



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**DUFRY: ANÁLISIS DE LA GESTIÓN DE LA
PANDEMIA E IMPACTO EN VALORACIÓN DEL
LÍDER MUNDIAL EN EL SEGMENTO DE *TRAVEL
RETAIL*.**

Autor: Carmen Alonso Navarro

Director: Borja Del Palacio Tornos

MADRID | Abril, 2021

Resumen

Las empresas son verdaderamente puestas a prueba cuando deben enfrentarse a situaciones imprevisibles, inesperadas y ante las cuales no existe un “manual de instrucciones” que pueda seguirse para sobrevivir. Así ha ocurrido durante el año 2020 con la llegada de la pandemia del coronavirus, donde el mundo se ha visto enfrentado a una completa parada económica en la mayoría de sus sectores. El cierre de los aeropuertos y los locales comerciales, la imposibilidad de desplazarse a otros lugares y las restricciones impuestas por los gobiernos, han dejado al sector de *travel retail*, aquel altamente dependiente del turismo, como uno de los más castigados por la llegada de la pandemia. Así, Dufry, líder mundial en este segmento, se ha visto al frente de lo que para muchas empresas ha sido la peor crisis de la historia, en términos de facturación. Este trabajo pretende recoger el impacto de la pandemia del COVID-19 en Dufry, una de las empresas más expuestas a la crisis, para posteriormente estudiar como la empresa ha gestionado esta situación. Se obtendrán conclusiones relevantes que permitirán construir aquel manual a seguir para situaciones como la vivida en 2020.

Palabras clave: Dufry, gestión, *travel retail*, pandemia, coronavirus.

Abstract

Companies are most often tested when unexperienced and unexpected situations occur, and especially when there is not an "instruction manual" to be followed in order to survive. This is precisely what happened in 2020, year in which the world has been characterized by a complete economic halt in most of its sectors. The closure of airports, businesses and stores, the impossibility of traveling and the various restrictions imposed by governments, resulted in the travel retail sector as one of the most affected sectors by the arrival of the pandemic. Thus, Dufry, world leader in this segment, has been at the forefront of what for many has been the worst crisis in history, in terms of turnover. This paper aims to analyze the impact of COVID-19 in one of the most exposed companies as a way to study its management of the situation. Relevant conclusions will be obtained that will allow the construction of that instruction manual, so necessary in situations as the one experienced in 2020.

Key words: Dufry, management, travel retail, pandemic, coronavirus.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. Introducción	6
2. Finalidad y motivos	8
3. Estudio de la empresa.....	10
3.1 Descripción de la compañía.....	10
3.2 Descripción del sector de <i>travel retail</i>	12
3.3 Impacto de la pandemia en Dufry y en su sector.....	14
4. Gestión de la pandemia	22
4.1 Medidas de reducción de costes	23
4.2 Medidas de liquidez.....	25
4.3 Plan de reorganización corporativo	28
5. Lecciones aprendidas gracias a la gestión de Dufry	35
5.1 Importancia de la inmediatez del plan de acción.....	38
5.2 La diversificación geográfica y el tamaño de la empresa como punto fuerte	39
5.3 Reputación y confianza dada a inversores externos	40
5.4 Aprovechamiento de oportunidades a futuro.....	41
6. Introducción a la valoración	43
6.1 Cálculo de los flujos de caja libre.....	44
6.2 Determinación de la tasa de descuento (WACC)	50
6.2.1 Cálculo del coste de la deuda.....	50
6.2.2 Cálculo del coste de los recursos propios	52
6.2.3 Cálculo de las tasa de descuento.....	57
6.3 Descuento de los flujos de caja y cálculo del valor de la empresa	58
7. Conclusión	61
8. Bibliografía.....	63

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Ingresos por división geográfica e ingresos por canal de venta.....	11
Figura 2: Facturación en el sector de <i>travel retail</i> hasta 2019 (en miles de millones de \$)	13
Figura 3: Crecimiento orgánico de Dufry y evolución de la demanda en el sector aéreo	15
Figura 4: Crecimiento interanual de los ingresos por pasajero y kilómetro (RPKs).....	16
Figura 5: Número de pasajeros en 2020 (en millones de pasajeros)	19
Figura 6: Impacto en la facturación del sector de <i>travel retail</i>	20
Figura 7: Facturación de Dufry en los últimos 5 años (en millones de CHF).....	21
Figura 8: Resumen del plan de acción de Dufry	23
Figura 9: Ahorro en gastos por arrendamientos mediante reducción de los MAG	24
Figura 10: Ahorro en gastos de personal	24
Figura 11: Ahorro en costes operativos durante 2020 (en millones de CHF)	25
Figura 12: Resumen de las medidas financieras llevadas a cabo por Dufry	26
Figura 13: Plan inicial de reorganización del negocio	28
Figura 14: Absorción de la filial Hudson como parte de la estrategia de ahorro de costes	29
Figura 15: Objetivo inicial de la ampliación de capital.....	31
Figura 16: Compromiso de Alibaba Group a raíz de la ampliación de capital	33
Figura 17: Resultado final de la ampliación de capital	34
Figura 18: Evolución del precio de la acción de Dufry vs SPI (en CHF)	36
Figura 19: Evolución de la capitalización bursátil de Dufry (en miles de millones de CHF)	37
Figura 20: Resumen de los factores clave en la gestión de la pandemia.....	38

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Bajada en la demanda del sector aéreo a raíz de anteriores crisis	17
Tabla 2: Evolución esperada del tráfico aéreo en 2021	45
Tabla 3: Proyecciones de los flujos de caja libre, hasta 2027	49
Tabla 4: Cálculo del coste de la deuda de Dufry (2015-2019).....	51
Tabla 5: Tasa libre de riesgo de bonos a 10 años (2016-2020).....	52
Tabla 6: Empresas comparables a Dufry	53
Tabla 7: Cálculo de la beta desapalancada en empresas comparables	54
Tabla 8: Valor de la beta de Dufry mediante el método de comparables.....	55
Tabla 9: Valor de la beta de Dufry mediante una regresión lineal con el mercado.....	56
Tabla 10: <i>Equity risk premium</i> de los países más representativos en cada región	56
Tabla 11: Cálculo final del <i>equity risk premium</i>	57
Tabla 12: Deuda neta y capitalización bursátil de Dufry (2015-2019)	58
Tabla 13: Cálculo final de la tasa de descuento (WACC) de Dufry.....	58
Tabla 14: Cálculo del valor presente de los flujos de caja libre	59
Tabla 15: Cálculo del valor de la empresa	60

1. Introducción

La llegada de la pandemia causada por el coronavirus en 2020 constituye un reto sin precedentes para todas las empresas, pues ha traído consigo un cambio en la manera en la que se concebía el mundo. Más allá del impacto sobre la vida de millones de personas y la emergencia causada en el ámbito de la salud, la pandemia ha supuesto un duro golpe en el ámbito económico para todos los países. Las medidas tomadas para contener la crisis sanitaria; como las restricciones de movilidad, el confinamiento domiciliario, o el cierre de casi todos los locales, han supuesto la paralización de muchas de las actividades económicas. Sin embargo, los efectos sobre los diferentes sectores han sido desiguales. Así, aquellos sectores de primera necesidad en la crisis, como el de la sanidad, o aquellos adaptados a la modalidad online, como el sector de las telecomunicaciones, se han visto menos inmersos en los graves efectos de la pandemia y en mejores condiciones de supervivencia y adaptabilidad a la nueva realidad.

Sin embargo, aquellos sectores dependientes del funcionamiento de los aeropuertos y del turismo, se han visto en una situación de enorme dificultad y gravedad. Entre estos sectores se encuentra el sector de *travel retail*, entendido este como el comercio en un entorno de viajes. Su facturación va de la mano del crecimiento en el turismo y resulta altamente dependiente del normal funcionamiento de los aeropuertos como principal canal de venta. Por lo tanto, dadas las características de esta pandemia, donde se combina de manera simultánea la imposibilidad de viajar con el cierre de locales comerciales, el sector de *travel retail* se ha visto al frente de una situación que ha provocado mínimos históricos de facturación en el sector.

El presente trabajo de investigación se centra en el estudio y valoración de una empresa perteneciente a este sector. La empresa en particular es Dufry, líder mundial en el sector de *travel retail* y con presencia en 64 países en todos los continentes. El crecimiento de su negocio y el desempeño de su actividad ha sido más que notable en los últimos años. Ahora bien, con los aeropuertos representando el 90% de sus ventas, la empresa se ha visto a la vanguardia de una situación difícil de gestionar. Las restricciones de movimiento, la cancelación de vuelos y el cierre temporal de aeropuertos en todo el mundo, han provocado una bajada de su facturación del 71% para el conjunto del ejercicio 2020, habiendo alcanzado niveles cercanos a un completo cese de su actividad.

En vista de la falta de predicción sobre el alcance y duración de la pandemia, y la incertidumbre de lo que estaba aún por llegar, era fundamental y determinante una respuesta rápida y eficiente, para abordar la situación de manera inmediata. Un año después del inicio de esta crisis, Dufry presenta la mejor recuperación en términos de valor de mercado dentro de su sector. ¿Cómo? El plan de acción puesto en marcha por la empresa a principios del año 2020 ha resultado ser decisivo en la resistencia y situación actual de Dufry.

Este será el foco principal del presente trabajo de investigación. Entender la manera en la que una empresa, ante una situación frente a la cual no existe un “manual de instrucciones”, se reinventa y emplea todos sus recursos para sobrevivir. Con este objetivo en mente, el trabajo se estructurará de la siguiente manera. En primer lugar, se proporcionará una introducción de la empresa Dufry, así como una breve descripción del sector al que pertenece; el sector de *travel retail*. Se tomarán como referencia los datos del año anterior a la pandemia (2019) para ofrecer una imagen representativa tanto de la empresa como del sector en situaciones normales. La idea es poder conocer en profundidad los datos más relevantes de ambos. A continuación, se analizará la situación actual y el impacto que la crisis del coronavirus ha tenido en el funcionamiento de Dufry. Para ello, es imprescindible analizar primero el impacto del COVID-19 en el sector de las aerolíneas, ya que la empresa en cuestión es altamente dependiente del mismo.

Una vez realizada esta introducción, el trabajo dará paso al estudio del plan de acción puesto en marcha por la dirección de Dufry para garantizar su supervivencia. ¿Cómo lo hace? ¿Es posible adelantarse a los efectos de una situación nunca antes vivida? ¿Cómo es posible recuperarse de una bajada en facturación del 71%? Se presentará un estudio exhaustivo de las iniciativas de Dufry a lo largo del año, con el objetivo de dar respuesta a estas preguntas y obtener una serie de conclusiones relevantes acerca de su caso particular. Teniendo en cuenta este análisis, se estudiará también el impacto que la pandemia y la consiguiente gestión de esta han tenido en la empresa en términos de valoración. Para ello, se llevará a cabo una valoración de Dufry haciendo uso del método de descuento de flujos de caja. Dicha valoración se presenta como soporte al estudio realizado, con el fin de analizar el futuro prometedor que Dufry tiene aún por delante.

2. Finalidad y motivos

El año de la pandemia ha roto todos los esquemas de lo que las empresas consideraban un fuerte impacto en su actividad. De hecho, 2020 se presenta como el año más desafiante en la historia para muchos sectores en términos de facturación, entre ellos el sector aéreo, y como consecuencia, el sector de *travel retail* y las empresas pertenecientes a él.

La alta dependencia del normal funcionamiento de los aeropuertos como principal canal de venta, junto con el cierre universal de las tiendas comerciales, han tenido un efecto doble en la industria de *travel retail*. Es decir, su recuperación no depende únicamente de la evolución del tráfico aéreo, sino también de la disposición de los consumidores a realizar compras en este nuevo contexto de viajes. La elección de este sector sobre el que realizar el análisis radica precisamente en esta exposición a la pandemia, y, por tanto, a los enormes cambios y efectos en él producidos. Por otro lado, la elección de Dufry como empresa sobre la que se centrará este trabajo resulta evidente; pocas empresas se han visto más expuestas a la crisis como aquella que es líder en uno de los sectores más castigados. Por ello su análisis y estudio resultarán representativos y relevantes.

El presente trabajo de investigación proporcionará un análisis relevante por varios motivos. En primer lugar, el análisis de la situación particular de Dufry nos permitirá acceder a aquel “manual de instrucciones” para situaciones de este tipo, obteniendo conclusiones significativas de su gestión. Por otro lado, el contexto de este trabajo, la pandemia del coronavirus, resulta ser una situación no solo actual e inédita, sino también en curso, a fecha de elaboración de este trabajo. Por ello, la sola novedad y actualidad de la situación hacen de este estudio uno de los primeros en recoger toda la información relevante acerca de la actuación de la empresa ante esta crisis.

Además, para el análisis y estudio de este caso se hace uso de materiales actualizados y cuya publicación se ha producido a medida que se redactaba el trabajo. Se han utilizado informes publicados por diferentes agencias y asociaciones acerca de la evolución del coronavirus, de la situación del sector aéreo y de las expectativas de una vuelta a la normalidad. Además, la publicación durante la preparación de este trabajo, de los

resultados de las cuentas anuales de Dufry para el año 2020, ha permitido obtener conclusiones muy útiles y relevantes.

Por lo tanto, a través del análisis del caso particular de Dufry; estudiando el impacto de la pandemia en su negocio, así como su estrategia de defensa ante la crisis, se espera obtener aquellos factores clave que han contribuido a su supervivencia. En definitiva, se espera descubrir aquel manual de instrucciones para situaciones inesperadas, como es y está siendo una pandemia global. El objetivo último es observar como, una buena gestión, una adecuada preparación y una anticipación incluso a eventos nunca antes vividos, pueden salvaguardar la posición de una empresa líder e incluso fortalecer su posición a futuro.

3. Estudio de la empresa

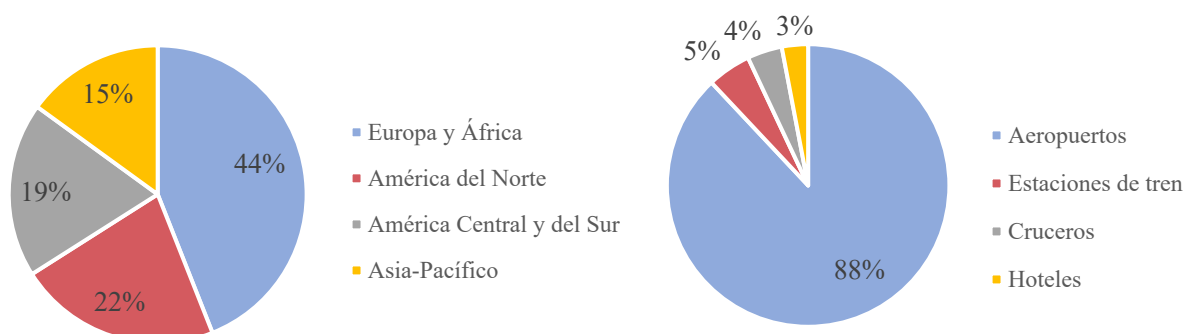
3.1 Descripción de la compañía

Dufry AG es una empresa fundada en 1865 con sede en Suiza y perteneciente al sector de *travel retail*, sector especializado en la venta de productos en un contexto de viajes. A día de hoy, la empresa se ha consolidado como líder a nivel mundial en su sector, con presencia en 64 países y con más de 430 ubicaciones en los cinco continentes. Dufry ofrece sus servicios a través de sus más de 2.300 tiendas *duty-free* y *duty-paid*, siendo las primeras, tiendas libres de impuestos y las segundas, tiendas con pago de impuestos. Su estrategia ha estado siempre centrada en la diversificación, que se presenta hoy en día como un punto fuerte en su posición de liderazgo. Se caracteriza por una diversificación a nivel geográfico; operando en todos los continentes, así como en una diversificación por canal de venta; la empresa cuenta con aeropuertos, líneas de cruceros, puertos marítimos y estaciones de tren como principales canales de distribución, siendo los aeropuertos el canal de venta más importante.

A continuación, se analiza la situación de la empresa haciendo referencia a datos del año anterior al inicio de la pandemia, es decir, a 2019, con el fin de proporcionar un análisis de Dufry en situaciones de funcionamiento normal y evitar así resultados distorsionados por la crisis. Dicho análisis se comparará, posteriormente, con la situación de la empresa post-pandemia.

En esta línea, en 2019, la empresa generaba el 61% de sus ingresos a través de sus tiendas *duty-free* y el 39% restante a través de sus tiendas *duty-paid*, porcentajes que se han mantenido estables en los últimos años. Entre los canales de distribución en los que opera Dufry, los aeropuertos representan la mayor tasa de crecimiento y tamaño, y constituyen además casi el 90% de los ingresos de la empresa. Otros canales incluyen; estaciones de tren (5%), tiendas fronterizas, céntricas y hoteleras (3%) y cruceros y puertos marítimos (4%). Por último, en cuanto a sus ingresos por división geográfica, Europa y África han representado en los últimos años el mayor porcentaje de sus ventas; con un 44% en 2019, seguidos de Norte América con un 22%, América Central y del Sur con un 19% y Asia Pacífico con un 15%.

Figura 1: Ingresos por división geográfica e ingresos por canal de venta



Fuente: elaboración propia a partir de datos de las cuentas anuales de Dufry de 2019.

Desde su inicio de cotización en el año 2005 en la *SIX Swiss Exchange*, principal bolsa de valores suiza, la valoración de la empresa ha presentado un crecimiento exponencial. Este ha estado potenciado en gran parte por las ventas generadas en los aeropuertos, las cuales han presentado un crecimiento del 11% CAGR (tasa de crecimiento anual compuesta) entre 2004 y 2019. En diciembre de 2019, la empresa cerraba el año con unos resultados sólidos y positivos, logrando alcanzar los objetivos establecidos. La facturación alcanzó ingresos de más de 8.800 millones de CHF, suponiendo un aumento del 2% con respecto a 2018. En términos de generación de caja, Dufry presentó un desempeño notable en la caja generada para inversores, alcanzando los 383 millones de CHF, un aumento del 3,4% respecto al año anterior. Además, los niveles de deuda neta se vieron reducidos a 3.102 millones de CHF, los niveles más bajos desde 2015.

En cuanto a su estrategia de crecimiento, Dufry reconoce la importancia del crecimiento orgánico, producido por un incremento de la actividad interna de la empresa, así como del inorgánico, obtenido a través de adquisiciones. Para lograr un crecimiento orgánico, que alcanzó el 3% a finales de 2019, la empresa aumenta sus ventas beneficiándose del continuo incremento en el número de pasajeros, así como incrementa su espacio comercial obteniendo nuevos contratos en aeropuertos en los que antes no operaba o abriendo nuevas tiendas en los ya existentes.

Por otro lado, en lo que respecta al crecimiento inorgánico, el grupo se centra en continuar llevando a cabo adquisiciones de pequeño y mediano tamaño. Este último

crecimiento ha estado presente desde la creación de la empresa, demostrando ser un componente importante en su estrategia de internacionalización y expansión. En el último año destacan tres adquisiciones. En primer lugar, la adquisición de RegStaer Vnukovo, que aumenta significativamente la presencia del grupo en Moscú, consolidando su posición en Rusia. En segundo y tercer lugar se encuentran las dos adquisiciones realizadas a través de su filial Hudson, las cuales aumentan aún más la presencia del grupo en el mercado de Norte América. Todas ellas demuestran la apuesta de Dufry de aumentar su presencia global mediante el crecimiento inorgánico.

Por último, dentro del sector al que pertenece Dufry, el sector de *travel retail*, la empresa tiene una cuota de mercado del 11% y en el canal de aeropuertos en particular, la cuota de mercado de Dufry es del 20%¹, más del doble del tamaño de su próximo competidor. Estos datos refuerzan una vez más, la consolidada posición de la empresa como líder en su sector. A modo de resumen, y como se ha podido observar, a finales de 2019 Dufry presentaba una estructura financiera fuerte y estable, en línea con su situación en los últimos años. El año finalizó con altas expectativas de crecimiento y con una buena visión a futuro, sustentada en gran parte por la buena previsión en ese momento de la afluencia de pasajeros en el sector aéreo y del incremento del turismo a nivel global.

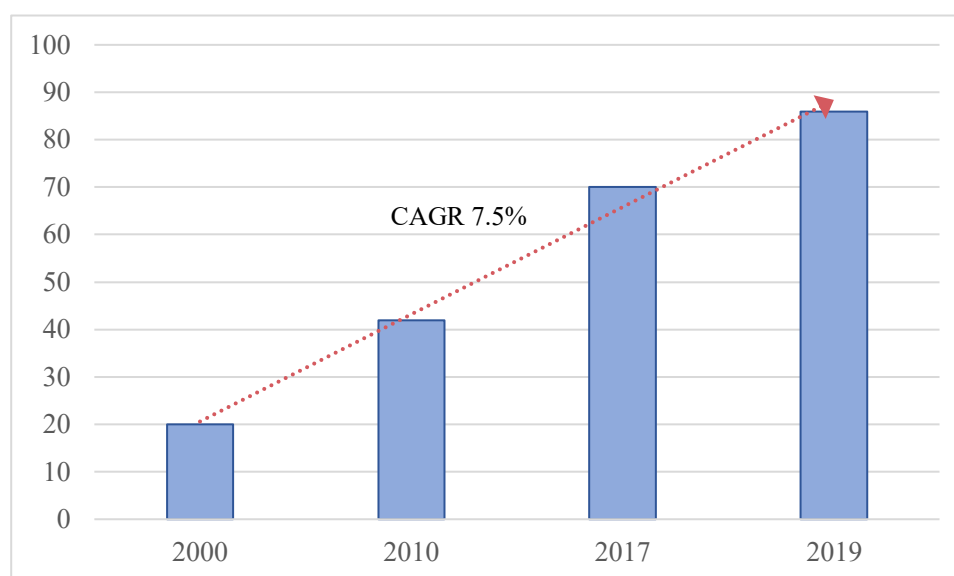
3.2 Descripción del sector de *travel retail*

Siguiendo la misma lógica que en la descripción de Dufry, se analizará a continuación el sector de *travel retail* haciendo referencia a los años previos a la pandemia, para obtener una imagen más representativa de la evolución y crecimiento del mismo. El sector de *travel retail*, que como ya se ha mencionado, es aquel que se refiere al comercio en un entorno de viajes, incluye tanto las ventas que están exentas de impuestos (*duty-free*) como las que no (*duty-paid*). La mayor parte de los ingresos de esta industria provienen de las ventas en los aeropuertos, aunque cuenta también con otros canales de distribución como son los cruceros, las estaciones de tren, los hoteles u otros destinos turísticos.

¹ Datos obtenidos de las cuentas anuales de Dufry de 2019.

A nivel mundial, y durante las últimas dos décadas, el sector de *travel retail* ha experimentado un fuerte y continuo crecimiento. De acuerdo con datos de Generation Research, el mercado de *duty-free* y *travel retail* facturó 70.000 millones de dólares en 2017. Dicha facturación ascendió a 78.600 millones de dólares en 2018 y a 86.400 millones de dólares en 2019², lo que supone un incremento del 23% en solo 2 años (Holland, 2019). Por otro lado, y según un informe publicado por el Consejo Internacional de Aeropuertos (ACI por sus siglas en inglés), se estima que el número mundial de pasajeros creció un 3,5% en 2019 con respecto al año anterior, y que éste crecería en torno al 4% anual durante los próximos años³.

Figura 2: Facturación en el sector de *travel retail* hasta 2019 (en miles de millones de \$)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Generation Research.

El mercado de *travel retail* se encuentra segmentado según el canal de distribución, los productos ofertados y las regiones. En cuanto a los canales de distribución, los aeropuertos se muestran como el principal de entre los canales que conforman el sector, representando el 50%⁴ de las ventas en 2019. El creciente número de pasajeros, debido en parte a las bajas tarifas aéreas, así como a la mejora del nivel de vida, han contribuido a un rápido crecimiento de este canal, que se constituye como el principal impulsor de crecimiento del sector.

² Datos proporcionados por Generation Research, empresa que proporciona datos sobre el sector de *travel retail* y *duty free* a nivel mundial.

³ Dato obtenido de un comunicado de prensa emitido por ACI en octubre de 2020.

⁴ Dato obtenido de Research and Markets, entidad con informes sobre la industria de *travel retail*.

En lo referente a los productos, el mercado se encuentra dividido en cinco categorías diferentes; perfumería y cosmética, productos de lujo, alimentación, tabaco, y moda y complementos. Perfumería y cosmética han representado el mayor porcentaje de ventas netas de entre las cinco categorías en los últimos años, categoría que también se consolida como la mayor en proporción de ventas en el caso particular de Dufry, representando un 32% en 2019⁵. Por último, en cuanto a la exposición geográfica de la industria, el mercado de Asia representa el más grande de *travel retail* en el mundo, con un 45%⁶ del total de los ingresos generados en 2019 y con unas expectativas de crecimiento superiores a las del resto de regiones, de acuerdo con datos publicados por Global Data (Tore, 2020). Le siguen Europa y América con un 29% y un 16% respectivamente.

Ahora bien, tal y como se observa en la gráfica anterior, el sector de *travel retail* ha mostrado un recorrido histórico estable y atractivo, soportado principalmente por el buen desempeño del sector aéreo. De hecho, antes de la llegada de la pandemia, se esperaba que el sector de *travel retail* lograra una facturación de 154.000 millones de dólares para el año 2025⁷, ya que se esperaba que el crecimiento en el número de pasajeros se duplicaría llegado ese año. Sin embargo, con la llegada del coronavirus, se ha producido una parada y un retroceso en este crecimiento esperado de la facturación, dando lugar a la peor crisis a la que se ha enfrentado tanto el sector de las líneas aéreas como el sector de *travel retail*. A continuación, se lleva a cabo un análisis más detallado de la situación actual del sector de *travel retail* y de Dufry en particular.

3.3 Impacto de la pandemia en Dufry y en su sector

Como se ha mencionado anteriormente, las ventas que realizan la mayor contribución en términos de ingresos a la industria de *travel retail* se producen en los aeropuertos, siendo este el canal del que Dufry depende casi exclusivamente para sus ventas. En base a esto, se considera acertado analizar, en primer lugar, el impacto que el COVID-19 ha tenido sobre la demanda del sector aéreo durante el año 2020. A raíz de

⁵ Dato obtenido de las cuentas anuales de Dufry para el año 2019.

⁶ Dato proporcionado por GlobalData, empresa líder en análisis y datos.

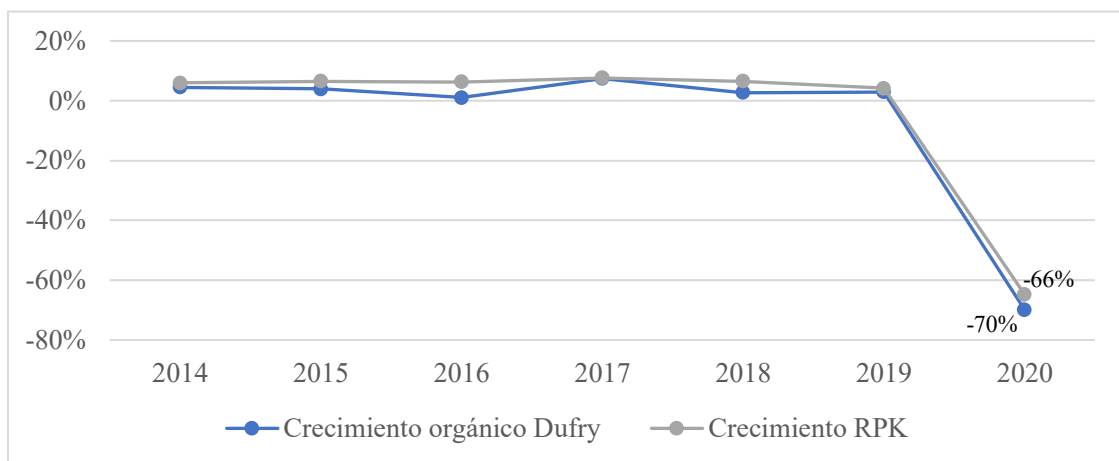
⁷ Estimación obtenida de Goodflow, agencia dentro del sector de *travel retail*.

este análisis, se podrá comprender posteriormente el impacto producido en el sector de *travel retail* en su conjunto y en Dufry en particular.

El impacto del COVID-19 sobre el sector de las aerolíneas se analizará a través del KPI propio de este sector, ingresos por pasajero y kilómetro (RPK por sus siglas en inglés). Se analizará también la evolución en el número de pasajeros durante el último año, en miles de millones. Los ingresos por pasajero y kilómetro, indicador que muestra la distancia recorrida por aquellos pasajeros que generan ingresos, es uno de los KPIs más utilizados en el sector de la aviación (Statista, 2020). La razón principal de ello es que, al ser un buen indicador del volumen de pasajeros que hacen uso del servicio, mide la demanda real del transporte aéreo, considerándose representativo de la situación del sector. Un aumento de este indicador es positivo, puesto que muestra un aumento en el volumen de pasajeros que hacen uso del transporte aéreo, y por tanto de la demanda.

El siguiente gráfico refuerza la correcta decisión de primero analizar la evolución de la demanda en el sector de las aerolíneas, para posteriormente comprender el impacto que la pandemia ha tenido en el crecimiento orgánico de Dufry, al estar ambos altamente relacionados. Los datos acerca de la evolución de la demanda en el sector aéreo se han obtenido de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo, (IATA por sus singlas en inglés), asociación con reportes mensuales acerca de la evolución de este sector.

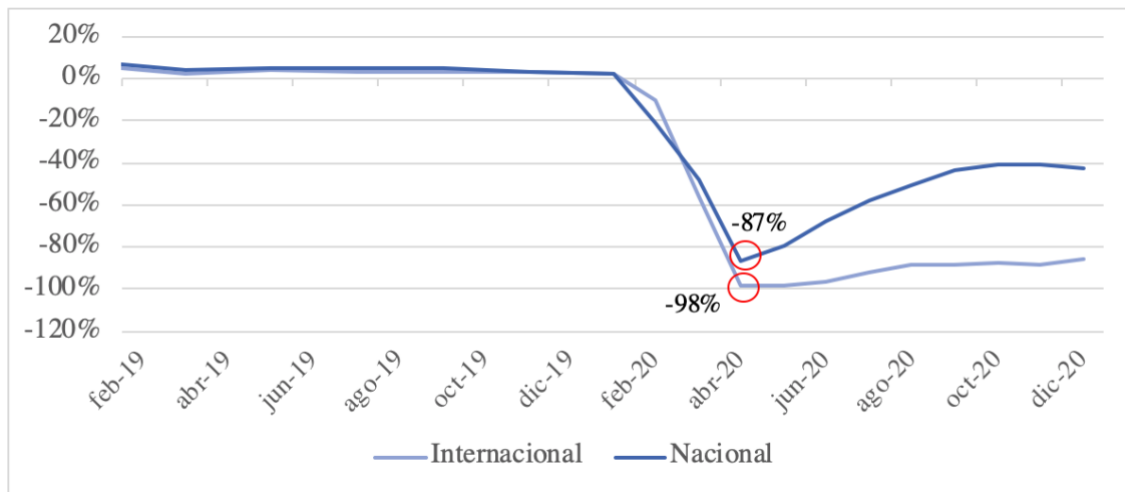
Figura 3: Crecimiento orgánico de Dufry y evolución de la demanda en el sector aéreo



Fuente: elaboración propia a partir de datos de las cuentas anuales de Dufry y datos de IATA.

Tal y como se muestra en la gráfica, en el conjunto del año 2020, se produce una bajada de la demanda en el sector aéreo de un 66%⁸ con respecto al año anterior, lo que se ve claramente reflejado en el crecimiento orgánico de Dufry, que sufre una bajada del 70%⁹. A continuación, y con el fin de observar con más detalle el impacto en el sector aéreo a lo largo del 2020 y no únicamente en el año en su conjunto, se muestra la evolución de la demanda mes a mes, así como un desglose de ésta a nivel internacional y nacional.

Figura 4: Crecimiento interanual de los ingresos por pasajero y kilómetro (RPKs)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de IATA.

A raíz de este gráfico se obtienen una serie de conclusiones acordes con la situación vivida. El fuerte impacto del brote del COVID-19 en el sector de las aerolíneas se empieza a notar por primera vez en febrero. Se produce, en este mes, una contracción interanual de los ingresos por pasajero y kilómetro de un 14%, bajada que representaba ya el peor resultado desde 2001, según datos de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (2020). Es muy importante resaltar esta bajada del 14% en el KPI del sector en el mes de febrero, ya que con la pandemia apenas comenzada y donde los verdaderos efectos no habían comenzado a notarse, esta representaba ya una caída histórica en el sector.

Como era de esperar, este impacto inicial fue impulsado por las caídas de demanda en los mercados nacionales de China y de la región de Asia-Pacífico, lugares de inicio

⁸ Dato obtenido de los informes mensuales publicados por IATA en su página web (<https://www.iata.org/>) acerca de la evolución del tráfico aéreo.

⁹ Datos de las cuentas anuales de Dufry de 2020.

del brote del COVID-19. A partir de este momento, la mayoría del resto de regiones comenzaron a registrar, aunque en menor medida, una tasa de crecimiento más débil, debido a una caída en sus rutas internacionales con Asia. Los cierres fronterizos establecidos desde entonces con el fin de limitar la propagación internacional del virus, produjeron un cierre total del tráfico comercial tanto a nivel nacional como internacional. Este hecho se ve reflejado en la bajada histórica e inédita de la demanda que se produce pocos meses después, en el mes de abril, de un 94%.

Meses antes de producirse esta brutal bajada de demanda en abril, Alexander de Juniac (2020), CEO de la Asociación de Internacional de Transporte Aéreo (IATA), calificaba ya la pandemia como “la peor crisis en la historia de la aviación”. De hecho, y con el fin de destacar la gravedad del impacto de la pandemia en el sector aéreo, se comentarán a continuación una serie de crisis históricas a las que dicho sector se ha visto enfrentado. El objetivo es comparar el impacto de estas situaciones en la demanda del sector con el producido por la actual pandemia. Recordar que la demanda se mide en términos de volumen de pasajeros, representada por el KPI propio del sector; ingresos por pasajero y kilómetro (RPK), previamente analizado.

Tabla 1: Bajada en la demanda del sector aéreo a raíz de anteriores crisis

Crisis	Bajada en demanda	Año
11 de septiembre	-7,4%	2001
Guerra de Irak	-6,7%	2003
SARS	-5,1%	2003
Crisis Financiera 2008	-3,0%	2008
Erupción volcán Islandia	-2,4%	2010
Pandemia COVID-19	-66%	2020

Fuente: elaboración propia a partir de datos de IATA¹⁰.

¹⁰ Todos los datos son obtenidos de informes publicados por IATA en su página web.

Las crisis recogidas en la tabla anterior son calificadas por IATA como aquellas que históricamente han tenido un mayor impacto en el sector aéreo, y, sin embargo, no son comparables con los efectos producidos por la pandemia. Los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001, produjeron un cierre temporal del sistema de la aviación comercial en los Estados Unidos. Esto provocó una bajada temporal de la demanda del 30% durante los primeros dos meses posteriores al ataque, y una bajada en términos anuales del 7%. Desde entonces y hasta la pandemia del coronavirus, no se había producido una bajada mayor. Por eso, y como se indicó anteriormente, la sola bajada del 14% en la demanda del sector aéreo en febrero de 2020 representaba ya un mínimo nunca visto, terminando la pandemia con una bajada 8 veces peor a la producida por el impacto del 11S.

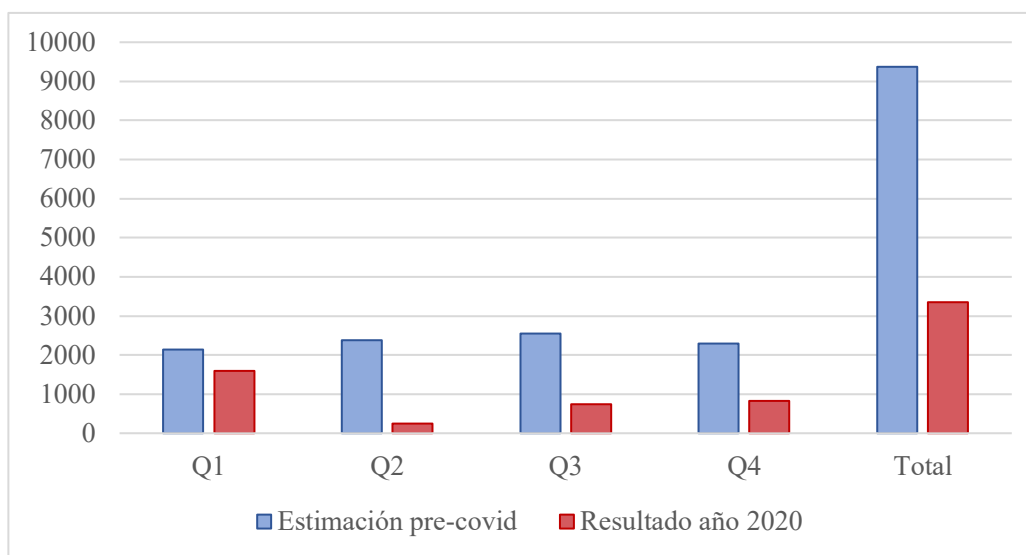
Es muy importante destacar también la diferencia, además de la evidente en cuanto a la bajada en demanda, que existe entre estos hechos y la situación actual de la pandemia del COVID-19. Los efectos del coronavirus, con una bajada mínima en la demanda del sector aéreo que llegó al 94%, se produjeron a nivel mundial, y por tanto afectando a todas las regiones. El resto de las crisis, sin embargo, afectaron en mayor medida a las zonas donde estas se produjeron, lo que en última instancia facilitó la recuperación. Por ejemplo, en el caso de la erupción del volcán en Islandia, Europa fue la región más afectada, con una bajada temporal de la demanda del 12%, mientras que Norte América registró una bajada de únicamente el 2%. Este hecho es importante ya que, el alcance global e internacional de la pandemia del coronavirus dificulta aún más la recuperación, extendiendo los efectos a más largo plazo.

A continuación, y como forma alternativa de observar el impacto del COVID-19 en el sector de las aerolíneas, se analizará la reducción en el número de pasajeros en miles de millones. De acuerdo con datos publicados por ACI (2020), en 2019 se produjo un incremento en el tráfico aéreo de pasajeros del 3,5%, alcanzando los 9.100 millones a finales de ese año. El año de la pandemia contaba con una expectativa inicial de crecimiento del 4% con respecto a 2019, es decir, se esperaba un tráfico aéreo de pasajeros de 9.360 en 2020 y, sin embargo, el resultado ha sido completamente opuesto, con una bajada en el número de pasajeros de más de 6.000 millones¹¹. A continuación, un gráfico

¹¹ Todos los datos son obtenidos del boletín de información publicado por ACI en diciembre 2020.

donde se observa la estimación pre-pandemia del flujo de pasajeros en 2020, y el resultado actual.

Figura 5: Número de pasajeros en 2020 (en millones de pasajeros)



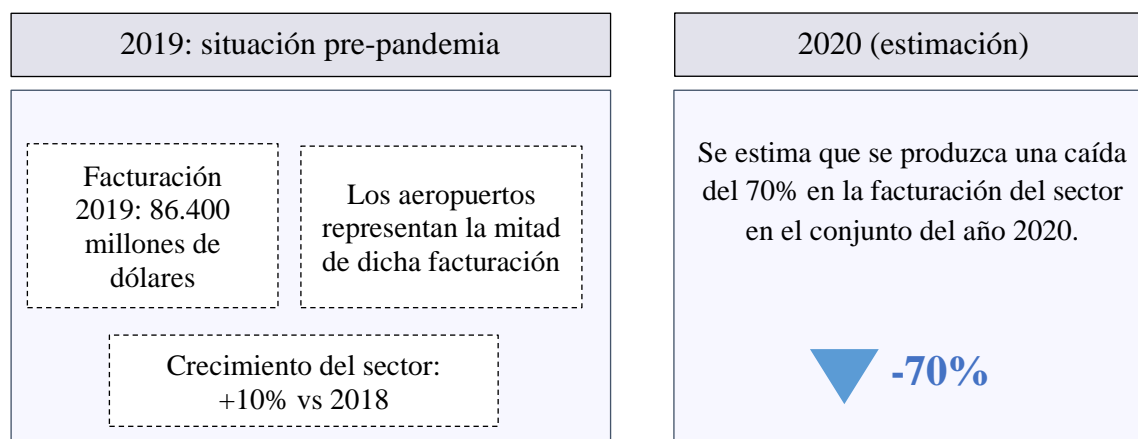
Fuente: elaboración propia a partir de datos de ACI.

En definitiva, el año 2020, caracterizado por un cierre de fronteras, estrictos controles de movilidad y una bajada en la confianza de los pasajeros, ha supuesto un desafío sin precedentes para la industria de las aerolíneas. Como se ha mencionado, el año 2020 cierra con una reducción en el volumen global de pasajeros de un 66% con respecto a 2019, lo que representa una reducción de aproximadamente 6.000 millones de pasajeros.

Este impacto en el sector de las aerolíneas se ha visto claramente reflejado en el sector de *travel retail* y en todas las empresas relacionadas con esta industria, por su alta dependencia de los aeropuertos como principal canal de venta. En lo que respecta al sector de *travel retail*, este ha visto su crecimiento gravemente afectado por primera vez en dos décadas. Como se ha mencionado anteriormente, el sector de *travel retail* logró una facturación de 86.400 millones de dólares en 2019, y contaba con expectativas de alcanzar los 154.000 millones de dólares en 2025. Sin embargo, a día de hoy, y de acuerdo con datos proporcionados por Generation Research, se espera una bajada de la facturación del

sector en 2020 del 70%, siendo en 2023 cuando se recuperen los niveles alcanzados en 2019¹² (DFNI, 2020).

Figura 6: Impacto en la facturación del sector de *travel retail*



Fuente: elaboración propia a partir de datos y estimaciones de Generation Research.

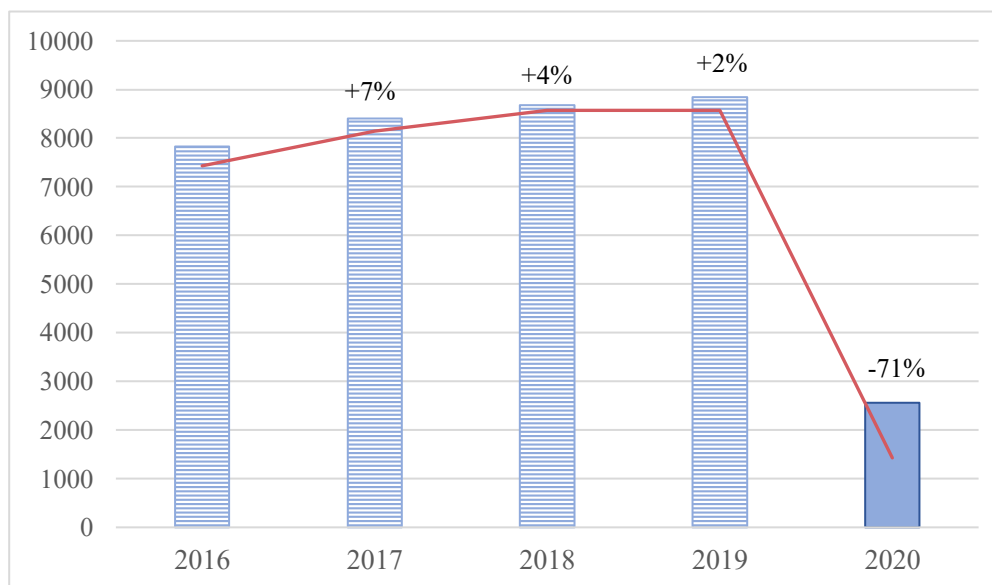
En lo que respecta a Dufry, la empresa experimentó una caída del 62% en sus ventas en los seis primeros meses del año 2020, periodo en el que los efectos del COVID-19 se notaron de manera más drástica. De esta manera, de enero a junio, Dufry registró una cifra de negocios de 1.589 millones de CHF con respecto a los 4.180 millones de CHF del mismo periodo el año anterior. Teniendo en cuenta que los dos primeros meses del año, y sobre todo enero, no reflejaron tanto las consecuencias de la pandemia, los resultados en facturación a mitad de año podrían haber sido mucho peores. En el tercer trimestre se producen mejoras graduales, impulsadas en gran parte por las iniciativas puestas en marcha por la empresa, las cuales se discutirán a continuación, así como por una bajada inicial de las restricciones que permitieron una mayor movilidad durante el verano.

Sin embargo, y a pesar de esta ligera mejora, en el tercer trimestre de 2020 la facturación representaba casi un 70% menos con respecto al mismo periodo del año anterior. Es decir, toda mejora era insignificante en comparación con los efectos que estaba teniendo la crisis. A cierre del año 2020, la empresa sufre una disminución de su

¹² Datos proporcionados por Generation Research en 2020, a raíz de un estudio sobre el estado del sector de *travel retail*.

facturación del 71%, alcanzando los 2.560 millones de CHF frente a los 8.800 millones de CHF logrados en 2019.

Figura 7: Facturación de Dufry en los últimos 5 años (en millones de CHF)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de las cuentas anuales de Dufry.

En esta gráfica puede observarse el fuerte impacto en facturación sufrido por Dufry durante el año de la pandemia. Siguiendo una línea de desempeño estable y con un crecimiento positivo a lo largo de los últimos años, los niveles de facturación caen a mínimos históricos, y todo en un tiempo de apenas un año. Por lo tanto, una vez estudiado el impacto que la pandemia ha tenido en Dufry y en su sector en general, resulta altamente interesante llevar a cabo un análisis de las medidas puestas en marcha por la empresa para enfrentarse a tal periodo de interrupciones. Es decir, es cierto que Dufry sufre una bajada brutal en facturación con efectos graves en sus resultados, pero es altamente destacable que, un año después del inicio de la pandemia, a marzo 2021, Dufry se encuentra en una posición ventajosa y fuerte. ¿Cómo lo ha hecho? A continuación, se discute la gestión de la pandemia del coronavirus por Dufry.

4. Gestión de la pandemia

Tal y como se acaba de mencionar, es relevante y de gran interés analizar la gestión llevada a cabo por la empresa líder mundial en uno de los sectores más afectados por la pandemia. ¿Cómo se gestiona una situación nunca antes vivida y ante la cual no existe un “manual de instrucciones”? ¿Qué hace Dufry para sobrevivir? Recordemos que Dufry sufre una caída de su facturación del 71% en el conjunto del año 2020, con caídas cercanas al 80% en algunos meses. Por ello, resulta de especial interés llevar a cabo un análisis exhaustivo de las medidas empleadas por Dufry para sobrevivir a la crisis.

El año 2020 empezó como cualquier otro año, con una actividad normal y con un inicio prometedor. Fue entonces cuando el coronavirus comenzó a tener efecto en aquellas localizaciones en las que el Grupo presentaba una mayor exposición a clientes asiáticos, haciéndose notar ya en los resultados del primer trimestre del año. Por ello, a raíz del fuerte impacto inicial observado en Asia-Pacífico desde enero, y en virtud de situaciones similares que empezaban a verse en otras regiones, Dufry pone en marcha una serie de iniciativas a nivel mundial para poder anticiparse a los efectos que el COVID-19 podría tener en el resto de sus localizaciones.

Dado el desconocimiento acerca de la evolución de la situación, la empresa centra en un principio la implementación de estas iniciativas en asegurar unos niveles de generación de caja mínimos y en lograr una reducción de sus costes. En definitiva, las medidas se establecen con el objetivo principal de ayudar a la empresa a sobrevivir a un periodo de desajustes y desequilibrios para, posteriormente, recuperar su posición de liderazgo a largo plazo. Estas medidas pueden agruparse en tres grandes grupos¹³; aquellas destinadas a una reducción de costes, medidas enfocadas en fortalecer la posición de liquidez del Grupo mediante nuevas formas de financiación, y aquellas medidas de reestructuración del negocio como manera de potenciar aún más la reducción en costes. A continuación, se realiza un estudio de cada una de ellas.

¹³ El estudio de las medidas se ha llevado a cabo analizando la información publicada por la empresa en su página web (<https://www.dufry.com/en>)

Figura 8: Resumen del plan de acción de Dufry

- 1 Medidas enfocadas en lograr una **reducción de costes** en todos los niveles de la organización.
- 2 Medidas enfocadas en fortalecer la posición financiera de la empresa mediante nuevas medidas de financiación. **Preservar liquidez.**
- 3 Programa de **reorganización corporativa** para potenciar el plan de reducción de costes. Absorción de la filial Hudson financiada con una ampliación de capital.

Fuente: elaboración propia.

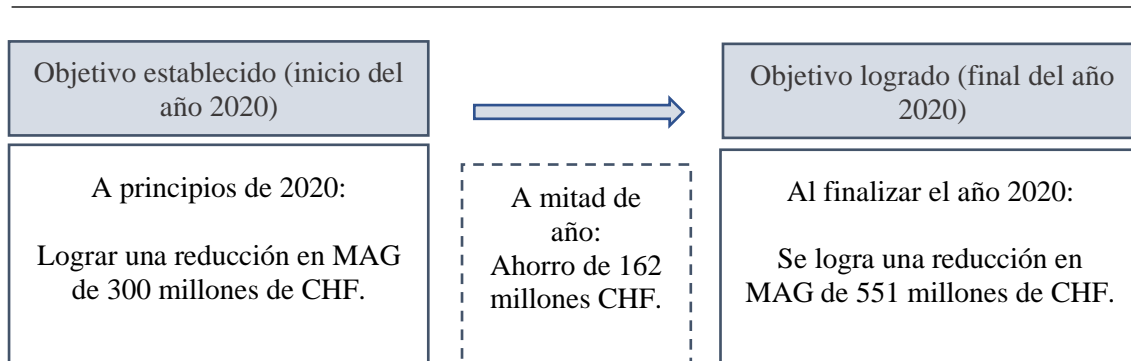
4.1 Medidas de reducción de costes

Desde el inicio de la pandemia, y a vista del posible impacto futuro, Dufry lanza en marzo una serie de iniciativas enfocadas en la reducción de sus costes. El objetivo era lograr un ahorro y una conservación del efectivo disponible. Esta estrategia de ahorro de costes se enfocó principalmente en una reducción de los costes fijos, en medidas para regular las inversiones en bienes de capital (capex), y en medidas destinadas a gestionar el fondo de maniobra, controlando la liquidez a corto plazo de la empresa.

En cuanto a la reducción de costes fijos, la empresa puso su atención en reducir al máximo sus gastos operativos, especialmente aquellos gastos por arrendamientos y gastos de personal. En cuanto a los gastos por arrendamientos, su ahorro se ha obtenido buscando una renuncia o un aplazamiento de la garantía mínima anual (MAG por sus siglas en inglés). Los MAG son porcentajes de los gastos de alquiler que Dufry ha de pagar independientemente del volumen de sus ventas. Este porcentaje, que en un principio era fijo, se ha reajustado teniendo en cuenta el número de pasajeros, los vuelos programados y los horarios de funcionamiento de los aeropuertos, ajustándose a la situación en particular. Gracias a los esfuerzos de la empresa y a las negociaciones llevadas a cabo con sus arrendadores, Dufry logra durante la primera mitad del año 2020, una reducción en los gastos por arrendamientos de un 88% con respecto al mismo periodo del año anterior, donde casi el 30% de dicho ahorro proviene del aplazamiento de las garantías mínimas anuales.

Por lo tanto, Dufry ha puesto su enfoque en los MAG como principal manera de reducir los gastos de alquiler. Con un objetivo inicial de reducirlos en 300 millones de CHF, Dufry termina cerrando el año 2020 con un ahorro de 551 millones de CHF, sobrepasando el objetivo establecido.

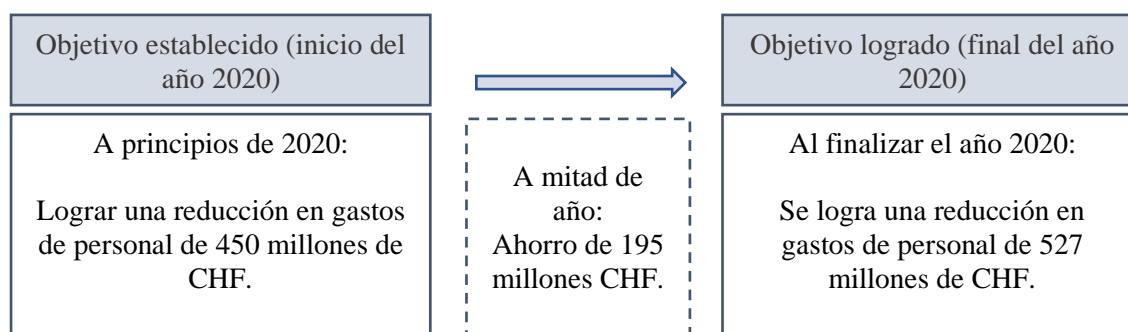
Figura 9: Ahorro en gastos por arrendamientos mediante reducción de los MAG



Fuente: elaboración propia a partir de datos de las cuentas anuales de Dufry de 2020.

En lo que respecta a los gastos de personal, Dufry contó con las ayudas procedentes de los planes de apoyo de los gobiernos. En esta línea Dufry esperaba ahorros de 450 millones de CHF en materia de gastos de personal para el conjunto del año. A mitad de año, la empresa había logrado una reducción de 195 millones de CHF, lo que ya representaba una bajada del 32% con respecto al año anterior. De nuevo, aunque el objetivo inicial era lograr un ahorro de 450 millones de CHF en gastos de personal, a final del año 2020, Dufry logra un ahorro de dichos gastos de 527 millones de CHF.

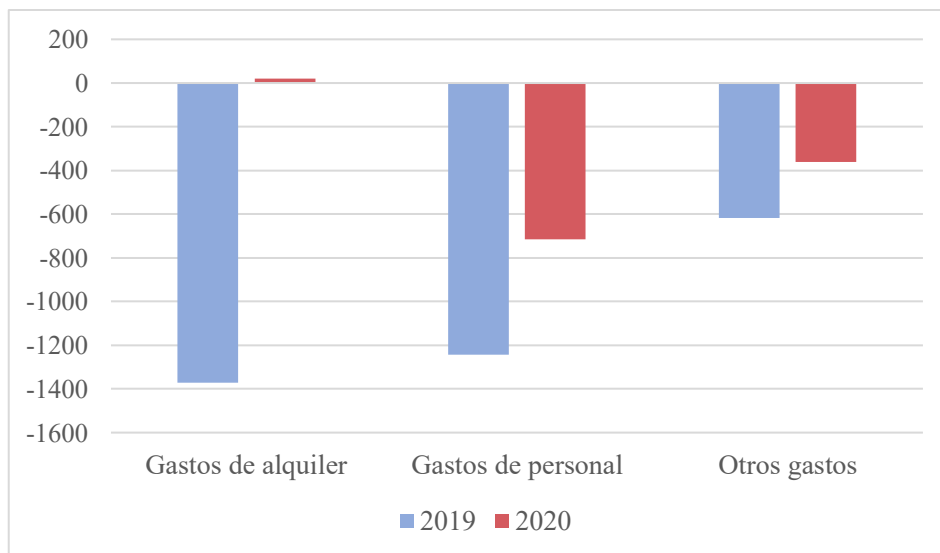
Figura 10: Ahorro en gastos de personal



Fuente: elaboración propia a partir de datos de las cuentas anuales de Dufry de 2020.

Con todo esto, y junto con la reducción adicional de otros gastos operativos, Dufry establece a principios de año, un plan de ahorro en costes de 1.000 millones de CHF, lo que supondría una bajada del 30% en gastos operativos durante el conjunto del año. A septiembre de 2020, es decir, durante los primeros nueve meses del año, Dufry ya había logrado un ahorro en costes de 760 millones de CHF. Gracias a ello, destaca que, a finales de año, Dufry sobrepasa el objetivo inicialmente establecido de 1.000 millones de CHF, y logra una reducción de costes de 1.300 millones de CHF, lo que representa una bajada del 33% con respecto a 2019. La implementación de estas iniciativas de reducción de costes en todos los niveles de la organización ha supuesto un papel clave en asegurar el futuro de la empresa.

Figura 11: Ahorro en costes operativos durante 2020 (en millones de CHF)



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Dufry de 2020.

4.2 Medidas de liquidez

A continuación, se discutirán las medidas llevadas a cabo por Dufry para fortalecer su estructura de capital y la posición de liquidez de la empresa. Con este objetivo, en abril, Dufry inició una serie de iniciativas orientadas a una mejora de su posición financiera. Las medidas se resumen en la siguiente figura.

Figura 12: Resumen de las medidas financieras llevadas a cabo por Dufry

<p>Aplazamiento de las cláusulas financieras existentes en el momento.</p>	<p>Primera ampliación de capital en abril de 5,5 millones de acciones.</p> <p>151 millones de CHF</p>	<p>Emisión de un bono convertible con vencimiento en 2023.</p> <p>350 millones de CHF</p>
<p>Nueva línea de crédito + préstamos relacionados con el COVID-19.</p> <p>397 millones de CHF + 205 millones de CHF = 602 millones de CHF</p>	<p>Cancelación del dividendo programado para el año 2020.</p> <p>Ahorro de 190 millones de CHF</p>	<p>Ampliación de capital para la absorción de la filial Hudson.</p> <p>25 millones de acciones = 820 millones de CHF</p>

Fuente: elaboración propia.

- **Aplazamiento de las cláusulas financieras (*covenants* en inglés) existentes en el momento.** Dufry lleva a cabo una renegociación con sus bancos financiadores para poder aplazar o renunciar a algunas de sus cláusulas financieras, condiciones de obligado cumplimiento. Se renegocia en particular la cláusula relativa al apalancamiento, ya que, dada la brutal caída del beneficio de la empresa, este ratio se dispara. Esta cláusula, establecida con el fin de garantizar que la deuda en la que incurre la empresa no supere la capacidad de esta para administrarla, fue aumentada de 4,5 a 5 veces en términos de deuda neta/flujo de caja operativo. Así, Dufry logra un margen para aumentar su financiación externa. Se establece como nueva fecha de cumplimiento septiembre de 2021.
- **Primera ampliación de capital y emisión de un bono convertible.** En abril de 2020, el grupo lleva a cabo su primera ampliación de capital del año. Dufry refuerza su balance mediante la emisión de 5 millones de acciones nuevas, lo que representaba el 10% del capital social en ese momento, y procede a la colocación de 0,5 millones de acciones propias. Las acciones se colocaron a un precio de 27,5 CHF, logrando un capital de 151 millones de CHF. Por otro lado, Dufry emite 350 millones de CHF en bonos convertibles con vencimiento en 2023. Es

destacable mencionar que, dada la buena aceptación y la alta demanda que dicha transacción despertó en el mercado, el valor nominal de la emisión de los bonos se aumentó en 50 millones de CHF, de los 300 millones de CHF iniciales. Este hecho refuerza la sólida reputación de Dufry como una atractiva oportunidad en el mercado de bonos, así como su capacidad de obtener financiación en dicho mercado aún en una situación de mercado adverso.

- **Nuevas líneas de crédito.** Por otro lado, Dufry asegura una nueva línea de crédito a doce meses de 397 millones de CHF. A esto hay que añadirle los 205 millones de CHF en préstamos procedentes de los gobiernos en materia de COVID-19. Destaca aquí la confianza depositada en Dufry y el apoyo dado por sus bancos financiadores desde el primer momento.
- **Cancelación del dividendo programado para 2020.** Esta protección de la liquidez tuvo también un impacto en la distribución programada del dividendo para el año 2020. La intención inicial consistía en un reparto de 4 CHF por acción. Sin embargo, en luz de la escasa visibilidad del futuro de la crisis, el Consejo de Administración propuso la cancelación del propuesto dividendo. Siendo la propuesta aceptada, se redujeron notablemente las salidas de efectivo a corto plazo, con un ahorro de 190 millones de CHF.
- **Segunda ampliación de capital del año para la absorción de la filial Hudson, con la participación de importantes inversores.** En octubre de 2020, la empresa lleva a cabo la segunda ampliación de capital del año, en línea con su estrategia de reorganización. El objetivo era absorber su filial Hudson y excluirla de cotización en la bolsa de Nueva York con el fin de potenciar su reducción en costes. Con el fin de completar dicha absorción, y, por tanto, de comprar el 43% restante de la filial, el Grupo lleva a cabo una ampliación de capital. Esta medida se discutirá con mayor detalle en el próximo apartado, cuando se detalle el plan de reorganización de Dufry.

La rápida puesta en marcha de todas estas medidas durante los primeros seis meses de la llegada de la pandemia y su reforzamiento a lo largo del año, han permitido a Dufry fortalecer su estructura financiera. El éxito de dichas medidas de financiación se debe en

gran parte a la confianza depositada en la empresa por parte de sus bancos financiadores y de inversores externos. De hecho, esta confianza resultará ser decisiva en la recuperación de Dufry. Por lo tanto, gracias a ello, la empresa mejoró su posición de liquidez de 1.200 millones de CHF en diciembre de 2019 a 1.500 millones de CHF en junio de 2020, alcanzado posteriormente los 1.905 millones CHF a finales del año 2020.

4.3 Plan de reorganización corporativo

Con el fin de potenciar aún más su estrategia de reducción de costes, Dufry lleva a cabo un proceso de reorganización del negocio, el cual pone en marcha en junio de 2020. En este contexto, Dufry adapta su estructura operativa para enfrentarse a los retos del nuevo entorno empresarial. Con todo ello se espera añadir flexibilidad y agilidad, acelerando el proceso de toma de decisiones. El ya mencionado plan de reorganización presentaba inicialmente un triple objetivo.

Figura 13: Plan inicial de reorganización del negocio



Fuente: elaboración propia.

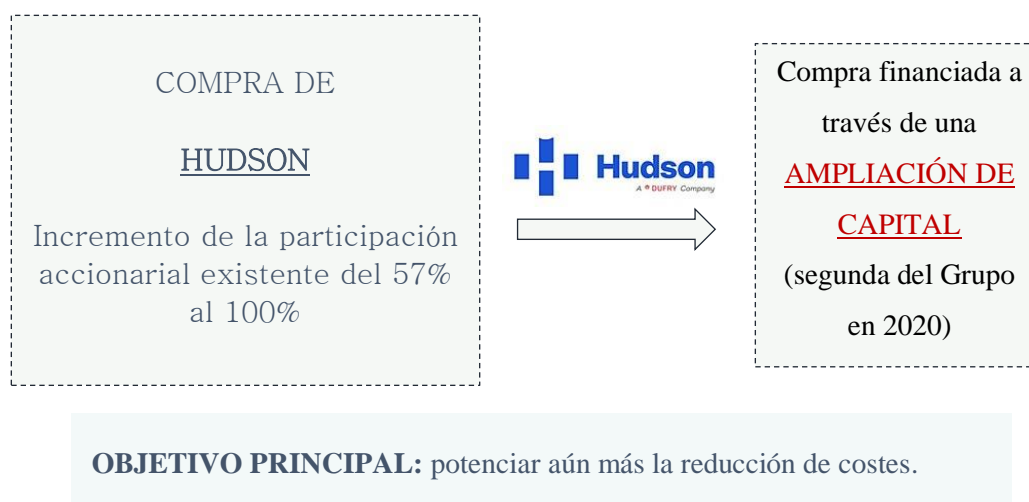
En primer lugar, simplificar y centralizar el negocio mediante la integración de la sede y las divisiones de la empresa, reagrupando a todos los países en únicamente 7 grupos para facilitar así la comunicación y gestión. La única división geográfica que en un principio no se integra y se mantiene como independiente es la de Norte América, representada a través de la filial del Grupo Hudson. En segundo lugar, la simplificación del primer nivel de administración agrupando las funciones relacionadas. Esta agrupación se centra en tres áreas; financiera, comercial y corporativa. Por último, la introducción de un nuevo y reducido Comité Ejecutivo Global, formado por 8 miembros en lugar de 10.

El objetivo último de este plan de reorganización es que, combinado con el plan inicial de reducción de costes y fortalecimiento de la posición de liquidez, la empresa sea capaz de simplificar la toma de decisiones, mejorar su rentabilidad y simplificar su estructura.

Ahora bien, como se ha mencionado anteriormente, cuando se pasa de las divisiones geográficas a una configuración más centralizada, Norte América, representada a través de la filial Hudson, se mantiene como la única división geográfica independiente, reportando al CEO de Norte América en lugar de al CEO de operaciones como el resto de los grupos. Como buena estrategia de potenciación del ahorro en costes y considerando los niveles de valoración atractivos de la filial, Dufry decide comprar Hudson, y posteriormente excluirla de cotización en la bolsa de valores de Nueva York. Hasta agosto de 2020, fecha en la que Dufry anuncia la intención de incorporarse el 100% de la filial, el grupo poseía una participación del 57%. Es a través de Hudson, hoy en día considerado uno de los minoristas de viajes más grandes de Norte América, que Dufry aumenta su alcance internacional en las localizaciones de Estados Unidos y Canadá (Rozario, 2020).

Es importante mencionar que, dado que el Grupo ya poseía una participación mayoritaria en la filial, no se producirían cambios ni en las ventas ni en el beneficio operativo del Grupo, al estar estos consolidados contablemente por integración global.

Figura 14: Absorción de la filial Hudson como parte de la estrategia de ahorro de costes



Fuente: elaboración propia a partir de datos publicados por Dufry.

A través de dicha transacción, estructurada como una absorción, se esperaba lograr un ahorro significativo de costes de unos 20 millones de CHF al año, eliminando,

por un lado, los costes asociados que suponía una cotización separada en la bolsa de Nueva York y por otro, reduciendo la complejidad operativa, simplificando la gobernanza y logrando unas importantes sinergias en costes. Como se ha mencionado, la compra de Hudson fue financiada a través de una ampliación de capital, la segunda del Grupo en 2020.

En cuanto a esta decisión de financiar la compra de las acciones restantes de Hudson a través de una ampliación de capital, es de destacar que la misma no empeora la solvencia de la compañía ya que no supone gastos financieros extra para la empresa. Ahora bien, el punto más destacable, y que convierte a esta ampliación de capital en una medida clave para el negocio, es la participación de dos importantes inversores externos. Aún en una situación de mercado adverso y de poca visibilidad acerca de la evolución futura de la misma, Dufry experimentó no solo un fuerte apoyo y aceptación por parte de sus accionistas existentes, sino que logró incorporar a su estructura de accionistas dos nuevos grandes inversores a largo plazo; Advent International y Alibaba Group.

La ya mencionada ampliación de capital se estructura mediante una emisión de derechos, donde los accionistas existentes son otorgados la prioridad en la compra de las acciones. Se establece como objetivo inicial lograr un capital de 500 millones de CHF, con la intención de utilizar aproximadamente 300 millones de CHF en la adquisición de las acciones restantes de Hudson. Aquí entra en juego el primer inversor. En el proceso de esta ampliación de capital, Dufry obtiene un compromiso de 415 millones de CHF de la firma de capital privado (*private equity* en inglés), Advent International. Esta empresa cuenta con experiencia en el sector de *travel retail* y habiendo ya invertido en Dufry en 2004, muestra de nuevo su claro compromiso y apuesta por el negocio de la compañía.

Advent se compromete a comprar las acciones a un precio de 28,50 CHF por acción, incluso si el precio de la oferta final, fijado mediante un proceso de subasta de acciones, resultara por debajo de dicho nivel. En el caso de que el precio de oferta fuera superior a 28,50 CHF, Advent no se vería obligada a la compra de las acciones. Ese día, las acciones cerraron a un precio de 29 CHF.¹⁴

¹⁴ Dato obtenido de Investing.com

Figura 15: Objetivo inicial de la ampliación de capital



Fuente: elaboración propia.

En base a esto, y como se muestra en la figura anterior, las acciones emitidas por valor de 500 millones de CHF serían en un primer lugar puestas a disposición de los accionistas existentes. Aquellas acciones no asumidas por éstos pasarían a estar a disposición de Advent International. Hay que mencionar que, inmediatamente después del cierre de la oferta, Advent International obtendría una participación en Dufry, pero en ningún caso podría ser superior al 20%.

Ahora bien, Advent International no es el único inversor que muestra compromiso e interés en Dufry. A raíz de la ampliación de capital aparece también en escena Alibaba Group, con quien Dufry firma un Joint Venture. Esta decisión se muestra en línea con la estrategia del Grupo de continuar aumentando su presencia global como manera de respaldar la futura recuperación de sus ventas. En base a esto, ambas partes acuerdan establecer una empresa conjunta, de la cual el 51% será propiedad de Alibaba Group y el 49% restante de Dufry.

La nueva asociación entre ambas empresas se presenta como una colaboración para explorar e invertir conjuntamente en oportunidades en el mercado chino. El objetivo es potenciar el desarrollo del sector de *travel retail* en esta región a la vez que se mejora la transformación digital de Dufry, tan importante en estos tiempos de pandemia. Alibaba, empresa líder en el comercio digital y con una red de más de 800 millones de consumidores en China, incorporará su bien establecida presencia en el país asiático, así

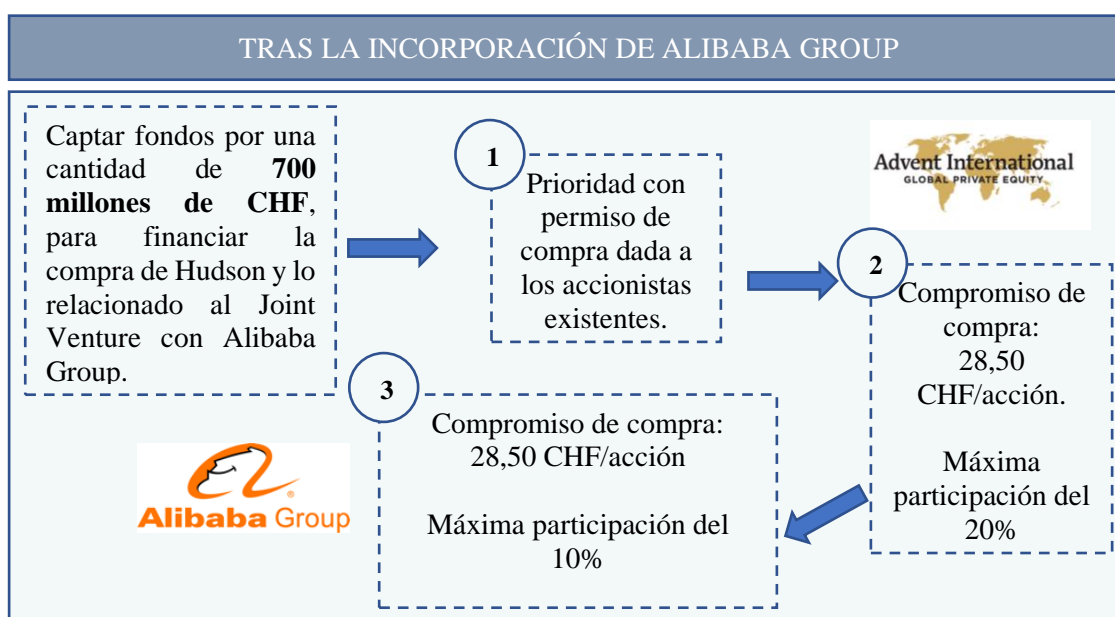
como sus sólidas capacidades digitales. Por otro lado, Dufry, empresa líder en el sector de *travel retail* y presente en los cinco continentes, contribuirá con su global y diversificada línea de negocio, así como con su experiencia y liderazgo en el sector.

Esta oportunidad, especialmente dada en un momento de extrema dificultad para el sector de *travel retail* y para Dufry en particular, representa una ocasión única para la empresa de aumentar su presencia en un mercado con un gran potencial de crecimiento. Una mayor expansión en Asia-Pacífico se considera un objetivo clave, dados los enormes niveles de crecimiento esperados de esta región. De hecho, en 2019 Asia-Pacífico representaba el 45% de los ingresos generados en el sector de *travel retail* y presentaba un crecimiento en las ventas del 9%¹⁵, en comparación con otras regiones que presentaron un crecimiento menor. Además, y de acuerdo con las previsiones de IATA, esta es la región en la que se espera una recuperación más rápida tras la vuelta a la normalidad. Dado que la presencia de Dufry en esta región es más limitada, representando únicamente el 15% del total de sus ventas en 2019, la asociación con Alibaba Group resulta especialmente relevante para potenciar la presencia del Grupo en esta región.

En relación con esta colaboración, Alibaba Group se compromete también a invertir en Dufry. Lo hará al mismo precio que Advent International hasta alcanzar un máximo del 10% del capital social de la empresa posterior a la oferta. Se muestra una vez más la confianza puesta en el Grupo por parte de inversores externos. Con la nueva participación y el compromiso adicional de Alibaba, Dufry propone una emisión de hasta 25 millones de acciones, lo que daría lugar a un capital de 700 millones de CHF. Siguiendo la lógica mencionada anteriormente, las acciones serían en un primer lugar ofrecidas a los accionistas existentes, en un segundo lugar a Advent International y en un tercer lugar a Alibaba Group. Además, al mismo tiempo que la oferta de derechos, Alibaba y Dufry acuerdan que la primera invertirá 70 millones de CHF adicionales en Dufry a través de una emisión de bonos convertibles con obligación de canje.

¹⁵ Datos obtenidos del Informe Global del sector de Travel Retail publicado en 2020 por Duty Free News International (DFNI).

Figura 16: Compromiso de Alibaba Group a raíz de la ampliación de capital



Fuente: elaboración propia.

A finales de octubre, Dufry anunció la conclusión con éxito de la oferta de derechos. El resultado final de la ampliación de capital fue el siguiente¹⁶:

- Emisión de casi 25 millones de nuevas acciones, de las cuales, y de acuerdo con el orden de prevalencia anunciado anteriormente, 11 millones, que se corresponden al 43% de las acciones emitidas, fueron otorgadas a accionistas existentes. 9 millones a Advent International y las 5 millones de acciones restantes a Alibaba Group.
- El precio final por acción, obtenido mediante un procedimiento de subasta (*book building* en inglés), resultó ser de 33 CHF en lugar de 28,50 CHF. En base a esto, el capital logrado fue muy superior al esperado, de 820 millones de CHF. Teniendo en cuenta los casi 70 millones que Alibaba invierte en Dufry a través de bonos convertibles de canje obligatorio, dicho capital asciende a 890 millones.
- Inmediatamente después del cierre de la oferta y en base al número de acciones otorgadas, Advent International obtiene una participación en Dufry del 11% y Alibaba Group una participación del 6%.
- De los fondos obtenidos, 280 millones son utilizados para comprar la participación restante de Hudson. Esta transacción se da por completada en

¹⁶ Información obtenida de los informes publicados por Dufry en su página web.

diciembre de 2020 a la vez que la filial es excluida de cotización en la bolsa de Nueva York.

Figura 17: Resultado final de la ampliación de capital

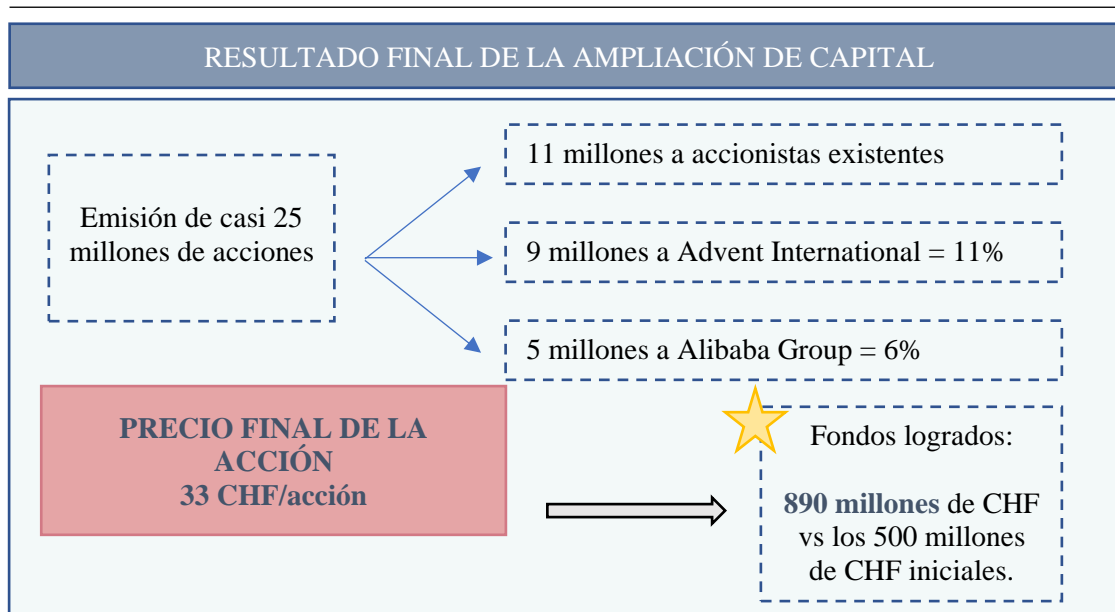


Figura: elaboración propia.

Esta ampliación de capital representa un hito importante para la empresa. Por un lado, Dufry logra captar los fondos necesarios para poder financiar la compra de su filial, permitiéndole continuar con su estrategia de reducción de costes y cumpliendo con su objetivo inicial. Por otro lado, dada la gran cantidad de capital logrado, la empresa podrá continuar haciendo frente a los efectos negativos de la pandemia en su negocio. Además, se incorporan a la empresa dos grandes y prometedores inversores que proporcionarán a Dufry grandes oportunidades de crecimiento a futuro. Por último, la ampliación de capital supera muy positivamente el objetivo inicial establecido, lo que demuestra la capacidad de la empresa de financiarse en los mercados y las buenas perspectivas existentes acerca de su recuperación.

A continuación, una vez realizado el análisis del plan de acción puesto en marcha por la dirección de la empresa, constituido por las tres iniciativas apenas discutidas, se mencionarán los aspectos clave y aquellas lecciones aprendidas de dicha gestión.

5. Lecciones aprendidas gracias a la gestión de Dufry

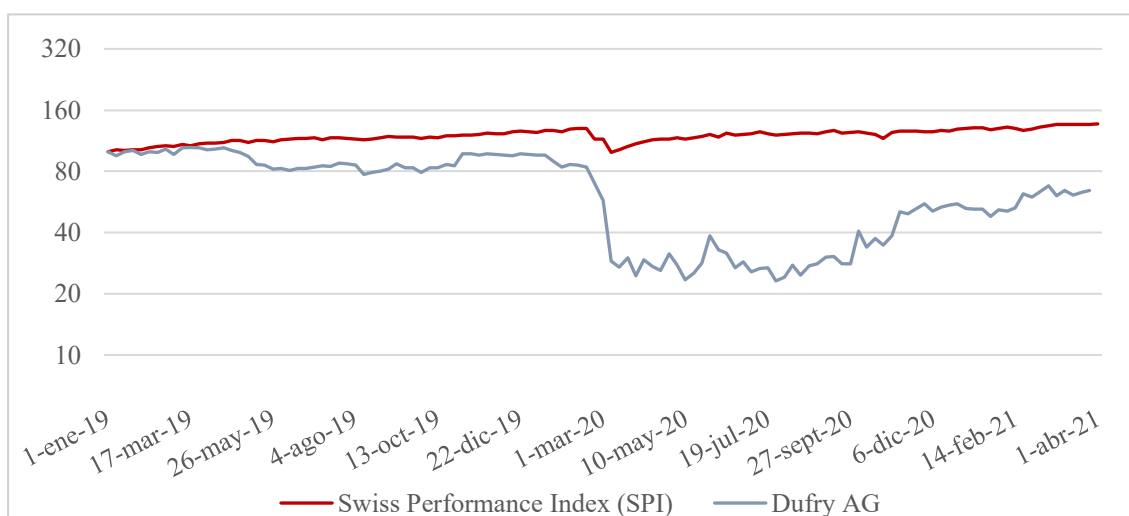
A modo de resumen, es importante destacar los siguiente aspectos. Es cierto que, desde una perspectiva de resultados, la pandemia y las consecuentes restricciones de viaje han afectado gravemente a la rentabilidad de Dufry. La empresa, que con una facturación de 8.800 millones de CHF y un crecimiento orgánico del 3% en 2019, cierra un año después, en 2020, con una bajada en su facturación del 71%. Ahora bien, es igual o más importante destacar los logros alcanzados por la empresa en el mismo periodo. Gracias a las medidas puestas en marcha, Dufry ha podido sobrevivir a este periodo de pandemia, incluso posicionándose en ventaja para su futura recuperación. Las iniciativas de reducción de costes iniciadas a principios de año lograron un ahorro de 1.312 millones de CHF, por encima del objetivo inicial de 1.000 millones de CHF. Las diferentes medidas de financiación generaron, en total, unas cantidades de capital de 1.992 millones de CHF, permitiendo a Dufry consolidar una sólida posición de liquidez, que al cierre del ejercicio se situaba en 1.905 millones de CHF.

Con el fin de entender el impacto que sus medidas han tenido en la situación de la empresa a niveles de mercado, se considera muy interesante analizar la evolución del precio de la acción de Dufry, así como su capitalización bursátil durante el periodo de la puesta en marcha de las iniciativas. Por un lado, en lo referente al precio de la acción de Dufry, esta comenzó el año 2020 a un precio de 97 CHF, alcanzando un máximo de 97,4 CHF a principios de enero. Conforme pasaban las semanas y meses, el precio de la acción fue cayendo, en línea con la evolución de la pandemia y la propagación del virus en las diferentes regiones, alcanzado un mínimo de 20 CHF a mediados de marzo. Sin embargo, Dufry cierra el año con una gran recuperación del precio de su acción, el cual alcanza los 56 CHF en diciembre del 2020, y los 64 CHF¹⁷ en marzo de 2021.

A continuación, se muestra el gráfico de la evolución del precio de la acción de Dufry comparado con la evolución del índice suizo *Swiss Performance Index* (SPI).

¹⁷ Datos obtenidos de [investing.com](https://www.investing.com)

Figura 18: Evolución del precio de la acción de Dufry vs SPI (en CHF)¹⁸



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Investing.com.

Analizando este gráfico se concluyen una serie de hechos importantes. Por un lado, Dufry ha logrado una clara creación de valor para el accionista. En solo un año, desde marzo de 2020 a marzo de 2021, el precio de la acción de la empresa se ha triplicado, pasando de 20 CHF a 64 CHF. Lo más importante en este caso, es el contexto en el que dicho incremento se ha producido. No solo el valor de la empresa se ha triplicado en un año, si no que lo ha hecho aún inmersa en la pandemia y en un contexto de mercado adverso. Esto refleja una evidencia clara de la rápida recuperación y la excelente gestión de la crisis llevada a cabo por la dirección de la empresa. Además, y en comparación con el desempeño del índice suizo, Dufry ha experimentado una mayor subida y recuperación.

Por otro lado, en cuanto a la capitalización de mercado, esta se situó en 4.461 millones de CHF a 31 de diciembre de 2020, después de haberse recuperado fuertemente del impacto de la pandemia. Con esta recuperación, la capitalización de mercado de Dufry a cierre de año había alcanzado prácticamente los niveles pre-pandemia, lo que representa un logro inédito. A continuación, se observa la evolución de la capitalización de mercado de la empresa.

¹⁸ El índice SPI se ha ajustado a los precios de Dufry, para permitir la comparabilidad.

Figura 19: Evolución de la capitalización bursátil de Dufry (en miles de millones de CHF)



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Dufry y de datos de investing.com.

Lo más importante a destacar de este gráfico es que los valores de mercado en marzo de 2021 superan los valores de 2018 y 2019. Es decir, si ya era destacable la recuperación de Dufry a efectos de mercado al cierre del año 2020, la posición actual de la empresa deja ver la excelente gestión y la resistencia de su posición de liderazgo.

De hecho, analizando a empresas competidoras de Dufry en su sector, y en el sector más amplio de *retail*, se observa como efectivamente esta situación es excepcional. Por ejemplo, WH Smith que, con una capitalización de mercado de 3.020 millones de libras en diciembre de 2019, cierra 2020 con unos niveles de 2.060 millones de libras, lejos de alcanzar los niveles pre-pandemia. Además, su capitalización de mercado a marzo de 2021 es de 2.380 millones de libras. Otra empresa, Marks and Spencer, que, con una capitalización de 5.500 millones de libras en 2019, cierra 2020 con una de 3.600 millones de libras y hoy en día, su capitalización asciende a 3.070 millones¹⁹. Por lo tanto, si bien es cierto que estas empresas muestran una ligera recuperación, ninguna da el salto experimentado por Dufry. Así, dentro del sector de *travel retail*, y de manera más amplia, en el sector de *retail*, Dufry se muestra como la mejor parada en términos de valor de mercado. Esta enorme recuperación, así como la gran subida en el precio de la acción

¹⁹ Todos los datos apenas mencionados han sido obtenidos de Investing.com

explicada anteriormente, se deben a la excelente gestión de la pandemia por parte de la dirección de Dufry.

Siguiendo esta línea y a raíz del análisis de las medidas realizado en el apartado anterior, se ha podido llegar a una serie de conclusiones clave y muy relevantes acerca de como una empresa, viéndose a la vanguardia de una situación sin precedentes, es capaz de sustentar el fuerte impacto de esta, sobrevivir y fortalecer su posición a futuro. Se concluyen que los factores clave que han contribuido a la supervivencia de Dufry han sido los siguientes;

Figura 20: Resumen de los factores clave en la gestión de la pandemia

- 1 La **rapidez, inmediatez y adecuación** de las medidas puestas en marcha desde el inicio de la pandemia.
- 2 La **diversificación geográfica** y el **tamaño de la empresa** como clave para la mitigación de riesgos
- 3 La **reputación y trayectoria histórica** de la empresa, fundamental para proporcionar confianza a inversores externos.
- 4 Una **clara visión a futuro**, sabiendo aprovechar nuevas oportunidades.

Fuente: elaboración propia.

5.1 Importancia de la inmediatez del plan de acción

Por un lado, se concluye que los primeros meses de la llegada de una situación cuya evolución e impacto son impredecibles son decisivos, ya que proporcionan a la empresa la base sobre la que se sustentará su plan futuro y recuperación. En este contexto, destaca el adelantarse y el no esperar a que las consecuencias se materialicen. En el caso particular de Dufry, destaca principalmente la rapidez y eficacia con la que se puso en marcha el plan de acción en el primer trimestre del año de la pandemia. Una situación como la vivida no se había experimentado antes, y, por lo tanto, su evolución y efectos eran completamente desconocidos. Aún así, ya en marzo, con solo observar los efectos que se estaban produciendo en la región de Asia-Pacífico, Dufry lanza inmediatamente

un plan de acción centrado en una reducción de costes y en una protección de su posición de liquidez. El objetivo principal era adelantarse a los posibles efectos que la crisis tendría en el resto de las regiones en las que la empresa tiene presencia. Además, no solo destaca la inmediatez de la puesta en marcha de las iniciativas, sino también la adecuación de estas, pues la empresa supo centrarse en lo más importante; en salvaguardar caja y en reforzar su posición financiera, factores clave ante un periodo de reducción de ventas indefinido.

La rapidez con la que se reacciona a una situación de este tipo, donde los efectos y consecuencias no son predecibles, es determinante en el rumbo de la empresa a futuro. La inmediata actuación a los primeros efectos de la pandemia dota a la empresa de una clara flexibilidad, pudiendo ir adaptando las iniciativas ya puestas en marcha a medida que la situación avanza y sus efectos comienzan a verse de manera más clara. De hecho, y tal y como ocurrió en el caso particular de Dufry, la empresa no tuvo que enfrentarse a los efectos de la crisis una vez la situación estaba claramente desarrollada, si no que, desde una posición de mayor seguridad y preparación, la empresa pudo ir adaptándose a la evolución de esta.

Un claro ejemplo de esta adaptación a la situación es la absorción de la filial Hudson en diciembre. Si bien la estrategia de ahorro en costes había sido iniciada ya en marzo, y esta estaba dando resultados positivos, Dufry en vista del alcance de la pandemia decide ir más allá. Por eso, en agosto, la empresa anuncia la intención de comprar la participación restante en Hudson.

Hay que tener en cuenta que este primer factor depende única y exclusivamente de la actuación del equipo directivo de la empresa y de su gestión interna. Dado que no depende tanto de su posición en el mercado o de sus inversores externos, se refuerza muy positivamente la imagen de Dufry como empresa resistente y ágil.

5.2 La diversificación geográfica y el tamaño de la empresa como punto fuerte

En segundo lugar, destacan la diversificación geográfica de Dufry y el tamaño de la empresa como claves en la mitigación de los riesgos y en el aprovechamiento de oportunidades. Es cierto que, Dufry ha apostado siempre por una clara diversificación de

su negocio como punto fuerte en su estrategia, entendiéndose por diversificación aquella geográfica, de mercado y de canales de distribución. Este hecho ha convertido a Dufry no solo en el líder mundial dentro del sector de *travel retail*, sino también en el más diversificado.

En cuanto a la diversificación geográfica en particular, esta es la que dota a Dufry de oportunidades de crecimiento, aprovechándose del incremento en el flujo de pasajeros en las diferentes regiones. En el año del fuerte impacto de la pandemia, es precisamente esta huella global la que ha dotado a la empresa de flexibilidad y de una gran capacidad de mitigar los impactos de las diferentes restricciones geográficas. Es decir, cuando Asia-Pacífico comenzó a ser fuertemente impactado por los efectos de la pandemia, Dufry seguía aprovechándose de las ventas en aquellas regiones donde los efectos aún no habían llegado a notarse. Cuando esta situación se produjo, y Europa y EE. UU. comenzaban a notar las consecuencias de la pandemia, la región de Asia comenzaba a tener cierto movimiento regional, permitiendo a Dufry continuar su actividad en dicha región. En definitiva, la diversificación, en todas sus aplicaciones, es una manera eficaz de reducción del riesgo. Esto se ha visto claramente reflejado en la situación particular de la empresa, donde gracias a dicha diversificación, la compañía ha podido equilibrar los efectos de las restricciones que se iban produciendo en las diferentes regiones, proporcionándole un margen flexible en su adaptación a la nueva realidad.

5.3 Reputación y confianza dada a inversores externos

En tercer lugar, juegan un papel muy importante la reputación, el liderazgo y la posición de una empresa en su sector. El hecho de ser líder mundial y de contar con una buena trayectoria ha sido clave en la confianza y apuesta que los inversores externos han puesto en Dufry. Es importante recordar en este punto que, mediante la ampliación de capital llevada a cabo en octubre, así como la emisión de bonos convertibles y la colocación de acciones en el segundo trimestre, Dufry logró unos fondos de 1.992 millones de CHF, así como contó con la participación de dos grandes nuevos inversores, Alibaba Group y Advent International. La trayectoria de Dufry como empresa líder en su sector, su resistencia y su buen posicionamiento en términos de mercado, ha sido clave en la confianza y apuesta que tanto inversores externos como bancos han depositado en Dufry aún en una situación de mercado adverso. Esto ha permitido a la empresa obtener

grandes cantidades de financiación, lo que a su vez le han dotado de una sólida posición de liquidez a final del año 2020, fundamental en su plan de recuperación a futuro.

Prueba de la reputación de Dufry y de su buena trayectoria financiera, es la buena aceptación por parte de inversores externos que han tenido todas las emisiones de financiación realizadas por Dufry. En el mercado de bonos en particular, destaca, por ejemplo, la emisión de 350 millones de CHF en bonos. Esta emisión iba a realizarse por 300 millones de CHF y se amplió precisamente por la positiva reacción de los inversores en el mercado. Además, aprovechándose Dufry de esta situación, la empresa emite en marzo de 2021, 500 millones de CHF en bonos convertibles, que será también clave para la financiación futura de la empresa.

Por lo tanto, se concluye que la posición de una empresa en su sector, su trayectoria pasada, así como su reputación en términos generales, son absolutamente claves para que aún en una situación impredecible, se cuente con la participación de inversores externos y con el apoyo de los diferentes bancos. Dicho apoyo refleja además una clara apuesta por la recuperación y futura evolución de la empresa.

5.4 Aprovechamiento de oportunidades a futuro

Por último y lo que se considera como un factor muy importante en la futura recuperación de Dufry, es la continua visión a futuro que la empresa ha mantenido durante todo el periodo de la crisis. Es decir, la empresa no se ha centrado únicamente en salvaguardar su posición financiera, sino que, aún en un entorno empresarial complicado, Dufry ha seguido aprovechando nuevas oportunidades para aumentar su presencia global. Esto lo ha logrado mediante nuevas concesiones o mediante la apertura de nuevas tiendas en diferentes regiones. Se demuestra así la importancia dada no solo a sobrepasar el momento específico de alteraciones en el sector, sino también a garantizar una buena y sólida recuperación a futuro. El motivo de ello es que estas acciones crean importantes fuentes de ingresos, así como nuevas perspectivas de expansión para el futuro, muy importantes en los años que seguirán a la pandemia.

En cuanto a nuevas concesiones adquiridas durante 2020, destaca el contrato de 12 años obtenido en el aeropuerto Sabiha Gökçen de Turquía, así como la extensión de 7

años de las operaciones realizadas en el aeropuerto de Pulkovo en Rusia. En lo referente a la apertura de nuevas tiendas, solo en 2020, se aumentó en 9.600 metros cuadrados el espacio comercial bruto, lo que representa el 2% del espacio comercial total operado por Dufry, que asciende a 470.000 metros cuadrados. Por otro lado, Dufry ha llevado a cabo renovaciones de sus tiendas existentes, todo ello manteniendo una cifra de capex acorde a los objetivos establecidos.

En cuanto a las oportunidades de crecimiento futuro, Dufry sigue con su mirada a lo años que vienen, habiendo firmado ya, a finales de 2020, contratos para abrir más de 8.000 metros cuadrados de espacio comercial en 2021. En línea con estas oportunidades a futuro, destaca sin duda el Joint Venture firmado con Alibaba Group para potenciar la actividad del grupo en la región de Asia-Pacífico. Como se ha comentado anteriormente, la región de Asia representa una enorme oportunidad de mercado, con expectativas de crecimiento superiores a las de otras regiones. Además, tal y como menciona Pedro Castro (2021), COO de Dufry en Asia-Pacífico, los clientes chinos son un grupo muy importante de clientes dada su afinidad con las marcas y su propensión a comprar, constituyendo un enorme potencial en términos de nuevos grupos de clientes (Dimama, 2021).

Esta intención de aumentar aún más y continuar desarrollando la actividad y presencia del grupo en Asia y en particular en China, se ve reflejado en el acuerdo de cooperación anunciado en enero 2021 con Hainan Development Holdings (HDH), un hito importante para la empresa. Juntas, ambas empresas han puesto en marcha la primera fase de un espacio comercial de 40.000 metros cuadrados, ubicado en la isla de Hainan. Es de especial interés remarcar el potencial de este nuevo acuerdo. La isla china de Hainan, situada en el mar del sur de China, cuenta con cientos de complejos turísticos y con compras libres de impuestos desde 2011. Dada la mayor dificultad de realizar viajes internacionales, el gobierno chino alivió las restricciones sobre tales compras, salvaguardando así la posición de la industria global (Bloomberg, 2021). Por todo ello, Hainan se presenta hoy en día como un realidad en auge con un gran potencial para Dufry.

En base a esto se concluye que la capacidad de una empresa de ver más allá de la actual situación a la que se enfrenta, sabiendo aprovechar las nuevas oportunidades que surgen, es clave para sustentar la futura recuperación de esta.

Una vez analizada la exitosa estrategia empresarial de Dufry y discutido los factores clave que han contribuido a su supervivencia, se considera interesante y relevante analizar el impacto que dicha gestión ha tenido en la empresa en términos de valoración. Por ello, a continuación, se procede a realizar la valoración de Dufry haciendo uso del método de descuento de flujos de caja.

6. Introducción a la valoración

El método utilizado para realizar la valoración de Dufry es el método de descuento de flujos de caja (*discounted cash flows* en inglés), basado en la capacidad de una empresa de generar flujos de caja y beneficios a futuro. Los pasos a seguir para realizar la valoración de acuerdo con este método son los siguientes:

- Realizar las proyecciones de los flujos de caja libre de Dufry. Se proyectarán hasta 2027, para tener una imagen más fiel de su evolución futura. Se utilizan los flujos de caja libre ya que estos demuestran la caja de la que dispone la empresa para poder pagar a sus acreedores de deuda y a sus accionistas, representando la caja total disponible. Cuando dichos flujos sean descontados a su valor presente, se obtendrá el valor global de la empresa (*enterprise value* en inglés). Se calculará también el valor residual, es decir, el valor de Dufry a partir del último año que proyectamos, en este caso 2027.
- Calcular la tasa de descuento (WACC) aplicable a Dufry.
- Descontar los flujos de caja libre, así como el valor residual, con la tasa de descuento calculada para obtener el valor global de la empresa (*enterprise value*).

6.1 Cálculo de los flujos de caja libre

Los supuestos tomados en consideración para poder realizar las proyecciones futuras de los flujos de caja libre de la empresa son; la evolución del tráfico aéreo y la voluntad de los consumidores a seguir comprando en este nuevo contexto de viajes.

En primer lugar, y lo que se considera el supuesto más importante a tener en cuenta es la evolución del tráfico aéreo. Se estima que, cuando los niveles de pasajeros recuperen los niveles pre-pandemia, también lo harán los ingresos y la facturación de Dufry. Esto se debe a su alta dependencia de los aeropuertos como principal canal de venta ya que estos representan el 90% de su facturación. Para poder analizar esta evolución, se han tenido en cuenta las proyecciones llevadas a cabo por ACI (Consejo Internacional de Aeropuertos) e IATA (Asociación Internacional de Transporte Aéreo), asociaciones de tráfico aéreo cuyos estudios se han ido mencionando a lo largo de este trabajo. Es importante mencionar que cuando se habla de la recuperación del tráfico aéreo, se hace siempre en comparación con 2019, ya que 2020 se considera un año con resultados distorsionados. En base a esto, ambas asociaciones coinciden en que será 2024 (Davitt, 2021), finales de 2023 como pronto según ACI (Lane, 2021), el año en el que se recuperen los niveles alcanzados en 2019. Este es un buen punto de partida para realizar las proyecciones de Dufry, donde se considerará 2024 como un punto de inflexión, a partir del cual se esperará que la empresa evolucione de acuerdo a su desempeño histórico.

Partiendo de la base de que gran parte de la población será vacunada a lo largo de este año 2021, que las restricciones impuestas por los gobiernos serán cada vez más suaves y que los repuntes de coronavirus estarán controlados, se estima que en 2021 los niveles de tráfico aéreo alcanzarán el 50% de los niveles de 2019, siendo en 2022 cuando las verdaderas mejoras empiecen a notarse.

Tabla 2: Evolución esperada del tráfico aéreo en 2021

	Recuperación (niveles 2019)	2020 vs 2019	2021 vs 2019	Fecha de publicación
IATA	2024	-66%	-50,4%	Feb 2021
ACI	2023/2024	-63%	-50%	Feb 2021

Fuente: elaboración propia a partir de datos de IATA y ACI²⁰.

Ahora bien, hay que tener en cuenta que, dada la impredecibilidad de la situación, la evolución futura puede diferir de la proyectada actualmente. La situación apenas descrita es lo que ambas asociaciones denominan el “escenario base”, y establecen que si los supuestos sobre los que este escenario se basa no se dan, y como consecuencia, la situación no mejora al ritmo esperado, la recuperación de la situación se retrasa a 2025. Así, el incremento en 2021 sería de únicamente un 18% con respecto a 2019. Aún así, el escenario base se mantiene como altamente probable.

En segundo lugar, ha de tenerse también muy en cuenta la disposición de los consumidores a comprar en este nuevo contexto de viajes, ya que el virus ha producido numerosos y notables cambios en sus hábitos, especialmente en términos de salud y seguridad. Es decir, no solo es importante que el flujo de pasajeros se recupere, sino que también lo hagan los hábitos de compra de estos. En cuanto a los cambios apenas mencionados, una encuesta llevada a cabo por AlixPartners (2020) deja ver cuales han sido los más importantes. En el día a día, las personas prefieren evitar aquellos lugares de concentración de gente, optando por no entrar e incluso no comprar si esto supone mucha cercanía con otras personas o largas filas de espera. Además, las compras en las tiendas de *duty-free* se caracterizan por generarse a raíz de decisiones impulsivas o de necesidades inmediatas, ya que suelen producirse cuando las personas divagan por los aeropuertos y/o estaciones de tren mientras esperan a la salida de su viaje. Esta característica es principalmente lo que protege al *travel retail* del resto de plataformas de *retail* online.

²⁰ Datos recogidos de dos informes publicados por IATA e ACI acerca de la evolución del tráfico aéreo.

Ahora bien, se va a producir un cambio en la manera de comprar de los consumidores. La razón principal de ello es la reducción de los tiempos de espera en los aeropuertos o las estaciones de tren, con el fin de reducir el tiempo que los pasajeros pasan en estos lugares. Además, hay que añadir la no voluntad de los consumidores a tocar muestras de productos o el no querer pasar más tiempo del necesario en las tiendas. De esta manera, la forma de comprar dejará de ser impulsiva y pasará a ser más planificada, debiéndose a una necesidad particular o cuando el consumidor tenga claro que producto comprar.

Es importante mencionar que esto no significa que los consumidores estén menos dispuestos a comprar. De hecho, y de acuerdo con la encuesta apenas mencionada, el 91% de los encuestados afirma que seguirá comprando en las tiendas de *duty-free*, lo que supone un punto fuerte a favor de Dufry. Simplemente, las condiciones en las que los consumidores comprarán se han visto modificadas y por ello será imprescindible adaptarse a dicho cambio. Será necesario optimizar las operaciones, reducir el tiempo de espera y publicitar la aplicación de medidas de protección para la salud, para promover así la confianza en los consumidores.

Con un papel importante en este cambio, entra en juego la digitalización, reconocida como la nueva manera de diversificación. A raíz de ello, es esencial que Dufry se adapte a estos cambios de tecnología y a la introducción de la digitalización en su negocio. De esta manera podrá garantizar la continua captura de consumidores, ya que la comunicación con el consumidor durante todo su viaje será muy importante, y por tanto también lo será el uso de plataformas digitales. Siendo consciente de ello, Dufry ha ido potenciando su estrategia digital en los últimos años. Prueba de ello, es la introducción de un servicio de “reservar y recoger”, permitiendo a los consumidores comprar online y posteriormente recoger el producto en tienda. Si a esto se le suma la reciente colaboración con Alibaba Group, donde se espera que Dufry potencie de manera extraordinaria sus capacidades digitales, se concluye que Dufry se encuentra bien preparado en la adaptación a este cambio en los hábitos de consumo.

Con todo esto, y teniendo en cuenta los dos supuestos apenas discutidos; una prometedora recuperación del sector aéreo, así como una positiva disposición de los viajeros a continuar comprando, es seguro afirmar que las ventas de Dufry se verán positivamente afectadas a medida que aumente el flujo de pasajeros. Por lo tanto, y de

acuerdo con un escenario base, se concluye que Dufry se encuentra en una buena posición para su recuperación. Además, se espera que su facturación esté por encima del nivel de crecimiento esperado en el sector aéreo, ya que hay que sumar la disposición de los consumidores a comprar y los diferentes canales de distribución con los que cuenta la empresa. En base a esto, para realizar las proyecciones de Dufry se han concluido los siguientes resultados;

- En cuanto a la facturación, se esperan los siguientes aumentos con respecto a 2019; un aumento del 55% en 2021, del 86% en 2022 y del 97% en 2023, alcanzado los niveles de 2019 en 2024. A partir de 2024, su evolución será acorde a su desempeño en los años anteriores a la pandemia.
- Para proyectar los costes operativos, así como los costes de ventas, se ha realizado una media de estos costes con respecto a ventas durante los años 2015 a 2019. Dicha media será utilizada para la proyección de los costes. Se excluye 2020 por ser un año con resultados distorsionados. Se obtiene así el beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT por sus siglas en inglés), punto de partida para el posterior cálculo de los flujos de caja libre.

Siguiendo esta línea, a continuación, será necesario realizar una serie de ajustes al NOPAT para obtener los flujos de caja libre de Dufry, los cuales posteriormente se descontarán haciendo uso de la tasa de descuento. Recordemos que el flujo de caja libre es la caja de la que dispone la empresa para hacer frente a sus acreedores de deuda y a la remuneración de capital. Por ello, se ajustan en primer lugar aquellas partidas que no representan una salida de caja, en este caso la amortización. A continuación, se restarán las inversiones en inmovilizado fijo (capex) llevadas a cabo por la empresa, así como el incremento en capital circulante. En el caso particular de Dufry hay que incluir un ajuste extra, restar los pagos de principal correspondientes a los arrendamientos.

Por lo tanto, para Dufry, se aplicará la siguiente fórmula en el cálculo de los flujos de caja libre;

$$\text{Flujo de caja libre} = \text{NOPAT} + \text{Amortización} - \text{CAPEX} - \Delta \text{Capital Circulante} - \text{pago principal arrendamientos}$$

Para entender el porque del último ajuste es importante mencionar la adopción por parte de la empresa de la normativa NIIF 16 en 2019. Esta normativa modifica el tratamiento contable de los arrendamientos. En resumen, mientras anteriormente la totalidad de los arrendamientos eran contabilizados como gastos, ahora los componentes fijos se capitalizan y amortizan durante la vida útil del contrato, mientras que los componentes variables se continúan calificando como gastos por arrendamientos. Ahora, el tratamiento de los arrendamientos se asemeja mucho a los pagos de un préstamo. En base a esto, los intereses pagados sobre el contrato de alquiler son gastos operativos y la devolución de principal se contabiliza como salida de efectivo en el flujo de caja de inversión. Por esta misma razón, dado que dicho pago de principal no se ha tenido en cuenta en el cálculo del NOPAT, es necesario ajustarlo en el cálculo de los flujos de caja libre.

Por último y con el fin de entender las proyecciones de los flujos de caja libre²¹, es importante mencionar lo siguiente. La amortización se ha proyectado teniendo en cuenta el porcentaje que esta representa sobre los activos que Dufry amortiza. Así, se ha calculado la media de este porcentaje de los últimos 5 años (2015-2019). Dicho porcentaje se ha considerado para el gasto en amortización en los años proyectados, además de tener en cuenta el cambio en el trato de los arrendamientos, que desde 2019 hay una parte de dicho gasto que se amortiza. Para la proyección del capex, el cambio en el capital circulante y las salidas de efectivo por gastos en arrendamientos se ha aplicado exactamente la misma lógica.

²¹ Las proyecciones se han realizado a fecha de enero de 2021.

Tabla 3: Proyecciones de los flujos de caja libre, hasta 2027

Datos en millones de CHF	2019	2020
Facturación	8.849	2.561
% de crecimiento	2%	-71%
Coste de las ventas	(3.525)	(1.184)
% de ventas	40%	46%
Beneficio bruto	5323	1377
Margen	60%	54%
Costes operativos	(4.890)	(3.878)
%ventas	55%	151%
BENEFICIO OPERATIVO (EBIT)	433	(2.501)
Margen	5%	-97%
Impuestos	18%	20%
NOPAT	355	(2.501)

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
5.309	7.698	8.583	8.952	9.248	9.553	9.839
107%	45%	11%	4%	3%	3%	3%
(2.124)	(3.079)	(3.433)	(3.581)	(3.699)	(3.821)	(3.936)
40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
3.185	4.619	5.150	5.371	5.549	5.732	5.904
60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
(3.520)	(4.296)	(4.712)	(4.968)	(5.119)	(5.262)	(5.396)
66%	56%	55%	55%	55%	55%	55%
(334)	323	438	404	430	470	508
-6%	4%	5%	4%	5%	5%	5%
20%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
(334)	265	359	331	353	385	416

Amortización	1.777	2.842
%ventas	20%	111%
Inversión en inmovilizado	(245)	(106)
%ventas	3%	4%
Incremento en capital circulante	(24)	(313)
%ventas	0,3%	12%
Pagos de principal arrendamientos	(1.269)	(782)
%ventas		-31%
FLUJO DE CAJA LIBRE	593	(861)

1.541	1.682	1.753	1.778	1.809	1.830	1.849
29%	22%	20%	20%	20%	19%	19%
(160)	(232)	(259)	(270)	(279)	(288)	(297)
3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
(11)	(15)	(17)	(18)	(19)	(19)	(20)
0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
(833)	(1.104)	(1.231)	(1.253)	(1.295)	(1.337)	(1.377)
16%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
202	595	604	568	569	570	572

Fuente: elaboración propia.

6.2 Determinación de la tasa de descuento (WACC)

Una vez calculados los flujos de caja libre proyectados de Dufry, será necesario llevar a cabo el cálculo del WACC, tasa de descuento con la que se descontarán los flujos de caja futuros a un valor presente. El WACC de una empresa (Weighted Average Cost of Capital por sus siglas en inglés), no es más que el coste medio ponderado del capital de esta, es decir, mide el coste de financiación de una empresa en particular. Representa el riesgo percibido por los proveedores de capital. El cálculo del WACC sigue la siguiente fórmula.

$$WACC = W_d * K_d * (1 - T_c) + W_e * K_e$$

Donde W_d y W_e representan, respectivamente, el porcentaje de deuda y de recursos propios dentro de la estructura financiera de una empresa, y donde K_d y K_e representan el coste de la deuda y el coste de los recursos propios, respectivamente. Por último, t hace referencia a la tasa impositiva, para poder calcular el coste de la deuda después de impuestos.

Cada uno de estos elementos se calcula a continuación haciendo uso de diferentes metodologías y modelos, por lo que es conveniente abordarlos individualmente. Es importante mencionar que las cuentas anuales de 2020 han sido excluidas del cálculo de la tasa de descuento, ya que pueden ofrecer un resultado distorsionado. Se considera más representativo para proyecciones futuras, los datos de 2019 o en su caso, una media de los últimos 5 años (2015-2019).

6.2.1 Cálculo del coste de la deuda

En primer lugar, calculamos el coste de la deuda de Dufry, entendido este como el coste en el que incurre la empresa por financiar parte de su actividad con financiación externa, ya sea mediante el uso de créditos, préstamos o emisión de deuda. Al ser Dufry una empresa cotizada, es sencillo y posible acceder a todos los datos necesarios para el cálculo del coste de la deuda. En base a esto, se tienen en cuenta los gastos por intereses y el valor de la deuda neta, ambos publicados por la empresa en sus cuentas anuales. Con el fin de obtener un resultado más representativo, se calcula el coste de la deuda de los años 2015 a 2019, sin tener en cuenta el año 2020 dado que, como se ha mencionado

anteriormente, no refleja a la empresa en una situación de funcionamiento normal. Posteriormente, se obtiene la media del coste de la deuda para los años calculados.

Dada la introducción de la nueva normativa y como consecuencia del cambio en el trato de los arrendamientos, los pagos por intereses incluyen aquellos relacionados con los alquileres. Por ello, y con el objetivo de mantener homogeneidad con respecto a los años anteriores, no se han incluido en los gastos por intereses del 2019, primer año afectado por el cambio en normativa, aquellos relacionados con los arrendamientos. Además, se han considerado solo los intereses bancarios, excluyendo intereses comerciales y otros.

Tabla 4: Cálculo del coste de la deuda de Dufry (2015-2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda neta (en millones de CHF)	3.958	3.750	3.687	3.286	3.102
Intereses (sin IFRS 16)	132	194	166	153	145
Coste de la deuda	3,4%	5,2%	4,5%	4,7%	4,7%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de las cuentas anuales de Dufry.

Este resultado representa el coste integral de la deuda para el grupo en un año específico. A continuación, se calcula el coste de la deuda final como un promedio de estos 5 años. Este coste de la deuda es el considerado para el posterior cálculo del WACC. De esta manera, se obtiene un coste de la deuda de 4,5%.

Coste de la deuda promedio = 4,5%

6.2.2 Cálculo del coste de los recursos propios

Para calcular la rentabilidad exigida por los accionistas (K_e) se ha utilizado el modelo del Capital Asset Pricing Model (CAPM), según el cual K_e sigue la siguiente ecuación.

$$K_e = R_f + \beta * (R_{equity} - R_f)$$

Donde, R_f representa la rentabilidad del activo sin riesgo, β es la medida de la sensibilidad del activo respecto de un índice de mercado y $R_{equity} - R_f$ es la prima de riesgo de las acciones (*equity risk premium* en inglés). Se utiliza este valor frente a la prima de riesgo de mercado dado que se está calculando el coste de los recursos propios. Puesto que cada variable se obtiene haciendo uso de métodos e información diferente, es conveniente realizar el cálculo de cada una de ellas independientemente. A continuación, se muestra dicho cálculo.

6.2.2.1 Cálculo de la tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo se ha calculado de acuerdo con lo indicado en las cuentas anuales de la empresa, donde se señala que los bonos que se toman como referencia son los bonos USD, CHF y EUR a 10 años. Se indica también que para el cálculo de la tasa libre de riesgo se hace una media de los últimos cinco años para cada uno de estos bonos. Los bonos de Estados Unidos, Suiza y Alemania son tomados, respectivamente, como referentes.

Tabla 5: Tasa libre de riesgo de bonos a 10 años (2016-2020)

Bonos	2016	2017	2018	2019	2020
EUR (Alemania)	0,13%	0,41%	0,42%	-0,26%	-0,52%
CHF (Suiza)	-0,36%	-0,08%	-0,03%	-0,54%	-0,52%
USD (USA)	1,87%	2,36%	2,87%	2,04%	0,84%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance.

Media del bono EUR a 10 años (2016-2020) = 0,04%

Media del bono CHF a 10 años (2016-2020) = -0,31%

Media del bono USD a 10 años (2016-2020) = 1,20%²²

Una vez obtenidas las medias, las ponderamos para obtener una sola tasa libre de riesgo representativa para Dufry. El resultado obtenido es 0,6%.

6.2.2.2 Cálculo de la beta

Para el cálculo de la beta se ha hecho uso de dos métodos diferentes. Por un lado, el valor de la beta se ha estimado haciendo uso del método de comparables. Es importante mencionar que no se ha encontrado empresa cotizada dentro del sector de *travel retail* que encaje con las características de Dufry y que por tanto pueda ser tomada como comparable. Por ello, se ha ampliado la búsqueda al sector de *retail*, encontrando empresas que por tamaño y venta de productos encajan con el perfil de Dufry.

En base a este método, se ha seleccionado, en primer lugar, un número de empresas que pueden actuar como comparables. Los criterios utilizados en esta selección de comparables han sido; el alcance internacional de estas empresas, su capitalización de mercado y su pertenencia al sector de retail.

Tabla 6: Empresas comparables a Dufry

Datos en millones	Dufry	WH Smith	Marks & Spencer	Valora Holdings	Paradies Lagardère
Valor de empresa	11.900 CHF	3.260 GBP	6.870 GBP	2.100 CHF	6.860 EUR
Capitalización de mercado	4.130 CHF	2.384 GBP	3.070 GBP	871 CHF	2.897 EUR

Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

Una vez analizadas las empresas comparables, el siguiente paso es localizar sus respectivas betas apalancadas. Se entiende como beta apalancada aquella medida de

²² Todos los números han sido obtenidos de investing.com

riesgo que incluye el impacto de la estructura de capital de la respectiva empresa. Se ha recurrido a Yahoo Finance para obtener la beta mensual a 5 años de cada comparable.

Ahora bien, es importante saber que la estructura de capital y el nivel de apalancamiento en cada empresa varía, y que por tanto Dufry presenta una estructura de capital diversa a la de sus comparables, al igual que estas entre ellas. Por lo tanto, es necesario desapalancar las betas, obteniendo así la volatilidad de los retornos de cada comparable independientemente de su porcentaje de financiación. A continuación, se presenta la fórmula utilizada para el cálculo de las betas desapalancadas de las empresas comparables.

$$\beta_u = \beta_l * \frac{E}{E + PFN * (1 - Tc)}$$

Donde; β_u = beta desapalancada.

β_l = beta apalancada obtenida de Yahoo Finance.

PFN = posición financiera neta de cada empresa.

Tc = tasa impositiva que aplica cada empresa.

E = capitalización de mercado de cada empresa.

Tabla 7: Cálculo de la beta desapalancada en empresas comparables

	WH Smith	Marks & Spencer	Valora Holdings	Paradies Lagardère
Beta apalancada	1,7	1,7	1,4	1,1
E/(E+PFN*(1-Tc))	0,8	0,5	0,4	0,4
Tasa impositiva	18%	20%	20%	20%
Beta desapalancada	1,3	0,8	0,6	0,5

Fuente: elaboración propia.

Teniendo en cuenta las betas apenas calculadas, podemos obtener la media y mediana de la industria, que son, respectivamente 0,8 y 0,7. Debido a la pequeña diferencia en valor entre ambas, se utilizará la media ($\beta = 0,8$) para el cálculo de la beta de Dufry. Para ello, se incorpora la estructura de capital de Dufry, incorporando así su

apalancamiento financiero en la estimación de riesgo y en la obtención de la beta. Se utiliza la siguiente fórmula para ello:

$$\beta_l = \beta_u * [(1 + \left(\frac{D}{E}\right) * (1 - Tc)]$$

Tabla 8: Valor de la beta de Dufry mediante el método de comparables.

Beta industria	D/E valores de mercado	Tasa impositiva	Beta Dufry
0,8	1,5	20,7	1,7

Fuente: elaboración propia.

La beta final calculada para Dufry a través del método de comparables es de 1,7.

Ahora bien, debido al bajo número de comparables disponibles y a la no exactitud de su comparabilidad, la estimación de la beta apenas calculada podría estar sujeta a un problema de baja fiabilidad. Por lo tanto, y con el fin de encontrar una estimación más exacta, la beta se ha inferido directamente a través de una regresión lineal entre el precio de las acciones de Dufry y el mercado. Este último método se considera más fiable puesto que emplea una muestra más amplia de datos. Como mercado de referencia se ha utilizado el índice SPI (*Swiss Performance Index*) pues es el índice en el que cotiza Dufry, y por tanto se considera que proporcionará un cálculo más preciso.

El cálculo de la beta a través de este método sigue la fórmula que se presenta a continuación, donde las diferentes variables se han obtenido mediante una regresión lineal realizada en Excel, obteniendo así el valor final de la beta de Dufry.

$$\beta = \frac{COV(Mercado; Dufry)}{VAR(Mercado)}$$

Tabla 9: Valor de la beta de Dufry mediante una regresión lineal con el mercado

Covarianza	Varianza mercado	Coefficiente de variación mercado	Coefficiente de variación Dufry	Beta Dufry
0,0019	0,0009	0,29	-0,01	2,1

Fuente: elaboración propia.

Esta beta final ($\beta = 2,1$) será la utilizada para el posterior cálculo del coste de los recursos propios (K_e).

6.2.2.3 Cálculo del *equity risk premium*

Dado que estamos calculando el coste de los recursos propios, se calcula en este apartado el *equity risk premium*. Por la naturaleza internacional de Dufry, que opera globalmente y comercializa acciones por todo el mundo, se ha evaluado el *equity risk premium* como una media ponderada de este valor en las regiones más representativas para Dufry. Estas regiones han sido elegidas de acuerdo con el porcentaje de ventas que representan. Estas regiones son EMEA, América del Norte y América Central y del Sur.

Posteriormente, para cada una de las regiones y revisando las cuentas anuales de la empresa, se han identificado los países más representativos dentro de cada región. Se ha localizado el *equity risk premium* de cada país recurriendo a datos publicados por Damodaran (2020), obteniendo la media de cada región. Los países con sus respectivos valores son mostrados a continuación.

Tabla 10: *Equity risk premium* de los países más representativos en cada región

EMEA	Reino Unido	Grecia	Turquía	Italia	Malta	Finlandia	Marruecos	Kenia	Egipto
%	5%	8%	10%	7%	5%	5%	7%	10%	10%

América del Norte	América	Canadá	América del Sur	México	República Dominicana	Brasil	Caribe
%	5%	5%	%	6%	8%	7%	7%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Damodaran.

Teniendo en cuenta los países más representativos, se obtiene la media de cada región, que posteriormente se pondera en función del porcentaje de ingresos que cada región representa.

Tabla 11: Cálculo final del *equity risk premium*

	EMEA	América del Norte	América Central y del Sur
Ingresos (%)	44%	22%	17%
<i>Equity risk premium</i> (media de cada región)	7%	5%	7%

Fuente: elaboración propia.

El *equity risk premium* de Dufry, calculado como el promedio ponderado es 5,6%. Ahora bien, una vez calculadas todas las variables necesarias para calcular el coste de los recursos propios, y recurriendo a la fórmula presentada anteriormente, obtenemos un valor para K_e .

$$K_e = R_f + \beta * (R_{equity} - R_f)$$

Por tanto, siendo $R_f = 0,6\%$, $\beta = 2,1$ y $R_{mkt} = 5,6\%$ calculamos;

Coste de los recursos propios = 12,4%

6.2.3 Cálculo de las tasa de descuento

Finalmente, se procede al cálculo de la tasa de descuento (WACC) de Dufry con la que posteriormente se descontarán sus flujos de caja futuros. El WACC se calcula ponderando las dos fuentes principales de financiación de una empresa; deuda y recursos propios. Para obtener dicha proporción de recursos propios y deuda de la empresa, y con el fin de asegurar una representatividad de la información, se ha analizado la estructura de capital de Dufry de los últimos 5 años.

Tabla 12: Deuda neta y capitalización bursátil de Dufry (2015-2019)²³

Datos en millones de CHF	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda Neta	3.958	3.750	3.687	3.286	3.102
Capitalización bursátil	6.457	7.067	8.102	4.622	5.231
% Deuda	38%	35%	31%	42%	37%
% Recursos Propios	62%	65%	69%	58%	63%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de las cuentas anuales de Dufry.

Como se observa, la empresa mantiene a lo largo de los años una proporción de deuda y recursos propios estable, con porcentajes parecidos durante los últimos 5 años. Por ello, se considera acertado utilizar para el actual cálculo del WACC la deuda neta y la capitalización bursátil media de los últimos cinco años, que representan el 36% y el 64% de la estructura de capital, respectivamente. Posteriormente, aplicando la fórmula presentada al principio, se obtiene el cálculo final del WACC de Dufry.

Tabla 13: Cálculo final de la tasa de descuento (WACC) de Dufry

% Deuda	Kd	Tc	% Recursos propios	Ke	WACC
36%	4,5%	21%	64%	12,4%	9,18%

Fuente: elaboración propia.

6.3 Descuento de los flujos de caja y cálculo del valor de la empresa

Por último, como paso final en la valoración de la empresa, es necesario descontar los flujos de caja ya calculados, así como el valor residual, a un valor presente. El valor residual es el valor de la empresa para los años que siguen al último proyectado. De esta manera, obtenemos, en primer lugar, el valor de la empresa (*enterprise value* en inglés). Restando a este valor la deuda neta de la empresa obtenemos el valor patrimonial de la misma. Aplicamos la siguiente fórmula para descontar los flujos de caja libre:

²³ Datos obtenidos de las cuentas anuales de Dufry de los años 2015-2019.

$$\text{Flujos de caja libre descontados} = \sum \frac{\text{Flujos de caja}_t}{(1+r)^t}$$

Donde; t es el periodo del flujo de caja y r la tasa de descuento a aplicar (WACC).

Tabla 14: Cálculo del valor presente de los flujos de caja libre

En millones de CHF	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Flujo de caja libre	202	595	604	568	569	570	572
Valor presente	185	499	464	400	367	337	309
Suma	2.561						

Fuente: elaboración propia.

A continuación, dado que se asume que Dufry no durará únicamente hasta 2027 y que por tanto seguirá generando flujos de caja a futuro, calculamos también el valor residual de la empresa, partiendo del último flujo de caja proyectado. La fórmula para su cálculo será la siguiente:

$$\text{Valor residual} = \frac{\text{Flujo de caja libre}_{2027} * (1+g)}{r-g}$$

Donde; g es la tasa de crecimiento a perpetuidad y r es la tasa de descuento (WACC). La tasa de crecimiento establecida es del 1%, para tener en cuenta el alcance global de Dufry, así como las perspectivas de expansión en el sector de *travel retail*.

Tabla 15: Cálculo del valor de la empresa

Datos en millones de CHF	DUFRY
Valor presente de los flujos de caja	2.561
Valor presente del valor residual	7.063
VALOR DE LA EMPRESA	9.624
Deuda neta ²⁴	3.344
VALOR PATRIMONIAL	6.280
Número de acciones	80 millones
Precio por acción	78,3 CHF

Fuente: elaboración propia.

El precio de la acción obtenido a través de mi valoración es de 78 CHF, por encima del precio actual de la acción de 64 CHF, con fecha abril 2021²⁵. De acuerdo con mis predicciones, las cuales se consideran razonables pues se han tenido en cuenta todos los supuestos que afectan en gran medida a la evolución futura de la empresa, así como las cuentas anuales más recientes de la misma, se concluye que Dufry presenta un camino de fuerte recuperación en los próximos años. No solo el precio de la acción se ha triplicado en un año y en pandemia, sino que se espera que siga siendo así en los próximos años. Además, y recordando la nueva participación de Advent International y Alibaba Group, empresas que en su momento pagaron 33 CHF por acción, se espera que las mismas obtengan retornos por su entrada en la empresa. Se refuerza la buena decisión de apostar por una empresa aún en condiciones adversas, ya que, a solo un año de la peor crisis para Dufry en términos de facturación, la empresa se encuentra positivamente recuperada en términos de mercado, con prometedores retornos para sus inversores.

²⁴ Deuda neta a diciembre de 2020, publicada por Dufry en sus cuentas anuales.

²⁵ Dato obtenido de investing.com

7. Conclusión

Echando la vista atrás y desde una posición actual donde la situación se ha normalizado, es fácil olvidar lo inédito y único que supuso la llegada de la pandemia en 2020. El mundo se había enfrentado a otras crisis e interrupciones en la economía, pero pocas veces se había vivido algo parecido, donde ningún país ha salido indemne, donde los efectos provocados se han producido a nivel mundial y donde muchos sectores y empresas se han visto enfrentados a mínimos históricos de actividad.

Por ello, inmersos en esta situación de impredecibilidad e inexperiencia, una empresa que haya sabido sobrevivir a dicha situación, es de especial interés, sobre todo si se trata de la empresa líder en el sector de *travel retail*, uno de los más castigados por la pandemia. Dufry ha sabido adelantarse a los efectos de la crisis, gestionando las consecuencias de la pandemia de la mejor manera posible. Esto le ha permitido hacer frente a una bajada histórica en su facturación del 71%. De hecho, a lo largo del año, la empresa ha estado muy cerca de una completa parada económica de su actividad, debido a la brutal bajada en ventas provocada por las medidas de confinamiento y restricciones de movilidad. A pesar de todo ello, un año después del inicio de la crisis, y con la pandemia aún presente en nuestras vidas, la empresa se ha recuperado a niveles de mercado por encima de los logrados en 2018 y 2019. No solo eso, sino que el precio de su acción se ha triplicado en el mismo periodo de tiempo, y por tanto el valor de la compañía ha experimentado un crecimiento exponencial. De esta manera, Dufry no solo ha sabido sobrevivir a la crisis, sino que además ha sido capaz de generar valor para el accionista, algo altamente destacable e inédito.

Ahora bien, no es coincidencia que Dufry presente esta recuperación y resistencia a la pandemia. A raíz del análisis realizado en este trabajo queda claro que el plan de acción puesto en marcha por la empresa ha sido decisivo en su actual posición un año después. La rápida e inmediata puesta en marcha de este plan de acción se presenta como el factor más importante en la gestión de la crisis por parte de la dirección de Dufry. Aún desconociendo la evolución futura de la situación, Dufry no dudó y en el primer trimestre del año lanzó una serie de iniciativas enfocadas en una reducción de costes y en una mejora de su posición de liquidez. Por lo tanto, destaca su actuación contundente, inmediata y sin dudas.

Decisivos también en la supervivencia de Dufry han sido los siguientes factores. Por un lado, el tamaño y la gran diversificación geográfica de la empresa que le han permitido mitigar los efectos que se producían en las diferentes regiones. Por otro lado, la reputación de la empresa y la confianza depositada en la misma por parte de sus bancos financiadores e inversores externos, que ha sido clave en la obtención de financiación. Por último, destaca la capacidad de la empresa de, aún inmersa en una pandemia, ser capaz de aprovechar diferentes oportunidades de crecimiento para aumentar su presencia global.

Con todo ello, Dufry ha logrado, aún en una situación desfavorable, contar con el apoyo de grandes inversores externos como Advent International o Alibaba Group, siendo con este último con quien Dufry ha firmado un Joint Venture. Dichos inversores, a día hoy están obteniendo retornos muy positivos gracias a su acertada decisión de apostar por Dufry e invertir en la empresa. Siguiendo esta línea, Dufry se presenta al mundo como un ejemplo claro de buena inversión, con expectativas de resultados muy positivos en los próximos años, siempre y cuando la recuperación ocurra en los plazos previstos. Todo ello puede observarse en la valoración realizada en este trabajo, donde se observa una recuperación de la empresa que resulta ser muy prometedora.

Es acertado concluir que la gestión de la pandemia por parte de Dufry ha sido clave en su supervivencia. Se trata de un claro ejemplo de excelente reacción y acción. Se ha podido analizar como con una buena gestión interna realizada en el momento correcto, la empresa puede reinventarse y sobrevivir, incluso en situaciones nunca antes ocurridas en la historia. Por lo tanto, es seguro afirmar que gracias a Dufry, las empresas están un paso más cerca de conocer ese manual de instrucciones que tan útil habría sido al inicio de esta crisis. En el caso de Dufry, aún no contando con él, la empresa ha sabido sortear la pandemia, dando un gran salto que le ha llevado de un mínimo histórico en términos de facturación a una posición ventajosa de cara al futuro.

8. Bibliografía

- ACI. (2020). *ACI's World Airport Traffic Report brings home how far airport traffic has fallen*. Recuperado en marzo 2021 de <https://aci.aero/news/2020/10/08/aci-world-airport-traffic-report-brings-home-how-far-airport-traffic-has-fallen/>
- ACI. (2020). The impact of COVID-19 on the airport business. *ACI Advisory Bulletin*.
- AlixPartners. (2020). Covid19: Transformation is the key to recovery for airport retail. *ACI Insights*. Recuperado en abril 2021 de <https://blog.aci.aero/covid-19-transformation-is-the-key-to-recovery-for-airport-retail/>
- Bloomberg. (2021). Rich Shoppers Stuck in China Fuel an Unlikely Boom in Duty Free. *Bloomberg News*. Recuperado en abril 2021 de <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-03/china-tax-free-shopping-opens-up-to-domestic-tourists>
- Damodaran (2020). Recuperado en marzo 2021 de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Davitt, D. (2021). IATA warns of sluggish recovery in 2021 after “catastrophic year”. *The Moodie Davitt Report*. Recuperado en marzo 2021 de <https://www.moodiedavittreport.com/iata-warns-of-sluggish-recovery-in-2021-after-catastrophic-year/>
- Dimama, E. (2021). DFNI Interview: Dufry Group COO Asia Pacific Pedro Castro. *DFNI Frontier*. Recuperado en abril 2021 de <https://www.dfnonline.com/latest-news/retail/dfni-interview-dufry-group-coo-asia-pacific-pedro-castro-01-03-2021/>
- Dufry. (2016). *Annual Report 2016*.
- Dufry. (2017). *Annual Report 2017*.
- Dufry. (2018). *Annual Report 2018*.
- Dufry. (2019). *Annual Report 2019*.
- Dufry. (2020). *Annual Report 2020*.
- Generation Research (2020). Recuperado en abril 2021 de <https://www.generation.se/>
- GoodFlow. (2020). Recuperado en abril 2021 de <https://www.goodflow.global/what-is-travel-retail>

- Holland, J. (2019). Global duty free & *travel retail* sales up +12.9% in 2018, says Generation Research. *The Moodie Davitt Report*. Recuperado en marzo 2021 de <https://www.moodiedavittreport.com/global-duty-free-travel-retail-sales-up-12-9-in-2018-says-generation-research/>
- DFNI. (2020). *Travel Retail Industry Database and Insights 2020-2021*.
- IATA. (2020). *IATA monthly analysis reports*. Recuperado en marzo 2021 de <https://www.iata.org/>
- IATA. (2020). "Esta es la peor crisis en la historia de la aviación", según la IATA. *Actualidad Aeroespacial*. Recuperado en abril 2021 de <https://actualidadaeroespacial.com/esta-es-la-peor-tesis-en-la-historia-de-la-aviacion-segun-la-iata/>
- Investing.com. (2021). Recuperado en abril 2021 de <https://www.investing.com/>
- Tore, O. (2020). Coronavirus threat for airport retail worldwide. *Focus on Travel News*. Recuperado en abril 2021 de <https://ftnnews.com/aviation/38734-coronavirus-threat-for-airport-retail-worldwide>
- Lane, M. (2021). Airport traffic recovery in Europe and Americas could take until 2025, says ACI. *The Moodie Davitt Report*. Recuperado en abril 2021 de <https://www.moodiedavittreport.com/airport-traffic-recovery-in-europe-and-americas-could-take-until-2025-says-aci/#:~:text=ACI%20forecasts%20a%20recovery%20to,European%20and%20North%20American%20markets.>
- Research and Markets (2021). *Global Travel Retail Market Report 2020*. Recuperado en marzo 2021 de <https://www.globenewswire.com/news-release/2021/01/15/2159267/0/en/Global-Travel-Retail-Market-Report-2020-Market-was-Valued-at-US-74-31-Billion-in-2019-Leading-Duty-Free-Operators-Experienced-a-55-to-65-Fall-in-Turnover.html>
- Rozario, K. (2020). Private Equity Firm Advent Backs Travel Retailer Dufry In Hudson Ambitions. *Forbes*. Recuperado en febrero 2021 de <https://www.forbes.com/sites/kevinrozario/2020/09/11/private-equity-firm-advent-backs-travel-retailer-dufry-in-hudson-ambitions/?sh=78abeb2a116b>
- Statista. (2020). Year-on-year revenue-passenger kilometer (RPK) change. Recuperado en abril 2021 de <https://www.statista.com/statistics/234977/revenue-passenger-kilometers-on-international-flights/>
- Yahoo Finance. (2021). Recuperado en abril 2021 de <https://es.finance.yahoo.com/>

