

PRIVADO Y CONFIDENCIAL

Bytetravel, S.A.

Informe de valoración del 100% de las acciones

3 de julio de 2024



Deal Advisory
Génova, 27 - 4ª planta
28004 Madrid, España
Tel.: 91 702 22 12
www.bdo.es

Bytetravel, S.A.

Edificio A2 de la Avda. Via Augusta, nº 15-25,
08174 San Cugat del Vallés (Barcelona)

3 de julio de 2024

A la atención de los administradores y accionistas de Bytetravel, S.A.:

Nos complace remitirles el informe en relación con nuestro trabajo de valoración, en calidad de experto independiente, de las acciones de Bytetravel, S.A. (“ByteTravel” o la “Sociedad”) en el contexto de la admisión a cotización de sus acciones en el segmento de negociación BME Scaleup de BME MTF Equity.

En este contexto, hemos sido contratados por la Sociedad para la realización de un informe de experto independiente (el “Informe”) sobre el valor de las acciones de ByteTravel siguiendo métodos de valoración de general aceptación y uso en el mercado.

El Informe ha sido preparado exclusivamente para determinar el primer precio de referencia de la acción de la Sociedad para el inicio de la contratación de sus acciones en el BME Scaleup y podrá ser utilizado, única y exclusivamente, con los fines descritos anteriormente. BDO Auditores, S.L.P. (“BDO”) autoriza su puesta a disposición de los órganos competentes del BME MTF Equity, y una vez autorizada la citada incorporación, se adjuntará como información complementaria al Documento Inicial de Acceso al Mercado (DIAM) que se difunda según lo previsto en las normas reguladoras correspondientes.

Nuestro Informe ha sido preparado únicamente para los fines indicados. Por tanto, no debe considerarse adecuado para propósitos diferentes a los descritos. En particular, nuestra opinión no debe considerarse una recomendación de inversión, evaluación de riesgo, ni un análisis de solvencia crediticia de la Sociedad, ni ha consistido en un asesoramiento fiscal, legal o contable.

Nuestro trabajo es de naturaleza independiente y no supone ninguna recomendación a los órganos de administración de ByteTravel, a sus accionistas o terceros, en relación con la posición que deberían tomar respecto a la operación planteada. Tampoco tiene por objeto analizar las razones de la operación en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que se hubiera podido optar.

Nuestro trabajo se ha basado en información proporcionada por la Dirección de la Sociedad u obtenida de fuentes públicas. No hemos efectuado una auditoría de la información obtenida para el desarrollo del trabajo, ni hemos realizado un proceso de verificación de la misma, asumiendo que es fiable, íntegra y exacta.

BDO, en la elaboración del Informe, no se ve afectada por ningún conflicto de interés, ni de independencia. Los miembros del equipo de BDO encargado de la elaboración de este Informe no prestan o han prestado otro tipo de servicios profesionales a la Sociedad o a sus accionistas.

Nuestros honorarios se han determinado en función del equipo necesario y la experiencia de sus profesionales. Los honorarios son fijos y no dependen del resultado de la operación ni del hecho de que la incorporación sea autorizada.

Hemos facilitado un borrador del Informe al órgano de administración y accionistas de la Sociedad, quienes nos han hecho los comentarios que han considerado oportunos. Hemos incorporado algunos de sus comentarios a este Informe en los aspectos que hemos estimado adecuados.



Deal Advisory
Génova, 27 - 4ª planta
28004 Madrid, España
Tel.: 91 702 22 12
www.bdo.es

Bytetravel, S.A.

Edificio A2 de la Avda. Via Augusta, nº 15-25,
08174 San Cugat del Vallés (Barcelona)

El detalle del trabajo realizado para llegar a nuestra conclusión de valor se incluye en este Informe, el cual deberá utilizarse considerando su contenido íntegro y no extractos del mismo. El Informe describe el propósito, uso y alcance de nuestro estudio, las metodologías empleadas y los resultados de nuestro trabajo.

En el más amplio sentido reconocido por la ley, no aceptamos ninguna responsabilidad ni contingencia frente a terceros diferentes a ByteTravel en relación con el Informe.

Muy atentamente,

Sergio Martín Díaz
Socio

Índice de contenidos

01	Introducción	6
02	Objetivo y alcance de nuestro trabajo	8
03	Descripción de la Sociedad	12
04	Enfoque de valoración utilizado	18
05	Valoración de ByteTravel	29
06	Conclusión	33
	Anexos	35

Definiciones, abreviaturas y glosario de términos

Abreviatura	Significado
€m	Millones de euros
#	Número
202XR / 202XE	Real / Estimado año 202X
Capex	Capital expenditure (Inversión en inmovilizado)
CMPC	Coste medio ponderado del capital
ByteTravel/la Sociedad/el Cliente	Bytetravel, S.A.
DFLC	Descuento de flujos libres de caja
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i> (Resultado de la explotación)
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Resultado bruto de la explotación)
ETA	<i>Electronic Travel Authorisation</i> (Autorización Electrónica de Viaje)

Abreviatura	Significado
ETIAS	<i>European Travel Information and Authorisation System</i> (Sistema Europeo de Información y Autorización de Viajes)
Fecha de valoración	31 de diciembre de 2023
FLC	Flujo libre de caja
g	Tasa de crecimiento a perpetuidad
K_d	Coste de la deuda
K_e	Coste de los recursos propios
LTM	<i>Last twelve months</i> (Últimos doce meses)
n.a. / n.d.	No aplica / No disponible
NOPLAT	<i>Net Operating Profit Less Adjusted Taxes</i> (Beneficio Operativo Neto Después de Impuestos)
VN	Valor del negocio

Sección 1

Introducción

Introducción

Antecedentes

Visión general de ByteTravel

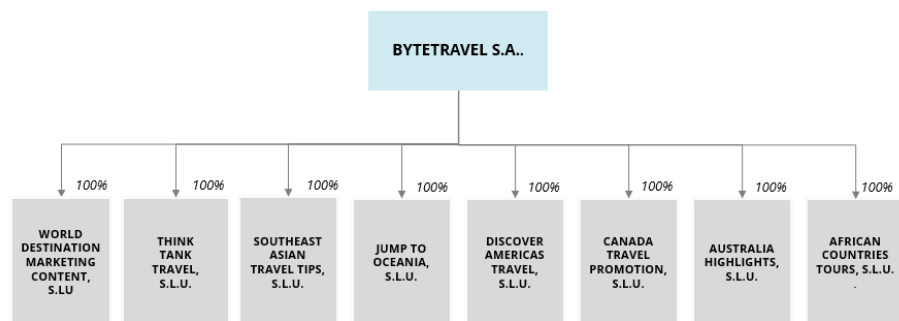
ByteTravel es una compañía constituida el 25 de enero de 2021, bajo la denominación de “Esta Travel Services, S.L.”.

El pasado 12 de junio de 2024 se celebró la Junta General Ordinaria y Extraordinaria de Socios, en la cual se aprobó, entre otros asuntos, la transformación de la Sociedad en sociedad anónima, así como el cambio de denominación a la actual.

A fecha de este Informe, el capital social de ByteTravel asciende a 1.400 miles de euros y está dividido en 28.000.000 de acciones de 0,05 euros de valor nominal cada una de ellas. El accionista principal de ByteTravel es la mercantil Begreat Capital, S.L.U., que ostenta un 76% del capital social. El capital social restante se reparte entre accionistas minoritarios, entre los que se encuentran los socios fundadores de la Sociedad.

En la actualidad, la actividad principal de la Sociedad consiste en la tramitación online de visados bajo la marca comercial “Visagov”, ofreciendo una integración total y una gestión simplificada de los visados para sus clientes, tanto viajeros individuales como agencias de viajes y otros proveedores turísticos.

La Sociedad es la sociedad dominante de un grupo de empresas conformado por las siguientes sociedades dependientes a fecha actual (dedicadas a prestar servicios de publicidad a ByteTravel):



Incorporación a cotización en el BME Scaleup

ByteTravel se encuentra realizando los trámites necesarios para llevar a cabo una salida a bolsa mediante una admisión a cotización de sus acciones (vía listing) en el segmento de negociación BME Scaleup¹ de BME MTF Equity. Con la admisión a cotización, la Sociedad pretende, entre otros, impulsar su crecimiento (orgánico e inorgánico), tener mayor visibilidad de marca y ampliar su base de inversores.

Según hemos sido informados, de forma previa al listing de las acciones de la Sociedad se ha llevado a cabo una operación de ampliación de capital (mediante una colocación privada) por importe de 2.500 miles de euros.

Como parte de los requisitos de incorporación, ByteTravel debe aportar una valoración realizada por un experto independiente de acuerdo con criterios internacionalmente aceptados, salvo que dentro de los seis meses previos a la solicitud se haya realizado una colocación de acciones o una operación financiera que resulten relevantes para determinar un primer precio de referencia para el inicio de la contratación de las acciones de la sociedad.

Dentro de este contexto, ByteTravel ha contratado los servicios profesionales de BDO como experto independiente para la valoración de las acciones de la Sociedad, la cual se utilizará para determinar el precio inicial de referencia en su admisión a cotización en el BME Scaleup. Los resultados de nuestro trabajo se detallan en las secciones siguiente de este Informe.

1 El BME Scaleup es un mercado de valores dirigido principalmente a empresas en una fase de desarrollo temprano con un modelo de negocio probado y escalable de cualquier sector.

El BME Scaleup, autorizado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), ha diseñado una regulación y un proceso de incorporación sencilla para estas empresas con unos costes muy competitivos.

Las compañías incorporadas a BME Scaleup formarán parte del Entorno Pre Mercado, un programa formativo y de networking donde las empresas aprenden a profesionalizarse y aceleran su transformación para poder cumplir sus objetivos de crecimiento a través de los mercados de valores.

Sección 2

Objetivo y alcance de nuestro trabajo

Objetivo y alcance de nuestro trabajo (1 de 3)

Objetivo y consideraciones generales de nuestro trabajo

Objetivo del encargo

De acuerdo con nuestra contratación como experto independiente, el objetivo de nuestra colaboración profesional ha consistido en la realización de los trabajos necesarios para estimar el valor razonable del 100% de las acciones de ByteTravel mediante la aplicación de métodos de valoración generalmente aceptados.

El análisis de valoración de las acciones de ByteTravel está basado en el concepto de “valor razonable”, que se define como *“el precio que podría ser recibido al vender un activo o pagado para transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes independientes del mercado a una fecha determinada.”* (fuente: NIIF 13 Medición del Valor Razonable, publicada por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad).

Los análisis de valoración de ByteTravel se refieren al 31 de diciembre de 2023 (la “Fecha de Valoración”), fecha de cierre del último ejercicio económico completo de la Sociedad, para el cual se ha dispuesto de estados financieros auditados.

Nuestra conclusión de valor de ByteTravel es válida a la fecha de este Informe, ya que hemos sido informados de que no han ocurrido hechos significativos a la fecha de este Informe, de los que no hayamos sido informados, que pudiesen tener un impacto significativo en el valor de las acciones de ByteTravel estimado a la Fecha de Valoración.

En relación con lo anterior, es importante destacar que la estimación del valor de las acciones de ByteTravel se ha hecho *pre-money* a la ampliación de capital mediante colocación privada realizada antes del listing de las acciones, es decir, sin considerar la entrada de caja en la Sociedad por los fondos captados en dicha operación.

Aspectos relevantes de nuestro trabajo a tener en cuenta

La información necesaria para la realización de nuestro trabajo nos ha sido proporcionada por parte de la Dirección de ByteTravel u obtenida por nuestra parte de fuentes de información públicas, habiendo asumido que la misma es completa y veraz.

Las proyecciones financieras correspondientes al negocio de la Sociedad han sido elaboradas por la Dirección de ByteTravel bajo un supuesto de continuidad y en un contexto de mercado, y se corresponden con su mejor estimación a partir de la situación presente y la previsible evolución futura del mismo. El alcance de nuestro trabajo no ha incluido la realización de estudios de mercado que soporten las proyecciones financieras de la Sociedad.

Cabe resaltar que cualquier cambio significativo o información nueva adicional sobre las condiciones económicas, cambios en el mercado o de las operaciones y resultados de la Sociedad, posteriores a la fecha de emisión del Informe, podría significar un potencial cambio en nuestras conclusiones de valoración.

El alcance de nuestro trabajo no ha incluido la realización de trabajos de auditoría ni revisión financiera, contable, legal, fiscal, laboral, operativa y/o tecnológica de la Sociedad. Por lo tanto, los riesgos, si existiesen, derivados de dichas situaciones, no han sido tomados en consideración en los cálculos de valoración realizados.

Objetivo y alcance de nuestro trabajo (2 de 3)

Objetivo y consideraciones generales de nuestro trabajo (*continuación*)

Aspectos relevantes de nuestro trabajo a tener en cuenta

Aunque consideramos que nuestra valoración es razonable y defendible de acuerdo con la información disponible, debemos indicar que la valoración de negocios no es una ciencia exacta, sino un ejercicio de opinión basado en la aplicación, entre otros, de juicio profesional, que requiere el empleo de hipótesis que contienen cierta dosis de subjetividad, por lo que terceras partes podrían no estar necesariamente de acuerdo con dicha opinión. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir precios diferentes para un negocio o sociedad en particular debido a factores como el poder de negociación entre las partes, las distintas percepciones sobre las perspectivas futuras de rentabilidad y riesgo del negocio, así como por posibles sinergias positivas o negativas de un potencial comprador.

De acuerdo con la información proporcionada por los administradores de ByteTravel, no se ha realizado ningún pago de dividendos ni ampliación / reducción de capital durante el período comprendido entre el 31 de diciembre de 2023 y la fecha de este Informe en la Sociedad de los que no hayamos sido informados. Cualquier pago de dividendo o variación en el capital de ByteTravel en el futuro podría afectar al valor estimado para las acciones de la misma.

Los eventos y circunstancias que se produzcan después de la fecha de nuestro informe, a su debido tiempo, harán que nuestro informe quede desactualizado y, en consecuencia, no aceptaremos ni asumiremos la responsabilidad de las decisiones y acciones que se basen en tal desactualización.

Por último, debemos mencionar que nuestro trabajo es de naturaleza independiente y no supone ninguna recomendación a los órganos de administración de la Sociedad, a sus accionistas o terceros, en relación con la posición que deberían tomar respecto a la operación planteada u otras operaciones que involucren a las acciones de la Sociedad.

Objetivo y alcance de nuestro trabajo (3 de 3)

Principales procedimientos de nuestro trabajo

Bases de información y procedimientos de trabajo

Para la realización de nuestro trabajo, hemos llevado a cabo los siguientes procedimientos:

- ▶ Obtención y análisis de la siguiente información:
 - Cuentas anuales no auditadas de ByteTravel correspondientes a los ejercicios completos cerrados a 31 de diciembre de 2021 y 2022.
 - Cuentas anuales auditadas, individuales y consolidadas, de ByteTravel correspondientes al ejercicio completo cerrado a 31 de diciembre de 2023.
 - Proyecciones financieras a largo plazo, para los ejercicios 2024 a 2028, correspondientes al Plan de Negocio de la Sociedad y detalle de las principales hipótesis empleadas en su preparación.
 - Presentación corporativa de la Sociedad, de fecha 12 de junio de 2024.
 - Acta de la Junta General Ordinaria y Extraordinaria de Socios de la Sociedad, de fecha 12 de junio de 2024.
 - Información pública relativa a compañías cotizadas (precios de cotización, información económico financiera, etc.) y a transacciones comparables del sector en el que opera la Sociedad (precios pagados en transacciones, información económico financiera de las sociedades adquiridas, etc.).
 - Otra información disponible sobre otros aspectos relativos a los negocios, gestión, mercado, competidores, activos, etc., que hayan podido ser de interés para la realización de nuestro trabajo.
- ▶ Revisión y análisis general del negocio y la situación financiera de ByteTravel.
- ▶ Mantenimiento de reuniones y conversaciones con la Dirección y asesores de la Sociedad para obtener otras informaciones que hemos considerado útiles para nuestro trabajo.
- ▶ Selección de los métodos de valoración más adecuados teniendo en cuenta el contexto de nuestro trabajo, la información disponible y la naturaleza de los negocios de ByteTravel.
- ▶ Realización del análisis de valoración, preparación de análisis de sensibilidad y obtención de conclusiones a partir de los resultados de nuestro trabajo.
- ▶ Obtención de confirmación escrita de la Dirección de ByteTravel en la que nos manifiestan que la información recibida es exacta y que nos han informado de todos los aspectos relevantes que pudieran afectar a nuestro trabajo.
- ▶ Elaboración del presente Informe con nuestras conclusiones.

Sección 3

Descripción de la Sociedad

Descripción de la Sociedad (1 de 5)

Visión general de sus negocios

Actividad de la Sociedad



ByteTravel es una *scaleup*¹ española fundada en enero de 2021 sin inversores externos y que opera en el sector *travel-tech*², ofreciendo servicios auxiliares para viajeros de turismo y negocios.

Actualmente, el único servicio de ByteTravel es “Visagov”, una plataforma tecnológica online que ofrece un servicio para la tramitación de visados de turismo y negocio (e-Visados).

Aprovechando la escalabilidad de su tecnología y modelo de negocio, la Sociedad se encuentra en un análisis constante de nuevos productos/servicios relacionados con los viajes. En este sentido, actualmente, está en la fase final del lanzamiento de “Roamic”, una e-SIM (o SIM virtual) internacional de prepago para usar el móvil en el extranjero.

A futuro, son muchos los servicios/productos en los que está pensando la Sociedad posicionarse: servicios de tramitación de *tax free*, de comercialización de seguros de viaje y de reclamaciones aéreas, entre otros posibles.

¹ Las *scaleups* son empresas en proceso de consolidación y crecimiento que contemplan etapas para el desarrollo de sus negocios, pretenden tener mayores ingresos y aspiran a extender su presencia y número de empleados. En general, se consideran como el escalón siguiente de las startups.

² El *travel-tech*, también conocido como tecnología de viajes o tecnología turística, consiste en aplicar los últimos avances de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) al sector de los viajes, el turismo y la hostelería.

Visagov



Visagov es una tecnología para tramitar y gestionar la obtención de visados a través de la utilización de un formulario simplificado online, bastante similar para todos los países, con tramitación 24/7, y asistencia para resolver dudas, o solucionar problemas, asegurando una experiencia de viaje sin contratiempos y la devolución de cualquier importe en caso de que la visa sea rechazada.

Se trata de una plataforma semi - automatizada completamente desarrollada con soporte para más de 70 países y traducida a diferentes idiomas. Gracias a su *backend*, podrían procesar visados de más de 150 países en una plataforma única y sencilla de usar, permitiendo procesar miles de visados por hora.

Además de la venta directa a usuarios finales (B2C) opera B2B a través de terceros con acuerdos con agencias de viaje, empresas de transporte y operadores turísticos, que lo perciben como un servicio complementario a su catálogo.

Con capacidades de inteligencia artificial, le permite reducir los errores de mecanografía y rellenar los documentos de forma segura. Además, alberga un sólido sistema antifraude y una pasarela de pago transfronteriza “*Gateway*” con múltiples divisas, lo que permite limpiar los pagos en regla de las estafas.

El uso masivo de tecnología permite el ahorro de tiempo en trámites para los clientes y la reducción de costes operativos para la Sociedad. Su software es totalmente escalable para soportar todos los futuros países y varios tipos de documentos de viaje.



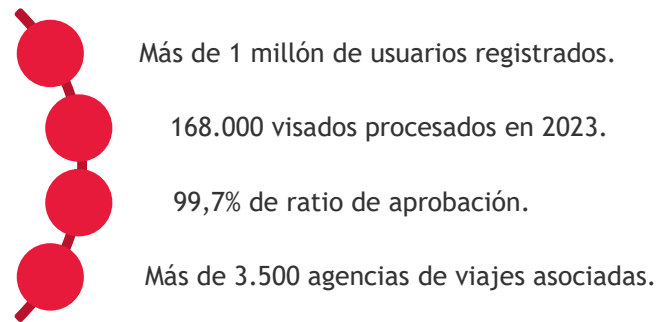
Fuente: Página web de Visagov (<https://www.visagov.com/es>).

Descripción de la Sociedad (2 de 5)

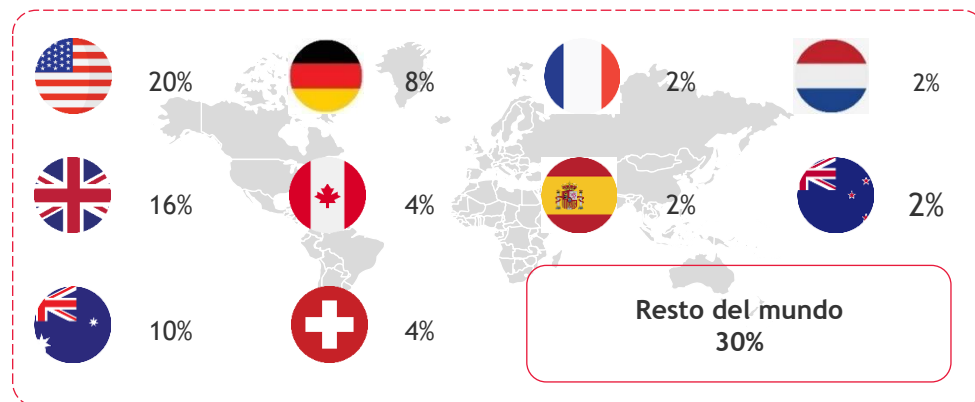
Visión general de sus negocios (continuación)

Visagov (continuación)

Algunos de los principales datos operativos de Visagov son los siguientes:

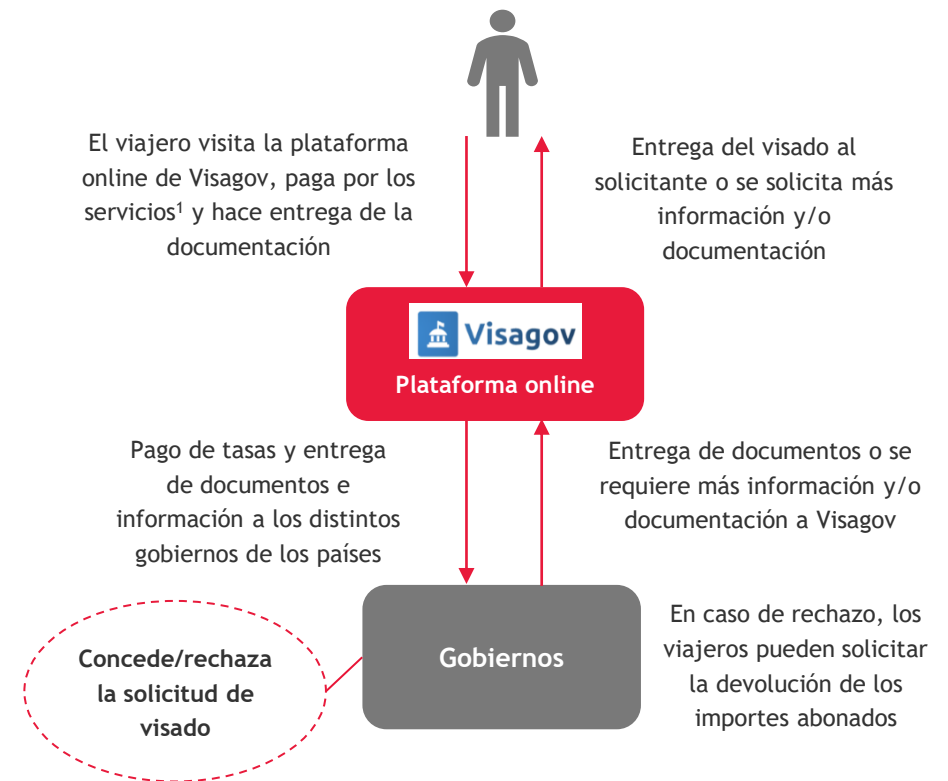


Un desglose del porcentaje de visados tramitados por nacionalidad de los solicitantes es como sigue:



Modelo de negocio de Visagov

Una representación gráfica simplificada del proceso de solicitud de visados es como sigue:



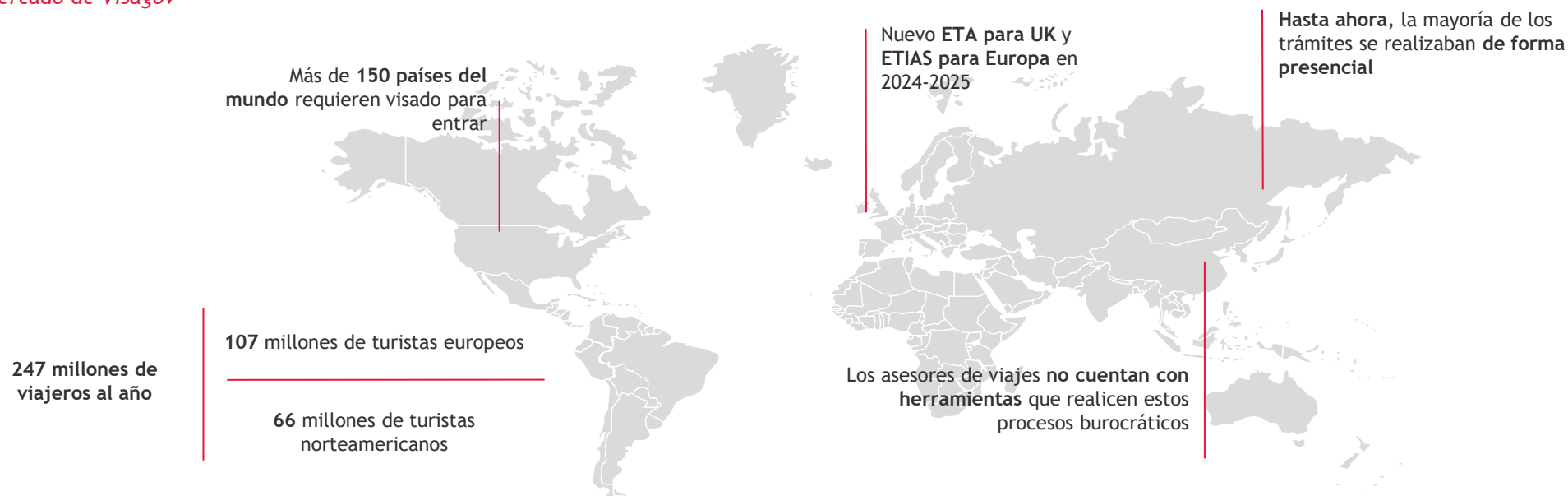
¹ Normalmente, los solicitantes de un visado pagan a Visagov por: (i) la tasa establecida por los gobiernos para la obtención del visado (y que Visagov recauda en nombre de éstos), y (ii) la tasa de servicio de Visagov.

Descripción de la Sociedad (3 de 5)

Visión general de sus negocios (*continuación*)



Mercado de Visagov



Pilares de la estrategia futura de ByteTravel (2024 - 2029)



Descripción de la Sociedad (4 de 5)

Estados financieros históricos

Balance de situación consolidado - Evolución histórica tres últimos ejercicios cerrados

Balance de situación - ByteTravel

Miles de euros	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23
Inmovilizado intangible	-	4	139
Inmovilizado material	-	3	14
Inversiones financieras a largo plazo	15	69	20
Activo no corriente	15	75	174
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	179	249	1.828
Inversiones financieras a corto plazo	-	75	128
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	301	936	2.252
Activo corriente	480	1.260	4.209
Total activo	495	1.335	4.382
Patrimonio neto	136	456	2.881
Deuda financiera a corto plazo	31	2	0
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	279	469	1.383
Periodificaciones a corto plazo	50	408	118
Pasivo corriente	359	879	1.502
Total patrimonio neto y pasivo	495	1.335	4.382

Fuente: Estados financieros no auditados de la Sociedad a 31 de diciembre de 2021 (individuales) y a 31 de diciembre de 2022 (consolidados), y cuentas anuales auditadas a 31 de diciembre de 2023 (consolidadas).

Visión general del balance en los ejercicios analizados

La Sociedad fue fundada en enero de 2021 y desde entonces ha constituido un total de 8 sociedades filiales, destinadas únicamente a la prestación de servicios de publicidad a la propia Sociedad.

A cierre del ejercicio 2023, la Sociedad ha preparado unos estados financieros consolidados, los cuales han sido auditados por parte de Auren Auditores, S.L.P.

En el periodo analizado, ByteTravel presenta una situación patrimonial y de solvencia financiera saneadas. Un detalle de la composición de los principales activos y pasivos de la Sociedad es como sigue:

- ▶ El inmovilizado intangible se corresponde con la capitalización de gastos de sueldos y salarios destinados al desarrollo de la plataforma tecnológica de Visagov (capitalización por gastos en I+D).
- ▶ Las partidas que conforman el capital circulante de la Sociedad, y su evolución durante el periodo analizado, son las siguientes:

Miles de euros	31-dic-21	31-dic-22	31-dic-23
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	179	249	1.828
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(279)	(469)	(1.383)
Periodificaciones a corto plazo	(50)	(408)	(118)
Total capital circulante	(149)	(629)	327
Variación capital circulante	n.a.	480	(956)

- Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar: son saldos retenidos por las diferentes plataformas de pago a través de las cuales Visagov factura sus servicios a los clientes, así como cuentas con administraciones públicas deudoras.
- Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar: saldos con proveedores y otros acreedores (principalmente, administraciones públicas acreedoras).
- ▶ La posición financiera es positiva en los tres ejercicios analizados. A cierre del 2023, la Sociedad no posee deudas financieras.
- ▶ A cierre de 2023, el patrimonio neto de la Sociedad asciende a 2.881 miles de euros. Con fecha 12 de junio de 2024, la Junta General de Socios acordó, entre otros asuntos, un aumento del capital social por 1.397 miles de euros con cargo a reservas de libre disposición de la Sociedad (no supone ningún aporte adicional de recursos propios).

Descripción de la Sociedad (5 de 5)

Estados financieros históricos (continuación)

Cuenta de resultados - Evolución histórica tres últimos ejercicios cerrados

Cuenta de pérdidas y ganancias - ByteTravel

Miles de euros	2021R	2022R	2023R
Importe neto de la cifra de negocios	1.273	4.480	8.477
% variación	n.a.	252,1%	89,2%
Trabajos realizados por otras empresas	(881)	(1.326)	(175)
Margen bruto	392	3.155	8.303
% Margen bruto	30,8%	70,4%	97,9%
Capitalización de gastos I+D	-	-	136
Gastos de personal	-	(310)	(661)
Otros gastos de explotación	(241)	(2.503)	(5.253)
Otros resultados	-	49	753
Resultado bruto de explotación (EBITDA) (1)	151	391	3.277
% Margen EBITDA	11,9%	8,7%	38,7%
Gasto por amortización	-	(0)	(1)
Resultado de explotación (EBIT)	151	391	3.276
Resultado financiero	5	(19)	(21)
Beneficio antes de impuestos (BAI)	156	372	3.255
Impuesto sobre beneficios	(23)	(82)	(811)
Resultado del ejercicio	133	291	2.444

Fuente: Estados financieros no auditados de la Sociedad a 31 de diciembre de 2021 (individuales) y a 31 de diciembre de 2022 (consolidados), y cuentas anuales auditadas a 31 de diciembre de 2023 (consolidadas).

(1) El EBITDA individual de ByteTravel asciende a 3.138 miles de euros a cierre de 2023.

Visión general de los resultados en los ejercicios analizados

Durante los dos últimos ejercicios, la Sociedad ha conseguido unos destacables niveles de crecimiento, resultados y rentabilidad por su actividad de tramitación de visados (Visagov).

Un detalle de las partidas que conforman la cuenta de resultados de la Sociedad son los siguientes:

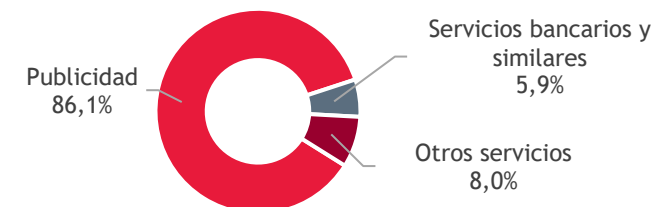
- El importe neto de la cifra de negocios se corresponde con: (i) los ingresos brutos obtenidos para la tramitación de visados (tasas, impuestos y cargas gubernamentales más la tarifa de servicio de Visagov); (ii) menos los costes por tasas, impuestos y cargas gubernamentales que son pagados a los distintos gobiernos.

- La evolución histórica de visados tramitados por la Sociedad es como sigue:

#	2021R	2022R	2023R
Visados tramitados (miles)	7,2	65,9	168,0
% variación	n.a.	815,8%	154,7%

- A cierre de 2023, la Sociedad cuenta con una plantilla de 43 empleados y los gastos de personal del ejercicio ascienden un total de 661 miles de euros.

- La composición de los gastos de explotación en 2023 es como sigue:



- Otros servicios incluyen: transportes, alquileres, servicios profesionales, primas de seguros y suministros, entre otros.
- Los otros resultados se corresponden con suplidos (por tasas) asociados a procesos de tramitación de visados iniciados que, por razones ajenas a la Sociedad, no llegan a finalizar y no son reclamados por los clientes. El 2023 incluye la regularización de saldos de más de 3 meses contabilizados a cierre del ejercicio 2022 (dentro de periodificaciones a corto plazo de pasivo).

Sección 4

Enfoque de valoración utilizado

Enfoque de valoración utilizado (1 de 10)

Introducción

Métodos de valoración utilizados

Atendiendo a las circunstancias y a la información disponible, hemos considerado la aplicación de las siguientes metodologías para determinar el valor razonable de las acciones de ByteTravel:

A Descuento de flujos libres de caja (DFLC)

La metodología de descuento de flujos libres de caja es una metodología de general aceptación por los expertos en valoración de negocios y compañías.

B Múltiplos de mercado

La metodología de múltiplos de mercado se ha aplicado a partir de información pública sobre:

- ▶ Compañías cotizadas (múltiplos basados en los precios a los cuales otras compañías del sector cotizan en Bolsa); y
 - ▶ Transacciones precedentes (múltiplos basados en los precios pagados por otras compañías del sector que han sido objeto de transacción).
-

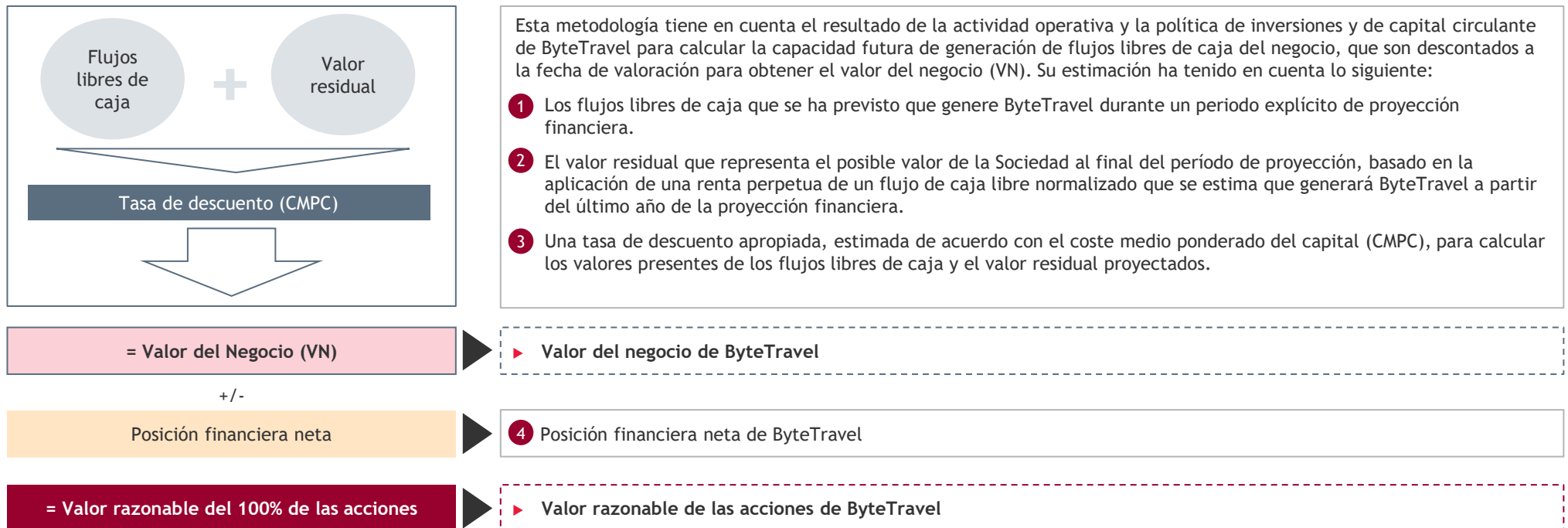
Enfoque de valoración utilizado (2 de 10)

A Método del Descuento de flujos libres de caja (DFLC)

Descripción

Descripción del Método del Descuento de flujos libres de caja (DFLC)

A través del método de DFLC, el valor razonable de las acciones de ByteTravel se ha obtenido en base a lo descrito a continuación:



Enfoque de valoración utilizado (3 de 10)

A Método del Descuento de flujos libres de caja (DFLC)

Bases de su aplicación

1 Proyecciones financieras de los flujos libres de caja estimados para ByteTravel (FY24E - FY28E)

Los flujos libres de caja se han basado en las proyecciones financieras de la cuenta de resultados y de determinadas partidas del balance de situación para un periodo explícito de proyección comprendido entre el 1 de enero de 2024 y el 31 de diciembre de 2028 (5 ejercicios económicos completos), elaboradas por parte de la Dirección de la Sociedad y que recogen su mejor estimación acerca de la evolución futura prevista para el negocio de la Sociedad (ver **Anexo I** para un mayor detalle de dichas proyecciones financieras e hipótesis utilizadas).

Proyección financiera de flujos libres de caja (FLC) 2024E - 2028E - ByteTravel

Miles de euros	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Importe neto cifra de negocios	11.575	17.249	22.536	28.781	36.098
% variación	36,5%	49,0%	30,7%	27,7%	25,4%
Trabajos realizados por otras empresas	(357)	(578)	(795)	(1.037)	(1.379)
Margen bruto	11.218	16.671	21.741	27.744	34.718
% Margen bruto	96,9%	96,7%	96,5%	96,4%	96,2%
Capitalización gastos I+D	255	346	456	577	709
Gastos de personal	(1.044)	(1.334)	(1.618)	(1.889)	(2.223)
Otros gastos de explotación	(7.430)	(10.893)	(14.125)	(17.941)	(22.408)
Otros resultados	529	694	850	1.016	1.189
Resultado bruto de explotación (EBITDA)	3.528	5.483	7.303	9.506	11.985
% Margen EBITDA	30,5%	31,8%	32,4%	33,0%	33,2%
- Gasto por amortización	(60)	(122)	(204)	(309)	(439)
Resultado de explotación (EBIT)	3.467	5.361	7.100	9.198	11.546
Impuesto sobre resultado operativo	(520)	(804)	(1.065)	(1.380)	(2.886)
% Tasa impuesto de sociedades	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	25,0%
Beneficio operativo después de impuestos (NOPLAT)	2.947	4.557	6.035	7.818	8.659
+ Gasto por amortización	60	122	204	309	439
- Inversión en inmovilizado (Capex)	(268)	(348)	(459)	(579)	(712)
+/- Variación del capital circulante	(130)	(244)	(219)	(260)	(305)
Flujo libre de caja (FLC) (1)	2.610	4.087	5.560	7.287	8.081

(1) Flujos de caja generados por la operativa (actividad) de la Sociedad independiente de su estructura financiera, disponibles para hacer frente al servicio de la deuda (financiación ajena) y remunerar a sus accionistas (recursos propios).

Enfoque de valoración utilizado (4 de 10)

A Método del Descuento de flujos libres de caja (DFLC)

Bases de su aplicación (*continuación*)

2 Valor residual estimado para el negocio de ByteTravel

El valor residual se ha calculado como el valor presente a Fecha de Valoración, de los flujos de caja libres que se espera genere ByteTravel a partir del 31 de diciembre de 2028, estimados a partir de un flujo libre de caja normalizado (2029E Normalizado) y considerando un crecimiento de los mismos de acuerdo con una tasa de crecimiento anual a perpetuidad (g) del 2,0%.

Valor residual - ByteTravel

Miles de euros	2028E	2029E Normalizado
Importe neto cifra de negocios	36.098	36.820
% <i>variación</i>	25,4%	2,0%
Trabajos realizados por otras empresas	(1.379)	(1.407)
Margen bruto	34.718	35.413
% <i>Margen bruto</i>	96,2%	96,2%
Capitalización gastos I+D	709	723
Gasto de personal	(2.223)	(2.268)
Otros gastos de explotación	(22.408)	(22.856)
Otros resultados	1.189	1.213
Resultado bruto de explotación (EBITDA)	11.985	12.224
% <i>Margen EBITDA</i>	33,2%	33,2%
- Gasto por amortización	(439)	(726)
Resultado de explotación (EBIT)	11.546	11.498
Gasto por impuesto sobre resultado operativo	(2.886)	(2.875)
% <i>Tasa impuesto de sociedades</i>	25,0%	25,0%
Beneficio operativo después de impuestos (NOPLAT)	8.659	8.624
+ Gasto por amortización	439	726
- Inversión en inmovilizado (Capex)	(712)	(726)
+/- Variación del capital circulante	(305)	(30)
Flujo libre de caja (FLC)	8.081	8.594
Valor residual		57.384

El flujo de caja libre normalizado de ByteTravel se ha calculado de la siguiente manera:

- ▶ La cifra de ingresos totales normalizados se ha estimado sobre la base de la cifra del último año proyectado (2028E) y suponiendo un crecimiento anual de la misma a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g del 2,0%, inflación largo plazo Zona Euro).
- ▶ El resultado bruto de explotación (EBITDA) normalizado se ha estimado sobre la base de la rentabilidad del último año proyectado (2028E). Dicha asunción está en línea con las expectativas de rentabilidad del negocio a largo plazo según la Dirección de la Sociedad.
- ▶ La amortización anual normalizada se ha igualado a la inversión (Capex) bajo la asunción de que la amortización no puede exceder las inversiones en un estado de situación normalizada.
- ▶ Los impuestos operativos se han determinado sobre la base de la tasa del impuesto de sociedades en España del 25,0%.
- ▶ La inversión anual (Capex) normalizada se ha determinado a partir de la cifra del último año proyectado (2028E), considerando un crecimiento anual de la misma a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g).
- ▶ La variación anual de las necesidades de capital circulante ha sido estimada considerando la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) aplicada sobre el fondo de maniobra previsto al cierre del último año de proyección (2028E).

Matemáticamente, el valor terminal se ha estimado como una renta perpetua determinada de acuerdo con el flujo de caja libre normalizado y considerando una tasa de crecimiento perpetuo (g) del 2,0%, según la siguiente fórmula:

$$VR = \frac{FLC_{normalizada}}{(WACC - g)}$$

Enfoque de valoración utilizado (5 de 10)

A

Método del Descuento de flujos libres de caja (DFLC)

Bases de su aplicación (continuación)

3

Tasa de descuento: Coste medio ponderado del capital (CMPC)

La tasa de descuento aplicada para calcular los valores presentes de los flujos libres de caja del negocio y del valor residual, del 17,0%, ha sido determinada de acuerdo con el coste medio ponderado del capital (CMPC), que considera tanto el coste de los recursos propios como el coste de la deuda después de impuestos, ponderando el peso de cada una de estas fuentes de financiación. Un detalle de su determinación es como sigue:

Coste medio ponderado del capital (CMPC) - ByteTravel

Coste de los recursos propios (%)		
Tasa libre de riesgo (R_f)	=	2,5%
Prima de riesgo país	=	1,8%
Beta apalancada (β_l)	=	1,08
Prima de riesgo de mercado ($R_m - R_f$)	=	6,0%
Prima por riesgo adicional (α)	=	7,6%
Coste de los recursos propios (K_e)	=	18,5%

Coste de los recursos ajenos (%)		
Coste de la deuda antes de impuestos	=	4,4%
Tipo impositivo	=	25,0%
Coste de la deuda neto de impuestos (K_d)	=	3,3%

Tasa de descuento (CMPC) (%)		
Coste de la deuda neto de impuestos (K_d)	=	3,3%
Coste de los recursos propios (K_e)	=	18,5%
Ratio de endeudamiento	=	10,0%
Ratio de recursos propios	=	90,0%
Coste medio ponderado de capital (CMPC) ByteTravel	=	17,0%

- ▶ Tasa libre de riesgo (R_f): del 2,5%, se ha calculado a partir de la rentabilidad promedio de los últimos seis meses anteriores al 11 de junio de 2024 del bono alemán a 30 años (fuente: Bloomberg).
- ▶ Prima de riesgo país: del 1,8%, se ha determinado en base a un riesgo promedio ponderado para el mercado global (al que está expuesto el negocio la Sociedad) (fuente: Damodaran).
- ▶ Coeficiente beta (β): del 1,08, que representa el riesgo sistemático, ha sido calculado de acuerdo con el promedio de las betas desapalancadas semanales de los últimos dos años de una muestra de compañías cotizadas comparables determinada a 11 de junio de 2024 (del 1,00), y posteriormente apalancada con la estructura financiera (endeudamiento) objetivo de ByteTravel (fuente: Bloomberg).
- ▶ Prima de riesgo de mercado: del 6,0%, ha sido definida de acuerdo al análisis de BDO basado en estudios empíricos a largo plazo que analizan la diferencia entre la rentabilidad media histórica de las Bolsas de Valores y la deuda a largo plazo emitida por los gobiernos (fuente: estudios de mercado).
- ▶ Tasa de prima por riesgo por tamaño (α): del 7,6%, se corresponde con una prima de riesgo adicional establecida en base a nuestro criterio profesional a partir del estudio “2024 Kroll CRSP Deciles Size Study” (referencia: “Breakdown of 10th Decile: 10b”). Para su determinación hemos tenido en cuenta factores de riesgo específico que podrían afectar al negocio previsto de la Sociedad teniendo en cuenta su tamaño.
- ▶ Coste de la deuda después de impuestos (K_d): ha sido estimado a partir de la rentabilidad promedio de los últimos seis meses anteriores al 11 de junio de 2024 del tipo Swap Euribor a 30 años (2,5%), más un diferencial de coste financiero de mercado del 2,0%, todo ello neto del correspondiente escudo fiscal.
- ▶ Estructura financiera: considera una ratio de endeudamiento objetivo a largo plazo del 10,0%, basado en la estructura financiera de compañías comparables del sector en el que opera ByteTravel.

Fuente: Análisis de BDO a partir de información obtenida de fuentes públicas.

Enfoque de valoración utilizado (6 de 10)

A Método del Descuento de flujos libres de caja (DFLC)

Bases de su aplicación (*continuación*)

4 Posición financiera neta

La posición financiera neta de ByteTravel a 31 de diciembre de 2023, determinada sobre la base del balance de situación consolidado de la Sociedad a esa fecha, es como sigue:

Posición financiera neta - ByteTravel

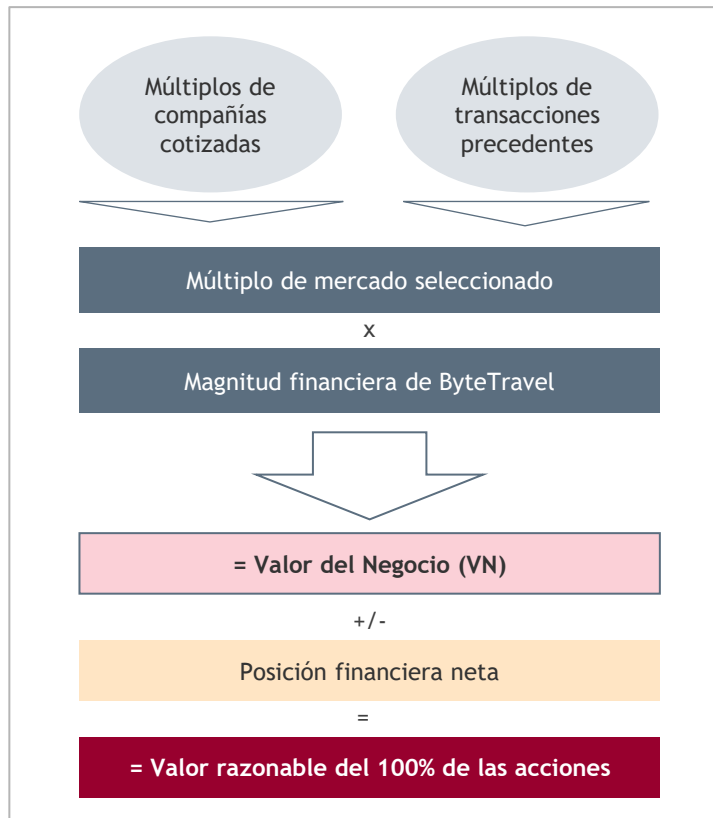
Miles de euros	31-dic-23
Inversiones financieras a largo plazo	20
Inversiones financieras a corto plazo	128
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2.252
Deuda financiera a corto plazo	(0)
Posición financiera neta consolidada	2.401

Enfoque de valoración utilizado (7 de 10)

B Método de Múltiplos de mercado Descripción

Descripción del Método de múltiplos de mercado

A través del método de Múltiplos de mercado, el valor razonable de las acciones de ByteTravel se ha obtenido mediante la aplicación de ratios o multiplicadores, basados en los precios a los cuales otras compañías o negocios similares cotizan en bolsa o han sido objeto de transacción, a las magnitudes financieras de la Sociedad:



Método de Múltiplos de compañías cotizadas

Los principales procedimientos empleados para la aplicación de esta metodología de valoración son:

- 1 Selección de una muestra de compañías cotizadas del sector en el que opera la Sociedad (*travel-tech*)⁽¹⁾, y para cada una de las compañías seleccionadas, determinación del múltiplo de Valor del negocio (VN) / EBITDA implícito en el valor de cotización a fecha de nuestro análisis.
- Obtención del valor del negocio (VN) de ByteTravel mediante la aplicación del múltiplo obtenido a la magnitud financiera de EBITDA consolidado de la Sociedad.
- Consideración de la posición financiera consolidada de la Sociedad para obtener el valor razonable de sus acciones.

Método de Múltiplos de transacciones precedentes

Los principales procedimientos empleados para la aplicación de esta metodología de valoración son:

- 2 Selección de una muestra de transacciones ocurridas dentro del sector en el que opera la Sociedad (*travel-tech*)⁽¹⁾, y para cada una de las transacciones seleccionadas, determinación del múltiplo de Valor del negocio (VN) / EBITDA implícito en el precio pagado a fecha de la transacción.
- Obtención del valor del negocio (VN) de ByteTravel mediante la aplicación del múltiplo obtenido a la magnitud financiera de EBITDA consolidado de la Sociedad.
- Consideración de la posición financiera consolidada de la Sociedad para obtener el valor razonable de sus acciones.

(1) Sector de referencia: Visagov opera con un negocio específico con el que no hay compañías cotizadas puras que puedan compararse directamente. En este sentido, para asegurar una correcta selección hemos considerado un amplio universo de empresas cotizadas dentro de los diferentes segmentos que conforman la industria de *travel-tech*, todas con un alto componente tecnológico, entendiendo que, en general, sus negocios están afectados por las mismas dinámicas sectoriales que afectan al negocio de la Sociedad.

Enfoque de valoración utilizado (8 de 10)

B Método de Múltiplos de mercado Bases de su aplicación

1 Muestra de múltiplos de compañías cotizadas industria *travel-tech*

La muestra de compañías cotizadas seleccionadas dentro de la industria de *travel-tech* y los múltiplos VN/EBITDA que se derivan de sus cotizaciones de mercado a fecha actual, son los siguientes:

Muestra de múltiplos de compañías cotizadas comparables seleccionadas

Compañía cotizada (1)	Segmento de la industria	País	Capitalización bursátil (millones moneda local)	Valor del negocio (VN) (millones moneda local)	EBITDA LTM (millones moneda local)	Múltiplo VN / EBITDA LTM (x veces)
Adventure, Inc.	Agencias de viaje (de nicho)	Japón	34.257	25.710	2.441	10,5x
Despegar.com, Corp.	Agencias de viaje (de nicho)	Argentina	948	991	132	7,5x
eDreams ODIGEO S.A.	Agencias de viaje (de nicho)	España	874	1.154	79	14,6x
Helloworld Travel Limited	Agencias de viaje (de nicho)	Australia	344	236	44	5,4x
Life Travel & Tourist Service Co., Ltd.	Agencias de viaje (de nicho)	Taiwán	4.192	3.242	401	8,1x
Lion Travel Service Co., Ltd.	Agencias de viaje (de nicho)	Taiwán	14.318	11.827	1.015	11,7x
Sailani Tours N Travels Limited	Agencias de viaje (de nicho)	India	107	113	8	13,3x
Tu Yi Holding Company Limited	Agencias de viaje (de nicho)	China	168	185	14	12,9x
Booking Holdings Inc.	Agencias de viaje (globales)	Estados Unidos	128.541	129.711	6.808	19,1x
Expedia Group, Inc.	Agencias de viaje (globales)	Estados Unidos	16.266	17.782	1.724	10,3x
lastminute.com N.V.	Buscador (<i>metasearch</i>)	Países Bajos	214	189	16	11,7x
Tripadvisor, Inc.	Buscador (<i>metasearch</i>)	Estados Unidos	2.557	2.303	188	12,3x
BLS International Services Limited	Tramitación de visados	India	135.267	128.043	3.457	37,0x
Amadeus IT Group, S.A.	Travel-tech B2B	España	28.672	31.284	2.095	14,9x
Corporate Travel Management Limited	Travel-tech B2B	Australia	1.929	1.854	156	11,9x

Continúa 

Enfoque de valoración utilizado (9 de 10)

B Método de Múltiplos de mercado
Bases de su aplicación *(continuación)*

1 Muestra de múltiplos de compañías cotizadas industria *travel-tech* *(continuación)*

La muestra de compañías cotizadas seleccionadas dentro de la industria de *travel-tech* y los múltiplos VN/EBITDA que se derivan de sus cotizaciones de mercado a fecha actual, son los siguientes:

Muestra de múltiplos de compañías cotizadas comparables seleccionadas

Compañía cotizada (1)	Segmento de la industria	País	Capitalización bursátil (millones moneda local)	Valor del negocio (VN) (millones moneda local)	EBITDA LTM (millones moneda local)	Múltiplo VN / EBITDA LTM (x veces)
Global Business Travel Group, Inc.	Travel-tech B2B	Estados Unidos	3.077	4.043	223	18,1x
Sabre Corporation	Travel-tech B2B	Estados Unidos	1.108	5.492	289	19,0x
Webjet Limited	Travel-tech B2B	Australia	3.450	3.016	156	19,4x
Límite superior (3)						14,8x
Media ajustada (2)						13,5x
Límite inferior (3)						12,1x

(1) Una descripción de las compañías de la muestra puede verse en el **Anexo II**.
(2) Media aritmética de la muestra calculada descartando el valor más alto y más bajo de la misma.
(3) Limite superior / Limite inferior = Calculado sobre un intervalo de +/- 10%, respectivamente, sobre la media ajustada, para recoger una sensibilidad al valor del negocio de ByteTravel.
Fuente: Capital IQ con datos a 11 de junio de 2024.

Enfoque de valoración utilizado (10 de 10)

B Método de Múltiplos de mercado

Bases de su aplicación (*continuación*)

2 Múltiplos de transacciones precedentes seleccionadas industria *travel-tech*

La muestra de transacciones precedentes seleccionadas, ocurridas dentro de la industria de *travel-tech*, y los múltiplos EV/EBITDA que de forma implícita se derivan de los precios pagados en cada una de ellas, son los siguientes:

Muestra de múltiplos de transacciones precedentes de compañías seleccionadas

Compañía adquirida (1)	País de la adquirida	Compañía adquiriente	Fecha adquisición	Valor de la transacción (€m)	% adquirido	Valor del negocio (VN) implícito (100%) (€m)	EBITDA (€m) (4)	Múltiplo VN / EBITDA (x veces)
Hana Tour Service Inc	Corea del Sur	IMM Private Equity Co Ltd	28/02/2020	98	13,5%	721	3	20,6x
Viajes Beda SA de CV	México	Despegar.com Corp	01/10/2020	69	100%	69	7	9,6x
Global Blue SA	Suiza	Global Blue Group Holding AG	28/08/2020	2.186	100%	2.186	182	12,0x
Expedia Group Inc	Estados Unidos	Apollo Global Management Inc (pre-2022) APO1 *, Silver Lake Group LLC	05/05/2020	1.089	12%	10.672	1.172	8,8x
Best Day Travel Group	México	Despegar.com.ar SA	27/01/2020	51	100%	51	7	7,2x
TripAdvisor Inc	Estados Unidos	Trip.com Group Ltd	31/12/2019	257	5%	4.309	227	19,2x
Accelya Holding World SL	España	Vista Equity Partners LLC	31/12/2019	1.175	100%	1.175	79	14,4x
Sykes Cottages Ltd	Reino Unido	Vitruvian Partners LLP	28/10/2019	434	100%	434	23	18,8x
The @Leisure Group	Países Bajos	Oravel Stays Ltd	30/06/2019	370	100%	370	24	15,4x
Hogg Robinson Group plc	Reino Unido	GBT III BV	19/07/2018	497	100%	497	59	8,5x
TravelClick Inc	Estados Unidos	Amadeus IT Group SA	05/10/2018	1.327	100%	1.327	72	17,7x
JAC Travel Ltd	Reino Unido	Webjet Ltd	01/09/2017	225	100%	225	22	10,6x
Galasys plc	Malasia	Beijing Shiji Information Technology Co Ltd	22/08/2017	17	85%	24	2	10,8x
Límite superior (3)								14,6x
Media ajustada (2)								13,3x
Límite inferior (3)								11,9x

(1) Una descripción de las transacciones incluidas en la muestra puede verse en el **Anexo III**.

(2) Media aritmética de la muestra calculada descartando el valor más alto y más bajo de la misma.

(3) Límite superior / Límite inferior = Calculado sobre un intervalo de +/- 10%, respectivamente, sobre la media ajustada, para recoger una sensibilidad al valor del negocio de ByteTravel.

(4) EBITDA reportado correspondiente al ejercicio cerrado inmediatamente anterior a la fecha de la transacción.

Fuente: Mergermarket, CapitalIQ y otras fuentes públicas.

Sección 5

Valoración de ByteTravel

Valoración de ByteTravel (1 de 3)

A

Método del Descuento de flujos libres de caja (DFLC)
Aplicación del método

Valor del Negocio (VN) de ByteTravel

El valor del negocio de ByteTravel, que resulta del sumatorio de los valores presentes de los flujos libres de caja proyectados y del valor residual, es como sigue:

Proyección financiera Flujos libres de caja (FLC) 2024E - 2028E & Valor residual - ByteTravel

Miles de euros	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E Normalizado	Valor residual
Importe neto cifra de negocios	11.575	17.249	22.536	28.781	36.098	36.820	
% variación	36,5%	49,0%	30,7%	27,7%	25,4%	2,0%	
Trabajos realizados por otras empresas	(357)	(578)	(795)	(1.037)	(1.379)	(1.407)	
Margen bruto	11.218	16.671	21.741	27.744	34.718	35.413	
% Margen bruto	96,9%	96,7%	96,5%	96,4%	96,2%	96,2%	
Capitalización gastos I+D	255	346	456	577	709	723	
Gasto de personal	(1.044)	(1.334)	(1.618)	(1.889)	(2.223)	(2.268)	
Otros gastos de explotación	(7.430)	(10.893)	(14.125)	(17.941)	(22.408)	(22.856)	
Otros resultados	529	694	850	1.016	1.189	1.213	
Resultado bruto de explotación (EBITDA)	3.528	5.483	7.303	9.506	11.985	12.224	
% Margen EBITDA	30,5%	31,8%	32,4%	33,0%	33,2%	33,2%	
- Gasto por amortización	(60)	(122)	(204)	(309)	(439)	(726)	
Resultado de explotación (EBIT)	3.467	5.361	7.100	9.198	11.546	11.498	
Impuesto sobre resultado operativo	(520)	(804)	(1.065)	(1.380)	(2.886)	(2.875)	
% Tasa impuesto de sociedades	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	25,0%	25,0%	
NOPLAT	2.947	4.557	6.035	7.818	8.659	8.624	
+ Gasto por amortización	60	122	204	309	439	726	
- Inversión en inmovilizado (Capex)	(268)	(348)	(459)	(579)	(712)	(726)	
+/- Variación del capital circulante	(130)	(244)	(219)	(260)	(305)	(30)	
Flujo libre de caja (FLC)	2.610	4.087	5.560	7.287	8.081	8.594	57.384
Periodo de descuento	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0		5,0
Factor de descuento (CMCP @ 17,0%)	0,85	0,73	0,62	0,53	0,46		0,46
Valor presente FLC	2.231	2.987	3.473	3.892	3.689		26.200

Valor del negocio (VN) - ByteTravel

Miles de euros	31-dic-23
Suma valores presentes FLC (2024E-2028E)	16.273
Valor presente Valor residual	26.200
Valor del negocio (VN) de ByteTravel	42.473

Valoración de ByteTravel (2 de 3)

A

Método del Descuento de flujos libres de caja (DFLC) (continuación)
Resultados de valoración

Valor razonable de las acciones de ByteTravel estimado a través del método del DFLC

De acuerdo con la metodología del DFLC, el valor razonable estimado para el 100% de las acciones de ByteTravel es el siguiente:

Valor razonable de las acciones de ByteTravel -

Método de Descuento de flujos libres de caja (DFLC)

Miles de euros	31-dic-23
Sumatorio valores presentes FLC 2024E - 2028E	16.273
Valor presente valor residual	26.200
Valor del negocio (VN) de ByteTravel	42.473
Posición financiera neta	2.401
Valor de las acciones de ByteTravel	44.874

Análisis de Sensibilidad - parámetros de valoración

Sobre la base del valor razonable estimado para las acciones de ByteTravel, se ha realizado un ejercicio de sensibilidad sobre los parámetros considerados en la valoración: la tasa de descuento (CMPC) y el crecimiento a perpetuidad (g), obteniéndose los siguientes resultados:

Análisis de sensibilidad - Valor de las acciones de ByteTravel

Miles de euros		Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Tasa de descuento (CMPC)	18,0%	40.204	40.963	41.770	42.629	43.545
	17,5%	41.574	42.396	43.270	44.202	45.200
	17,0%	43.035	43.925	44.874	45.889	46.976
	16,5%	44.594	45.560	46.593	47.700	48.889
	16,0%	46.261	47.313	48.439	49.650	50.954

Valoración de ByteTravel (3 de 3)

B Método de Múltiplos de mercado Aplicación y resultados de valoración

Valor razonable de las acciones de ByteTravel estimado a través del método de Múltiplos de mercado

Múltiplos de compañías cotizadas

De acuerdo con la metodología de múltiplos de compañías cotizadas, el valor razonable estimado para el 100% de las acciones de ByteTravel es el siguiente:

Valor razonable de las acciones de ByteTravel -

Método de Múltiplos de compañías cotizadas

Miles de euros	Límite inferior	Valor central	Límite superior
Múltiplo VN / EBITDA LTM (veces)	12,1x	13,5x	14,8x
EBITDA 2023	3.277	3.277	3.277
Valor del negocio (VN) de ByteTravel	39.674	44.082	48.491
Posición financiera neta a 31-dic-23	2.401	2.401	2.401
Valor de las acciones de ByteTravel	42.075	46.483	50.891

Múltiplos de transacciones precedentes

De acuerdo con la metodología de múltiplos de transacciones precedentes, el valor razonable estimado para el 100% de las acciones de ByteTravel es el siguiente:

Valor razonable de las acciones de ByteTravel -

Método de Múltiplos de transacciones precedentes

Miles de euros	Límite inferior	Valor central	Límite superior
Múltiplo VN / EBITDA LTM (veces)	11,9x	13,3x	14,6x
EBITDA 2023	3.277	3.277	3.277
Valor del negocio (VN) de ByteTravel	39.089	43.432	47.775
Posición financiera neta a 31-dic-23	2.401	2.401	2.401
Valor de las acciones de ByteTravel	41.490	45.833	50.176

Sección 6

Conclusión

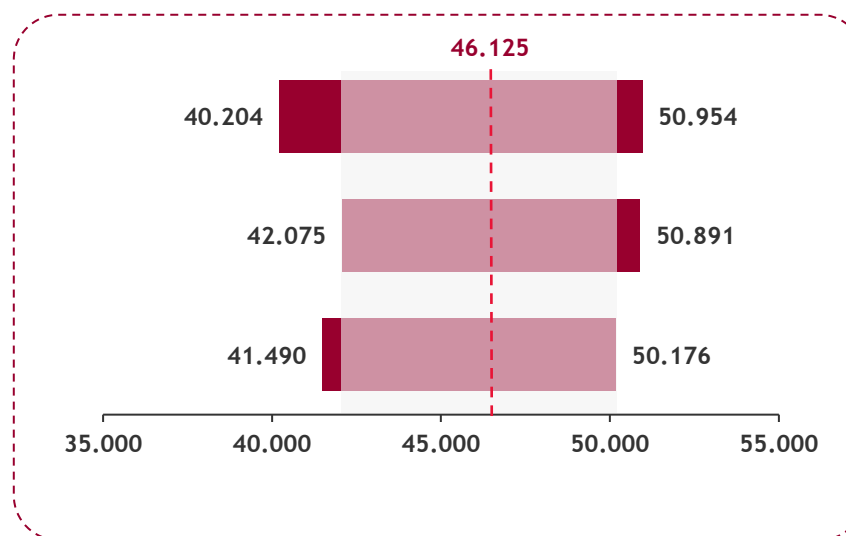
Conclusión

Valor razonable de las acciones de ByteTravel

En base a los análisis de valoración realizados, los rangos de valores razonables del 100% de las acciones de ByteTravel son los siguientes:

Resumen valores razonables (miles de euros)	Límite inferior	Valor central	Límite superior
Descuento de flujos libres de caja (DFLC)	40.204	44.874	50.954
Múltiplos de compañías cotizadas	42.075	46.483	50.891
Múltiplos de transacciones precedentes	41.490	45.833	50.176
Conclusión de valor razonable de las acciones de ByteTravel	42.075	46.125	50.176

Valor razonable de las acciones de ByteTravel (miles de euros)



De este modo, en base a la información utilizada y los resultados de las metodologías de valoración aplicadas (DFLC y múltiplos de mercado), concluimos que, tanto a la Fecha de Valoración como a la fecha de este Informe, el valor razonable del 100% de las acciones de ByteTravel se sitúa en un rango comprendido entre 42.075 y 50.176 miles de euros.

Ningún valor dentro del rango es más o menos apropiado que cualquier otro valor situado en dicho rango.

En el caso de que se requiera una única referencia de valor, recomendamos el valor central de nuestro rango de valoración, el cual asciende a 46.125 miles de euros.

Anexos

Anexos

I	Proyecciones financieras de ByteTravel	37
II	Descripción de las compañías cotizadas	40
III	Descripción de las transacciones precedentes	43

Anexo I: Proyecciones financieras de ByteTravel (1 de 3)

Proyecciones financieras de la cuenta de resultados

Proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias - ByteTravel

Ref.

Miles de euros	2023R	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Importe neto cifra de negocios	8.477	11.575	17.249	22.536	28.781	36.098	A
Trabajos realizados por otras empresas	(175)	(357)	(578)	(795)	(1.037)	(1.379)	B
Margen bruto	8.303	11.218	16.671	21.741	27.744	34.718	
Capitalización gastos I+D	136	255	346	456	577	709	C
Gastos de personal	(661)	(1.044)	(1.334)	(1.618)	(1.889)	(2.223)	D
Otros gastos de explotación	(5.253)	(7.430)	(10.893)	(14.125)	(17.941)	(22.408)	E
Otros resultados	753	529	694	850	1.016	1.189	F
Resultado bruto de explotación (EBITDA)	3.277	3.528	5.483	7.303	9.506	11.985	
- Gasto por amortización	(1)	(60)	(122)	(204)	(309)	(439)	
Resultado de explotación (EBIT)	3.276	3.467	5.361	7.100	9.198	11.546	
Resultado financiero	(21)	17	51	98	168	258	
Beneficio antes de impuestos (BAI)	3.255	3.485	5.412	7.198	9.366	11.803	
Impuestos sobre beneficios	(811)	(523)	(812)	(1.080)	(1.405)	(2.951)	G
Resultado del ejercicio	2.444	2.962	4.600	6.118	7.961	8.853	

Principales indicadores financieros y operativos

	2023R	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Visados tramitados (#)	168.000	205.554	273.126	342.202	419.605	505.834
Variación ingresos (%)	89,2%	36,5%	49,0%	30,7%	27,7%	25,4%
Margen bruto (%)	97,9%	96,9%	96,7%	96,5%	96,4%	96,2%
Gastos de personal s/ total ingresos (%)	7,8%	9,0%	7,7%	7,2%	6,6%	6,2%
Otros gastos explotación s/ total ingresos (%)	62,0%	64,2%	63,2%	62,7%	62,3%	62,1%
Otros resultados s/ ingresos (solo visados) (%)	8,9%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,0%
% Margen EBITDA (%)	38,7%	30,5%	31,8%	32,4%	33,0%	33,2%

Anexo I: Proyecciones financieras de ByteTravel (2 de 3)

Proyecciones financieras de partidas de balance

Proyección de inversión en inmovilizado (Capex) - ByteTravel

Ref.

Miles de euros	2023R	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total inversión en inmovilizado (Capex)	(148)	(268)	(348)	(459)	(579)	(712)
% sobre importe neto cifra de negocios	-1,7%	-2,3%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%

H

Proyección del capital circulante - ByteTravel

Miles de euros	2023R	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.828	2.496	3.720	4.860	6.207	7.784
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(1.383)	(1.892)	(2.816)	(3.677)	(4.694)	(5.885)
Periodificaciones a corto plazo	(118)	(148)	(204)	(264)	(334)	(415)
Total capital circulante	327	456	700	919	1.179	1.485
% sobre importe neto cifra de negocios	3,9%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Variación capital circulante	(956)	(130)	(244)	(219)	(260)	(305)

I

Anexo I: Proyecciones financieras de ByteTravel (3 de 3)

Principales consideraciones sobre las proyecciones financieras

A Importe neto de la cifra de negocios:

- ▶ **Visagov:** considera un crecimiento del mercado objetivo por (i) la incorporación de nuevos mercados y destinos, dentro de los cuales destaca la implementación en Europa del formulario ETIAS y en Reino Unido del formulario ETA; (ii) la incorporación de nuevos medios de pago que permitirán un mejor acceso en otras geografías; y (iii) un crecimiento de la población mundial. También tiene en cuenta la cuota de mercado de la Sociedad y la variación del precio medio de los servicios prestados por la tramitación de visados.
- ▶ **Nuevos negocios:** considera la incorporación de una nueva línea de negocio a partir del año 2024E, la cual se corresponde con la comercialización de eSIMs para viajeros a través de la marca “Roamic”.

B Trabajos realizados por otras empresas: se han proyectado de acuerdo con el crecimiento previsto de la actividad de la Sociedad.

C Capitalización de gastos I+D: se corresponde con los gastos del personal dedicado a la actividad de I+D que la Sociedad prevé que pueda capitalizar (activar en el balance).

D Gastos de personal: su proyección tiene en cuenta el dimensionamiento futuro de la plantilla necesario para hacer frente a los niveles de actividad previstos, así como un aumento de los salarios a lo largo del período proyectado.

E Otros gastos de explotación: se corresponde principalmente con gastos de marketing y desarrollo de negocio (fundamentalmente gastos en publicidad, principal gasto de la Sociedad) y gastos generales y de administración. Se han proyectado de acuerdo con el crecimiento previsto de la actividad de la Sociedad.

F Otros resultados: se han proyectado como un porcentaje sobre la cifra de ingresos obtenidos por Visagov (visados).

G Impuestos sobre beneficios: se han estimado teniendo en cuenta que la Sociedad ha sido recientemente certificada como empresa emergente (*startup*), conforme a la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de Fomento del Ecosistema de las Empresas Emergentes, lo que supone que, durante los cuatro primeros años de la proyección, el tipo impositivo a aplicar sea del 15,0% y a partir de 2028 el tipo impositivo pasa a ser del 25,0%.

H Inversión en inmovilizado (Capex): recogen la salida de caja correspondiente a gastos de personal capitalizados y considera adicionalmente unos importes de menor cuantía por concepto de inversión en inmovilizado material.

I Variación del capital circulante: recoge la inversión para hacer frente a las necesidades de financiación del capital circulante, el cual se ha proyectado suponiendo un mantenimiento de los periodos medios de cobro y pago a lo largo de la proyección financiera.

Anexo II: Detalle de las compañías cotizadas (1 de 3)

Descripción de las compañías cotizadas seleccionadas

Muestra de múltiplos de compañías cotizadas seleccionadas

Compañías cotizadas	País	Capitalización bursátil	Valor del negocio (VN)	EBITDA LTM	Margen EBITDA LTM (%)	Múltiplo VN / EBITDA LTM (x veces)	Descripción
ADVENTURE	Japón	34.257	25.710	2.441	11,3%	10,5x	▪ Adventure, Inc. opera una plataforma de reserva de viajes en línea bajo el nombre de skyticket.
AMADEUS	España	28.672	31.284	2.095	37,2%	14,9x	▪ Amadeus IT Group, S.A., junto con sus filiales, opera como procesador de transacciones para el sector de los viajes y el turismo en todo el mundo.
BLS INTERNATIONAL	India	135.267	128.043	3.457	20,6%	37,0x	▪ BLS International Services Limited ofrece externalización y tareas administrativas de visados, pasaportes y servicios consulares a diversas misiones diplomáticas.
BOOKING HOLDINGS	Estados Unidos	128.541	129.711	6.808	30,9%	19,1x	▪ Booking Holdings Inc., junto con sus filiales, ofrece reservas de viajes y restaurantes en línea y tradicionales y servicios relacionados a escala internacional. La empresa gestiona Booking.com, que ofrece reservas de alojamiento en línea.
ctm	Australia	1.929	1.854	156	21,6%	11,9x	▪ Corporate Travel Management Limited, una empresa de soluciones de gestión de viajes, gestiona la adquisición y prestación de servicios de viajes. Opera a través de cuatro segmentos: Australia y Nueva Zelanda, Norteamérica, Asia y Europa.
despegar	Argentina	948	991	132	18,3%	7,5x	▪ Despegar.com, Corp., una compañía de viajes en línea, ofrece una gama de productos de viajes y relacionados con viajes a viajeros corporativos y de placer a través de sus sitios web y aplicaciones móviles.
eDreams ODIGEO	España	874	1.154	79	12,2%	14,6x	▪ eDreams ODIGEO SA, opera como una empresa de viajes online. La empresa ofrece servicios de agencia de viajes en línea bajo las marcas eDreams, Opodo, GO Voyages, Liligo.com y Travellink.

Continúa



Anexo II: Detalle de las compañías cotizadas (2 de 3)

Descripción de las compañías cotizadas seleccionadas (*continuación*)

Muestra de múltiplos de compañías cotizadas seleccionadas

Compañías cotizadas	País	Capitalización bursátil	Valor del negocio (VN)	EBITDA LTM	Margen EBITDA LTM (%)	Múltiplo VN / EBITDA LTM (x veces)	Descripción
	Estados Unidos	16.266	17.782	1.724	13,2%	10,3x	▪ Expedia Group, Inc. opera como empresa de viajes en línea en Estados Unidos y a escala internacional. La empresa opera a través de los segmentos B2C, B2B y trivago.
	Estados Unidos	3.077	4.043	223	9,6%	18,1x	▪ Global Business Travel Group, Inc. ofrece una plataforma de viajes de empresa a empresa (B2B) en Estados Unidos y a escala internacional.
	Australia	344	236	44	22,3%	5,4x	▪ Helloworld Travel Limited opera como una empresa de distribución de viajes. La empresa ofrece productos y servicios de viajes nacionales e internacionales, además de operar una red franquiciada de agentes de viajes.
	Países Bajos	214	189	16	5,1%	11,7x	▪ lastminute.com N.V., junto con sus filiales, opera en el sector de los viajes en línea en Italia, España, Reino Unido, Francia, Alemania y a escala internacional.
	Taiwan	4.192	3.242	401	6,5%	8,1x	▪ Life Travel & Tourist Service Co., Ltd. ofrece diversos servicios de paquetes turísticos en Taiwán. La empresa se dedica a organizar tours turísticos nacionales y extranjeros, y a proporcionar servicios de restauración y alojamiento para turistas, así como procedimientos de visados.
	Taiwan	14.318	11.827	1.015	4,7%	11,7x	▪ Lion Travel Service Co., Ltd. ofrece servicios de viajes en Taiwán e internacionalmente. Proporciona paquetes turísticos, emisión de billetes de transporte, solicitudes de visa, guías turísticos y otros servicios relacionados con viajes.
	Estados Unidos	1.108	5.492	289	9,8%	19,0x	▪ Sabre Corporation, junto con sus subsidiarias, opera como una empresa de software y tecnología para la industria de viajes. Opera a través de dos segmentos: Soluciones de viajes y Soluciones hoteleras.

Anexo II: Detalle de las compañías cotizadas (3 de 3)

Descripción de las compañías cotizadas seleccionadas (*continuación*)

Muestra de múltiplos de compañías cotizadas seleccionadas

Compañías cotizadas	País	Capitalización bursátil	Valor del negocio (VN)	EBITDA LTM	Margen EBITDA LTM (%)	Múltiplo VN / EBITDA LTM (x veces)	Descripción
	India	107	113	8	3,6%	13,3x	Sailani Tours N Travels Limited ofrece servicios de viajes en India. Proporciona vacaciones nacionales e internacionales; cambio de divisas; servicios de visa; y reservas de hoteles y vuelos.
	Estados Unidos	2.557	2.303	188	10,4%	12,3x	TripAdvisor, Inc. es una empresa de viajes en línea que se dedica principalmente a ofrecer productos y servicios de orientación sobre viajes en todo el mundo.
	China	168	185	14	15,5%	12,9x	Tu Yi Holding Company Limited, opera como proveedor de paquetes y servicios de viajes al extranjero. La empresa se dedica al diseño, desarrollo y venta de paquetes turísticos y excursiones de un día, así como a la prestación de servicios de tramitación de visados y otros productos y servicios auxiliares relacionados con los viajes.
	Australia	3.450	3.016	156	33,0%	19,4x	Webjet Limited presta servicios de reserva de viajes en línea en Australia, Nueva Zelanda, Emiratos Árabes Unidos, Reino Unido y a escala internacional. Opera a través de los segmentos Business to Consumer Travel y Business to Business Travel.

Fuente: Capital IQ con datos a 11 de junio de 2024.

Anexo III: Detalle de transacciones precedentes (1 de 3)

Descripción de las transacciones precedentes seleccionadas

Muestra de múltiplos de transacciones precedentes seleccionadas

Compañía adquirida	País de la compañía adquirida	Compañía adquirente	Fecha adquisición	Valor de la transacción (€m)	% adquirido	Múltiplo VN / EBITDA implícito (x veces)	Descripción
 HanaTour	Corea del Sur	IMM Private Equity Co Ltd	28/02/2020	98	13,5%	20,6x	IMM Private Equity, Inc. acordó adquirir una participación minoritaria en Hanatour Service Inc, el operador turístico con sede en Corea del Sur que cotiza en bolsa.
 BDTravel Excursions and Travel Services	México	Despegar.com Corp	01/10/2020	69	100,0%	9,6x	Despegar.com Corp, empresa argentina de software y comercio electrónico que opera una plataforma de reservas de viajes en línea, ha acordado adquirir Viajes Beda SA de CV, agencia de viajes con sede en México que ofrece servicios completos de planificación.
 Global Blue	Suiza	Global Blue Group Holding AG	28/08/2020	2.186	100,0%	12,0x	Far Point Acquisition Corporation ha firmado un acuerdo definitivo para adquirir Global Blue a Silver Lake y Partners Group. Se dedica a tramitar la devolución de impuestos en viajes a otros países.
 expedia group	Estados Unidos	Apollo Global Management Inc & Silver Lake Group LLC	05/05/2020	1.089	12,0%	8,8x	Las empresas de capital riesgo Apollo Global Management Inc y Silver Lake Group LLC adquieren una participación del 12,03% en Expedia Group Inc, empresa estadounidense de software y comercio electrónico dedicada a la prestación de servicios de viajes en línea.
 BestDay	México	Despegar.com.ar SA	27/01/2020	51	100,0%	7,2x	Despegar.com, Corp., una empresa de viajes en línea con sede en Argentina centrada en América Latina, acordó adquirir Best Day Travel Group, con sede en México.

Continúa 

Anexo III: Detalle de transacciones precedentes (2 de 3)

Descripción de las transacciones precedentes seleccionadas (*continuación*)

Muestra de múltiplos de transacciones precedentes seleccionadas

Compañía adquirida	País de la compañía adquirida	Compañía adquirente	Fecha adquisición	Valor de la transacción (€m)	% adquirido	Múltiplo VN / EBITDA implícito (x veces)	Descripción
	Estados Unidos	Trip.com Group Ltd	31/12/2019	257	5,0%	19,2x	Trip.com Group Ltd, proveedor chino de información de viajes en línea y fuera de línea que cotiza en bolsa, anunció una asociación estratégica con TripAdvisor Inc, operador estadounidense de motores de búsqueda de viajes en línea que cotiza en bolsa, para ampliar la cooperación global.
	España	Vista Equity Partners LLC	31/12/2019	1.175	100,0%	14,4x	Vista Equity Partners Management, empresa estadounidense de capital riesgo, ha acordado adquirir Accelya, empresa española de servicios de externalización de procesos empresariales para el sector de las aerolíneas, a Warburg Pincus, empresa estadounidense de capital riesgo.
	Reino Unido	Vitruvian Partners LLP	28/10/2019	434	100,0%	18,8x	Vitruvian Partners ha adquirido a Livingbridge una participación mayoritaria en el proveedor británico de casas de vacaciones Sykes Holiday Cottages.
	Países Bajos	Oravel Stays Ltd	30/06/2019	370	100,0%	15,4x	Oravel Stays Private Limited ha acordado adquirir The @Leisure Group, un operador neerlandés de portales en línea de alquiler vacacional a Axel Springer SE.
	Estados Unidos	Amadeus IT Group SA	05/10/2018	1.327	100,0%	17,7x	Amadeus IT Group SA, empresa española que cotiza en bolsa dedicada al procesamiento de transacciones y al suministro de soluciones tecnológicas para el sector mundial de los viajes y el turismo, ha adquirido TravelClick Inc, proveedor estadounidense de soluciones de generación de ingresos para hoteleros, a Thoma Bravo LLC, firma de capital riesgo.

Continúa 

Anexo III: Detalle de transacciones precedentes (3 de 3)

Descripción de las transacciones precedentes seleccionadas (*continuación*)

Muestra de múltiplos de transacciones precedentes seleccionadas

Compañía adquirida	País de la compañía adquirida	Compañía adquirente	Fecha adquisición	Valor de la transacción (€m)	% adquirido	Múltiplo VN / EBITDA implícito (x veces)	Descripción
 HOGG ROBINSON Corporate & Employee Services	Reino Unido	GBT III BV	19/07/2018	497	100,0%	8,5x	GBT III BV, proveedor neerlandés de servicios de viajes de negocios, ha acordado adquirir Hogg Robinson Group plc, proveedor británico cotizado en bolsa de servicios financieros, de transporte y de viajes de negocios.
 JacTravel	Reino Unido	Webjet Ltd	01/09/2017	225	100,0%	10,6x	Webjet Limited ha acordado adquirir JacTravel Limited a Vitruvian Partners LLP. Jac Travel ofrece todos los servicios turísticos: reserva de hoteles, city tours, alquiler de autos, excursiones, admisiones, tickets y entradas, boletos de trenes, cruceros, entradas a espectáculos, largas estadias en casas y departamentos, asistencia al viajero, seguro de equipaje.
 Galasys A SHIJI GROUP BRAND	Malasia	Beijing Shiji Information Technology Co Ltd	22/08/2017	17	84,8%	10,8x	Beijing Shiji Information Technology Co Ltd, empresa china que cotiza en bolsa dedicada al desarrollo de soluciones de software para hostelería, ha anunciado que la empresa, a través de su filial Shiji (Hong Kong) Co Ltd, ha adquirido a WGLS Foundation, empresa malaya que cotiza en bolsa dedicada al desarrollo de soluciones de pago y venta de entradas para parques temáticos.

Fuente: Mergermarket, CapitalIQ y otras fuentes públicas.

MORE INFORMATION:

C/ Genova, 27
4ª Planta
28004 Madrid
www.bdo.es
T: 91 702 22 12
F: 91 702 21 94

Sergio Martín Díaz
Socio
sergio.martin@bdo.es

Juan Carlos Gruber
Director
juancarlos.gruber@bdo.es

BDO Auditores S.L.P., es una sociedad limitada española, y miembro de BDO International Limited, una compañía limitada por garantía del Reino Unido y forman parte de la red internacional BDO de empresas independientes asociadas.

BDO es la marca comercial utilizada por toda la red BDO y para todas sus firmas miembro.

Copyright © 2024. Todos los derechos reservados. Publicado en España.

Auditoría & Assurance | Advisory | Abogados | Outsourcing

