2018 fue Asia Pacífico (6,3%), seguida de Estados Unidos en segundo lugar (4,1%), Latinoamérica en tercer lugar (2,5%) y Europa Occidental en último lugar (1,3%).

En referencia a las proyecciones de crecimiento realizadas por la misma fuente, la región que mayor *CAGR* se estima que evidenciará en el periodo 2018-2023 es nuevamente Asia Pacífico (7,1%), seguida de Latinoamérica (6,7%), con Estados Unidos en tercer lugar (4,2%) y Europa Occidental en último lugar (4,1%).

Específicamente, la industria de viajes latinoamericana se caracteriza por su marcada fragmentación de proveedores, tanto en aerolíneas como en hoteles y otros productos turísticos. Esta fragmentación es la consecuencia de ciertas complejidades propias de la región, como la diferencia de lenguas, costumbres locales, preferencias de viaje, regímenes regulatorios diversos y turbulencias macroeconómicas que atraviesan los más de 20 países que componen

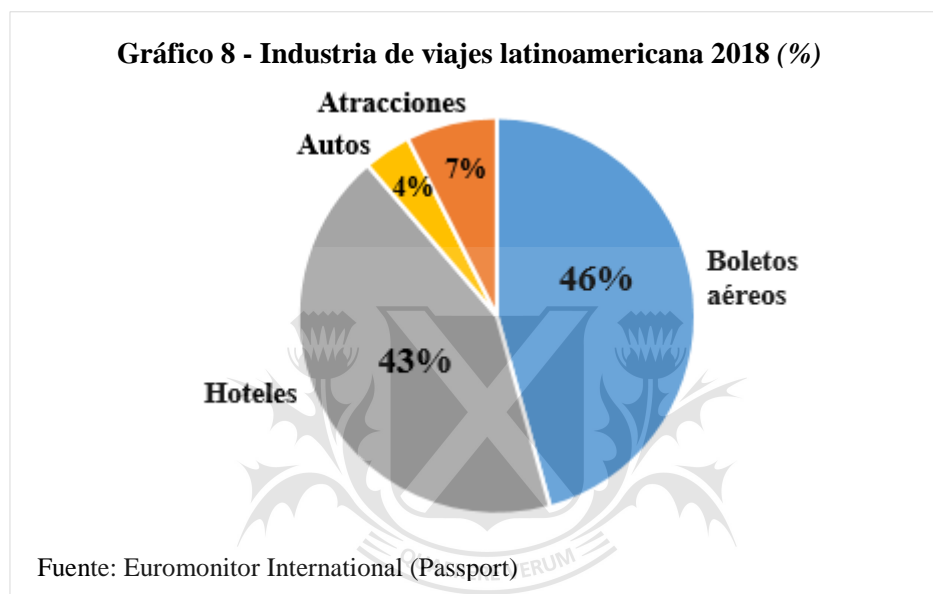
América Latina. Estos factores generan desafíos para los proveedores, quienes se ven dificultados de acceder directamente a los clientes. Adicionalmente, el creciente número de aerolíneas *lowcost* que han comenzado sus operaciones en la región durante los últimos años incrementan aún más la fragmentación, lo cual crea una importante oportunidad de mercado para intermediarios como Despegar, los cuales aún son el principal canal de distribución para todos los proveedores de la industria de viajes en la región.

En cuanto a las ventas de boletos aéreos, estas alcanzaron un monto de US\$ 44.521 millones en 2018 (45,7% del mercado de viajes). Tal como se describió anteriormente, en Latinoamérica la industria aérea se encuentra altamente fragmentada, lo cual se evidencia al comparar el peso relativo que poseen las 4 líneas aéreas más importantes de la región versus el mismo ratio en Estados Unidos. Para el caso de América Latina, las 4 aerolíneas principales representaron 38,2% del total de ventas aéreas de la región en 2017, mientras que el mismo análisis para Estados Unidos arrojó un porcentaje de 63%, lo cual evidencia la mayor concentración.

En referencia a la industria hotelera, en 2018 las ventas de hoteles representaron US\$41.960 millones (43% de la industria total de viajes). En Latinoamérica las 10 cadenas hoteleras más importantes poseyeron en 2017 una participación de mercado de 14,1%, en comparación con el 49,3% que poseen en Estados Unidos. Al igual que en el caso del mercado de vuelos, la industria hotelera se encuentra mucho más fragmentada en Latinoamérica que en otras regiones como América del Norte. Asimismo, si se toman bajo consideración las 11 cadenas hoteleras más importantes a nivel global, estas representaron el 12,1% de las ventas en Latinoamérica y el 46,9% en Estados Unidos en 2017, evidenciando aún más la concentración de mercado en este último país. Por otro lado, si se observa el ratio de ocupación de los hoteles, este fue de 58,6% para Latinoamérica en 2017, mientras que Estados Unidos presentó un porcentaje mayor, de 65,6%.

Finalmente, las industrias de atracciones y de alquiler de autos alcanzaron un monto de ventas conjunto de US\$ 10.994 millones en Latinoamérica durante 2018 (representando 11,3% del total de la industria de viajes).

A continuación, se presenta en el Gráfico 8 el peso relativo de boletos aéreos, hoteles, atracciones y autos sobre el total de la industria de viajes en Latinoamérica en 2018.



3.2. La industria *online* de viajes en Latinoamérica y su comparación con otras regiones

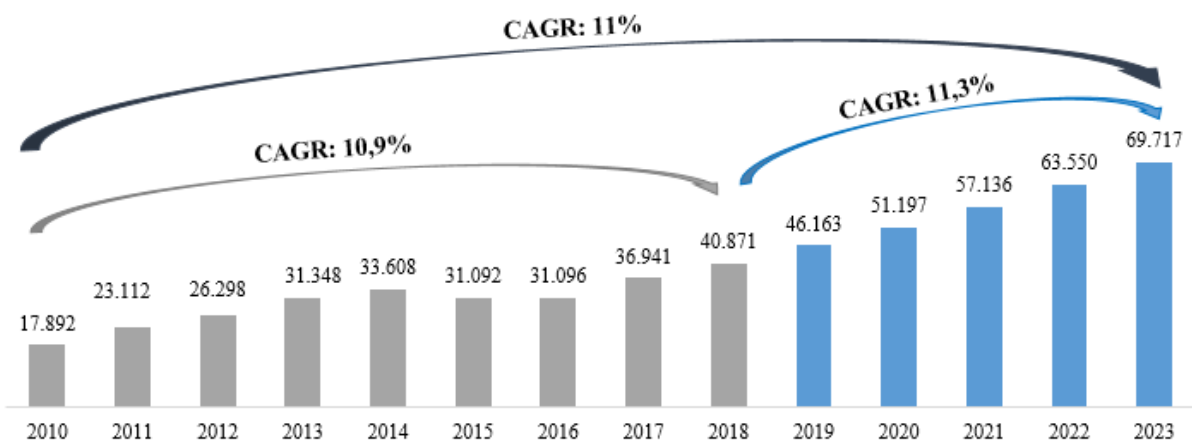
Al momento de analizar la situación de la industria de viajes *online* es importante tener en cuenta factores que conforman el contexto de la misma, como por ejemplo la penetración en el uso de internet y el parque de tarjetas de crédito existente en la región.

En 2017 la penetración de internet en América Latina fue de aproximadamente 55%, esperando que crezca hasta alcanzar un 67% en 2021. En comparación, Estados Unidos y Europa Occidental poseen una penetración de 75% y 77% y se espera que crezcan a 82% y 83% respectivamente en 2021, muy por encima de los datos para la región latinoamericana. De acuerdo a las apreciaciones de Euromonitor International, si bien la penetración de internet en la región se ha incrementado, aún existe espacio sustancial para su crecimiento. Asimismo, se

evidencia que a medida que la penetración de internet aumenta, los consumidores están utilizando cada vez más internet para buscar y comprar productos, incluyendo productos turísticos. En cuanto al acceso a productos financieros, Euromonitor International manifiesta que el número de tarjetas de crédito emitidas en Latinoamérica ha aumentado a una tasa compuesta de crecimiento anual (*CAGR - Compound Annual Growth Rate*) de 6,3% entre 2006 y 2017.

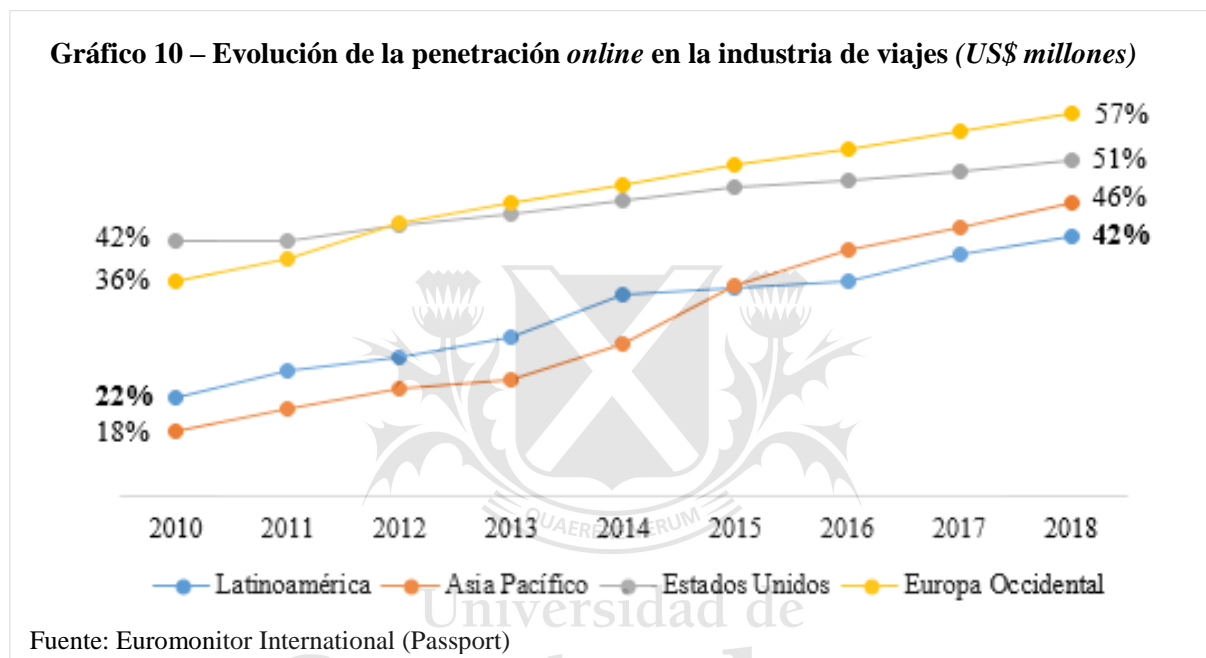
Un mercado de viajes que evoluciona y se expande junto con una mayor penetración en el uso de internet y dispositivos móviles, así como el creciente acceso a productos financieros, es el contexto necesario para impulsar el crecimiento del mercado de viajes *online* en Latinoamérica. De este modo, haciendo foco en la industria de viajes *online* en América Latina, la misma alcanzó un total de ventas de US\$17.892 millones en 2010, de US\$40.871 millones en 2018 y se espera que alcance un monto de US\$69.717 millones en 2023, de acuerdo a las estimaciones de Euromonitor International. Tal como se observa en el Gráfico 9, estos crecimientos representan una tasa compuesta de crecimiento anual (*CAGR - Compound Annual Growth Rate*) de 10,9% en el periodo 2010-2018 y de 11,3% en el periodo 2018-2023 (estimado).

Gráfico 9 - Evolución de la industria *online* de viajes en Latinoamérica y su proyección (US\$ millones)



Fuente: Euromonitor International (Passport)

De este modo, la penetración online en el mercado de viajes latinoamericano se ubicó en 22% en 2010, 42% en 2018 y se estima será 52% en 2023. A modo comparativo, en 2018 la penetración online en la industria de viajes en Asia Pacífico fue de 46%, en Estados Unidos de 51% y en Europa Occidental de 57%. En el Gráfico 10, se expone la evolución de la penetración online a través de los años para las regiones mencionadas, la cual evidencia el retraso comparativo que aún presenta Latinoamérica.



A medida que los consumidores viran sus preferencias hacia la búsqueda y compra de productos turísticos *online*, los proveedores de viajes adaptan sus ofertas y profundizan sus inversiones en *marketing online* y sus relaciones con canales de venta como las OTAs (*Online Travel Agencies*) para aumentar sus ventas netas. Estas últimas brindan a los proveedores escala y distribución dentro de nuevos mercados y servicio al cliente en todo momento, incluyendo tecnología, alcance, posibilidades de pago, entre otros beneficios.

Los factores que motivan este incremento se derivan principalmente de una mayor penetración en el uso de internet, mayor adopción de teléfonos móviles inteligentes (*smartphones*), mejoras importantes en la calidad de la experiencia brindada al usuario y una creciente clase media con mejor acceso a servicios financieros y productos crediticios.

El incremento en la penetración de internet en América Latina, y el potencial de crecimiento que posee, implica que cada vez son (y serán) más los consumidores que utilicen esta herramienta para buscar y adquirir productos, incluidos aquellos vinculados a la industria de viajes.

En cuanto a la creciente adopción de dispositivos móviles, de acuerdo a GSM Association, el número de suscriptores móviles únicos se espera que crezca aproximadamente 110 millones en América Latina, alcanzando los 524 millones en 2020. Con el avance en el uso de *smartphones* y *tablets*, los dispositivos móviles se han convertido en una herramienta clave para los viajeros a la hora de buscar, descubrir y comprar servicios de viaje.

Los canales de venta online, incluyendo las páginas web como las aplicaciones móviles, permiten al usuario buscar productos y chequear reseñas de viajeros pudiendo comparar fácilmente opciones de precio y calidad de entre numerosos proveedores de manera simultánea. Estas mejoras en la experiencia del usuario generan mayor interacción con los canales *online* y por ende conversión de ventas.

Asimismo, con el desarrollo de la región latinoamericana en los últimos tiempos, se ha incrementado la porción de la población bancarizada, lo cual permite el acceso a nuevas formas de pago como tarjetas de crédito y otros productos financieros. Esta realidad aumenta el mercado potencial de usuarios que compran sus viajes a través de canales online, tanto por poder realizar transacciones que no son en efectivo como por el acceso a opciones de financiamiento como por ejemplo pago en cuotas.

Cabe destacar que, de acuerdo a las estimaciones de Euromonitor International, Despegar posee una participación de 11,5% en el mercado de viajes *online* latinoamericano (datos para 2018).

3.3. Contexto competitivo de América Latina

El mercado latinoamericano de viajes se encuentra compuesto por diversos *players* tanto globales como locales. Si bien los primeros pueden apalancarse en su escala, *know-how* y avances tecnológicos, los *retailers* locales aún crecen en tanto ofrecen la posibilidad de ser un canal donde el cliente puede adquirir el viaje completo obteniendo asesoramiento tanto antes como luego de la compra. Asimismo, dentro de la dinámica competitiva se pueden hallar proveedores directos (como las líneas aéreas), agencias de turismo y *metasearchs* (metabuscadore que consolidan las ofertas de los diferentes intermediarios).

En el caso de las aerolíneas, estas se encuentran en un claro proceso de avance tecnológico el cual las coloca en una mejor posición competitiva a la hora de disminuir la dependencia con los intermediarios distribuidores y aumentar su poder de negociación de comisiones. Asimismo, principalmente con el ingreso de las líneas aéreas *lowcost* a la región, se acentuaron las estrategias para impulsar la venta directa y evitar los costos de intermediación. Finalmente, muchas de estas compañías están desarrollando tácticas de *crosselling* con *partners* claves para poder expandir su oferta y así brindar una oferta con mayor valor agregado a sus clientes. Un ejemplo de esta estrategia es la alianza realizada entre LATAM Líneas Aéreas y Booking Holdings en 2017, por la cual esta última le brinda a la aerolínea el *sourcing* de hoteles y en contraprestación todas las reservas de hoteles de Booking efectuadas desde la página latam.com acumulan millas LATAM Pass.

Dentro de las principales líneas aéreas de la región se encuentran LATAM, Avianca, GOL, Azul, Aeroméxico, Aerolíneas Argentinas, Interjet, Copa y Volaris.

En cuanto a las OTAs globales que tienen presencia relevante en la región, puede mencionarse: Booking Holdings, Airbnb y Expedia. Como punto en común, cabe destacar que estos *players* ofrecen en su mayor medida productos de alojamiento y que han alcanzado un

alto crecimiento en términos de tráfico y ventas apalancándose en sus principales ventajas competitivas: tecnología de primera línea y alta escala y volúmenes de *sourcing*. Asimismo, se caracterizan por poseer niveles altos de satisfacción del cliente.

Por su parte, los *retailers* locales, se encuentran más enfocados en la oferta multiproducto y en algunos casos proveyendo una propuesta de valor que incluye el asesoramiento tanto antes como luego de la compra. Esto les otorga un diferencial valioso a la hora de competir con los jugadores globales presentes en el mercado. Sin embargo, los *players* locales aún se encuentran tecnológicamente atrasados manteniendo una alta presencia *offline*, lo cual puede representar una dificultad en el futuro a medida que esta brecha se acrecienta.

Dentro de los principales *retailers* locales se hallan:

- CVC Corp. (ticker: CVCB3.SA): fundada en 1972 en Brasil, se trata de una agencia de turismo primariamente *offline* que logró convertirse en la mayor touroperadora del país, ofreciendo sus productos y servicios turísticos directamente a los consumidores a través de un exitoso esquema de franquicias y agentes independientes⁷. La compañía posee aproximadamente 3.500 empleados propios (cerca de 9.400 si se contempla los tercerizados por las agencias) y mantiene un modelo de negocio altamente rentable. El mismo se sustenta en un público poco sofisticado que no utiliza OTAs y que es susceptible del direccionamiento de demanda, un modelo de distribución que resulta muy atractivo para los franquiciados y que no requiere alta necesidad de inversión por parte de la empresa, una escala que permite sostener un fuerte poder de negociación con los proveedores y un ingreso compuesto principalmente por paquetes, los cuales brindan márgenes muy superiores a los de otros productos individuales.

⁷ A junio 2018, CVC contaba con 1.216 agencias exclusivas, aproximadamente 53 franquicias propias y más de 6.500 agentes independientes.

Adicionalmente a su desarrollo orgánico, CVC ha focalizado mucho su estrategia en la captura de mercado y crecimiento inorgánico. De este modo, en 2015 adquirió el 51% del consolidador aéreo Rextur Advance (completando la compra en 2017) y la totalidad de la OTA Submarino Viagens. En 2016 compró la agencia de viajes estudiantiles Experimento y en 2017 la consolidadora hotelera Trend y la touroperadora Visual. Continuando con su expansión, en 2018 adquirió la consolidadora aérea Esferatur y desembarcó por primera vez fuera de Brasil, realizando la compra de Bibam y Ola, empresas de turismo *retail* y mayorista de Argentina. Durante 2018, la compañía alcanzó un nivel de ventas de aproximadamente US\$ 3.600 millones habiendo crecido 14% en términos interanuales (o -3,8% versus el 2017 pro-forma cayendo producto del mercado argentino afectado por la devaluación). En cuanto a rentabilidad, el margen EBITDA/Gross Bookings se ubicó en un alto 5,4% si bien decreció 0,4 p.p. versus 2017. Cabe destacar que, en términos competitivos, CVC posee el 19,4% del mercado de intermediarios de viaje brasileño, según informa Euromonitor, ubicándose en el segundo puesto luego de Despegar (22,7% de cuota de mercado). A modo de comparación, Booking Holdings se encuentra en cuarto puesto con 10,6% de participación.

- Best Day (compañía privada): fundada en Cancún en 1984, Best Day es una empresa de turismo mexicana compuesta por las siguientes unidades de negocio: la OTA “Bestday.com” con el consumidor final como cliente (*B2C - Business to Consumer*), la consolidadora hotelera “HotelDo” (*B2B - Business to Business*) con fuerte presencia en todo Latinoamérica, el receptivo (*DMC - Destination Management Company*) “BD Travel” con vasta experiencia en Cancún y Riviera Maya, la plataforma de afiliados B2C “BD Travel Solution”, el touroperador “Gran Plan” (joint venture entre Grupo Aeroméxico y Best Day) y “Voiash”, segmento enfocado principalmente a las nuevas

generaciones. Según confirmaba su CEO, Best Day cuenta con un equipo de 2.200 personas y una facturación que en 2018 habría alcanzado por primera vez los US\$ 1.000 millones.

- Aviator (compañía privada): el Grupo Aviator, fundado en 1957 en Colombia, comenzó como una agencia de viajes que en la actualidad cuenta con 21 empresas, más de 265 oficinas en el país y 4.500 empleados. Dentro de sus negocios se hallan: agencia de viajes, carga, representaciones turísticas, hotelería, seguros, entre otros. Según el presidente del Grupo, el 50% de las transacciones ya se realizan a través de la web.
- Almundo (compañía privada): empresa de turismo argentina fundada en 1992 bajo el nombre Asatej. En 2013 el grupo hotelero Iberostar compró la compañía y un año después comenzó a llamarse Almundo. A junio de 2018 contaba con aproximadamente 1.000 empleados y según estimaba su CEO, la facturación sería de más de US\$ 650 millones a fines de ese año (habiendo alcanzado los US\$ 500 millones en 2017). Durante 2018 sus principales apuestas estratégicas estuvieron situadas en el desembarco en Brasil (donde invirtió US\$ 15 millones) y en expandir su presencia *offline* para profundizar su perfil omnicanal.
- Pricetravel (compañía privada): la compañía comenzó sus operaciones en la ciudad de Cancún en el año 2000 y tiene presencia principalmente en México y Colombia. Se trata de una empresa de turismo que comercializa sus productos a través sus sitios web, así como de *callcenter*, puntos de venta y negocios afiliados. Asimismo, funciona como motor de reservación de terceros y de agencias tradicionales por medio de sus marcas Travel Inn y Price Affiliates. Es dable destacar que Pricetravel ha tenido un historial de adquisiciones, comenzando en abril de 2015 con la compra de la empresa Reviamex (*DMC*) dedicada a dar servicio de traslado en el aeropuerto de Cancún. Posteriormente en julio 2015 adquirió Los Tiquetes Baratos, empresa colombiana cuyas ventas se

componían principalmente por productos aéreos. Finalmente, durante el tercer trimestre de 2015, formalizó la compra de Business Travel Consulting, empresa dedicada a la organización de congresos y convenciones corporativas. Cabe señalar que, durante el cuarto trimestre de 2018, Pricetravel realizó un joint venture en alianza con Avianca para la venta principalmente de paquetes (Avianca Tours). A fines de 2018 la compañía contaba con 136 puntos de venta en México y 21 en Colombia.

Finalmente se hallan los metabuscadores, dentro de los cuales se pueden mencionar compañías globales como Trivago (*metasearch* enfocado en hoteles con presencia en todo Latinoamérica), Kayak, Google Flights, así como empresas locales: Turismocity (Argentina), Viajala (Colombia), Voopter (Brasil), entre otros.

A partir del análisis competitivo realizado se evidencia que Despegar es el único *player* del mercado que ofrece una oferta multiproducto a nivel regional y que posee una fuerte presencia en los canales digitales, pudiendo competir con los grandes jugadores globales.

3.4. Oportunidades para Despegar en el mercado de viajes latinoamericano

Tal como se describió anteriormente, América Latina es una de las regiones más grandes y diversas del mundo, con una población de más de 600 millones de habitantes y múltiples lenguajes, monedas y regímenes regulatorios. De acuerdo a Despegar, el mercado de viajes latinoamericano presenta una oportunidad importante debido a su significativo tamaño de mercado, su base de proveedores altamente fragmentada y el alto crecimiento en la adopción de soluciones tecnológicas de parte de los consumidores. Asimismo, a medida que su cuota de mercado aumenta, Despegar se encuentra cada vez más capacitado de analizar datos como historia de viajes, preferencias e información de los consumidores, de modo de poder brindarles una mejor experiencia y personalizar las recomendaciones para aumentar la tasa de conversión de ventas.

Según considera la compañía⁸, su posición de liderazgo es producto de las siguientes fortalezas competitivas y factores que la distinguen dentro del mercado de viajes latinoamericano:

- Líder en la industria - Con su lanzamiento en 1999, Despegar se benefició de ser pionera en la industria de OTAs en la región, permitiéndole alcanzar una escala significativa y conocimiento de marca temprano. Durante este tiempo la empresa ha establecido relaciones con una amplia red de proveedores turísticos en Latinoamérica, convirtiéndose en el principal distribuidor de boletos aéreos y habiendo vendido aproximadamente 17% de los vuelos adquiridos a través de plataformas GDS en la región durante 2017 (según información de Amadeus).

Adicionalmente, Despegar provee a sus clientes el mayor portafolio de productos entre las OTAs latinoamericanas junto con aproximadamente 10 millones de reseñas generadas por clientes, de las cuales 2,1 millones fueron generadas en 2017, lo cual mejora la adopción de la plataforma por parte del usuario. Asimismo, la compañía está brindando mayor importancia a líneas aéreas basadas fuera de Latinoamérica, las cuales usualmente tienen baja presencia local en la región y representan más del 70% de los viajes internacionales reservados. Este tipo de viajes, en comparación con los domésticos, representa un atractivo particular dado su mayor ticket promedio y su mejor estructura de comisiones.

Por otro lado, la plataforma tecnológica de la compañía permite ofrecer a sus usuarios la habilidad de crear paquetes de 2 o más productos, pudiendo acceder a tarifas combinadas más bajas, las cuales podrían no estar disponibles en caso de comprar los productos individualmente. En línea con lo anterior, Despegar se beneficia de ventajas

⁸ Fuente: 20-F 2018

de escala dado que su gran base de clientes le permite atraer más proveedores y a cambio la mejor y más nutrida oferta atrae nuevos clientes, generando un círculo virtuoso.

- Reconocimiento de marca - Despegar, conocida como la marca global, y Decolar, la marca brasileña, tienen un reconocimiento de marca líder en viajes en línea en mercados clave, incluidos Brasil y Argentina. De acuerdo con los datos de tendencias de los motores de búsqueda (Google) que se basan en el número relativo de búsquedas de palabras claves relacionadas con la marca durante 2017, Despegar obtuvo una participación aproximada del 27% en América latina.
- Experiencia y liderazgo en el mercado local - Despegar se caracteriza por tener una sólida trayectoria en América Latina, con presencia en 20 mercados de Latinoamérica, y con una posición líder como *OTA* en mercados clave como Brasil, Argentina, México, Chile y Colombia.

En los dos mercados más grandes, Brasil y Argentina, la compañía opera desde hace más de 18 años. El conocimiento de los consumidores locales y sus patrones de compra y preferencias de viaje, así como la capacidad para ofrecer financiamiento a través de la construcción de relaciones con instituciones financieras, han permitido servir a los clientes con mayor eficacia que los competidores globales de fuera de la región. Por otro lado, las relaciones con proveedores le permiten a Despegar ofrecer una mayor escala y amplitud de ofertas en comparación con sus competidores locales más pequeños.

Asimismo, como *OTA* líder en América Latina, la compañía ha desarrollado relaciones institucionales con una amplia gama de bancos locales para ofrecer planes de pago en cuotas a sus titulares de tarjetas de crédito como una opción de compra alternativa. La

escala, el acceso al tráfico que llega a Despegar, así como el alto volumen de transacciones le permite contar con estas asociaciones bancarias y por lo tanto obtener ofertas competitivas. Este diferencial financiero representa una ventaja competitiva respecto de otros competidores locales que no ofrecen planes de pago u ofrecen planes de pago de una selección más limitada de proveedores de financiamiento o en una selección de países más limitada. A su vez, estos acuerdos le permiten a Despegar no asumir el riesgo por incumplimiento de pago de sus clientes, potenciando las ventas con un riesgo muy bajo.

- Liderazgo en oferta móvil - Los dispositivos móviles son una parte cada vez más importante del negocio de venta online, ya que los consumidores pueden acceder y explorar rápidamente las ofertas de viajes en tiempo real, comparar precios y realizar compras a través de sus dispositivos móviles. Es dable destacar que Despegar lanzó su aplicación móvil en 2012 y que, a diciembre de 2017, Despegar ya contaba con 38,4 millones de descargas acumuladas desde la tienda de aplicaciones iOS y Google Play con un promedio de 4,5 estrellas de calificación. Adicionalmente, en 2017 el tráfico móvil representó aproximadamente el 54% de todas las visitas de usuarios, y el 28% promedio en porcentaje de transacciones. Asimismo, se evidencia que los clientes que utilizan los dispositivos móviles para realizar sus compras poseen mayor ratio de repetición que aquellos que ingresan a través del sitio web. Adicionalmente, las aplicaciones móviles permiten la comercialización de productos en destino, que facilita la venta cruzada (*cross-selling*) de productos de viaje adicionales, como alquiler de automóviles y otros servicios a los clientes. Si bien gran parte de los consumidores utilizan su dispositivo móvil para buscar productos de viaje, pero completan sus transacciones en la web, la compañía confía en que, a medida que aumente la

penetración del comercio *online* y el uso de dispositivos móviles, esta podrá beneficiarse de la demanda creciente.

- Potente plataforma de análisis y datos - El alto tráfico web y móvil que posee la compañía, así como el volumen de transacciones, generan una cantidad significativa de datos que le permite a Despegar comprender mejor el comportamiento de sus clientes, brindarles ofertas de viajes personalizadas y desarrollar estrategias de ventas, marketing y operativas más eficaces. Con el fin de ofrecer los contenidos y productos más efectivos para cada cliente, se analiza exhaustivamente los datos recopilados para identificar y resaltar los productos y destinos más valiosos en cada interacción con el consumidor. Al recopilar y analizar los datos en tiempo real, la compañía puede evaluar y reaccionar rápidamente a los cambios en el comportamiento de los clientes, los precios de mercado y otras dinámicas competitivas. Actualmente, la mayoría de los visitantes de la plataforma ven una página de inicio personalizada basada en factores como la información de la cuenta de usuario, la búsqueda anterior, la geolocalización y las compras históricas.
- Capacidades efectivas de marketing - La empresa ha invertido importantes recursos en su equipo de marketing y considera que es un impulsor clave del negocio. A través del propio manejo del equipo de marketing *in-house*, Despegar puede controlar todos los aspectos del presupuesto, campañas de marketing y análisis de mercado, sin la necesidad de agencias o consultores externos. El conocimiento local y la experiencia obtenida a través de los años en sus mercados clave le han permitido a la compañía desarrollar relaciones directas con una amplia gama de proveedores de medios locales y regionales, comprando medios directamente y evitando intermediarios más costosos. Asimismo, Despegar ha invertido en equipos creativos, de producción y de ejecución de medios propios, quienes se encuentran capacitados para adaptar rápidamente la

estrategia de marketing apalancándose en el análisis de datos para una segmentación más precisa del cliente. Adicionalmente, la empresa ha desarrollado su propia plataforma de *software* para administrar sus capacidades de optimización de búsqueda, lo que le permite adaptar los mensajes de manera efectiva para mercados y clientes objetivo específicos.

- Equipo probado y experimentado - El equipo directivo de Despegar tiene una vasta experiencia en el sector de viajes y diversas industrias en América Latina. Los miembros se han desempeñado en organizaciones como Kimberly-Clark, LATAM Airlines, McKinsey, Morgan Stanley, PwC y Thales, entre otras. Además del equipo directivo, la compañía posee un amplio equipo de tecnología que incluye alrededor de 1.200 desarrolladores y profesionales en sistemas. Al fomentar una cultura laboral colaborativa y de alto rendimiento, la empresa atrae desarrolladores de *software* con talento de primera línea, ofreciéndoles un entorno de trabajo atractivo para el desarrollo de carrera.

3.5. La estrategia de Despegar frente al entorno competitivo

Según manifiesta la compañía⁹, el objetivo de Despegar se sustenta en expandir aún más su posición de liderazgo en la región, continuar innovando para atender mejor las necesidades de sus clientes y proveedores e incrementar la rentabilidad. Para alcanzarlo, se basa en las siguientes estrategias claves:

- Continuar creciendo y desarrollando la base de clientes en América Latina - Despegar considera que existen importantes oportunidades para ampliar aún más su base de clientes en la región y, al mismo tiempo, aumentar la porción del gasto total en viajes

⁹ Fuente: 20-F 2018

que realizan sus clientes en la empresa (*share of wallet*). Durante 2018, aproximadamente 5,3 millones de clientes realizaron transacciones en la plataforma de la empresa, en comparación con los 4.0 millones de clientes en 2016 (representando un incremento del 32%). Asimismo, la compañía estima que la experiencia brindada al cliente, la oferta integral de productos y el marketing de alto impacto, como la publicidad en línea, la televisión, la radio y los medios impresos, le permitirán continuar impulsando las compras, atrayendo nuevos clientes e incrementando el *repeat rate*.

- Continuar mejorando la oferta de productos - La compañía considera que puede potenciar su negocio ampliando su oferta de productos con el fin de satisfacer las crecientes necesidades tanto de sus clientes existentes como de los nuevos. Por ejemplo, en los últimos años, se han lanzado nuevos productos, incluidos seguros de viaje, viajes en autobús, alquileres de vacaciones y touroperación, en varios de los mercados existentes y se estima expandir estos servicios a nuevos países. Asimismo, la compañía continúa fortaleciendo su plan de pagos en cuotas y agregando otras opciones de pago (como tarjetas de débito y la aceptación de múltiples tarjetas de crédito en una sola transacción) así como varias opciones de pago específicas de cada mercado (como el boleto parcelado en Brasil), para atraer más clientes y mejorar la conversión de compra al momento de pagar.
- Aumentar la venta cruzada (*crosselling*) - Despegar planea aumentar sus ventas netas al capitalizar aún más su gran escala, el alto volumen de tráfico y la tecnología para continuar incrementando las ventas cruzadas. La empresa considera que existe un espacio significativo para hacer crecer su venta de paquetes, hoteles y otros productos de viaje a través de iniciativas de marketing y *crosselling*. Para lograrlo su estrategia se basa en ofrecer descuentos exclusivos en determinados productos al momento de la compra, enviar correos electrónicos de postventa dirigidos a ciertos clientes y realizar

marketing móvil personalizado una vez que el consumidor se encuentra en destino con ofertas de productos adicionales que puedan serle de interés

- Ampliar y profundizar las relaciones con los proveedores - Despegar proyecta ampliar su base de proveedores, así como profundizar sus relaciones con los proveedores. La compañía planea continuar brindándoles acceso a su amplia base de clientes y ofrecer planes de tarifas múltiples y ofertas de paquetes, para impulsar la demanda de los productos de sus proveedores y así contribuir en el crecimiento de sus negocios. Adicionalmente, la empresa asegura que seguirá invirtiendo en su *software* para ofrecer a los proveedores herramientas para gestionar mejor su inventario.
- Continuar invirtiendo en la oferta móvil - Despegar planea continuar invirtiendo en su plataforma móvil lanzando nuevas funciones y funcionalidades. Adicionalmente, la empresa fortalecerá su estrategia de inversión en marketing móvil para fomentar las descargas de la aplicación y la conversión, lo que la empresa considera que representa una oportunidad de crecimiento importante para el negocio. Asimismo, mediante tarifas solo disponibles para dispositivos móviles, productos empaquetados personalizados y estrategias de marketing en destino a través de la aplicación móvil, Despegar ofrece a sus clientes una atractiva gama de productos de viaje de una manera eficiente. La compañía considera que al adoptar este enfoque móvil y poner a disposición de los usuarios una aplicación con tecnología de primer nivel (con *features* como por ejemplo el reconocimiento de cuentas, el servicio al cliente en la aplicación, las opciones de pago automatizadas, las ofertas de productos en base a la geolocalización, las notificaciones segmentadas, entre otros), el negocio se verá fuertemente impulsado y su crecimiento acelerado.
- Enfoque en la eficiencia operativa - La compañía afirma haber invertido agresivamente a lo largo de los años para escalar sus operaciones y respaldar el crecimiento del

negocio. De este modo, pretende seguir mejorando la infraestructura y tecnología que respalda la plataforma para facilitar la mejor oferta de productos, proporcionar un rendimiento confiable del sitio y garantizar un servicio al cliente de alta calidad mediante el procesamiento puntual de las solicitudes y la supervisión frecuente de la *performance*. Adicionalmente planea invertir en iniciativas para promover una mayor automatización y mejorar la eficiencia, lo que simplificará las operaciones y reducirá los costos. Despegar proyecta continuar implementando estrategias de prevención de fraudes e invirtiendo en herramientas para minimizar tanto la exposición al fraude como los rechazos de ventas legítimas. Por otra parte, continuará enfocándose en la mejora de los procesos internos y la integración del inventario de proveedores, ya que considera que existe una significativa oportunidad de capturar crecimiento adicional en estas áreas.

- Realizar adquisiciones estratégicas - Más allá de las estrategias de crecimiento orgánico, Despegar también considera que podría expandir su negocio a través de adquisiciones de *targets* que le permitan mejorar las ofertas de productos a los clientes, ingresar a nuevas geografías, mejorar la infraestructura operativa o adquirir capacidades tecnológicas.

4. Análisis Financiero

El análisis financiero de Despegar llevado a cabo en el presente capítulo se basa en la información de los ejercicios contables 2015, 2016, 2017 y 2018 reportados por la compañía. Cabe destacar que las operaciones de Despegar en cada país donde tiene presencia son realizadas en moneda local, si bien, a los fines de realizar los reportes financieros periódicos, la información se consolida y es notificada en dólares. De este modo, los datos bajo análisis tienen embebidos los efectos inflación (al operar en moneda local) y variación del tipo de cambio de cada país donde Despegar opera (al agregar esa información y exponerla en dólares). A continuación, en la Tabla 7 y Tabla 8, se detallan los datos de inflación y tipo de cambio para los dos mercados más importantes de la compañía en términos de ventas, Brasil y Argentina, los cuales representan 41% y 23% de las transacciones de Despegar, respectivamente. En cuanto a la inflación, la tasa acumulada en el periodo bajo análisis fue de 230% para Argentina y de 27% para Brasil. En referencia a las variaciones de tipo de cambio, Argentina presentó una tasa de devaluación de 67% entre 2015 y 2018, mientras que, en el caso de Brasil, esta fue de 9% en dicho periodo.

Tabla 7 - Tasa de inflación

Tasa de inflación (%)	2015	2016	2017	2018
Brasil	9,0%	8,8%	3,5%	3,7%
Argentina	27,5%	40,3%	24,8%	47,7%

Fuente: Banco Central do Brasil, INDEC (Argentina)

Tabla 8 - Tipo de cambio

Tipo de cambio promedio anual	2015	2016	2017	2018
Brasil (BRL\$/US\$)	3,33	3,49	3,19	3,65
Argentina (ARS\$/US\$)	9,23	14,76	16,56	28,18

Fuente: EMIS University / EIU Industry Reports

4.1. Tendencias y factores claves que afectan los resultados financieros de Despegar

En línea con la estrategia corporativa detallada en la Sección 3 del presente trabajo y tal como describe la compañía bajo análisis¹⁰, los resultados operativos y financieros de Despegar se ven impulsados principalmente por los siguientes factores y tendencias:

- Crecimiento de la base de clientes y retención de los clientes existentes – Según considera la empresa, un motor clave de las ventas netas es el número de transacciones y el crecimiento en su base de clientes. Desde 2012 a 2018, dicha base pasó de conformarse por 2,7 millones de clientes únicos a 5,3 millones en 2018, casi duplicándose en 5 años. Uno de los impulsores más críticos es la percepción de la marca, la cual es promovida tanto a través de estrategias de marketing *online* como *offline* en todos los mercados latinoamericanos donde Despegar tiene presencia. Asimismo, la compañía también se beneficia del círculo virtuoso de tener una base de clientes más importante ya que ello atrae nuevos proveedores, lo cual a su vez atrae nuevos clientes y mejora la retención y tasas de repetición de compra de los usuarios existentes. Adicionalmente, la empresa mantiene el foco en la satisfacción del cliente para generar relaciones de compra de largo plazo con sus usuarios. Por ejemplo, en 2016, 2017 y 2018, aproximadamente el 60%, 64% y 72% (respectivamente) de los consumidores ya habían utilizado la plataforma de Despegar para compras previas.
- Venta cruzada (*cross-selling*) - Los resultados financieros también se ven favorablemente afectados por la capacidad que tenga la compañía de realizar venta cruzada y aumentar el número de productos que se venden en cada transacción. De esta

¹⁰ Fuente: 20-F 2017

manera, es posible incrementar el ingreso que deviene de cada compra sin incurrir en los costos asociados a adquirir nuevos clientes.

- Cambios en el mix de producto y oferta de nuevos productos – Adicionalmente al total de transacciones realizadas, los resultados operativos de la empresa también varían dependiendo del mix de producto. Particularmente, las ventas de paquetes y hoteles suelen poseer mayores márgenes que las de boletos aéreos. Asimismo, Despegar continúa expandiendo su oferta de productos, adicionando nuevas categorías a sus servicios, como por ejemplo ómnibus, alquileres temporarios, entre otros.
- Transición hacia transacciones móviles – A medida que crece la penetración de *smartphones* e internet en América Latina, sus habitantes han comenzado a hacer más uso de sus dispositivos móviles para realizar transacciones *online*. Para Despegar, este fenómeno es un punto clave para el negocio ya que los consumidores rápidamente pueden acceder y buscar a través de sus dispositivos las ofertas, comparar precios y ejecutar la compra de manera fácil y ágil. Durante 2016, 2017 y 2018, el canal móvil representó el 50%, 54% y 61% (respectivamente) de las visitas de usuarios y aproximadamente el 23%, 28% y 34% (respectivamente) de las transacciones. Asimismo, el foco estratégico en el desarrollo de este canal permite que la compañía se mantenga conectada con sus clientes una vez que estos llegan a su destino, generando la oportunidad de ofrecerles productos adicionales como por ejemplo alquiler de autos, seguros de viaje, hoteles de último minuto, etc.
- Costos de venta y marketing – El número de transacciones y ventas (o *gross bookings*), y por ende las ventas netas y resultados, se ven impactados por el nivel de gastos de ventas y marketing. Despegar releva estos costos, y su impacto en el negocio, prácticamente en tiempo real, ya que una parte importante de ellos se relaciona con el marketing *online* el cual permite este tipo de monitoreo constante. De este modo, la

empresa tiene la capacidad de ajustar casi de inmediato sus gastos según los cambios que se sucedan en las condiciones de mercado.

4.2. Métricas operativas

Dentro de las métricas operativas claves que la empresa monitorea se encuentran:

- Número de transacciones: total de órdenes vendidas por Despegar durante un determinado periodo de tiempo
- Precio de venta promedio: valor unitario medio de las transacciones realizadas.
- *Gross bookings*: refleja la facturación o el precio de compra agregado de todos los productos vendidos por Despegar en un determinado periodo de tiempo.

En la Tabla 9 se exponen las figuras correspondientes a cada métrica para el periodo bajo estudio (2015-2018) y sus respectivos crecimientos interanuales. Asimismo, en las secciones subsiguientes se detalla el análisis de cada una.

Tabla 9 - Métricas operativas

Métricas operativas	2015	2016	2017	2018
Transacciones (# miles)	7.705	7.212	9.056	10.393
<i>Crecimiento interanual %</i>		-6,4%	25,6%	14,8%
Precio promedio de venta (US\$)	468	452	492	454
<i>Crecimiento interanual %</i>		-3,4%	8,8%	-7,8%
Gross Bookings (US\$ millones)	3.607	3.260	4.455	4.715
<i>Crecimiento interanual %</i>		-9,6%	36,6%	5,9%

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

4.2.a Número de transacciones

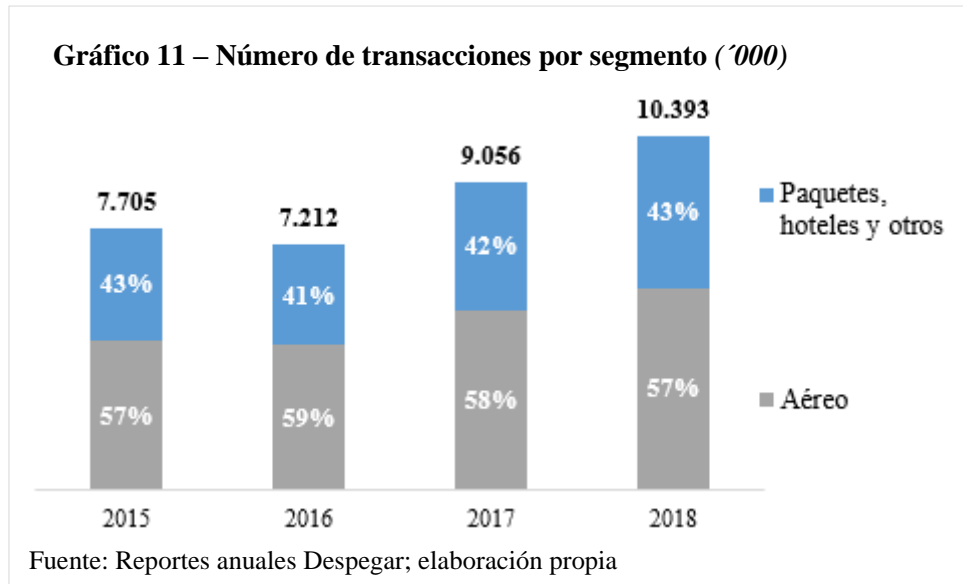
Este indicador hace referencia al total de órdenes completadas por los clientes en Despegar durante un determinado periodo de tiempo. La compañía evalúa el número total de transacciones, así como el correspondiente a cada segmento (Aéreo y Paquetes, hoteles y otros)

y a cada país (Brasil, Argentina y resto de países donde opera). Esta métrica es importante ya que evidencia el nivel de aceptación de los clientes y la escala que gana (o pierde) el negocio periodo a periodo. A diferencia de los *gross bookings* o los indicadores financieros, el número de transacciones es independiente del precio de venta promedio, el cual puede estar influenciado por las tasas de inflación de cada país y las variaciones en los diversos tipos de cambio.

En el periodo bajo análisis (2015-2018) se evidencia un crecimiento total en el número de transacciones de 35%, representando una tasa de crecimiento compuesta anual de 10,5% siendo 2017 el año que mayor incremento presentó: 25,6% interanual. Por su parte, el último año relevado, 2018 se vio afectado por las condiciones macroeconómicas desfavorables, principalmente en Argentina, lo cual repercutió en su crecimiento el cual fue de 14,8%, casi 11 p.p. menos que el año anterior.

ii. Por segmento

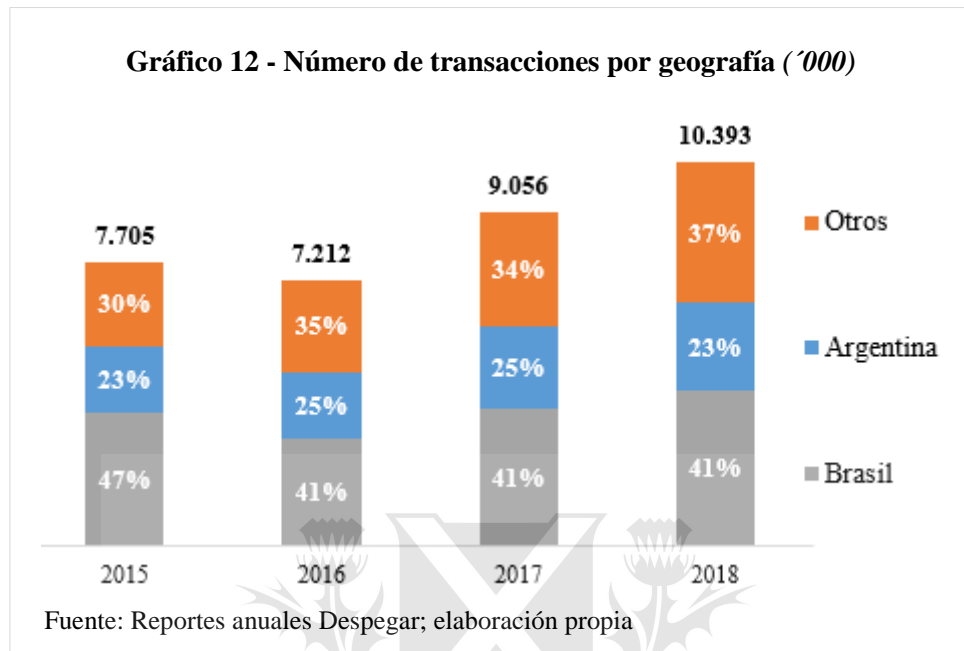
Una de las maneras en las que Despegar analiza la evolución en el número de transacciones es por segmento, es decir monitoreando el peso de las transacciones vinculadas a la compra de boletos aéreos versus las ventas de productos no aéreos como paquetes, hoteles y otros. Si bien la compañía pone sus esfuerzos en incrementar el porcentaje relativo de este último segmento, en el Gráfico 11, se evidencia que el porcentaje del mismo se mantiene prácticamente inalterado fluctuando entre el 41%-43% en los 4 años bajo análisis. Según explica la empresa, el peso en 2018 hubiera sido mayor sino fuese por la contracción económica que sufrió Argentina durante ese año dado que es el mercado que mayor porcentaje del segmento no aéreo presenta.



ii. Por geografía

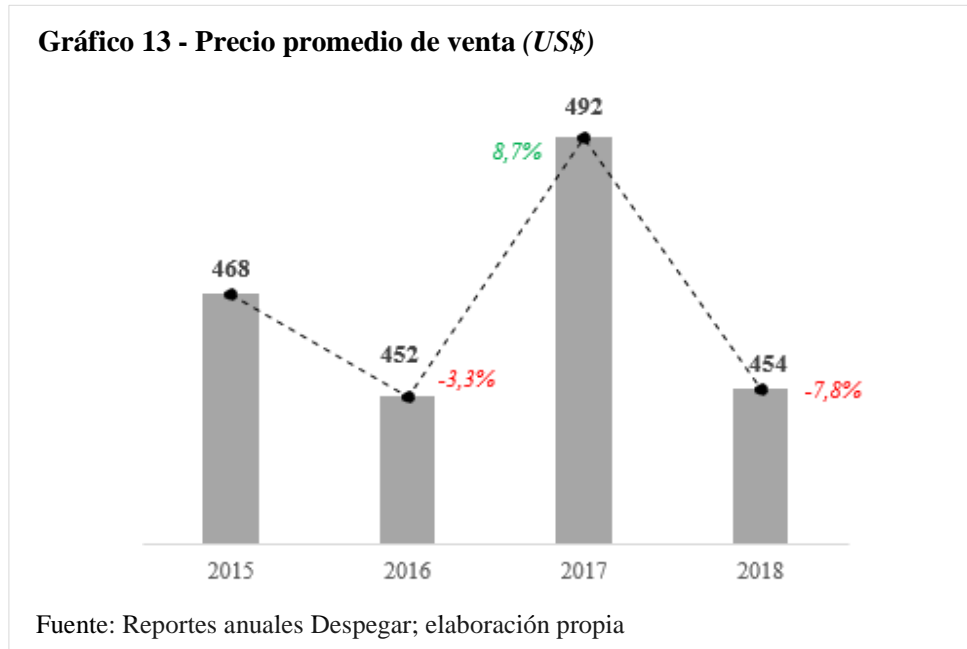
Otra de las formas en las que Despegar analiza la evolución en el número de transacciones es por país, es decir monitoreando el peso de las transacciones realizadas en los principales mercados donde opera: Brasil y Argentina. Tal como se observa en el Gráfico 12, durante el periodo 2015-2018 se observa que la compañía ha logrado diversificarse geográficamente, en tanto el porcentaje de transacciones realizadas fuera de sus mercados claves pasó de 30% en 2015 a 37% en 2018. Por su parte, Argentina se mantuvo prácticamente igual en este lapso de tiempo, representando el 23% de las transacciones en 2018, mientras que Brasil perdió 6 p.p. en estos 4 años alcanzando el 41% en el último año. En términos de crecimiento, Brasil (el mercado más importante para Despegar con respecto a ventas) reportó una variación interanual de 13,6% en 2018. Por otro lado, Argentina se vio afectada por las condiciones macroeconómicas desfavorables durante dicho año (tasa de inflación cercana al 50%, caída estimada del PBI de 2,5% y devaluación del peso argentino del 45%) lo cual repercutió en las transacciones registradas en dicho país que crecieron un tercio del incremento evidenciado en el número de transacciones totales. A pesar de ello, y según explica la empresa,

Despegar tuvo la habilidad de ajustarse rápidamente a los cambios en las dinámicas de mercado y junto con su posición de liderazgo, logró incluso aumentar su *market share*.



4.2.b Precio promedio de venta

El indicador Precio promedio de venta (*ASP – Average Selling Price*) hace referencia al valor unitario medio de las transacciones realizadas en las plataformas de la compañía. Tal como se observa en el Gráfico 13, esta métrica ha ido fluctuando alcanzando un valor de US\$ 454 en 2018, luego de caer 7,8% en términos interanuales. Esta merma se debió en mayor medida a la contracción del mercado argentino durante dicho año, el cual se vio afectado por la fuerte devaluación de su moneda lo que generó que, a pesar de haberse incrementado en moneda local, en términos de dólar el *ASP* se contrajo significativamente. Por otro lado, en 2018 también se evidenció en los mercados claves de Despegar, una tendencia a favor de la compra de productos domésticos (en lugar de internacionales), los cuales traen vinculados un precio promedio de transacción inferior.

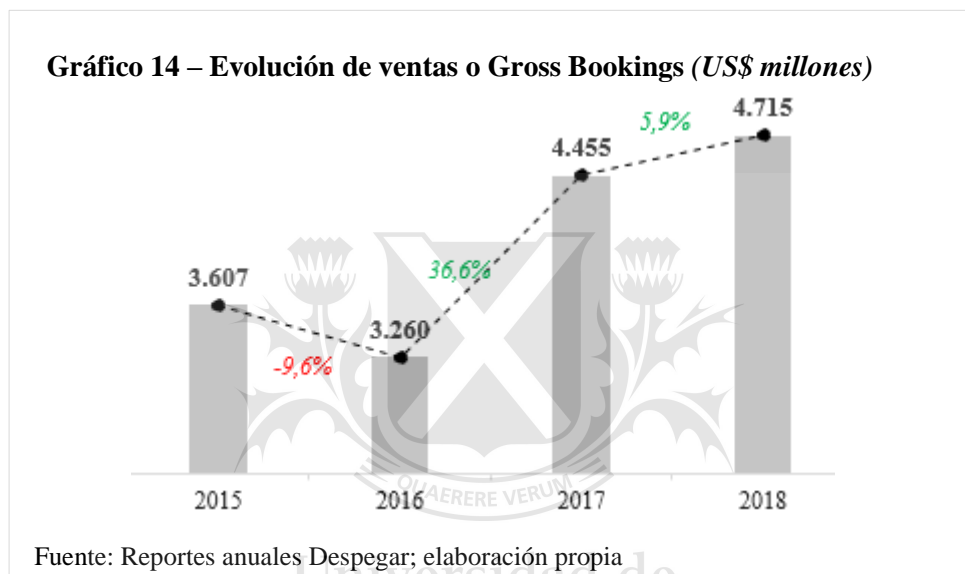


4.2.c Gross Bookings

El indicador *gross bookings* es una métrica operativa que representa el precio de compra agregado de todos los productos adquiridos por los clientes a través de las plataformas de Despegar durante un determinado periodo de tiempo. Dado que prácticamente todas las ventas netas provienen de comisiones y otros incentivos pagados por los proveedores, así como de comisiones cobradas a los clientes, los cuales devienen del total de ventas (o *gross bookings*) realizados, Despegar monitorea este indicador como una medida de su habilidad de generar ventas netas. En relación con los indicadores previamente analizados, la métrica *gross bookings* es el resultado de multiplicar las transacciones totales por el precio promedio de venta, durante un determinado periodo de tiempo.

Tal como se puede observar en el Gráfico 14, luego de haber caído cerca de 10% en 2016, la compañía evidenció un crecimiento significativo de sus ventas en 2017, alcanzando una variación interanual de 36,6%, en línea con las condiciones favorables que presentó la región latinoamericana durante dicho año. Contrariamente, 2018 presentó un crecimiento

interanual muy inferior al previo principalmente afectado por el mercado argentino el cual decreció tanto en transacciones como en precio promedio de venta (en tanto las reservas viraron hacia viajes domésticos de menor valor). Por su parte, Brasil presentó una mejor performance, lo cual permitió, junto con el resto de los países donde la compañía opera, balancear la contracción de Argentina, concluyendo en un crecimiento total de *gross bookings* de 5,9% en 2018.



4.3. Ventas netas

Tal como lo describe la compañía¹¹, Despegar reporta ingresos en términos netos (ventas netas), al deducir cancelaciones e impuestos vinculados a las ventas, de las ventas netas generadas. Prácticamente todo el ingreso proviene de comisiones y otros incentivos pagados por los proveedores y cargos por servicio cobrados a los clientes (representando 97% y 98% del total de ventas netas en 2016 y 2017, respectivamente). En menor medida, otras avenidas de ventas netas son las ventas de publicidad de terceros en las plataformas web de la empresa o el cobro recibido por los proveedores cuando estos son incluidos en las publicidades de Despegar en los medios de comunicación. Para tomar noción de su baja importancia relativa,

¹¹ Fuente: F-20 2018

estas fuentes de ventas netas, ligadas a anuncios publicitarios, representaron en 2015, 2016 y 2017 el 1,8%, 1,8% y 2,7%, respectivamente, del total de ventas netas generadas por Despegar.¹²

Las comisiones cobradas a proveedores y cliente toman diversas formas incluyendo:

- Comisiones *up-front* de proveedores, reconocidas al momento de la reserva o al momento del *check-in*.
- Comisiones *back-end* y otras bonificaciones de proveedores, basadas en el alcance de ciertas metas de volumen pactadas con los proveedores.
- Incentivos *GDS*, cobrados a los intermediarios entre las compañías aéreas y las agencias por utilizar sus servicios (ej. Amadeus o Sabre).
- Comisiones cobradas a los usuarios, las cuales varían según diversos factores como el tipo de producto, el destino del viaje y el punto de venta.

Asimismo, la manera en que se reconoce el ingreso depende del tipo de producto que se esté transaccionando:

- Aéreo: el ingreso es reconocido al momento de la venta, cuando se trata de comisiones *up-front* o cargos de servicio cobrados al cliente. Este segmento ha ido mermando su relevancia dentro del total de ventas netas, en línea con la estrategia de la compañía de virar hacia productos con mayor margen como lo son los paquetes y hoteles. El peso de esta categoría en el total de las ventas netas pasó de 52% en 2015 a 40% en 2018.
- Paquetes, hoteles y otros: en la mayoría de los casos el ingreso es reconocido al momento del viaje, exceptuando los casos de transacciones no reembolsables.

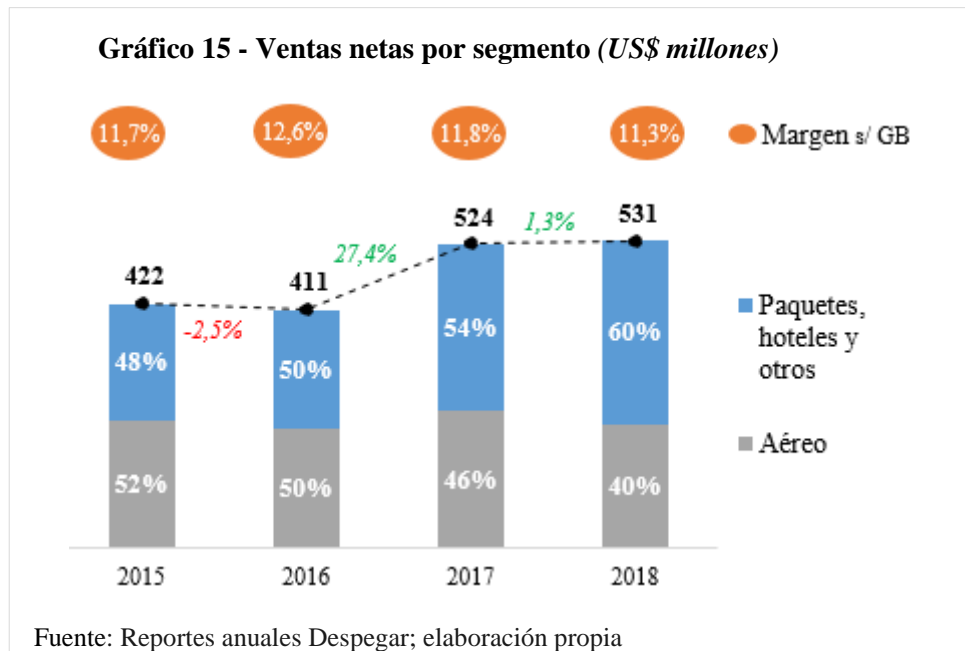
¹² Existen otros conceptos de menor relevancia que componen la cuenta de ventas netas como por ejemplo ingresos diferidos.

Contrariamente al caso anterior, este segmento es fuertemente fomentado por la empresa en tanto trae aparejado un mayor margen y un mayor ingreso por transacción que los productos aéreos. De este modo puede observarse que el porcentaje de esta categoría dentro de las ventas netas pasó de 48% en 2015 a 60% en 2018.

Adicionalmente, el reconocimiento de ventas netas depende también del tipo de modelo que se esté adoptando:

- En el modelo *merchant*, o pre-pago, los acuerdos con proveedores que mantiene Despegar le permiten recibir el pago total al momento de la reserva, si bien el abono al proveedor se realiza luego del *check-out* del pasajero. En 2016 y 2017, 80% y 81% de las ventas netas, respectivamente, se generaron a través de este modelo.
- Bajo el modelo *agency*, o pago en destino, la compañía puede registrar la reserva sin cobrarle nada al cliente o bien reconocer un monto igual a la comisión por servicio mientras que el abono al proveedor lo realiza el usuario una vez utilizado el producto comprado. En 2016 y 2017, 5% y 6% de las ventas netas, respectivamente, se generaron a través de este modelo.
- Existen otras fuentes de ventas netas que no corresponden a los modelos anteriormente mencionados, tratándose de las ventas netas por publicidad y los incentivos de proveedores (principalmente aquellos provenientes de líneas aéreas y *GDS*). En 2016 y 2017, 15% y 13% de las ventas netas, respectivamente, se generaron a través de estas fuentes.

A continuación, en el Gráfico 15 se presentan los datos referidos a Ventas netas por ventas de la compañía para el periodo comprendido entre los años 2015-2018.



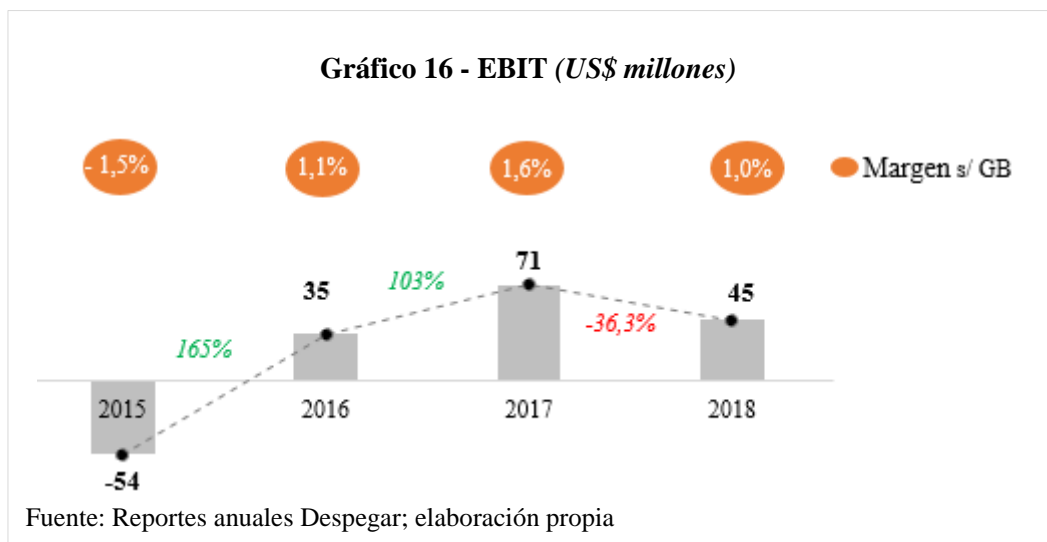
Como puede observarse, las ventas netas decrecieron 2,5% interanual en 2016 para luego recuperarse y aumentar 27% en 2017 pasando de US\$ 411 millones en 2016 a US\$ 524 millones el año siguiente. Este crecimiento se debió principalmente al incremento de 26% en el número de transacciones y de 37% en el *gross bookings*, indicadores que aumentaron por la estabilización de las condiciones macroeconómicas en Brasil y Argentina durante 2017, un aumento en el esfuerzo de marketing y ventas, cambios en el mix de producto hacia el segmento Paquetes, hoteles y otros y un crecimiento en la proporción de viajes internacionales (lo cual típicamente traer aparejado un precio promedio de venta mayor y un ingreso por transacción superior) junto con una mayor duración de la estadía promedio.

Por su parte, en referencia a 2018, el ingreso por ventas se mantuvo estable en términos interanuales creciendo 1,3%, si bien su margen sobre *gross bookings* o *take rate* decreció ya que las ventas evidenciaron un mayor crecimiento, aumentando 6% durante dicho periodo. Esta merma en el margen (de 11,8% en 2017 a 11,3% en 2018) acompaña la tendencia iniciada en 2017 y se sucede principalmente como consecuencia de una estrategia de reducción de comisiones a los clientes para fortalecer la cuota de mercado de la empresa, descuentos en el

producto paquetes para fomentar su demanda, un incremento en la proporción de viajes con destino doméstico (principalmente en Argentina por el impacto de la devaluación de la moneda) y menores comisiones *back-end* de las aerolíneas por no llegar a las metas de volumen acordadas ante la menor demanda. Asimismo, y tal como se mencionaba anteriormente, a lo largo del periodo bajo análisis se observa una tendencia creciente respecto de la proporción del segmento Paquetes, hoteles y otro dentro de las ventas netas totales, alcanzando el 60% de los mismo en 2018 y creciendo 12 p.p. frente a 2015.

4.4. Resultado operativo - EBIT

Tal como se observa en el Gráfico 16, el resultado operativo de Despegar en 2018 alcanzó el monto de US\$ 45 millones, luego de caer 36% en comparación con el año anterior. En términos relativos, el margen operativo de Despegar se vio deteriorado en 0,6 p.p. en 2018 versus el año anterior, ubicándose en 1% de las ventas (o *gross bookings*). Esta merma se debió a que las ventas netas prácticamente no crecieron en este periodo, mientras que sí lo hicieron los costos por productos vendidos, así como los costos de ventas y marketing, los cuales representan una porción muy relevante del total de costos operativos de la compañía (56% del total en 2018).



En cuanto a los costos por productos vendidos, durante 2018, estos se vieron incrementados tanto en montos absolutos (21% interanual) como en porcentaje de gross bookings (0,5 p.p.) impactando negativamente en el EBIT de la empresa. Estas variaciones fueron principalmente motivadas por mayores costos ligados al ofrecimiento de cuotas (en tanto Despegar decidió aumentar la disponibilidad y duración de las cuotas para impulsar la demanda) así como por la significativa suba de tasas en Argentina. Adicionalmente, el costo de procesamiento de tarjetas aumentó reflejando una mayor proporción de las transacciones donde la empresa fue el procesador de las mismas (en lugar de las aerolíneas). Esto último se encuentra en línea con la estrategia de ofrecer mejores opciones de financiamiento al usuario y mejorar la experiencia de cliente. En menor medida, también crecieron los costos de servicio, mientras que los costos de fraude mantuvieron su tendencia decreciente.

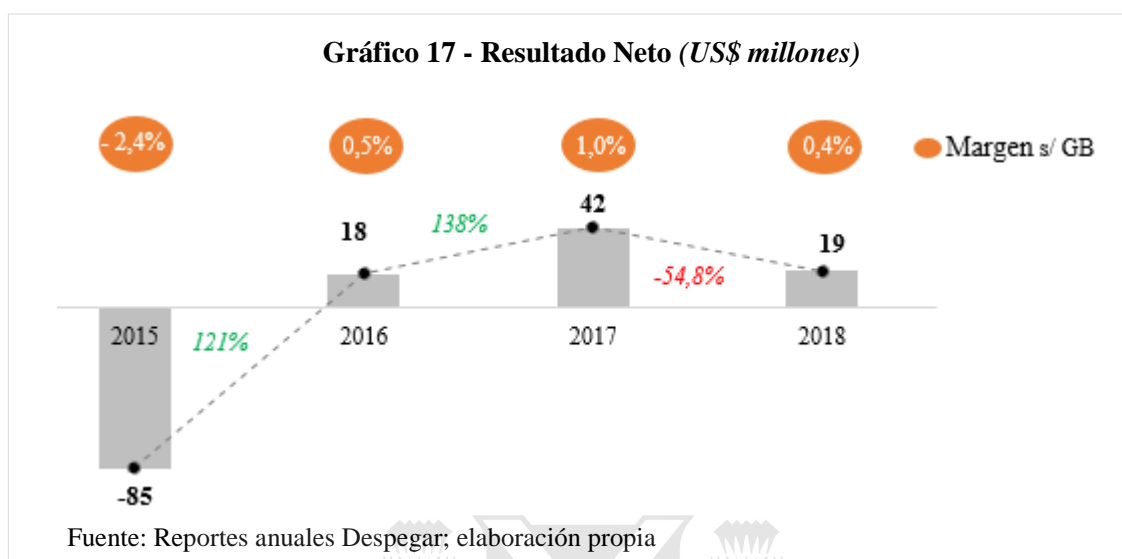
En menor medida los gastos de ventas y marketing también se vieron incrementados (5% en el periodo 2018), si bien mantuvieron prácticamente estables en términos de *gross bookings*. El crecimiento absoluto fue el resultado de las mayores inversiones vinculadas al objetivo de la compañía de incrementar el reconocimiento de su marca como así también fortalecer su *market share*, si bien estos gastos fueron parcialmente contrarrestados por las depreciaciones cambiarias sufridas en mercados relevantes de la firma, como lo es Argentina.

Por su parte, durante el 2017 el EBIT de Despegar reflejó una mejora importante (+103% interanual) como consecuencia de un aumento en las ventas netas del segmento aéreo y una disminución en los costos de fraude. Cabe destacar que en 2015 la compañía afrontó un grave problema de fraude en Brasil lo cual perjudicó significativamente sus resultados, evidenciando un EBIT negativo de US\$ 54 millones, el cual logró ser revertido en 2016 (alcanzando un resultado operativo de US\$ 35 millones).

4.5. Resultado neto

Tal como indica el Gráfico 17, el Resultado Neto de la compañía alcanzó en 2018 un monto de US\$ 19 millones luego de caer 55% versus el año anterior, como consecuencia de las variaciones en ventas netas y costos previamente explicadas en este trabajo. Asimismo, los gastos financieros sufrieron un incremento de 14% interanual en 2018 como resultado de un mayor descuento de cuentas a cobrar en Brasil. Esto se debe a que gran parte de los clientes financia sus compras utilizando planes de cuotas ofrecidos por diversas instituciones financieras. Cuando el usuario hace uso de esta facilidad, usualmente la institución financiera asume el riesgo de cobro y Despegar recibe el pago en su totalidad menos de un mes después de que la reserva se ha ejecutado. Sin embargo, los acuerdos que posee Despegar con los entes financiadores en Brasil difiere de este sistema, en tanto suele existir un aplazamiento significativo entre la transacción hecha por el usuario y el pago correspondiente a Despegar. Típicamente la compañía recibe los pagos a medida que el cliente cancela las cuotas, por ende, en ese lapso de tiempo, la obligación de pago es registrada como una partida a cobrar en el balance. En algunos casos, la empresa decide descontar estas cuentas por cobrar ligada a los planes de cuotas contratados por los clientes en Brasil, permitiéndole a Despegar recibir el cobro de la transacción más rápido. La diferencia entre el valor de libros de la cuenta a cobrar y el monto que finalmente recibe por descontar dicha partida es reconocida como un costo financiero. Por otro lado, los gastos financieros fueron motivados por el impacto de tipo cambio vinculado a las devaluaciones de Argentina, Brasil y Chile. Asimismo, 2018 incluye los gastos resultantes de la adopción del dólar estadounidense como la moneda funcional de la subsidiaria argentina a partir de julio 2018, dado que Argentina fue reconocida como una economía hiperinflacionaria. Las pérdidas por tipo de cambio fueron parcialmente contrarrestadas por un mayor ingreso por interés sobre los balances de caja invertidos. Finalmente, cabe destacar que

en términos de *gross bookings* el Resultado Neto disminuyó 0,6 p.p. en 2018, presentando el menor margen de los últimos 3 años: 0,4%.



4.6. EBITDA Ajustado

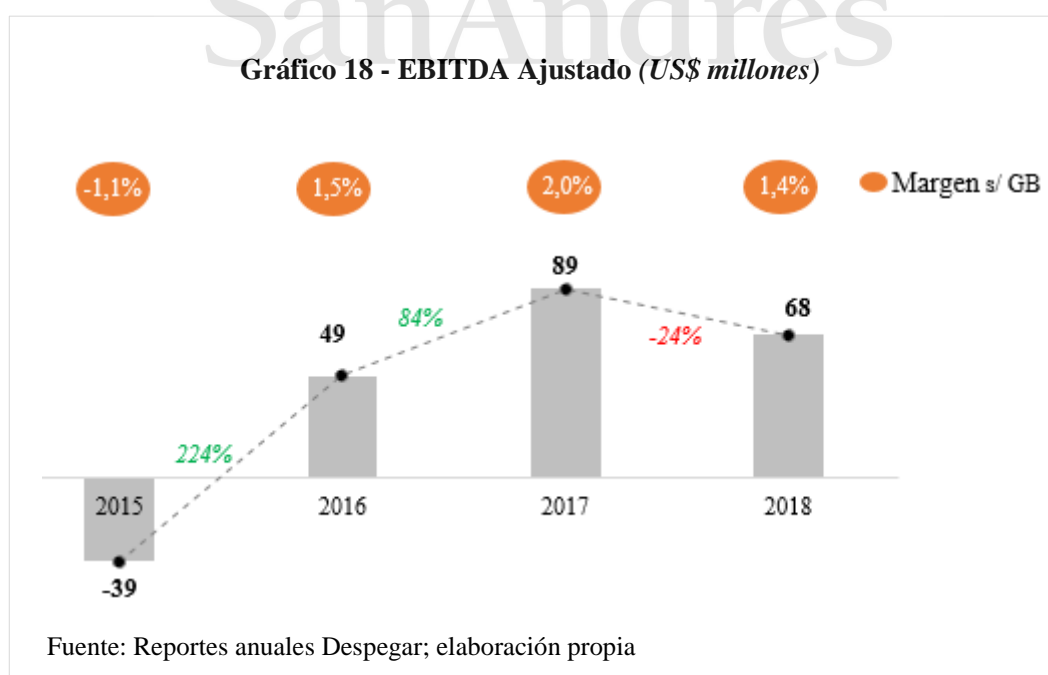
Dentro de las variables que analiza la compañía para evaluar la salud y devenir de su negocio se encuentra el EBITDA Ajustado. Tal como se observa en la Tabla 10, el mismo se define como el Resultado Neto al cual se le suma el resultado financiero neto, los impuestos a la renta, las amortizaciones y depreciaciones y la compensación basada en acciones. Según considera la empresa, el EBITDA Ajustado, si bien es una medida non-GAAP, provee información muy útil para los inversores acerca de Despegar y sus resultados. Asimismo, se trata de una de las métricas más utilizadas por el equipo directivo para evaluar la performance tanto financiera como operativa y tomar decisiones diariamente. Adicionalmente, esta medida es usada frecuentemente por los analistas financieros para evaluar compañías en la industria del turismo online. Finalmente, la compañía considera que es útil para los inversores en tanto el EBITDA Ajustado provee información adicional acerca de tendencias en la performance operativa central de la empresa previo a considerar el impacto sobre resultados de la estructura de capital, depreciación y amortización y efectos impositivos.

Tabla 10 - EBITDA Ajustado

Construcción EBITDA Ajustado (US\$ millones)	2015	2016	2017	2018
Resultado Neto	-85	18	42	19
<i>Suma / resta</i>				
Gastos financieros netos	12,9	7	17	19
Impuesto a la renta	18,0	11	12	7
Depreciaciones	14,4	5	5	5
Amortización de activos intangibles	0,0	8	9	10
Gastos de compensaciones basadas en acciones	0,9	1	4	7
EBITDA Ajustado	-39	49	89	68

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

En cuanto a su evolución durante el periodo bajo análisis (2015-2018) puede observarse en el Gráfico 18 que el EBITDA Ajustado se ha mantenido en figuras positivas desde el año 2016. En términos de *gross bookings*, ha alcanzado su pico en 2017 representado el 2% de los mismos. En 2018, si bien el margen fue menor, se mantuvo en un ratio de 1,4% del *gross bookings*, similar al evidenciado en 2016 (1,5%). Adicionalmente, cabe destacar que, tanto en 2016 como en 2017, esta métrica presentó incrementos importantes, revirtiéndose esta tendencia en 2018 cuando cayó 24% para ubicarse en US\$ 68 millones.



4.7. Estructura de capital

La estructura de capital de la compañía bajo análisis, Despegar, se encuentra íntegramente compuesta por capital propio o *equity*. De este modo, a 2018 la firma no posee financiamiento a través de emisión de deuda financiera.

4.8. Análisis de ratios financieros

4.8.a. Ratios crediticios

Tal como se observa en la Tabla 11, Despegar ha mostrado poseer una situación financiera saludable en términos de liquidez y endeudamiento. Respecto del primero, se evidencia que en todos los años analizados el ratio de liquidez (entendido como el monto de activos corrientes sobre pasivos corrientes) se ha mantenido cercano o superior a 1. En otras palabras, la empresa supo poseer suficientes recursos de corto plazo para hacerle frente a sus obligaciones corrientes en caso de ser necesario. Puntualmente se observa que este indicador se ubicó en su mejor valor en 2018 alcanzando 1,7 evidenciando una tendencia alcista.

Tabla 11 - Ratios crediticios

Ratios crediticios	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente (US\$ millones)	253	246	634	654
Pasivo Corriente (US\$ millones)	283	287	388	386
Ratio de Liquidez	0,9	0,9	1,6	1,7
Deuda Financiera (US\$ millones)	0	0	0	0
Patrimonio Neto (US\$ millones)	-83	-82	218	248
Ratio de Endeudamiento	0	0	0	0

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

Por otro lado, y tal como se señala en la sección 4.7 del presente trabajo, la empresa no ha contraído deuda financiera para fondar sus operaciones, motivo por el cual el ratio de endeudamiento para los cuatro años analizados es cero. Hasta la fecha, la compañía ha decidido mantener su estructura de capital compuesta íntegramente por *equity*.

4.8.b. Ratios de rentabilidad

En la Tabla 12 se exponen los ratios de rentabilidad analizados: *ROE (Return on Equity)* y *ROA (Return on Assets)*, así como los datos utilizados para su cálculo: Resultado Neto, EBIT, Total Patrimonio Neto y Total Activos, para el periodo bajo análisis (2015-2018).

Tabla 12 - Ratios de rentabilidad

Ratios de rentabilidad	2015	2016	2017	2018
Resultado Neto (<i>US\$ millones</i>)	-85	18	42	19
Patrimonio Neto (<i>US\$ millones</i>)	-83	-82	218	248
<i>ROE</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	19,5%	7,7%
EBIT (<i>US\$ millones</i>)	-54	35	71	45
Activo (<i>US\$ millones</i>)	348	354	739	761
<i>ROA</i>	<i>n/a</i>	9,9%	9,7%	6,0%

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

Tal como puede observarse, la compañía mantuvo patrimonio neto negativo durante los años 2015 y 2016 como consecuencia del significativo monto de pérdidas acumuladas que superaba el capital existente. Esta situación se revirtió con el ingreso de caja en 2017 luego de la oferta pública de acciones que tomó lugar en septiembre de dicho año. Por este motivo, el ratio de rentabilidad *ROE* fue analizado únicamente para los años 2017 y 2018. De este modo, el rendimiento sobre el patrimonio neto de la compañía se ubicó en 7,7% en 2018, cayendo 11,8 p.p. con respecto al año anterior, cuando había sido 19,5%.

Por su parte, el retorno sobre los activos, *ROA* (entendido como el *EBIT* sobre el Activo de la compañía), también mostró un desmejoramiento, cayendo 3,7 p.p. versus el mismo ratio de 2017 (9,7%) y alcanzando 6% en 2018.

4.8.c. Ratios de actividad

En cuanto a los ratios de actividad, en el presente trabajo se ha decidido calcular el *Asset Turnover* de la compañía, el cual es un indicador de la eficiencia con la cual la firma está

usando sus activos para generar ventas. A continuación, en la Tabla 13 se presenta la evolución del ratio en cuestión para el periodo comprendido entre los años 2015 y 2018.

Tabla 13 - Ratios de actividad

Ratios de actividad	2015	2016	2017	2018
Gross Bookings (US\$ millones)	3.607	3.260	4.455	4.715
Activo (US\$ millones)	348	354	739	761
Asset Turnover	10,4	9,2	6,0	6,2

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

Tal como puede observarse, el indicador analizado muestra una tendencia decreciente, ubicándose en 10,4x en 2015 y disminuyendo 4,2x. hasta llegar a 6,2x en 2018. Cabe resaltar que entre 2017 y 2018 el ratio *Asset Turnover* se mantuvo estable.

4.8.d. Otros ratios operativos

Resulta interesante analizar las ventas en proporción del total de empleados que posee la compañía a los fines de analizar la productividad de los mismos y la variación en la eficiencia operativa de la firma. En la Tabla 14 puede observarse la evolución del indicador *gross bookings* por empleado. Tal como se evidencia, si bien ha caído 9% interanual en 2018, si se toma en consideración el total del periodo comprendido entre 2015-2018, existe una tendencia alcista, creciendo este indicador 31% durante los 4 años analizados.

Tabla 14 - GB por empleado

Otros ratios operativos	2015	2016	2017	2018
Gross Bookings (US\$ millones)	3.607	3.260	4.455	4.715
Empleados (#)	3.402	2.898	2.916	3.398
GB por empleado (US\$)	1.060.173	1.124.994	1.527.623	1.387.650

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

4.9. Análisis comparativo de compañías de la industria de viajes

Tal como se mencionó anteriormente en la sección 3.2 del presente trabajo, el mercado de viajes latinoamericano en el cual se encuentra inmerso Despegar, está compuesto por un

relevante número de compañías distribuidas a través de la región. La firma analizada se destaca por abarcar, con su presencia geográfica, la mayor parte del territorio latinoamericano, a diferencia de sus principales competidores los cuales tienden a focalizarse en determinados países de la región. Desafortunadamente, la mayor parte de estas compañías son privadas, dificultando su comparación con Despegar. Por este motivo, a los fines de realizar un análisis comparativo de la empresa, se utilizan las siguientes empresas como benchmark: CVC (Brasil), Booking (global), Expedia (global), Tripadvisor (global), Ctrip (China) y MakeMyTrip (India). A continuación, en la Tabla 15 se presentan las principales características de dichas compañías, sus crecimientos interanuales para 2018, sus márgenes y determinados ratios financieros.

Tabla 15 - Industria de viajes - Análisis comparativo de compañías

Comparación de compañías (2018)		Despegar	CVC	Booking	Expedia	Triadvisor	Ctrip	MakeMyTrip	
Características	Pais de origen	Argentina	Brasil	Holanda	EE.UU.	EE.UU.	China	India	
	Principal segmento de negocio	OTA	Agencia offline	OTA	OTA	Metasearch	OTA	OTA	
	Principal producto	Vuelos	Paquetes	Hoteles	Hoteles	Hoteles	Vuelos	Vuelos	
	Principal canal de distribución	Online	Offline	Online	Online	Online	Online	Online	
	Empleados	#	3.398	3.432	24.500	22.600	3.366	45.100	3.051
Datos financieros	Ventas o Gross bookings (GB)	US\$ M	4.715	3.663	92.733	99.727	no aplica	no reporta GB	4.094
	Ventas netas	US\$ M	531	427	14.527	11.223	1.615	4.504	675
	EBITDA	US\$ M	68	198	5.780	1.970	422	521	-186
	EBIT	US\$ M	45	150	5.341	1.066	183	379	-219
	Resultado neto	US\$ M	19	87	3.998	406	113	160	-220
Crecimiento interanual 2018	Crec. Ventas o Gross bookings (GB)	%	6%	14%	14%	13%	no aplica	no reporta GB	79%
	Crec. Ventas netas	%	1%	15%	15%	12%	4%	9%	51%
	Crec. EBITDA	%	-24%	6%	18%	15%	27%	-11%	-77%
	Crec. EBIT	%	-36%	-2%	18%	17%	48%	-16%	-62%
	Crec. Resultado neto	%	-55%	12%	71%	7%	495%	-52%	-100%
Margen s/GB	Mg Ventas netas / GB	%	11,3%	11,7%	15,7%	11,3%	no aplica	no reporta GB	16,5%
	Mg EBITDA / GB	%	1,4%	5,4%	6,2%	2,0%	no aplica	no reporta GB	-4,5%
	Mg EBIT / GB	%	1,0%	4,1%	5,8%	1,1%	no aplica	no reporta GB	-5,3%
	Mg Resultado neto / GB	%	0,4%	2,4%	4,3%	0,4%	no aplica	no reporta GB	-5,4%
Margen s/Ventas netas	Mg EBITDA / Ventas netas	%	12,7%	46,4%	39,8%	17,6%	26,1%	11,6%	-27,6%
	Mg EBIT / Ventas netas	%	8,6%	35,1%	36,8%	9,5%	11,3%	8,4%	-32,4%
	Mg Resultado neto / Ventas netas	%	3,6%	20,4%	27,5%	3,6%	7,0%	3,6%	-32,6%
Ratios financieros*	Ratio de liquidez	x	1,7	1,3	2,4	0,6	2,3	1,2	2,7
	Ratio de endeudamiento	x	0,0	1,9	1,0	0,7	0,0	0,3	0,0
	ROE	%	7,7%	29,4%	45,5%	7,2%	7,7%	1,2%	-14,1%
	ROA	%	6,0%	10,6%	23,5%	5,9%	8,4%	1,4%	-12,4%
	GB por empleado	US\$	1.387.650	1.067.308	3.785.020	4.412.699	no aplica	no reporta GB	1.341.855
	Ventas netas por empleado	US\$	156.155	124.417	592.939	496.593	479.798	99.867	221.239

* Ratio de liquidez = Activos Corrientes / Pasivos Corrientes ; ROE = Resultado Neto / Patrimonio Neto ; ROA = EBIT / Activos ; Asset Turnover = GB / Activos

Fuente: Reportes anuales Despegar, CVC, Booking, Expedia, Tripadvisor, Ctrip y MakeMyTrip; elaboración propia

En cuanto a modelo de negocio, Despegar se asemeja en mayor medida a Booking, Expedia, Ctrip y MakMyTrip, en tanto se tratan de agencias de turismo online. Por el contrario, CVC posee una fuerte presencia de venta offline (93% del GB) y Tripadvisor gestiona otro tipo de negocio al tratarse de un metasearch.

Por otro lado, si se realiza el análisis en términos de tamaño, Despegar se encuentra en línea con compañías como CVC (Brasil) y MakeMyTrip (India) las cuales poseen un nivel de gross bookings similar. Por otro lado, nos encontramos con gigantes de la industria como Booking y Expedia, las cuales poseen ventas por casi US\$100.000 millones, superando ampliamente el *cluster* de empresas mencionado anteriormente¹³.

En relación con los crecimientos interanuales 2018 de las principales variables financieras, se observa que Despegar fue la firma que menor incremento de ventas y ventas netas tuvo en dicho periodo. En mayor medida, esto se debió a su exposición a las turbulencias macroeconómicas que sufrió la región latinoamericana, en particular Argentina. En cuanto a las variaciones de las ganancias operativas y resultado neto, Despegar, Ctrip y MakeMyTrip, tres empresas de mercados emergentes, mostraron caídas en los tres indicadores analizados (EBIT, EBITDA y Resultado Neto).

A los fines de realizar las comparaciones de márgenes entre las siete empresas, se optó por calcular márgenes respecto de *gross bookings* y márgenes respecto de ventas netas, para poder incluir dentro del segundo análisis a Ctrip y MakeMyTrip (las cuales no reportan GB). Comenzando por el margen de ventas netas sobre ventas, se observa que Despegar se encuentra en línea con Expedia ubicándose dicho indicador en 11,3% y siendo el menor entre las empresas estudiadas.

¹³ Esta referencia no puede realizarse con Ctrip y Tripadvisor ya que, en el primer caso la empresa no reporta GB y en el segundo, al tratarse de un metasearch, no posee esta métrica.

En relación con el margen EBITDA y el margen operativo, en términos de GB, Despegar posee los menores indicadores (excluyendo MakeMyTrip, la cual posee resultados negativos) ubicándose los mismos en 1,4% y 1% respectivamente. Cabe resaltar que tanto CVC, empresa latinoamericana, como Booking, empresa global, poseen márgenes muy superiores a los mencionados. En el caso de CVC, el margen EBITDA/GB se ubica en 5,4% y el margen operativo en 4,1%, mientras que para Booking dichos indicadores alcanzan el 6,2% y 5,8% respectivamente. En cuanto al margen del Resultado Neto respecto de las ventas, Despegar nuevamente se encuentra por debajo de empresas como CVC y Booking, pero alineado con Expedia. En términos generales se puede observar que Despegar posee un comportamiento similar al de esta última compañía.

Tal como se detalló anteriormente, y con el objetivo de poder incluir en la comparación a las empresas Ctrip y Tripadvisor, se calcularon los márgenes de EBITDA, EBIT y Resultado Neto respecto de las ventas netas. En el caso de Tripadvisor los tres indicadores se mostraron por encima de los propios de Despegar, si bien lejos de alcanzar los márgenes evidenciados en los casos de Booking y CVC. En cuanto a Ctrip, los márgenes estudiados se encuentran en línea con los obtenidos por Despegar para 2018.

Finalmente se llevó a cabo el estudio de ciertos ratios financieros de relevancia. En primera instancia se puede comparar el ratio de liquidez de las compañías, encontrándose Despegar en un punto intermedio con un indicador de liquidez superior a CVC, Expedia y Ctrip, pero menor a Booking, Tripadvisor y MakeMyTrip.

En cuanto a los ratios de rentabilidad ROE y ROA, la compañía más comparable a Despegar es Tripadvisor, seguida de Expedia con indicadores levemente inferiores a los de la empresa analizada. Por su parte, Booking y CVC presentan indicadores muy superiores, mientras que Ctrip anota los ratios de rentabilidad más bajos (se excluye del análisis a MakeMyTrip por poseer resultados negativos). En cuanto al Asset Turnover, o ventas sobre

activos, Despegar evidencia el mejor ratio, siendo Expedia la empresa con el indicador más cercano a la misma.

Finalmente se estudió la productividad de los empleados, utilizando como proxy el GB por empleado o Ventas netas por empleado. Se puede observar que Despegar se encuentra en línea con los indicadores evidenciados por MakeMyTrip y CVC, mientras que se encuentra muy por debajo de la eficiencia alcanzada por los grandes de la industria como Booking y Expedia.



Universidad de
San Andrés

5. Valuación

En esta sección se expone el desarrollo de la valuación del capital accionario de la compañía bajo estudio, Despegar, a través de dos métodos de análisis: Modelo de Flujo de Fondos Descontados y Valuación por Múltiplos o Comparables. Para ello se utiliza la información reportada por la compañía tanto a la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (*SEC – Security Exchange Comission*)¹⁴ como a sus inversores, a través de los comunicados de prensa, las publicaciones de resultados y las conferencias con los accionistas. Dentro del análisis se incluyen datos históricos hasta el ejercicio 2018 inclusive.

5.1. Modelo de flujo de fondos descontados

El método de flujo de fondos descontados (*DCF – Discounted Cashflow model*) es utilizado en la valuación de activos para encontrar el valor actual de los flujos de fondos generados por los mismos, ajustados por una tasa de descuento que representa el valor tiempo del dinero invertido.

En caso de valorar el capital accionario de una compañía, es posible aplicar la metodología mencionada de diferentes maneras. En un caso se podrían proyectar los flujos de fondos libres al *equity (FCFE-Free Cash Flow for the Equity)* para luego descontarlos por el costo asociado a dicha fuente de capital (costo del *equity*). Por otro lado, también se puede optar por proyectar los flujos de fondos libres a la compañía (*FCFF-Free Cash Flow for the Firm*), descontarlos al costo medio ponderado del capital (*WACC-Weighted Average Cost of Capital*) y así encontrar el valor de la firma. Posteriormente se debe deducir del resultado hallado, el valor de la deuda neta de caja y así determinar el valor del capital accionario resultante. En el presente estudio se utiliza el segundo método explicitado, utilizando un periodo de proyección explícito de 5 años, al cual se le adiciona el cálculo del valor terminal

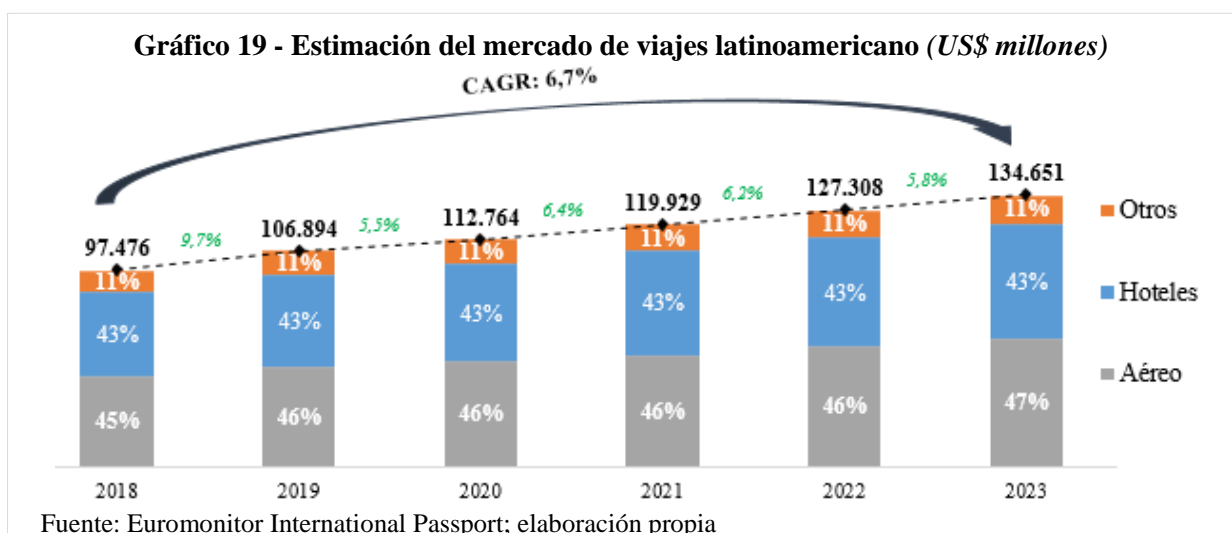
¹⁴ Dado que Despegar cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE).

por el periodo implícito. Cabe destacar que la proyección de los flujos de fondos se realizó en dólares (la compañía reporta sus resultados en dicha moneda) asumiendo que el tipo de cambio de los países donde Despegar opera se ajusta periódicamente por el diferencial de inflación de cada país versus Estados Unidos.

Asimismo, a los fines de contemplar diferentes alternativas en las estimaciones de las variables que afectan al valor de la empresa y su *equity*, se lleva a cabo un análisis de escenarios. Para ello en primera instancia se desarrolla el modelo de valuación para un escenario base, el cual servirá de punto de partida para, sobre el mismo, impactar diferentes modificaciones, tanto favorables como desfavorables, y así construir un escenario optimista y otro pesimista.

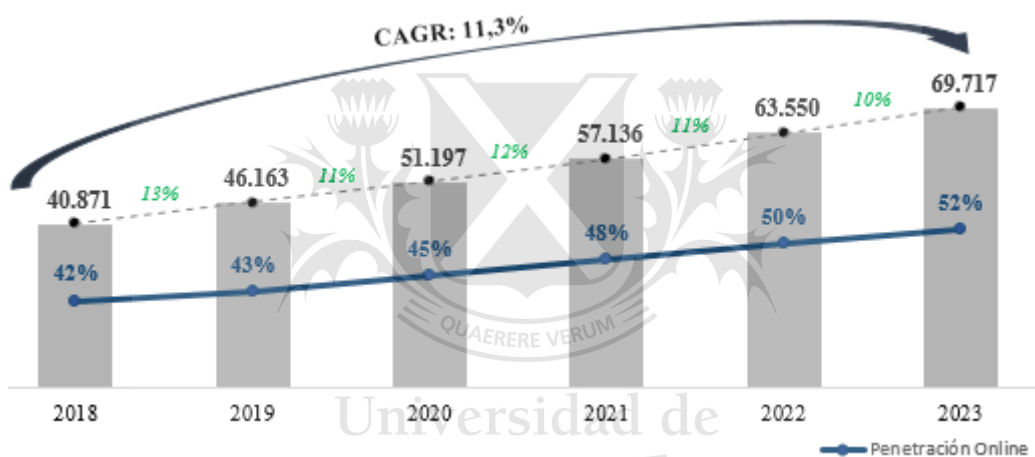
5.1.a. Estimación del mercado

Para la estimación del mercado se utilizó la información recabada de la fuente Euromonitor International, expuesta en la Sección 3 del presente trabajo: Análisis de la Industria. Según la misma, y tal como se observa en el Gráfico 19, la industria de viajes latinoamericana representó en 2018 un mercado de US\$ 97.476 millones, componiéndose en un 46% de venta de boletos aéreos, 43% de venta de hoteles y el porcentaje restante de alquiler de autos y atracciones. Asimismo, la fuente citada estima que el mercado proyectado a 2023 alcanzará los US\$ 134.651 millones, observándose un *CAGR* implícito de 6,7%.



En cuanto a la industria de viajes *online* latinoamericana, mercado relevante donde se encuentra la compañía analizada, Euromonitor International define que en 2018 este alcanzó un tamaño de US\$ 40.871 millones. Tal como se aprecia en el Gráfico 20, en relación al periodo proyectado, la fuente citada estima que a 2023, el mercado de viajes online en Latinoamérica será de US\$ 69.717 millones, implicando un *CAGR* de 11,3% entre 2018 y 2023 e incrementando la penetración *online*¹⁵ en 10 p.p. si comparamos dichos años (de 42% a 52%).

Gráfico 20 - Estimación del mercado de viajes online latinoamericano (US\$ millones)



Fuente: Euromonitor International; elaboración propia

5.1.b. Proyección de ventas

Para la estimación de ventas de Despegar durante el periodo proyectado se han supuesto diferentes escenarios de participación de mercado con respecto al mercado de viajes *online* latinoamericano, así como premisas sobre la composición del gross bookings en términos de producto (segmentos Aéreo y Paquetes, hoteles y otros). Acerca de este último punto, es relevante destacar que la compañía no reporta sus ventas distribuidas por producto ni el precio promedio de venta (*ASP-Average Selling Price*) de cada uno, sino que informa las

¹⁵ Penetración *online* definida como el ratio entre el volumen monetario del mercado de viajes *online* latinoamericano y el volumen monetario del mercado de viajes latinoamericano

transacciones divididas por segmento y el *ASP* total. De este modo, para el periodo histórico se tomó como base la estimación de ventas distribuida por productos llevada a cabo por la compañía Cowen¹⁶.

i. Escenario Base

La primera premisa para la proyección del escenario base en términos de participación de mercado¹⁷ de Despegar es que, tal como lo estima el *management* de la compañía, la misma irá fortaleciendo su presencia en la región logrando mantener su posición de liderazgo en el mercado. Sin embargo, teniendo en cuenta las fluctuaciones en esta métrica durante el periodo histórico analizado, se decide adoptar un enfoque conservador incrementando solo 0,5 p.p. la cuota de mercado entre los años 2018 y 2023 (pasando de 11,5% a 12%). Cabe destacar que el *CAGR* asociado al *gross bookings* de la firma entre 2018 y 2023 es, por ende, levemente superior al asociado al mercado de viajes online latinoamericano durante el mismo periodo (12,2% y 11,3% respectivamente).

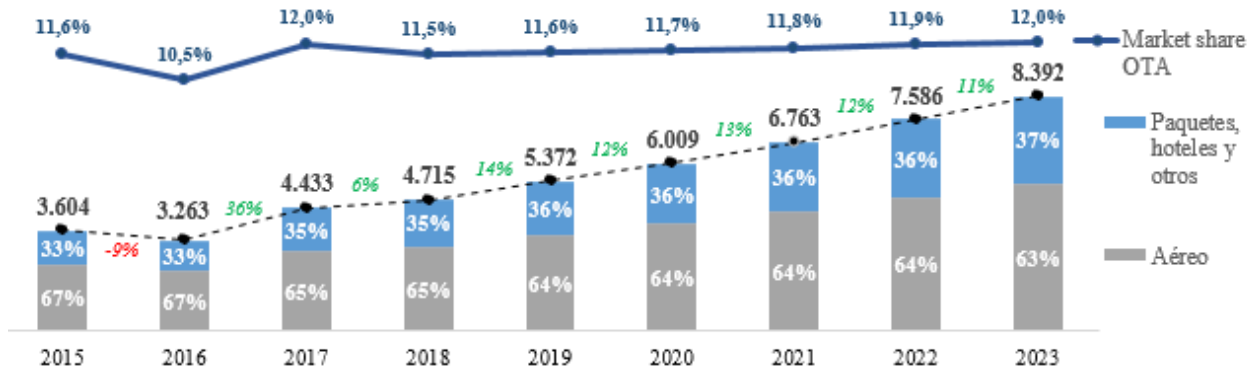
En cuanto a la distribución de ventas por producto, se supone que el segmento Paquetes, hoteles y otros ganará preponderancia, en línea con la estrategia manifestada por la compañía, y alcanzará una participación sobre el *gross bookings* del 37% en 2023, aumentando 2 p.p. en relación con 2018.

En el Gráfico 21 se exponen las ventas proyectadas hasta 2023 según el escenario base, junto con la distribución por producto y participación de Despegar en el mercado de viajes online latinoamericano.

¹⁶ Cowen es una firma de banca de inversión que provee servicios de asesoramiento financiero. Despegar se encuentra dentro de las compañías que cubren sus analistas

¹⁷ La participación de mercado de Despegar se mide como el ratio entre las ventas o *gross bookings* anuales de la compañía y el volumen monetario del mercado de viajes online latinoamericano, según estimación propia en base a datos de Euromonitor International

Gráfico 21 - Proyección de ventas - Escenario BASE (US\$ millones)



Fuente: Euromonitor International Passport; elaboración propia

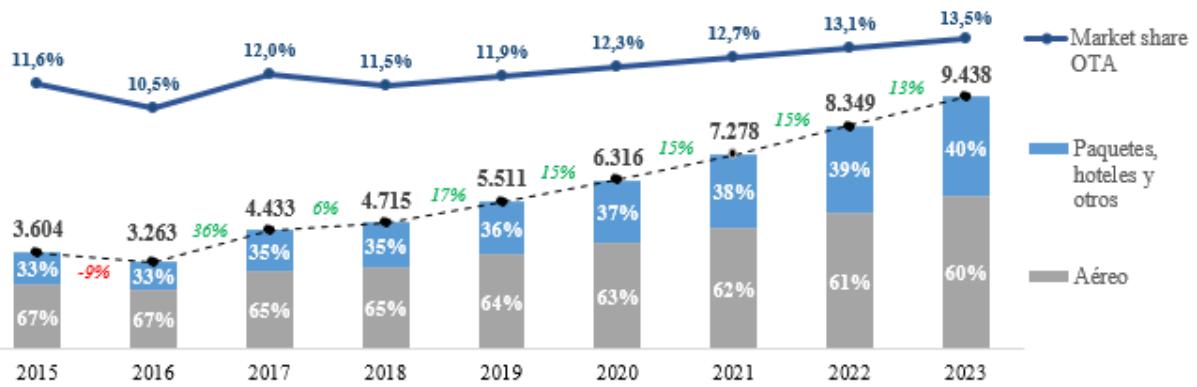
ii. Escenario Optimista

De acuerdo a los supuestos utilizados en el escenario optimista, el CAGR proyectado para las ventas de Despegar entre 2018 y 2023 (14,9%) supera en 1,3 veces el estimado para el mercado total de viajes online latinoamericano (11,3%). De este modo la compañía gana cuota de mercado a medida que transcurre el periodo proyectado, en un enfoque más agresivo que el supuesto en el escenario base, pasando de 11,5% en 2018 a 13,5% en 2023 (+2p.p.).

En cuanto a la distribución de ventas por producto, se triplica el incremental en p.p. del crecimiento del segmento Paquetes, hoteles y otros versus el estimado en el escenario base, alcanzando en 2023 el 40% del *gross bookings*.

En el Gráfico 22 se exponen las ventas proyectadas hasta 2023 según el escenario optimista, junto con la distribución por producto y participación de Despegar en el mercado de viajes online latinoamericano.

Gráfico 22 - Proyección de ventas – Escenario OPTIMISTA (US\$ millones)



Fuente: Euromonitor International Passport; elaboración propia

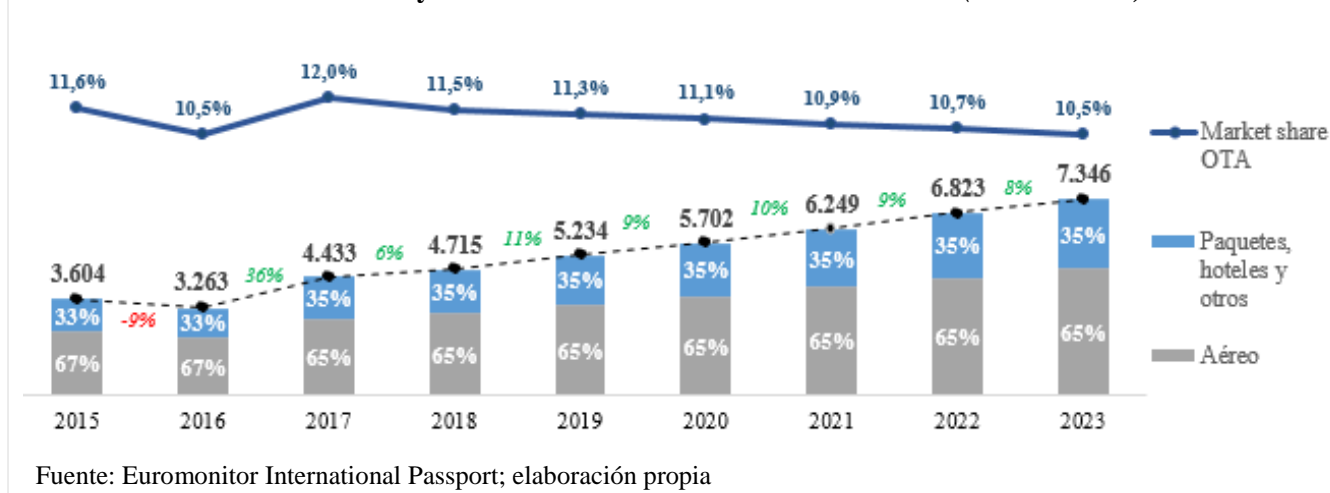
iii. Escenario Pesimista

Bajo el escenario pesimista, se supone que las ventas de la compañía no alcanzan a crecer del modo que lo hace el mercado de viajes online latinoamericano. Por este motivo durante el periodo proyectado la firma finaliza perdiendo 1 p.p. de *market share*, alcanzando una participación del 10,5% en 2023 (la misma que obtuvo en 2016).

En relación al mix por producto, la premisa para este escenario es que la distribución no se modifica, en tanto la compañía no logra acometer su objetivo de acrecentar la participación del segmento Paquetes, hoteles y otros (se mantiene en 35% del total de gross bookings durante los cinco años proyectados).

En el Gráfico 23 se exponen las ventas proyectadas hasta 2023 según el escenario pesimista, junto con la distribución por producto y participación de Despegar en el mercado de viajes online latinoamericano.

Gráfico 23 - Proyección de ventas – Escenario PESIMISTA (US\$ millones)



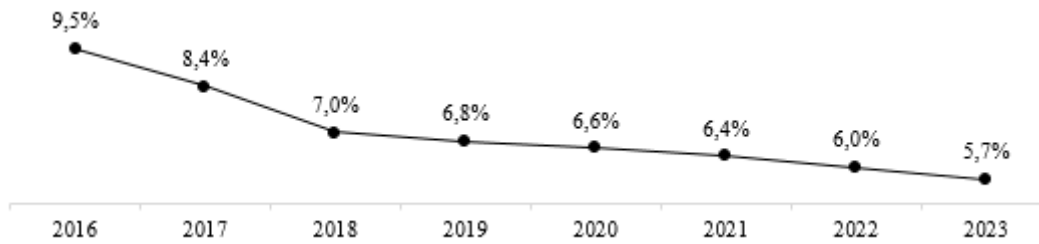
5.1.c. Proyección de ventas netas y márgenes por producto

Una vez estimadas las ventas de Despegar y su respectiva distribución con respecto a los productos vendidos (segmento Aéreo y segmento Paquetes, hoteles y otros) se procede a proyectar los márgenes de ventas netas asociados a ambos segmentos.

i. Segmento Aéreo

En el primer caso, es relevante destacar que la industria ha sufrido contracciones en los márgenes obtenidos por la venta de boletos aéreos como consecuencia de una *comoditización* de los mismos. Se trata de una tendencia a nivel global que afecta tanto a aerolíneas como a agencias intermediarias. En el caso de Despegar el mejoramiento de la tecnología utilizada por las líneas aéreas para incentivar la venta directa junto con el desarrollo de plataformas más robustas ha impactado en una reducción de las comisiones cobradas tanto a los proveedores como a los consumidores. En el Gráfico 24 se observa que el margen de ventas netas obtenido por la venta de productos aéreos ha caído 2,5 p.p. entre 2016 y 2018 y se estima continuará disminuyendo, si bien de manera más lenta ya que se considera que se están alcanzando umbrales límites de reducción de márgenes para estos productos. Esta premisa es aplicada para los tres escenarios analizados.

Gráfico 24 - Proyección Margen Ventas netas/GB - Segmento Aéreo (%)

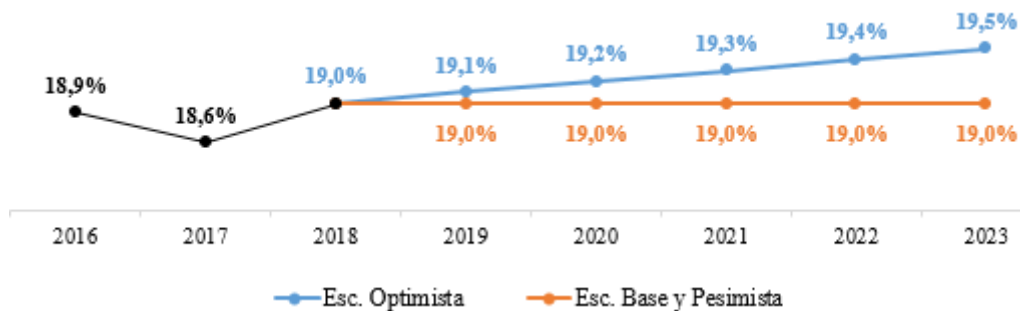


Fuente: Elaboración propia

ii. Segmento Paquetes, hoteles y otros

Por su parte, en el caso del segmento Paquetes, hoteles y otros, no se observa una tendencia clara en cuanto al incremento o descenso de márgenes durante el periodo 2016-2018. Por este motivo, y tal como se señala en el Gráfico 25, se ha decidido mantener el margen de estos productos en 19% durante todo el periodo de proyección para los escenarios base y pesimista. Por otro lado, y en línea con las estrategias que manifiesta poseer la compañía vinculadas con aumentar las ventas paquetizadas a través del *crossselling* y así ganar más margen, para el escenario optimista se prevé un incremento en este indicador, alcanzado 19,5% en 2023.

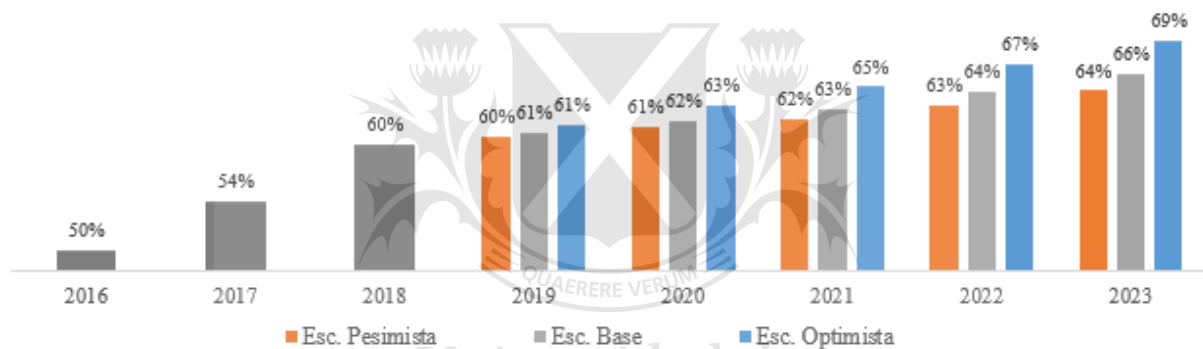
Gráfico 25 - Proyección Margen Ventas netas/GB - Segmento Paquetes, hoteles y otros (%)



Fuente: Elaboración propia

Asimismo, es interesante observar el peso que tienen las ventas netas provenientes del segmento Paquetes, hoteles y otros sobre el total de ventas netas. Tal como indica el Gráfico 26, para el periodo histórico se evidencia que Despegar ha alcanzado su objetivo de incrementar el porcentaje de ventas netas no aéreas, pasando del 50% al 60% entre 2016 y 2018. Para todos los escenarios se estima una continuación de esta tendencia durante los años proyectados, si bien es más acentuada en el caso del escenario optimista (alcanzando casi el 70% de las ventas netas en 2023) y más débil en el escenario pesimista (alcanzando 64% en 2023).

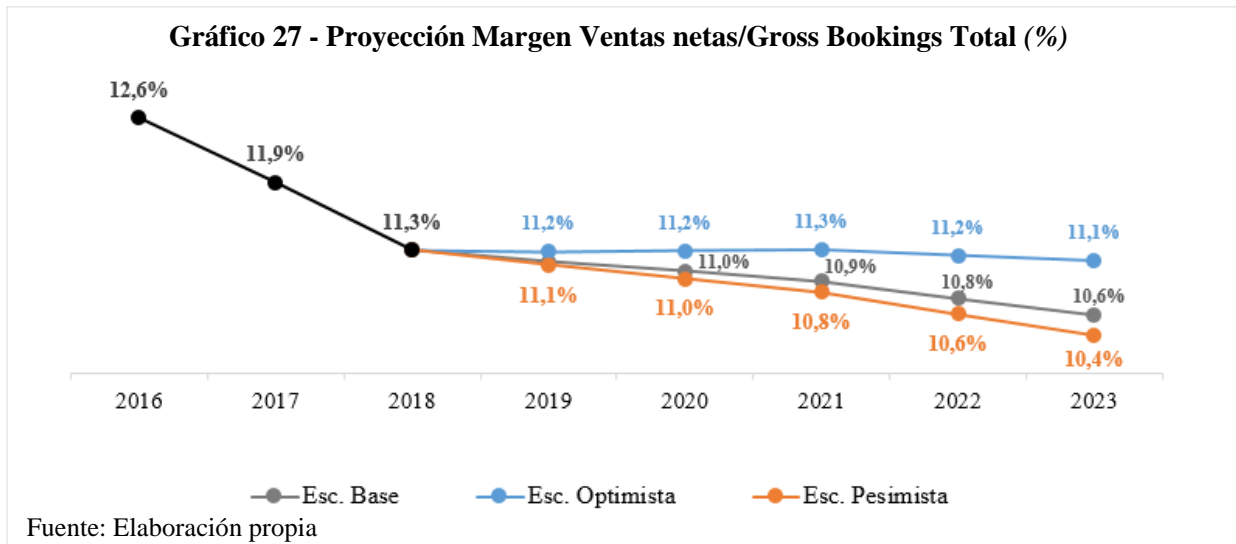
Gráfico 26 - Proyección Participación Segmento Paquetes, hoteles y otros sobre Ventas netas Totales (%)



Fuente: Elaboración propia

iii. Total

A partir de la proyección de las variables asociadas a cada tipo de segmento se alcanza la estimación de los márgenes de ventas netas totales sobre ventas, los cuales se exponen en el Gráfico 27. Como puede observarse, la caída en los márgenes aéreos, que repercute en los tres escenarios, genera que ninguno de ellos posea un crecimiento en los márgenes totales durante el periodo de proyección, dado que ni en el caso del escenario optimista el aumento del margen del segmento Paquetes, hoteles y otros logra revertir el resultado total. De este modo, el escenario optimista decrece en su margen de ventas netas con respecto a 2018, alcanzando un porcentaje de 11,1% en 2023. La misma tendencia ocurre en los escenarios base y pesimista, los cuales pasan de un margen de 11,3% en 2018 a 10,6% y 10,4% en 2023, respectivamente.



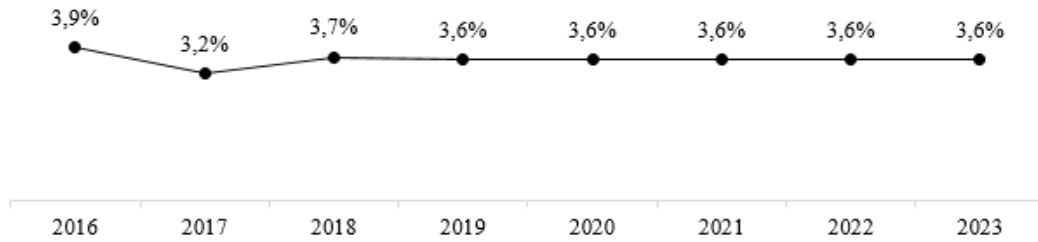
5.1.d. Proyección de costos

En el presente análisis se tomaron premisas respecto de la proyección de los costos de productos vendidos, de los costos de ventas y marketing, de los costos generales y administrativos y de los costos de tecnología y desarrollo de producto. Cabe aclarar que, por la naturaleza de todos ellos, se ha decidido basar su estimación en el porcentaje que estos representan con respecto al *gross bookings*,

i. Costos de productos vendidos

Los costos de productos vendidos se componen principalmente de los gastos asociados al procesamiento de tarjetas de crédito, gastos incurridos por financiamiento otorgado a los clientes y costos ligados a la atención al cliente. Tal como se observa en el Gráfico 28, los mismos se han mantenido relativamente estables con respecto a las ventas en el periodo 2016-2018. Por este motivo, se toma la premisa de utilizar el promedio de los años 2016, 2017 y 2018 y mantener el costo de productos vendidos como el 3,6% de las ventas para el periodo proyectado, en todos los escenarios construidos.

Gráfico 28 - Proyección Costos de productos vendidos/Gross Bookings (%)

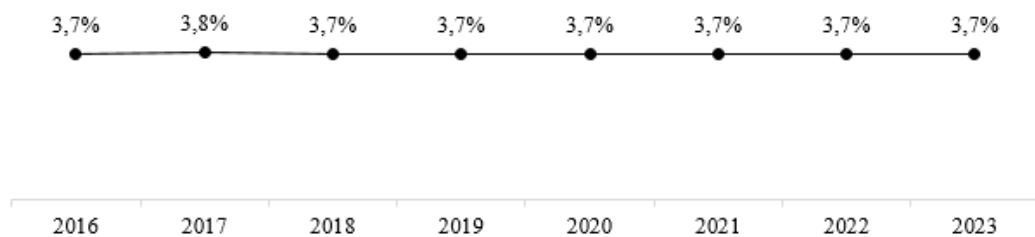


Fuente: Elaboración propia

ii. Costos de ventas y marketing

Los costos de ventas y marketing de Despegar se componen primariamente de gastos de marketing directo (tanto online como offline) y de remuneraciones abonadas al personal de las áreas de ventas y marketing. Al igual que en el caso anterior, se puede observar en el Gráfico 29 que el ratio costo de ventas y marketing sobre total *gross bookings* se ha mantenido muy estable en los últimos años ubicándose entre 3,7% y 3,8% durante el periodo 2016 y 2018. Por este motivo, a los fines de proyectar se decidió mantener este costo en 3,7% de las ventas para el periodo de proyección en todos los escenarios analizados.

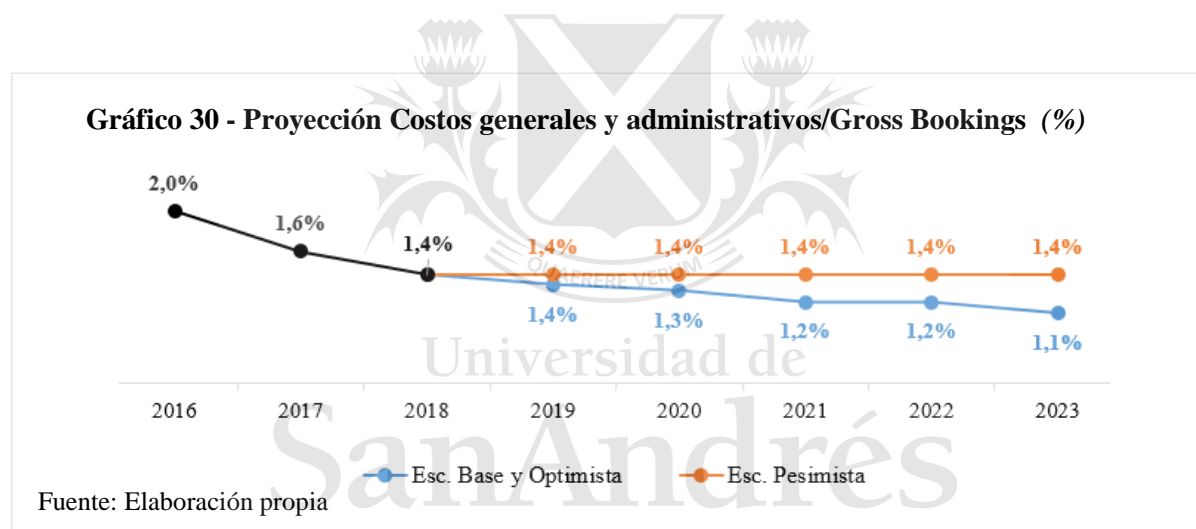
Gráfico 29 - Proyección Margen de Costos de ventas y marketing/Gross Bookings (%)



Fuente: Elaboración propia

iii. Costos generales y administrativos

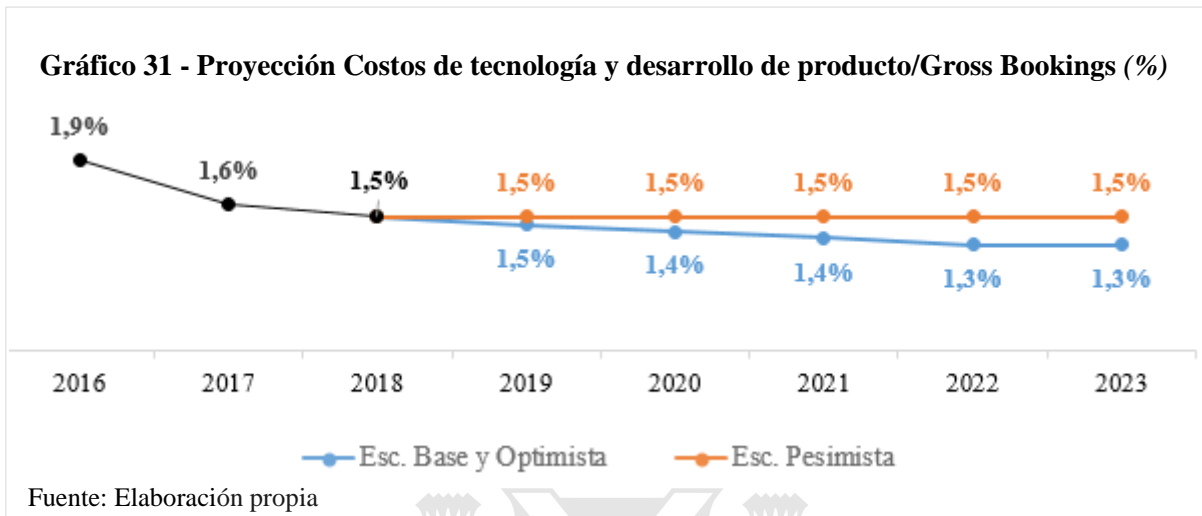
En el caso de los costos generales y administrativos se observa en el Gráfico 30 una tendencia de eficiencia en los mismos, los cuales cayeron 0,6 p.p. con respecto a las ventas en el periodo 2016-2018. En línea con lo considerado por la compañía, se estima para los escenarios base y optimista que esta eficiencia en los costos continuará durante el periodo proyectado, si bien con una velocidad menor, reduciéndose el margen de costos generales y administrativos sobre ventas en 0,3 p.p. entre los años 2018 y 2023. Para el caso del escenario pesimista, no se estiman eficiencias y se mantiene el ratio de 1,4% para todo el periodo proyectado.



iv. Costos de tecnología y desarrollo de producto

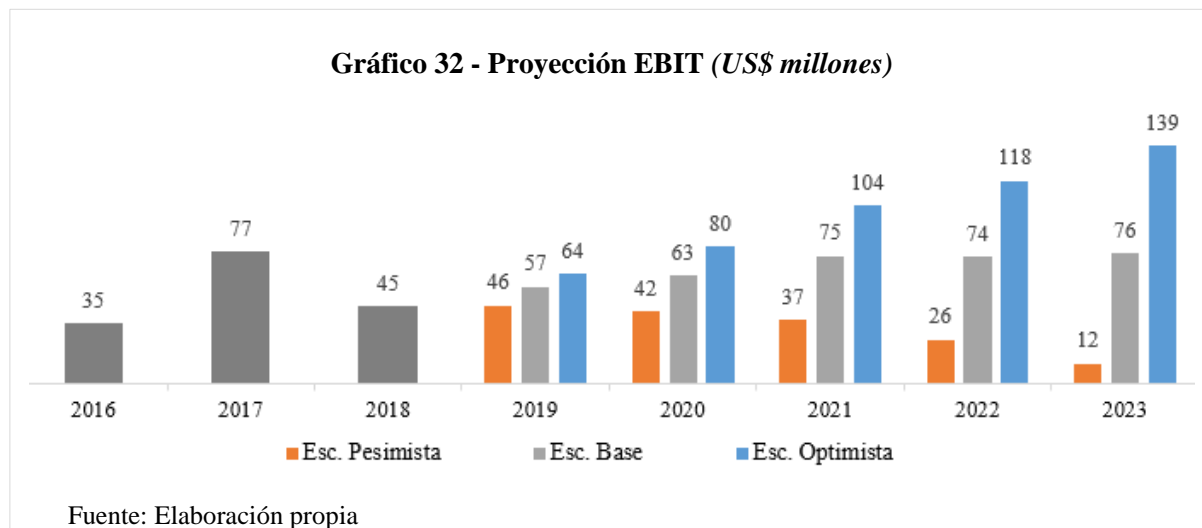
Finalmente, para el caso de los costos de tecnología y desarrollo de producto se realiza un tratamiento similar al utilizado para los costos generales y administrativos previamente explicado. En el Gráfico 31 se observa una tendencia decreciente en los costos de tecnología y desarrollo de producto con respecto a las ventas de cada año. Para el periodo de proyección se decide mantener este enfoque, permitiendo que los costos se licúen a medida que las ventas se incrementan (pasan de 1,5% de las ventas en 2018 a 1,3% en 2023), para los escenarios base y

optimista. No sucede lo mismo en el escenario pesimista, para el cual se supuso que el ratio de costos sobre ventas se mantiene en la figura de 2018: 1,5%.



5.1.e. Proyección del Resultado Operativo o EBIT

A partir de la estimación de las ventas, ventas netas y costos de la compañía se arriba al Resultado Operativo o EBIT de la misma para el periodo proyectado (2019-2023). A continuación, en el Gráfico 32, se exponen las figuras del EBIT para los tres escenarios construidos: escenario base, escenario optimista y escenario pesimista.



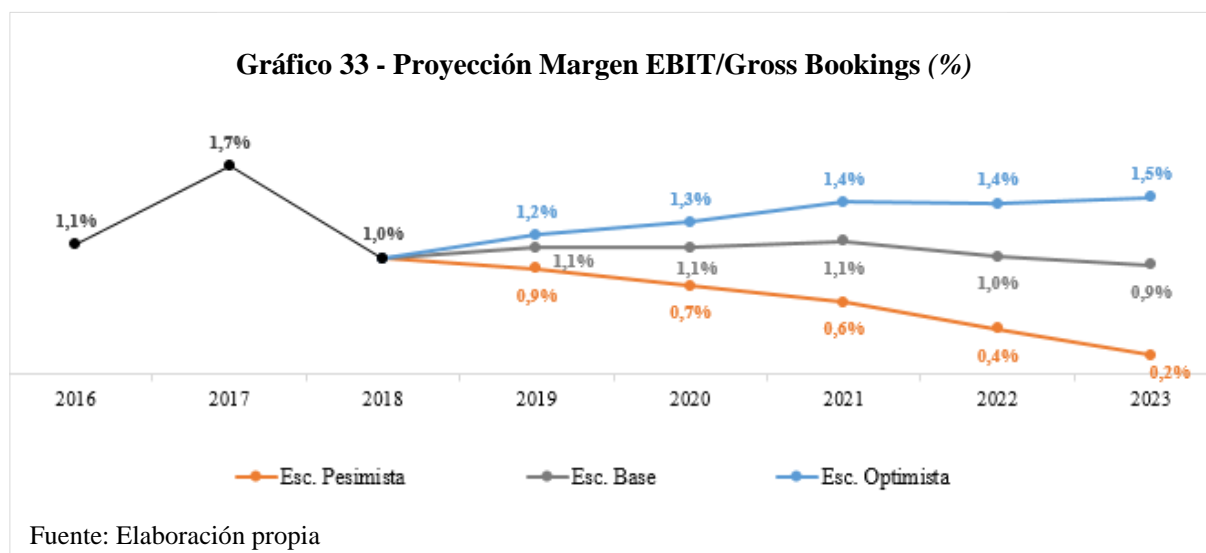
Asimismo, es interesante analizar el margen implícito de estos resultados sobre las ventas de cada año. Con esta finalidad se expone el Gráfico 33, donde puede observarse el progreso de esta métrica tanto para el periodo histórico como para el horizonte de proyección.

En el caso del escenario base, el mismo se mantiene relativamente estable con respecto al último año de información, 2018, alcanzando un margen de 1% promedio en el lapso proyectado.

Por su parte, el escenario optimista presenta una tendencia alcista alcanzando un margen de EBIT / Ventas de 1,5% en 2023, gracias al aumento en la participación de mercado estimada, la mayor participación del segmento Paquetes, hoteles y otros y las eficiencias en costos proyectadas. Cabe destacar que, si bien se trata del escenario más agresivo considerado, este valor no resulta descabellado en tanto es aún inferior que el ratio alcanzado en 2017 (1,7%).

Finalmente, el escenario pesimista ve fuertemente resentido su margen de EBIT contra las ventas como resultado de una pérdida de *market share*, un importante peso del segmento Aéreo asociado con márgenes de ventas netas cada vez menores y la falta de eficiencias en los costos proyectados.

Gráfico 33 - Proyección Margen EBIT/Gross Bookings (%)



5.1.f. Tasa de impuesto a la renta

A los fines de estimar la tasa impositiva que será utilizada como *input* para el cálculo de los flujos de fondos libres de la compañía, en la siguiente Tabla 16 se expone la tasa implícita de los ejercicios 2016, 2017 y 2018. Se decide utilizar el promedio de estos tres periodos para los años proyectados, el cual se ubica en una tasa de 29%.

Tabla 16 - Tasa de impuesto a la renta

(US\$ Millones)	2016	2017	2018
Resultado antes de impuestos (EBT)	28	54	26
Impuestos a la renta	-11	-12	-7
Tasa de impuesto implícita	37%	22%	27%

Tasa de impuesto implícita promedio	29%
--	------------

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

5.1.g. Inversión en activos fijos e intangibles o CAPEX

Para estimar la inversión en activos (o CAPEX) se tuvieron en cuenta tanto los activos ligados al rubro Propiedad, planta y equipo como los Activos intangibles. En el primer caso, se trata de inversiones en herramientas informáticas, mobiliario y oficinas. Por otro lado, la inversión en Activos intangibles hace referencia principalmente al software de uso interno y al desarrollo de las plataformas de la compañía. A priori se supuso que estas inversiones deberían ir en línea con el crecimiento de las ventas, dado que ambos conceptos son necesarios para mantener el devenir del negocio. Esta hipótesis se validó al calcular el ratio entre el total de inversión de capital y las ventas o *gross bookings*. Tal como se observa en la Tabla 17, esta tasa se ubicó en valores similares para los ejercicios analizados (2015-2018), por ende, se decide utilizar su promedio, 0,5% de las ventas, como *input* para el cálculo del flujo de fondos libre de la compañía durante el periodo proyectado.

Tabla 17 - Inversión en activos fijos e intangibles

<i>(US\$ Millones)</i>	2015	2016	2017	2018
Inversión en Activos Fijos	7	4	9	13
Inversión en Activos Intangibles	14	12	13	13
Total Inversión en Activos	21	17	22	27
Gross Bookings	3.607	3.260	4.455	4.715
Inversión en Activos / Gross Bookings	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%

Inversión en Activos / GB promedio	0,5%
---	-------------

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

5.1.h Amortizaciones y depreciaciones

Para estimar las amortizaciones y depreciaciones utilizadas para el cálculo del flujo de fondos libres de la compañía, se analizó el ratio de las mismas con respecto a la suma de los Activos fijos y los Activos intangibles, para el periodo 2015-2018. Tal como se observa en la Tabla 18, el promedio de dichos ratios arroja un valor de 15,6%, correspondiendo este porcentaje al parámetro que se utiliza para calcular las amortizaciones en base a los activos fijos e intangibles estimados durante el periodo de proyección.

Tabla 18 - Amortizaciones y depreciaciones

<i>(US\$ Millones)</i>	2015	2016	2017	2018
Amortizaciones	14	13	14	15
Amortizaciones / (Activos Fijos e Intangibles)	21%	16%	13%	12%

Amortizaciones / (Activos Fijos e Intangibles) promedio	15,6%
--	--------------

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

5.1. i. Capital de trabajo

Continuando con la estimación de parámetros necesarios como inputs para la construcción del flujo de fondos libres de Despegar, se analiza la situación del Capital de Trabajo de la compañía. El Capital de Trabajo se trata de la diferencia entre el monto de Activos Corrientes y Pasivos Corrientes, calculado para cada ejercicio. En este caso se sustrajo de Activos Corrientes el volumen de Caja y equivalentes, y del Pasivo Corriente se restó la línea

asociada a Ingreso diferido ya que no se trata de una erogación de fondos per se. Al observar los ratios de Capital de Trabajo con respecto a las ventas para el periodo 2015-2018 (expuestos en la Tabla 20), se observa que, si bien ha ido mermando a través de los años, se mantuvo en un rango relativamente estable. Por este motivo, se decide tomar como input para el modelo de flujos descontados el ratio promedio de -2,3%, a utilizar en el periodo de proyección.

Tabla 19 - Capital de trabajo

<i>(US\$ Millones)</i>	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	150	170	263	308
Pasivo Corriente	247	258	357	381
Capital de Trabajo	-96	-88	-95	-73
Gross Bookings	3.607	3.260	4.455	4.715
Capital de Trabajo / Gross Bookings	-2,7%	-2,7%	-2,1%	-1,5%
Capital de Trabajo / GB promedio	-2,3%			

5.1.j. Construcción de los Flujos de Fondos Libres a la Firma

A continuación, se exponen los Flujos de Fondos Libres estimados para el periodo de proyección explícita de cada escenario analizado: Base, Optimista, Pesimista.

i. Escenario Base

Tabla 20 - Proyección de los Flujos de Fondos Libres a la Firma – Escenario BASE

<i>Escenario Base (US\$ millones)</i>	2019	2020	2021	2022	2023
Gross Bookings	5.372	6.009	6.763	7.586	8.392
Ventas netas	598	663	739	816	888
Costos de venta	-192	-215	-242	-272	-301
Resultado bruto	406	448	497	544	588
Gastos de ventas y marketing	-199	-222	-250	-281	-310
Gastos generales y administrativos	-73	-78	-81	-91	-92
Gastos de tecnología y desarrollo de producto	-78	-84	-91	-99	-109
Total costos operativos	-349	-384	-423	-470	-512
Resultado operativo (EBIT)	57	63	75	74	76
EBIT * (1- tasa impuesto a la renta)	40	45	53	53	54
+ Depreciaciones y amortizaciones	25	30	35	42	49
- Inversión en Activos (CAPEX)	-29	-32	-36	-40	-45
- Variación en Capital de Trabajo	49	14	17	19	18
Flujo de Fondos Libres a la Firma (FCFF)	85	57	69	73	76

Fuente: Elaboración propia

ii. Escenario Optimista

Tabla 21 - Proyección de los Flujos de Fondos Libres a la Firma – Escenario OPTIMISTA

<i>Escenario Optimista (US\$ millones)</i>	2019	2020	2021	2022	2023
Gross Bookings	5.511	6.316	7.278	8.349	9.438
Ingresos	619	710	819	935	1.052
Costos de venta	-197	-226	-261	-299	-338
Resultado bruto	422	484	558	636	714
Gastos de ventas y marketing	-204	-234	-269	-309	-349
Gastos generales y administrativos	-74	-82	-87	-100	-104
Gastos de tecnología y desarrollo de producto	-80	-88	-98	-109	-123
Total costos operativos	-358	-404	-455	-517	-575
Resultado operativo (EBIT)	64	80	104	118	139
EBIT * (1- tasa impuesto a la renta)	45	57	74	84	99
+ Depreciaciones y amortizaciones	25	30	36	43	51
- Inversión en Activos (CAPEX)	-29	-34	-39	-44	-50
- Variación en Capital de Trabajo	52	18	22	24	25
Flujo de Fondos Libres a la Firma (FCFF)	93	71	93	107	124

Fuente: Elaboración propia

iii. Escenario Pesimista

Tabla 22 - Proyección de los Flujos de Fondos Libres a la Firma – Escenario PESIMISTA

<i>Escenario Pesimista (US\$ millones)</i>	2019	2020	2021	2022	2023
Gross Bookings	5.234	5.702	6.249	6.823	7.346
Ingresos	581	625	676	723	763
Costos de venta	-187	-204	-224	-244	-263
Resultado bruto	393	421	452	479	500
Gastos de ventas y marketing	-194	-211	-231	-252	-272
Gastos generales y administrativos	-75	-82	-90	-98	-105
Gastos de tecnología y desarrollo de producto	-79	-86	-94	-103	-111
Total costos operativos	-348	-379	-415	-453	-488
Resultado operativo (EBIT)	46	42	37	26	12
EBIT * (1- tasa impuesto a la renta)	33	30	27	18	9
+ Depreciaciones y amortizaciones	24	29	34	40	46
- Inversión en Activos (CAPEX)	-28	-30	-33	-36	-39
- Variación en Capital de Trabajo	45	11	12	13	12
Flujo de Fondos Libres a la Firma (FCFF)	75	40	40	35	28

Fuente: Elaboración propia

5.1.k. Resumen de las principales premisas utilizadas en la valuación

A los fines de mostrar las principales variables utilizadas a la hora de realizar la valuación de Despegar y poder comparar su evolución de manera comparativa entre escenarios, se confeccionó la Tabla 23 donde pueden observarse las premisas comparadas para el escenario Base, Optimista y Pesimista.

Escenarios de valuación			Base	Optimista	Pesimista
Gross Bookings	Δ % Market Share OTA (2018-2023)	p.p.	0,5%	2,0%	-1,0%
	CAGR 2018-2023	%	12,2%	14,9%	9,3%
	Δ % Paquetes, hoteles y otros (2018-2023)	p.p.	1,5%	4,3%	0,0%
Ventas netas	Δ Ventas netas/GB - Aéreo (2018-2023)	p.p.	-1,3%	-1,3%	-1,3%
	Δ Ventas netas/GB - Paquetes, hoteles y otros (2018-2023)	p.p.	0,0%	0,5%	0,0%
	Δ % Paquetes, hoteles y otros (2018-2023)	p.p.	6,4%	9,6%	5,0%
Costos	Δ Costo productos vendidos/GB (2018-2023)	p.p.	-0,1%	-0,1%	-0,1%
	Δ Costo ventas y marketing/GB (2018-2023)	p.p.	0,0%	0,0%	0,0%
	Δ Costo generales y administrativos/GB (2018-2023)	p.p.	-0,3%	-0,3%	0,0%
	Δ Costo tecnología y desarrollo/GB (2018-2023)	p.p.	-0,2%	-0,2%	0,0%

5.1.l. Estimación del Costo Promedio Ponderado del Capital o WACC

El Costo Promedio Ponderado del Capital (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*) representa el costo de capital que afronta la compañía al tener en cuenta todas sus fuentes de financiamiento (deuda, acciones comunes, acciones preferidas, etc.), o, en otras palabras, su estructura de capital. En el marco del modelo de flujos descontados para la valuación de empresas, esta tasa se utiliza para descontar a valor presente los flujos de fondos libres a la firma (o *FCFF*). A continuación, se expone la fórmula del *WACC* considerando dos fuentes de financiamiento, deuda financiera y capital propio o *equity*:

$$WACC = \frac{E}{V} \times ke + \frac{D}{V} \times kd (1 - t)$$

siendo:

E = Valor de mercado del capital propio (o *equity*)

V= Valor total del capital de la compañía (la suma del capital propio y la deuda)

Ke = Costo, o tasa de retorno requerida, del capital propio (o *equity*)

D = Valor de mercado de la deuda que mantiene la compañía

Kd = Costo de la deuda

t = Tasa impositiva

Seguidamente, se analizan los componentes del WACC de manera individual para calcularlos y estimar la tasa correspondiente a ser utilizada en la valuación de Despegar. Teniendo en cuenta que la firma no posee financiamiento a través de deuda, el WACC equivale al costo del *equity* (k_e), ya que esta es su única fuente de financiamiento al momento del presente análisis.

i. Estimación del Costo del Capital Propio (k_e)

El costo del *equity* puede ser entendido como la tasa de retorno que esperan obtener los accionistas como compensación por el riesgo que les genera invertir en determinada acción. Usualmente es calculado utilizando el modelo de valoración de activos financieros conocido como *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*). A continuación, se expone la fórmula del mismo, teniendo en cuenta el ajuste por país emergente:

$$k_e = r_f + \beta \times ERP + CRP$$

siendo:

r_f = Tasa libre de riesgo

β = β apalancada del capital propio

ERP = Prima de riesgo del mercado

CRP = Prima de riesgo país

Tasa libre de riesgo (r_f)

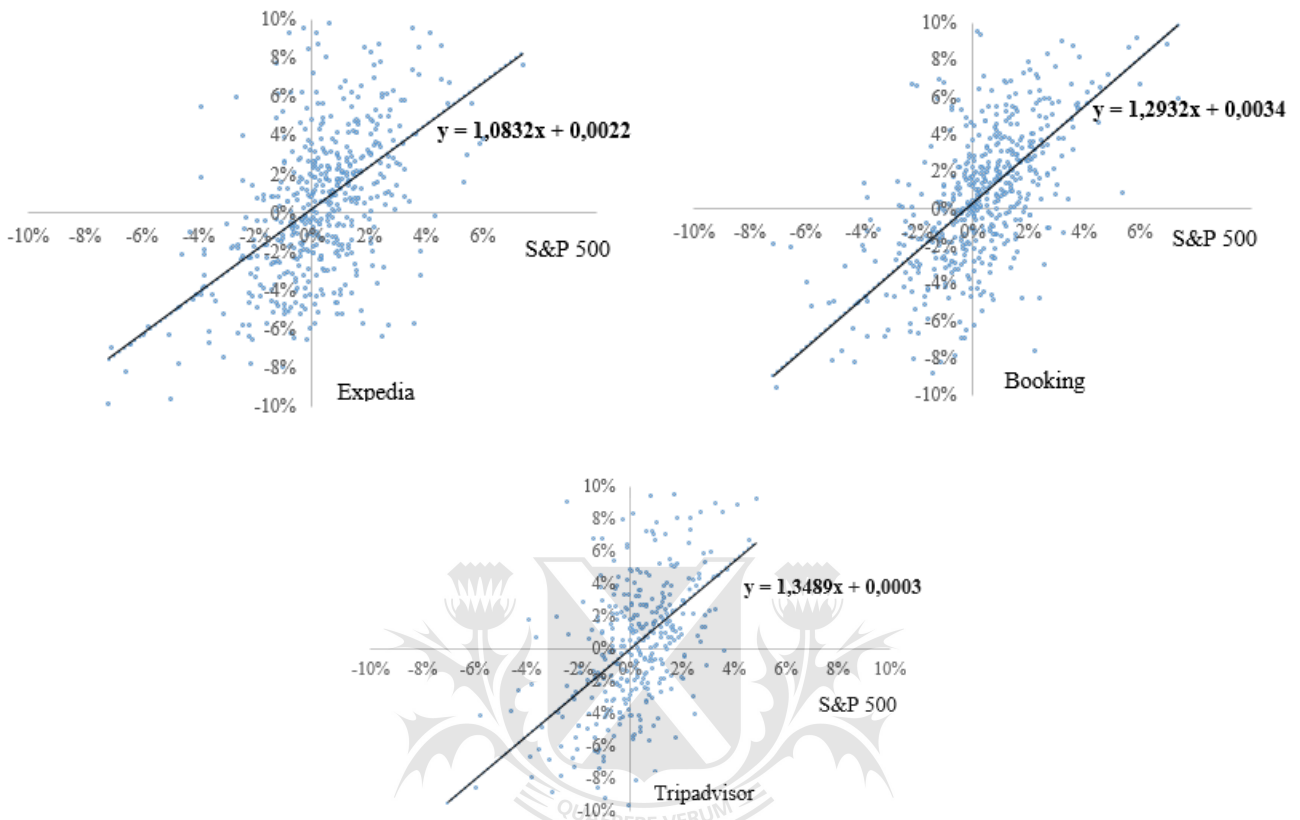
La tasa de retorno libre de riesgo es la tasa de interés que un inversor podría esperar al invertir en un activo que tenga riesgo cero. Técnicamente, esto es imposible ya que todos los activos poseen cierto grado de riesgo, sin embargo, a los fines de optar por uno, se suele utilizar los bonos del Tesoro Americano como el activo más seguro. En el presente trabajo se hace uso de la tasa de retorno del bono del Tesoro Americano a 10 años, el cual se ubica en: **2,68%** al momento del análisis.

Beta de la acción (β)

La Beta de una acción representa la volatilidad de sus retornos o riesgo de la misma con respecto al mercado en su conjunto. La Beta puede calcularse desapalancando Betas de compañías comparables y luego apalancar el resultado obtenido con la estructura de endeudamiento de la firma bajo estudio. Para el presente trabajo se optó por analizar las Betas de las compañías Expedia, Booking y Tripadvisor para luego desapalancaslas y obtener así una Beta promedio desapalancada. Dicha Beta promedio desapalancada fue ajustada por la estructura de capital de Despegar para de este modo hallar la Beta apalancada de la compañía.

A continuación, en el Gráfico 34, se presentan los análisis de dispersión resultantes del cálculo de las regresiones entre los rendimientos semanales de las compañías Expedia, Booking y Tripadvisor y los rendimientos semanales del índice de mercado norteamericano S&P 500, en los últimos diez años (con excepción del caso de Tripadvisor que comenzó a cotizar en diciembre 2011).

Gráfico 34 - Regresión rendimientos Expedia, Booking y Tripadvisor vs. S&P 500



Fuente: Reporte anual 2018 Expedia, Booking y Tripadvisor; Yahoo Finance; elaboración propia

Tal como se observa en los gráficos anteriores, la Beta apalancada de Expedia es 1,0832, de Booking es 1,2932 y de Tripadvisor es 1,3489. Posteriormente se procede a desapalancarlas para encontrar la Beta desapalancada promedio. Tal como se presenta en la Tabla 23, la misma se ubica en 0,94. Teniendo en cuenta que la estructura de capital de Despegar está compuesta íntegramente por capital propio, la Beta apalancada de la firma es 0,94. Dicha Beta se utiliza para los cálculos realizados en el presente trabajo.

Tabla 23 - Cálculo Beta apalancada Despegar

	Expedia	Booking	Tripadvisor
Beta apalancada	1,08	1,29	1,35
Beta desapalancada	0,70	0,77	1,35
Promedio Betas desapalancadas	0,94		

Beta apalancada Despegar 0,94

Fuente: Reporte anual 2018 Despegar, Expedia, Booking y Tripadvisor; Yahoo Finance; elaboración propia

Prima de riesgo de mercado (ERP)

La prima de riesgo de mercado representa el retorno extra que podría conseguir un inversor por encima de la tasa libre de riesgo, si invirtiera en la acción de mercado, por ejemplo, en un índice representativo como el S&P500. Para el presente trabajo se utilizó el retorno anualizado de dicho índice para el periodo comprendido entre los años 1950-2018, arrojando un rendimiento anual de 8,8%. Posteriormente se sustrajo al mismo la tasa libre de riesgo calculada anteriormente (2,68%) para de este modo calcular la prima de riesgo de mercado que se ubica en **6,1%**. Estos cálculos se presentan en la Tabla 24 a continuación.

Tabla 24 - Cálculo Prima de riesgo de mercado

Cálculo prima de riesgo de mercado	
Retorno de mercado (S&P 500)	8,8%
Tasa libre de riesgo	2,7%
Prima de riesgo de mercado	6,1%

Fuente: Yahoo Finance; elaboración propia

Prima de riesgo país (CRP)

La prima de riesgo país, o *country risk premium*, se vincula al riesgo adicional que debe asumir el agente al invertir en países menos estables y por ende más riesgosos, por ejemplo, países emergentes como es el caso de Despegar. Por este motivo, al cálculo del costo del *equity* realizado hasta el momento se le debe adicionar una prima excedente teniendo en cuenta los países donde la firma bajo análisis opera. A continuación, se expone el cálculo de la misma, para el cual fueron utilizadas las primas de riesgo país al 1ero de enero de 2019 (JP Morgan EMBI+) y luego ponderadas por el peso de cada país según las transacciones informadas de cada uno.

Tabla 25 - Prima de riesgo país

	Prima de riesgo país	Peso transacciones
Brasil	2,8%	40,6%
Argentina	7,9%	22,8%
Otros	3,3%	36,6%
Prima de riesgo país total	4,1%	

Fuente: JP Morgan EMBI+; elaboración propia

Costo del capital propio (ke)

Luego de calcular todos los componentes del CAPM para país emergente, a continuación, se expone el resultado del costo del capital propio estimado. Cabe destacar que la firma solo se financia con capital propio al momento del presente análisis, por ende, el ke equivale a la tasa $WACC$.

$$ke = 2,7\% + 0,94 \times 6,1\% + 4,1\%$$

$$ke = WACC = 12,5\%$$

5.1.m. Valuación de Despegar por Flujos de Fondos Descontados

Tal como se mencionó anteriormente, a los fines de calcular el valor del capital accionario de la firma bajo análisis, se decidió realizar la estimación de un escenario base y complementarlo con la proyección de dos escenarios alternativos: un escenario optimista y un escenario pesimista. El objetivo es hallar un rango de valor de la acción de Despegar, teniendo en cuenta las diferentes premisas explicadas en detalle en las secciones precedentes.

En todos los casos se descontaron los flujos de fondos libres a la firma ($FCFF$) detallados en la sección 5.1.j. a la tasa $WACC$ 12,5%. Una vez hallado el valor presente de los flujos estimados para el periodo de proyección explícito, se procede a calcular el valor actual del valor terminal calculado utilizando la tasa $WACC$ de 12,5%. Cabe destacar que para el cálculo del valor terminal se utilizó el Modelo de Crecimiento de Gordon. A continuación, se detalla la fórmula aplicada en el presente trabajo

$$TV = \frac{FCFF_5 \times (1 + g)}{WACC - g}$$

siendo:

$TV = Terminal Value$ o Valor Terminal

$FCFF_5$ = Flujo de Fondo Libre a la Firma del último año del periodo de proyección explícito (año 5)

WACC = Tasa del Costo Promedio Ponderado del Capital. Tal como se detalló en la sección 5.1.1., la misma asciende a 12,5% en el presente trabajo

g = Tasa de crecimiento de largo plazo. En el presente trabajo se utilizó una tasa del 4,5% calculada a partir de estimaciones de crecimiento del PBI e inflación¹⁸ ponderadas por la participación de cada país en la operación de Despegar. A continuación, en la Tabla 26, se detallan los cálculos realizados.

Tabla 26 - Estimación tasa de crecimiento (valor terminal)

	Brasil	Argentina	Otros
Participación en transacciones (%)	41%	23%	37%
PBI - crecimiento esperado 2023	2,2%	3,6%	3,3%
Inflación - 2023	2%	2%	2%
Tasa de crecimiento nominal (valor terminal)	4,5%		

Fuente: Estimaciones crecimiento PBI – FMI, World Economic Outlook Database April 2019. En el caso de otros se utiliza el promedio de las estimaciones de crecimiento de Colombia, Chile, México y Perú
 Estimaciones inflación – elaboración propia en base a promedio de datos históricos de inflación para Estados Unidos (periodo 2008-2018)
 Reporte anual Despegar

Una vez obtenido el valor del presente del periodo de proyección tanto explícito como implícito, se suman ambas estimaciones y se halla el valor de la firma en cuestión.

Posteriormente, para encontrar el valor del capital accionario de la empresa bajo análisis, se le sustrae al valor de la firma, el valor de la deuda neta de caja. En el caso de Despegar la deuda es cero y la caja asciende a US\$ 346 millones, por ende, en el neto, al valor de la firma hallado se le adiciona dicho monto en concepto de caja. De este modo se alcanza el valor del *equity* de la compañía. Finalmente, para conocer el valor por acción basta dividir el

¹⁸ Tal como se detalló anteriormente, en el presente trabajo se asume que los tipos de cambio de los países donde opera Despegar se ajustarán en el tiempo por el diferencial de inflación de cada país con Estados Unidos.

valor del equity hallado en cada escenario por la cantidad de acciones en circulación que en este caso se ubica en 69.102.00 acciones.

A continuación, en la Tabla 27. se exponen los resultados de cada escenario. En conclusión, puede observarse que el rango de valor de la acción de Despegar, según los modelos de valuación de flujos de fondos descontados (*DCF*) llevados a cabo en el presente trabajo, se ubica en US\$ 10,26 - US\$ 22,82, siendo el valor para el Escenario Base de US\$16,67. Al día de hoy, 5 de abril de 2019, la acción se ubica en US\$ 14,47, aproximadamente 15% debajo del valor estimado para el Escenario Base.

Tabla 27 – Valuación Despegar por DCF – Análisis de escenarios

Escenarios		Base	Optimista	Pesimista
Valor actual periodo de proyección explícito (5 años)	US\$ millones	257	339	164
Valor actual Valor Terminal	US\$ millones	548	892	199
Valor de la Firma Despegar	US\$ millones	805	1.231	363
- Deuda	US\$ millones	0	0	0
+ Caja	US\$ millones	346	346	346
Valor del Capital Accionario de Despegar	US\$ millones	1.152	1.577	709
Cantidad acciones	#	69.102.000	69.102.000	69.102.000
Valor de la acción de Despegar	US\$	16,67	22,83	10,26

Fuente: Elaboración propia

5.2. Valuación por múltiplos

A los fines de complementar la valuación realizada en el punto 5.1. a través del Modelo de Flujos de Fondos Descontados (*DCF*), en la presente sección se lleva a cabo una valuación por comparables teniendo en cuenta otras empresas de la misma industria en la que opera Despegar. Cabe destacar que Despegar es la única agencia de turismo online (*OTA – Online Travel Agency*) con cotización pública dentro de la región latinoamericana. Por este motivo, ante la falta de información de firmas comparables en Latinoamérica, se utilizan como referencia CVC (agencia tradicional offline brasilera) y las siguientes compañías públicas de

diferentes regiones del mundo: Booking (global), Expedia (global), Tripadvisor (global), Ctrip (China) y MakeMyTrip (India).

En la Tabla 28 se exponen los cálculos para Despegar y todas las empresas comparables consideradas. Para su confección se utilizó la información reportada en los Estados Contables de los ejercicios 2018 de cada una y los datos bursátiles al 5 de abril de 2019. Posteriormente se analiza el múltiplo EV/EBITDA para cada firma.

Tabla 28 – Múltiplos

Comparación de compañías (2018)			Despegar	CVC	Booking	Expedia	Triadvisor	Ctrip	MakeMyTrip
Datos financieros	Gross bookings	US\$ M	4.715	3.663	92.733	99.727	no aplica	no reporta GB	4.094
	Ventas netas	US\$ M	531	427	14.527	11.223	1.615	4.504	675
	EBITDA	US\$ M	68	198	5.780	1.970	422	521	-186
	EBIT	US\$ M	45	150	5.341	1.066	183	379	-219
	Resultado neto	US\$ M	19	87	3.998	406	113	160	-220
Crecimiento interanual 2018	Crec. Gross bookings	%	6%	14%	14%	13%	no aplica	no reporta GB	79%
	Crec. Ventas netas	%	1%	15%	15%	12%	4%	9%	51%
	Crec. EBITDA	%	-24%	6%	18%	15%	27%	-11%	-77%
	Crec. EBIT	%	-36%	-2%	18%	17%	48%	-16%	-62%
	Crec. Resultado neto	%	-55%	12%	71%	7%	495%	-52%	-100%
Margen s/GB	Mg Ventas netas / GB	%	11,3%	11,7%	15,7%	11,3%	no aplica	no reporta GB	16,5%
	Mg EBITDA / GB	%	1,4%	5,4%	6,2%	2,0%	no aplica	no reporta GB	-4,5%
	Mg EBIT / GB	%	1,0%	4,1%	5,8%	1,1%	no aplica	no reporta GB	-5,3%
	Mg Resultado neto / GB	%	0,4%	2,4%	4,3%	0,4%	no aplica	no reporta GB	-5,4%
Margen s/Ventas netas	Mg EBITDA / Ventas netas	%	12,7%	46,4%	39,8%	17,6%	26,1%	11,6%	-27,6%
	Mg EBIT / Ventas netas	%	8,6%	35,1%	36,8%	9,5%	11,3%	8,4%	-32,4%
	Mg Resultado neto / Ventas netas	%	3,6%	20,4%	27,5%	3,6%	7,0%	3,6%	-32,6%
EV	US\$ M		2.440	82.540	20.860	6.830	25.323	2.560	
EV / EBITDA	x		12,3	14,3	10,6	16,2	48,6	n/a	

Fuente: Yahoo Finance; Estados financieros de Despegar, CVC, Booking, Expedia, Tripadvisor, Ctrip y MakeMyTrip; elaboración propia

Con el objetivo de obtener un rango de múltiplo EV/EBITDA para aplicar a la valuación de comparables de Despegar se decide tomar en consideración las compañías Expedia y Tripadvisor, por tratarse de las más alineadas a la compañía bajo estudio en términos de características del negocio y márgenes de rentabilidad. Ctrip, si bien posee márgenes sobre ventas netas muy similares a los de Despegar, no ha sido elegida por dos motivos: en primer lugar se trata de una compañía China que opera en un mercado totalmente diferente al de

Despegar y que no presentan ni un mínimo grado de competencia; en segundo término Ctrip posee un múltiplo EV/EBITDA (48,6x) que puede considerarse un *outlier* al ser 3,6 veces superior que el promedio de múltiplos del resto de las compañías. Por su parte, CVC no es utilizada como *benchmark* dado que posee márgenes muy superiores a los de Despegar como consecuencia de gestionar un modelo de negocio sumamente diferente al de la misma. En el caso de Booking, esta empresa registra márgenes muy superiores a los de la compañía analizada en este estudio y es por ello que no se la toma en cuenta en el cálculo de rangos de múltiplo EV/EBITDA. Finalmente, MakeMyTrip no es considerada dado que anotó resultados negativos para 2018. En conclusión, se utiliza un rango EV/EBITDA de 10,6 x - 16,2 x.

En la Tabla 29 se presenta la sensibilización del múltiplo EV/EBITDA ante diferentes niveles de EBITDA estimado para el año 2019. En cuanto al rango de EBITDA utilizado, el mismo se basa en las estimaciones de los escenarios elaborados, siendo US\$ 70 millones en el caso pesimista y US\$ 89 millones en el optimista.

Tabla 29 - Análisis de sensibilidad - Precio de la acción

		EV/EBITDA (x)				
		10,6	12,0	13,4	14,8	16,2
EBITDA 2019E (US\$ millones)	70	\$ 15,78	\$ 17,21	\$ 18,63	\$ 20,05	\$ 21,48
	75	\$ 16,48	\$ 18,00	\$ 19,51	\$ 21,03	\$ 22,54
	79	\$ 17,18	\$ 18,79	\$ 20,40	\$ 22,01	\$ 23,61
	84	\$ 17,88	\$ 19,58	\$ 21,28	\$ 22,98	\$ 24,68
	89	\$ 18,58	\$ 20,37	\$ 22,17	\$ 23,96	\$ 25,75

Fuente: Elaboración propia

Tal como se observa en la matriz construida, el rango del precio de la acción de Despegar podría ubicarse entre US\$ 15,78 y US\$ 25,75.

6. Bibliografía

i. Estados financieros

Booking Holdings – *Formulario 10-K 2017*

Booking Holdings – *Formulario 10-K 2018*

Booking Holdings – Reportes de la compañía a los inversores

Ctrip - *Formulario 20-F 2017*

Ctrip - *Formulario 20-F 2018*

CVC – Estados contables 2017 y 2018

CVC – Reportes de la compañía a los inversores

Despegar - *Formulario F-1*

Despegar - *Formulario 20-F 2017*

Despegar - *Formulario 20-F 2018*

Despegar – Reportes de la compañía a los inversores

Expedia – *Formulario 10-K 2017*

Expedia – Reportes de la compañía a los inversores (2018)

MakeMyTrip - *Formulario 20-F 2017*

MakeMyTrip - *Formulario 20-F 2018*

Tripadvisor - *Formulario 10-K 2017*

Tripadvisor - *Formulario 10-K 2018*

Tripadvisor – Reportes de la compañía a los inversores

ii. Libros

Brealey, R. A., Allen, F., & Myers, S. C. (2006). *Corporate Finance: Hauptbd.* McG.

Copeland, T. E., Koller, T., Murrin, J., & Copeland, T. E. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies (Vol. 3)*. New York: Wiley-raw-Hill/Irwin.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (Vol. 666)*. John Wiley & Sons.

iii. Links de consulta a bases de datos

Euromonitor International y su software Euromonitor Passport. Se utiliza esta fuente para acceder a bases de datos de la industria de viajes de distintas regiones: Latinoamérica, Asia Pacífico, Europa Occidental y Estados Unidos. Fecha de consulta: febrero 2019.

World Bank Open Data: <https://data.worldbank.org/>. Se utiliza esta fuente para recabar información acerca de estimaciones de inflación. Fecha de consulta: marzo 2019.

World Economic Outlook Database April 2019 – FMI. Se utiliza esta fuente para recabar información acerca de estimaciones de crecimiento del PBI para los diferentes países donde opera la compañía bajo análisis, Despegar. Fecha de consulta: marzo 2019.

Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com>. Se utiliza esta Fuente para recabar información acerca de los rendimientos obtenidos por el índice S&P 500 y las acciones de Despegar, Expedia, Booking y Tripadvisor. Fecha de consulta: marzo 2019.

iv. Reportes

BMI Research (2018). *Brazil Tourism Report*.

Euromonitor International (2017). *Experience more: The Consumer's Search for Travel Experiences*.

Euromonitor International, World Travel Market & Braztoa (2018). *Latin America Trends Report 2017*.

Cowen Research (2018). *Market share & profit pools in online travel*.

Phocuswright (2017). *Latin America Online Travel Overview Third Edition*.

Statista (2018). *Travel & tourism in Latin America*.

World Tourism Organization (2018). *Panorama OMT del turismo internacional*.

World Travel & Tourism Council (2018). *Travel & Tourism – Economic Impact 2018 – Latin America*.

GSMA (2018). *La Economía Móvil en América Latina y el Caribe 2018*.

ANEXO A – Estado de Resultados y Balance

Estado de Resultados (US\$ millones)	2015	2016	2017	2018
Ventas netas	422	411	524	531
Costos de venta	-154	-127	-142	-172
Resultado bruto	267	284	382	359
Gastos de ventas y marketing	-170	-121	-166	-174
Gastos generales y administrativos	-78	-65	-73	-68
Gastos de tecnología y desarrollo de producto	-74	-63	-71	-71
Total costos operativos	-322	-249	-310	-313
Resultado operativo (EBIT)	-54	35	71	45
Resultado financiero neto	-13	-7	-17	-19
Resultado antes de impuestos (EBT)	-67	28	54	26
Impuestos a la renta	-18	-11	-12	-7
Resultado neto	-85	18	42	19
EBITDA Ajustado	-39	49	89	68

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

Estado de Resultados - Margen s/ Gross Bookings (%)	2015	2016	2017	2018
Ventas netas	11,7%	12,6%	11,8%	11,3%
Costos de venta	-4,3%	-3,9%	-3,2%	-3,7%
Resultado bruto	7,4%	8,7%	8,6%	7,6%
Gastos de ventas y marketing	-4,7%	-3,7%	-3,7%	-3,7%
Gastos generales y administrativos	-2,2%	-2,0%	-1,6%	-1,4%
Gastos de tecnología y desarrollo de producto	-2,0%	-1,9%	-1,6%	-1,5%
Total costos operativos	-8,9%	-7,6%	-7,0%	-6,6%
Resultado operativo (EBIT)	-1,5%	1,1%	1,6%	1,0%
Resultado financiero neto	-0,4%	-0,2%	-0,4%	-0,4%
Resultado antes de impuestos (EBT)	-1,9%	0,9%	1,2%	0,6%
Impuestos a la renta	-0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,1%
Resultado neto	-2,4%	0,5%	1,0%	0,4%
EBITDA Ajustado	-1,1%	1,5%	2,0%	1,4%

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia

Balance (US\$ millones)	2015	2016	2017	2018
Caja y equivalentes	102	76	371	346
Caja restringida	19	23	30	6
Inversiones de corto plazo	40	0	0	0
Cuentas por cobrar	55	121	198	225
Cuentas de partes relacionadas	2	2	5	9
Otros activos y gastos prepagos	34	24	29	68
Total activos corrientes	253	246	634	654
Otros activos (impuestos diferidos)	0	4	5	13
Caja restringida	15	20	10	0
Propiedad, planta y equipo	15	14	16	20
Activos intangibles	27	31	35	38
Valor llave	39	39	39	36
Total activos no corrientes	96	108	105	106
TOTAL ACTIVOS	348	354	739	761
Cuentas a pagar y gastos devengados	37	25	46	42
Cuentas a pagar a proveedores de viaje	112	102	175	185
Cuentas a pagar a partes relacionadas	58	71	84	84
Présamos y otros pasivos financieros	2	7	8	31
Ingresos diferidos	37	29	30	5
Otros pasivos	35	49	40	33
Pasivos contingentes	3	4	5	5
Total pasivos corrientes	283	287	388	386
Otros pasivos (impuestos a pagar)	1	1	1	0
Pasivos contingentes	22	22	7	2
Pasivos con partes relacionadas	125	125	125	125
Total pasivos no corrientes	148	149	133	127
TOTAL PASIVOS	431	436	521	513
Acciones comunes	0	0	254	255
Adicional pagado en capital	312	312	316	322
Otras reservas	-1	-1	-1	-1
Otro ingresos integrales consolidados	34	16	16	3
Pérdidas acumuladas	-428	-410	-368	-306
Recompra acciones	0	0	0	-26
TOTAL PATRIMONIO NETO	-83	-82	218	248

Fuente: Reportes anuales Despegar; elaboración propia