



***VALORACIÓN DE EMPRESA
EL PUERTO DE LIVERPOOL S.A.
POR EL MÉTODO MÚLTIPLOS***

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Enrique Bajar Morales

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin

Abril 2019, Santiago de Chile

Agradecimiento

Quiero agradecer de manera muy sincera y respetuosa a nuestro profesor guía Sr. Mauricio Jara Bertin no sólo por el tiempo dedicado a orientar y perfeccionar nuestro trabajo, sino que por hacerlo de una manera cálida y proactiva. En cada sesión de trabajo pudimos notar su permanente interés por nuestro aprendizaje y entendimiento del proyecto de tesis de valoración de empresas. Tuvimos la suerte además de tenerlo como profesor del magister en otra asignatura en donde tuvimos la suerte de poder recibir de manera cercana y humana gran conocimiento. Muy probablemente esta será una tesis más. Para nosotros habrá sido sin duda una gran experiencia.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	4
CAPITULO 1. METODOLOGIA	5
1.1 Principales Métodos de Valoración	5
1.2 Método de Flujos de Caja Descontados	6
1.3 Método de Múltiplos	8
CAPITULO 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	10
2.1 Descripción de la Empresa	10
2.2 Regulación Legal	11
2.3 Filiales	11
2.4 Accionistas.....	14
2.5 Análisis de Competencia	15
CAPITULO 3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	21
3.1 Estrategia Corporativa	21
3.2 Emisión de Deuda	22
CAPITULO 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	23
4.1 Deuda Financiera	23
4.2 Patrimonio Bursátil	25
4.3 Estructura de Capital Objetivo.....	26
CAPITULO 5. ESTIMACION DE COSTO PATRIMONIAL Y DE CAPITAL.....	29
5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	29
5.2 Estimación del Costo de Capital	31
CAPITULO 6. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS	35
6.1 Valores de La Industria.....	39
6.2 Indicadores de El Puerto de Liverpool	41
6.3 Valoración Económica por Múltiplos	42
CONCLUSION.....	43
BIBLIOGRAFIA.....	44
ANEXO	45

RESUMEN EJECUTIVO

La utilización de los métodos de valoración desarrollados en esta tesis implica obtener, con cierta profundidad, un conocimiento de la empresa objeto de estudio, su entorno competitivo y los factores económicos que lo rodea, los cuales, en conjunto afectan tanto el desempeño actual como al futuro, así como también el resultado de la aplicación de métodos de valoración.

Empezaremos por un rápido análisis de la economía mexicana, la cual será profundizada en el capítulo 6, donde podemos observar que la tasa libre de riesgo pasa de 4,4% en septiembre del 2016 a 7,75% en el mismo periodo año 2018, lo que representa un aumento del 76% ¹. El Producto Interno Bruto pasó de 2,9% a 2,5% en el mismo periodo, los ingresos por remesas en dólares, que representa un 3% del PIB, aumenta cada año a un ritmo promedio de 10%, el país ha sufrido de una constante devaluación al 7% anual de su moneda local sobre el dólar. La Inversión extranjera ha caído en forma sostenida desde el 2014 y con ella la producción de petróleo. En términos generales los índices antes mencionados son algunos de los factores claves, para analistas y consumidores, sobre la percepción de economía global, donde se observa un consenso, mediante la encuesta publicada por el Sistema de Información Económica; específicamente sobre la pregunta sobre percepción del entorno económico, que dice la economía empeorará y que estarán peor que el año anterior ².

¹ Banco de México

² (CA250) - Percepción del entorno económico

CAPITULO 1. METODOLOGIA

1.1 Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos³. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables⁴.

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

⁴ Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

1.2 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁵

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

⁵ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la

valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

1.3 Método de Múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes; identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos ⁶:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

⁶ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

CAPITULO 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1 Descripción de la Empresa

El Puerto de Liverpool, sociedad anónima bursátil de capital variable con más de 170 años de existencia, cuya razón social es El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V. y Nemotécnico “LIVEPOL, es una empresa mexicana cuyo foco de negocio se orienta principalmente en:

a. Comercio Minorista

A través de 136 tiendas por departamento las cuales se subdividen en las cadenas Liverpool con 95 sucursales, Fábricas de Francia con 41 sucursales, Duty Free y su ecommerce (www.liverpool.com.mx), con más de 120 millones de visitas al año y un 50% de click share del mercado nacional ⁷. Tiene presencia en todo México y posee un alto nivel de reconocimiento por parte del mercado con una gran oferta de producto enfocada al consumidor individual y familiar;

- 111 boutiques especializadas de cosmética e indumentaria.
- Opera 125 tiendas departamentales llamada “Suburbia” (Fundada en 1970). En abril de 2017 adquiere el 100% de esta cadena; la que se dedica a la comercialización de indumentaria, accesorios y artículos de belleza.

b. Negocio Inmobiliario

A través de 27 centro comerciales, dentro de los cuales actúa como socio, accionista, copropietario y administrador de estos espacios comerciales que subarrienda a arrendatarios de distintos rubros de la industria de retail y relacionados. Poseen 1.500 arrendatarios en sus casi 625.000 metros cuadrados de superficie arrendable.

⁷ Informe Anual 2018 Informe del Consejo de la Administración

c. Servicios Financieros

Además de poseer su propia tarjeta de crédito “Liverpool” y “Fábricas de Francia” con las que se compra en sus cadenas de tiendas, la empresa posee la tarjeta “Liverpool Premium Card” (VISA) que al tiempo que se puede usar en sus propias cadenas, se puede utilizar en los comercios asociados a la tarjeta de crédito VISA. Entre ambos plásticos concentra más de 4.7 millones de tarjetas emitidas con saldo. A la fecha (Q3 de 2018), la participación en ventas con tarjetas Liverpool, de forma acumulada fue de 45.8%.

2.2 Regulación Legal

El Puerto de Liverpool es regulado principalmente por La Bolsa Mexicana de Valores y la Ley de Mercado y de Valores. Adicionalmente a esto, la compañía como conjunto de actividades está supeditada a la Ley del Impuesto a la Renta, así como a la Ley de Impuesto al valor agregado, Ley de Impuesto especial sobre Producción y servicios, Ley General de asociaciones mercantiles y materia de importación a la Ley Aduanera, Ley de Impuesto a los depósitos en efectivo y finalmente a la Ley de Impuesto Empresarial a la tasa única. Anticipándose a la reglamentación y legislación bancaria vigente desde 2012, la empresa utiliza desde 2010 las IFRS como marco normativo contable.

2.3 Filiales

El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V. posee acciones de empresas subsidiarias y afiliadas. Es una compañía que está compuesta por una sociedad controladora llamada Pulisa y otra sociedad sub-controladora llamada Opelisa.

a. Subsidiaria de la controladora Pulisa

Son todas las entidades (incluyendo las entidades estructuradas) sobre las cuales el Grupo tiene control. El Grupo controla una entidad cuando está expuesto, o tiene derechos, a rendimientos variables debido a su involucramiento en la entidad y tiene la facultad de afectar esos rendimientos a través de su poder sobre la entidad.

Las subsidiarias son consolidadas en su totalidad desde la fecha en que el control es transferido al Grupo. Son des consolidadas desde la fecha en que se pierde el control. Los saldos y las utilidades o pérdidas no realizadas en operaciones Inter compañía se eliminan en el proceso de consolidación. Las políticas contables de las subsidiarias han sido modificadas cuando ha sido necesario, para asegurar que exista una consistencia con las políticas adoptadas por la Compañía.

Al 30 de septiembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017, se tenía la siguiente participación en subsidiarias

Compañía	Participación	Actividad
Operadora Liverpool S.A de C.V.	100,00%	Subtenedora de Distribuidora Liverpool S.A de C.V. y otras empresas que operan en las tiendas por Departamento
Bodegas Liverpool S.A de C.V. y Almacenadora Liverpool S.A de C. V	99,99%	Almacenamiento y Distribución de Mercancías
Servicios Liverpool S.A. de C.V.	100,00%	Prestación de servicios de asesoría y administración a las subsidiarias de la compañía
Diez Compañías Inmobiliarias	99,99%	Desarrollo de proyectos Inmobiliarios, particularmente Centros Comerciales

Tabla 1 Empresas Subsidiarias de Liverpool S.A.

Adicionalmente, la Compañía consolida un fideicomiso en el cual se tiene control con base en los indicadores mencionados en la IFRS 10 “Estados financieros consolidados”.

b. Asociadas

Las asociadas son todas las entidades sobre las que la Compañía ejerce influencia significativa pero no control, generalmente estas entidades son aquellas en las que se mantiene una participación de entre 20% y 50% de los derechos a voto. Las inversiones en asociadas se registran a través del método de participación y se reconocen inicialmente al costo. La inversión de la Compañía en las asociadas incluye el crédito mercantil (neto de cualquier pérdida acumulada por deterioro, si lo hubiera) identificado al momento de la adquisición.

Compañía	Participación	Actividad
Grupo Unicomer Co.	50%	Comercializadores de muebles y aparatos electrónicos en Centro, Sudamérica y el Caribe.
Moda Joven Sfera México	50%	Comercializadora de ropa y accesorios en México bajo el nombre comercial Sfera
Otras Inversiones	Entre 20% y 50%	Centros Comerciales Angelópolis, Plaza Satélite y Galerías Quelentaro.

Tabla 2 Inversión en Sociedades

2.4 Accionistas

En la siguiente tabla vemos los principales 12 accionistas y su porcentaje de participación respectiva. Las sociedades y fideicomisos que se mencionan a continuación mantienen una participación de aproximadamente el 79% de la Serie 1 del capital social de la Compañía al 30 de septiembre de 2018 y al 31 de diciembre de 2017.

Accionista	N° de acciones	Porcentaje de Participación (%)
Banco Nacional de México S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex-Trust No. 15228-3	278.691.361	20.8%
Banco INVEX. S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Trust No. 0327	218.019.750	16.2%
UBS-ZURICH	123.165.000	9.2%
Banco Nacional de México S.A, Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex-Trust No 504288-5	109.114.664	8.1%
Banco Invex S.A, Institución de Banca Múltiple, Invex Group Financiero - Trust No 0387	101.178.030	7.5%
BBVA Bancomer Servicios S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer Trust No 25078-5	76.362.567	5.7%
Pictet Trust&Bank Limited	57.137.573	4.4%
Scotiabank Inverlat S.A. Institución de Banca Múltiple-Trust No 11033735	36.839.656	2.7%
Banco Credit Siusse México S. A., Institución de Banca Múltiple	18.097.934	1.3%
Pitect and Cie	5.617.040	0.4%
Citiacciones Flexible S.A de C.V Sociedad de Inversiones de Renta Variable	3.151.182	0.2%
Otros	314.821.343	23.5%
Total	1.342.196.100	100%

Tabla 3 Accionistas mayoritarios al 30.09.18

2.5 Análisis de Competencia

Según el FMI, en su informe sobre perspectivas económicas, sitúa en lugar número 15 a México como economía más grande del mundo, por tal motivo no es de extrañar que las empresas mexicanas sean las más grandes del mundo y las tiendas por departamento uno de los principales motores dedicadas al comercio minorista, según Global Powers of Retailing compilado por Deloitte Touche Tohmatsu. En ese mismo informe se puede observar un crecimiento sostenido, entre los años 2013 y 2016, de las empresas mexicanas y de la industria en general.

Dentro de la industria, el citado informe dice que; Liverpool es líder del mercado con un market share de 46,3%⁸ y se prevé que crezca en 10,1% hasta el 2023, sin embargo, se puede percibir cierta saturación en su segmento, el cual ha frenado el ritmo de expansión de su marca homónima con lo que su estrategia ha sido la de potenciar su formato de tiendas Suburbia y ventas omnicanal, en la cual también es líder con un 50% de market click share⁹.

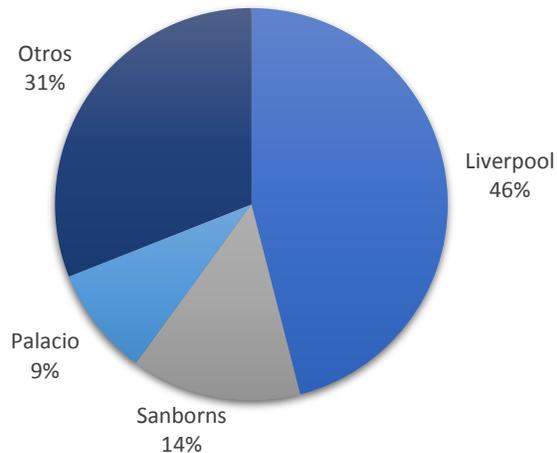


Ilustración 4 Participación de Mercado

⁸ Euromonitor International – El Economista

⁹ Informe Anual de Liverpool 2018

A continuación, revisaremos las principales empresas competidoras;

a. Grupo Famsa SAB de CV

Grupo Famsa es una empresa mexicana líder en el sector minorista, procura satisfacer las distintas necesidades de consumo, financiamiento y ahorro de los grupos de familias. Su área de negocios se compone básicamente de: Famsa México, Banco Famsa y Famsa USA. Su actividad principal, minorista, se encuentra complementada con el otorgamiento de productos y servicios de ahorro y crédito al consumo, a través de Banco Famsa, una de las 10 instituciones bancarias más importantes en México y participa del sector Industrial “Tiendas por Departamento”. GFAMSA es su ticket o nemotécnico. Existe una sola clase de acciones, las cuales son comunes, nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie “A”. Se transan en la Bolsa Mexicana de Valores. Famsa Mex: Dirige más de 370 tiendas. Durante el periodo revisado la sociedad registra un crecimiento nominal de sus ventas en un 12,8%.

Datos MM\$:	GFAMSA	
	2017 3Q	2018 3Q
Precio acción \$	11	11
Valor Libro acción \$	16	13
Utilidad del Ejercicio	721	156
Utilidad por acción	1,28	0,27
Acciones	562.568.295	561.726.289
Capital Bursátil	6.008	6.454
Capital Contable	8.853	7.255
Deuda VL	33.757	38.556
Efectivo	1.822	1.594
Depreciación	316	308
Ebitda	1.158	1.308
Ebit	842	1.000
Ingresos	12.503	14.109
EV	37.943	43.416

Tabla 5 Datos Financieros de Grupo Famsa

b. Grupo Palacio de Hierro, S.A.B

El Palacio de Hierro, S.A.B. de C.V., conocida como El Palacio de Hierro, es una empresa que opera 16 tiendas por departamento de segmento alto en México. Controla tiendas departamentales y boutiques dedicadas esencialmente a la comercialización de artículos para el uso personal, así como para el hogar. El sector industrial en donde participa es el de “Tiendas por Departamento”. El Palacio de Hierro, de propiedad de Grupo Bal, también es dueño de distintos centros comerciales del país. Cotiza en Bolsa desde 1990 y opera bajo las siguientes áreas de negocios: Comercial, Inmobiliaria y Crédito. Respecto de los negocios en que participa, podemos mencionar: Comercial: Actividades directamente relacionadas a la operación de las tiendas por departamento, boutiques, restaurantes y clínicas de belleza que participan dentro de estas. Posee en sus tiendas por departamento 3 potentes marcas propias tales como Catamarán, Chester&Peck así como Wild&Alive. Se transa en la Bolsa mexicana de Valores con el ticket GPH. Existe un solo tipo de acción; son comunes, nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie “A”. Durante el periodo revisado la sociedad registra un crecimiento nominal de sus ventas en un 4 %.

Datos MM\$:	GPH	
	2017 3Q	2018 3Q
Precio acción \$	59	57
Valor Libro acción \$	49	57
Utilidad del Ejercicio	607	1.445
Utilidad por acción	1,61	3,83
Acciones	377.832.983	377.832.983
Capital Bursátil	22.296	21.536
Capital Contable	18.660	21.411
Deuda VL	10.133	9.254
Efectivo	2.409	3.169
Depreciación	864	870
Ebitda	2.043	3.150
Ebit	1.179	2.280
Ingresos	21.562	22.426
EV	30.020	27.621

Tabla 6 Datos Financieros de GPH

c. Grupo Sanborns SAB de CV

Es subsidiaria de Grupo Carso, S.A.B. de C.V. Grupo Sanborns es una empresa líder en el mercado de venta al detalle en México. Opera en 55 ciudades de México, 438 tiendas 1.209.440 mts² arrendables. Dentro de su portafolio de formatos podemos destacar: Tiendas por departamento, Especializadas, Electrónica y Entretenimiento, Conveniencia, de Lujo y Restaurantes. Su actividad principal es el comercio minorista, la que se encuentra complementada con inversiones inmobiliarias. Respecto de los negocios en los que se encuentra, podemos mencionar: Sears 95 locales que representa el 47% de las ventas Sanborns: 170 locales que representa el 26% de las ventas iShop-Mixup: 117 locales que representa el 21% de las ventas y otros como; Dax, Sanborns Café y Saks y Fifth Avenue: 56 locales que representa el 6% de las ventas. Respecto de su presencia en Bolsa de Valores Mexicana participa bajo el ticket de GSANBOR. Existe una sola clase de acciones las cuales son comunes, nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie "A". Durante el periodo revisado la sociedad registra un crecimiento nominal de sus ventas en un 3,8 %.

Datos MM\$:	GSANBOR	
	2017 3Q	2018 3Q
Precio acción \$	21	19
Valor Libro acción \$	14	14
Utilidad del Ejercicio	2.416	2.184
Utilidad por acción	1	0,91
Acciones	2.296.640.674	2.265.578.259
Capital Bursátil	48.918	43.499
Capital Contable	31.115	32.283
Deuda VL	800	741
Efectivo	899	1.724
Depreciación	937	966
Ebitda	4.043	3.777
Ebit	3.106	2.811
Ingresos	33.760	35.072
EV	48.819	42.516

Tabla 7 Datos Financieros de Sanborns

d. SACI Falabella

Este grupo chileno y ascendencia italiana fue fundado en 1889 por Salvatore Falabella abre su primera sastrería en el centro de Santiago (Paseo Ahumada). Luego en 1937 se integra Alberto Solari quien la transforma en una importante tienda de vestuario. A partir de ese momento Empresas Falabella ha evolucionado de manera continua tanto en su expansión regional, así como la diversificación y procesos de fusiones y adquisiciones respecto de los negocios en los que hoy participa. Con esto ha logrado convertirse en uno de los principales actores de la región. Respecto de los negocios en los que se encuentra, este holding concentra sus operaciones en 7 países a través de la oferta de Servicios Financieros y Negocio Inmobiliario, Tiendas por Departamento, Mejoramiento del hogar y Supermercados. Respecto de su presencia bursátil, participa de la Bolsa de Comercio de Santiago bajo el ticket de FALABELLA. Existe un sólo tipo de acciones. Son comunes, nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie "A". Durante el periodo revisado la sociedad registra una reducción nominal de sus ventas en un 1,8 %.

Datos MM\$:	FALABELLA	
	2017 3Q	2018 3Q
Precio acción \$	181	147
Valor Libro acción \$	58	54
Utilidad del Ejercicio	10.522	9.971
Utilidad por acción	4,0	3,6
Acciones	2.661.764.706	2.784.615.385
Capital Bursátil	482.068	409.883
Capital Contable	154.845	151.269
Deuda VL	112.120	115.713
Efectivo	6.062	5.678
Depreciación	425	424
Ebitda	15.958	15.180
Ebit	15.533	14.756
Ingresos	171.455	168.293
EV	588.125	519.918

Tabla 8 Datos Financieros de Falabella en Mex \$

INGRESOS AL 3Q 2018

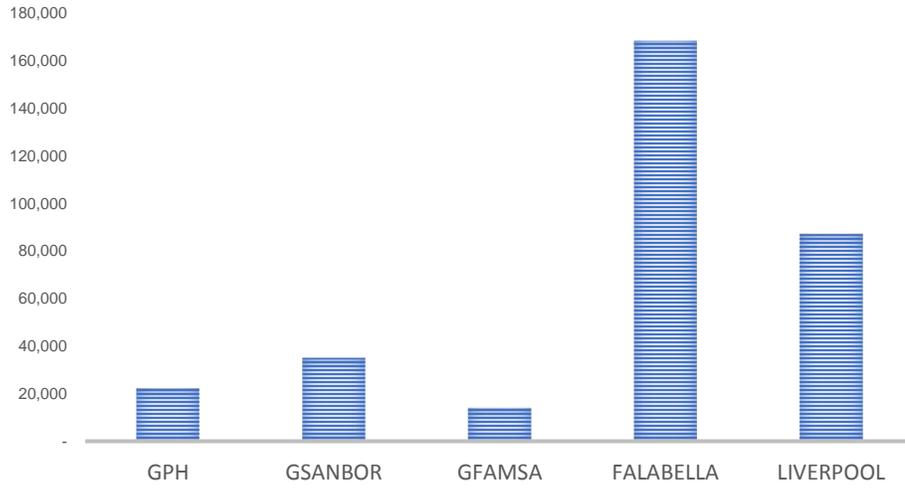
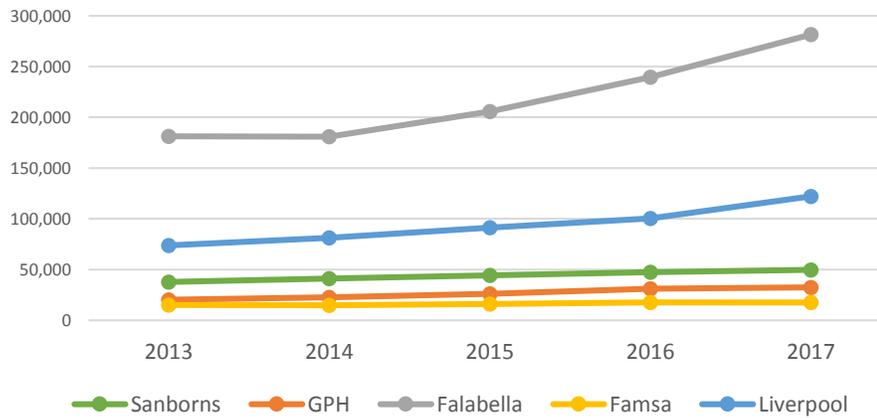


Ilustración 9 Gráfico de Ingresos por Ventas al 3Q del 2018 en MM\$

Ingresos 2013 - 2017 MM\$



CAPITULO 3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

3.1 Estrategia Corporativa

Antes de analizar el tipo de financiamiento que Liverpool ha utilizado, queremos mencionar a grandes rasgos, las principales estrategias consignadas por su gobierno corporativa;

- a. **Expansión:** Liverpool ha decidido crecer en base a la expansión y en consecuencia invierte recursos de manera consistente para garantizarlo. Teniendo en cuenta que la flexibilidad, en cuanto a tipo de formatos actuales y sus marcas, es vital para la dirección estratégica.
- b. **Plataforma de ventas omnicanal:** La posición ventajosa que tiene la empresa permite desarrollar, y continuar explorando, diferentes formas y nuevos canales para seguir las necesidades de sus clientes. Todo esto mediante la plataforma de ventas por internet en distintos formatos, y siendo coherente con esta estrategia, invirtiendo recursos para desarrollarlos.
- c. **Servicio al cliente:** El objetivo principal de la sociedad es tener al cliente como centro de sus decisiones y en función de esto la idea central es preparar a su personal y calificarlos con altos estándares de atención de clientes.

En base a estas estrategias Liverpool, desde el 2016 a la fecha, ha optado por una estructura de financiamientos que a continuación detallamos y que se profundiza en el capítulo siguiente.

3.2 Emisión de Deuda

La sociedad tiene siete bonos emitidos; las Series 10, 10U, 12-2, 17 y 17-2 son emisiones locales que transan en el mercado bursátil a través de la Bolsa Mexicana de Valores, y las series Bono 2014 USP3691NBE96 y Bono 2016 USP3691NBF61, las que fueron emitidos bajo la Regla 144^a, la cual involucra que estos títulos de deudas solamente fueron ofrecidos a los inversionistas con base en Estados Unidos y por lo cual no se transa al público inicialmente.

En general, los recursos netos que ha obtenido como resultado de sus emisiones, son destinados para usos corporativos generales los cuales incluyen capital de trabajo, inversiones de capital y amortización de deuda. Donde los activos a adquirir sirven para potenciar su crecimiento y desarrollo del giro normal de su negocio. Liverpool cuenta con derivados del tipo Cross Currency Swap para su deuda en dólar considerando, además del principal, los intereses con lo que se busca proteger de fluctuaciones futura de moneda y tasas.

El resumen de emisiones son las siguientes:

Bono	Emisión	Vencimiento	Cap MM	Moneda	Tasa Cupón	Clasificación ¹⁰	Pagadero
10	jun-10	may-20	2.250	Peso	8,53%	AAA	Semestral
10 U	jun-10	may-20	750	UDIS	4,22%	AAA	Semestral
12(-2)	mar-12	mar-22	1.900	Peso	7,64%	AAA	Semestral
17(-2)	ago-17	ago-22	1.500	Peso	TIEE 28 días + 25 bps	AAA	Semestral
2014	oct-14	oct-24	300	USD	3,95%	BBB+	Semestral
2016	oct-16	oct-26	750	USD	3,88%	BBB+	Semestral
17	ago-17	ago-27	3.500	Peso	7,94%	AAA	Semestral

Tabla 10 Bonos emitidos vigentes expresados en miles de millones

¹⁰ Fitch México S.A.

CAPITULO 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Al revisar literatura que estudia las diferentes estructuras de capital de una empresa debemos distinguir entre fuentes de fondos internas y externas, donde por interno nos referiremos a aquellas que se generan desde la operación del negocio o del aporte inicial de sus accionistas como, por ejemplo; capital aportado o utilidades retenidas. En cambio, por externas entenderemos aquellas fuentes de financiamiento que obtenemos desde prestamistas, emisión de nuevas acciones o emisión de bonos.

Por lo general la decisión de financiamiento externo o interno están relacionadas a una estrategia de negocio actual prevista de la compañía, por ejemplo; si esta se encuentra en un proceso de expansión o si hay alguna política de dividendo nueva ¹¹.

En el caso de Liverpool, desde el 2017 se observa un cambio importante en la estructura de financiamiento, tomando más deuda a largo plazo que los años anteriores, el cambio que se observa tiene que ver con inversiones puntuales, tales como la adquisición de Suburbia y pagos iniciales de una futura adquisición del 25,5% de Ripley, razón por la cual consideramos que la estructura objetivo se debiese tomar considerando solo los años 2016 al 2018, ya que se nota claramente que existe un plan estratégico de la compañía en ese periodo.

4.1 Deuda Financiera

El periodo que considera este análisis corresponde a los años 2014 al 2018 3Q, donde podemos ver que su deuda de corto plazo está compuesta básicamente de préstamos de banco, los cuales según información revelada en notas ¹² son registrados a valor razonable, no son transados en el mercado y principalmente son de tasa fija.

¹¹ Bodie, Zvi y C. Merton – Finanzas – Parte VI Finanzas Corporativas

¹² Nota 16 Estados Financieros 2016-2017

Podemos observar también que la deuda a corto plazo entre los años 2016 y 2017, fueron generados para la administración de sus operación y pago de proveedores, no formando parte de su estrategia de expansión.

Los pasivos a largo plazo están integrados por emisión de Certificados Bursátiles y Senior Notes, estos últimos tomados en dólares, ambos instrumentos son lo que comúnmente llamamos Bonos, estos si son parte de la estrategia de crecimiento de Liverpool y están relacionados a la adquisición de Suburbia en el 2017, la expansión de marca propia, al desarrollo de centro comerciales y construcción de nuevos centros de distribución.

Cabe destacar que el 100% de la deuda denominada en dólares (US\$1,050 millones) se encuentra cubierta con un “Cross Currency Swap”, considerando tanto el principal como los intereses.

Cuenta Contable MM\$	2014	2015	2016	2017	2018 3Q
Pasivos Financieros C Plazo	-	-	2.100	2.859	-
Pasivos Financieros L Plazo	13.344	14.096	28.472	33.359	30.431
Deuda Financiera (=)	13.344	14.096	30.572	36.218	30.431

Tabla 11 Pasivos Financieros (Préstamos Bancarios y Bonos)

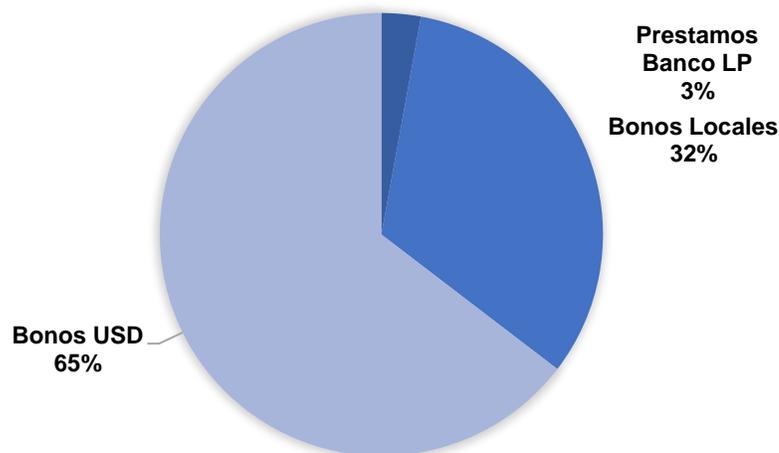


Ilustración 12 Estructura de Deuda a Largo Plazo al 3Q 2018

4.2 Patrimonio Bursátil

Otra fuente de financiamiento externo está relacionado a su patrimonio bursátil y la emisión de acciones, la cual se define como el derecho de los dueños de aquellos títulos sobre el remanente después del pago de las deudas. Existen tres tipos de acciones; ordinarias, preferente y opciones de acciones. Nosotros nos enfocaremos en las primeras, ya que Liverpool tiene dos series de acciones emitidas Livepol 1 y Livepol C, la cual la serie C tiene mayor presencia bursátil la cual además no tienen derecho a voto. Ambos tipos de acciones son ordinarias, suscritas y pagadas.

El patrimonio económico o capital bursátil, es el resultado de multiplicar el número de acciones emitidas, la cual no necesariamente están en libre circulación es decir pueden estar en poder Liverpool o de sus ejecutivos, contra el precio de la acción en el mercado bursátil. El resultado es una estimación del valor de mercado del patrimonio de la empresa.

Patrimonio Económico	2014	2015	2016	2017	2018 3Q
N° acciones	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100
Precio acción	144,06	205,57	147,02	123,32	140,06
V Bursátil MM\$	193.357	275.915	197.330	165.520	187.988

Tabla 13 Información Bursátil de Liverpool S.A.

Las emisiones de serie en Liverpool son dos:

Acciones Emitidas	Acciones	Presencia Bursátil	Precio 30/09/18
Serie 2007-1	1.144.750.000	45%	139,42
Serie 2007-C	197.446.100	100%	140,06
Total Emitidas	<u>1.342.196.100</u>		

Presencia bursátil medido entre 01.01.14 y 30.09.18

4.3 Estructura de Capital Objetivo

Podemos definir como estructura de capital objetivo; como aquella combinación de deuda interna y de externa, que busca la empresa, con el objeto optimizar el costo financiera y para el financiamiento de sus operaciones, considerando esto como analistas externos sin acceso a información interna utilizaremos los datos históricos de Liverpool para llegar, con algún grado de seguridad, a la elección realizada por la administración y así identificar cuál es su estructura objetivo en el pasado, presente y lo que esperan para el futuro. Esto último considerando que no hay una estrategia explícita publicada en sus informes anuales.

Analizaremos resumidamente, antes de entrar en los detalles de Liverpool, cual es el marco teórico que utiliza una empresa para estudiar y planificar una estructura de capital.

Primero entender que existe una relación entre el valor de la empresa y la estructura de capital, esto revisado en el modelo planteado por Modigliani y Merton Miller en 1958, la cual parte inicialmente asumiendo que el mercado es perfecto y bajo algunos supuestos como; Mercado de capital sin fricción, ausencia de asimetría de información, problemas de agencia y de oportunidad de crecimientos, entre otros ¹³.

Luego debemos estudiar la Proposición I de Modigliani y Miller que dice; bajo los supuestos anteriormente citados, el valor de una empresa es independiente de su estructura de capital y su valor está calculado bajo el descuento de sus flujos esperados a una tasa p en función del riesgo asumido.

En el año 1963 cuando Modigliani y Miller presentan sus proposiciones en un mundo con impuesto, ahora estos autores pretenden explicar el efecto en el valor de una empresa al considerar el efecto del gasto por impuesto y el ahorro tributario, sobre intereses, producto de este mismo gasto. La proposición I de M&M, en un mundo con impuesto dice que; el valor de mercado de una empresa con deuda es igual al valor de una empresa sin deuda más el valor actual del beneficio tributaria, que se produce por la deducción del impuesto sobre los intereses de la deuda.

¹³ Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 6

En conclusión, mirando a estos autores, podemos confirmar que el uso de deuda provoca un aumento en el valor de mercado de la empresa, porque existe un ahorro tributario asociado a la deuda, por lo cual Liverpool o cualquier otra empresa al estimar su estructura objetivo necesitaron revisar lo antes planteado.

Estructura MM\$	2014	2015	2016	2017	2018 3Q
Deuda Financiera	13.344	14.096	30.572	36.218	30.431
Patrimonio Bursátil	193.357	275.915	197.330	165.520	187.988
Valor Empresa	206.701	290.011	227.901	201.737	218.419

Tabla 14 Cálculo del Valor de Empresa de Liverpool S.A.

El anterior recuadro nos informa el valor estimado de la empresa según M&M, bajo la ecuación:

$$V_{c/d} = P_{c/d} + B$$

En el siguiente recuadro se observa, en porcentaje, la estructura patrimonial de Liverpool:

Porcentaje %	2014	2015	2016	2017	2018 3Q	Promedio
Ratio Deuda B/V	6,46%	4,86%	13,41%	17,95%	13,93%	11,32%
Ratio Patrimonio P/V	93,54%	95,14%	86,59%	82,05%	86,07%	88,68%
Ratio Deuda B/P	6,90%	5,11%	15,49%	21,88%	16,19%	13,11%

Tabla 15 Estructura de Financiamiento de Liverpool S.A.

Según lo anunciado al inicio del capítulo podemos ver que desde el 2016 al 2018 la estructura de capital ha cambiado, principalmente por la estrategia de adquisición de Suburbia y el pago inicial de futura adquisición del 25,5% de Ripley, opción desechada posteriormente, por lo cual consideramos que la razón final del capital objetivo debería ser la utilizada en el periodo, según el siguiente recuadro;

Promedio	2016-2018 3Q
B/V	15,10%
P/V	84,90%
B/P	17,85%

Tabla 16 Estructura de Financiamiento actual de Liverpool S.A.

CAPITULO 5. ESTIMACION DE COSTO PATRIMONIAL Y DE CAPITAL

En la necesidad de obtener una tasa, sobre la cual poder descontar los flujos de caja futuros de una sociedad, debemos realizar un análisis estructurado sobre los elementos esenciales para una correcta estimación. En este caso podemos asegurar que la tasa de descuento es nuestra tasa de capital, la cual debe estar ajustada al riesgo, y es en ese sentido que el siguiente apartado se encargará de calcular, mediante uso de elementos estadísticos y de proposiciones financieras, cada componente necesario para cumplir con este objetivo. Para terminar finalmente, con la utilización de la fórmula de Costo Promedio Ponderado del Capital (W.A.C.C. en sus siglas en ingles) - que no es más que el promedio del costo de la deuda y del costo patrimonial multiplicado por la estructura de financiamiento, este último visto en el capítulo cuarto incluyendo además el beneficio tributario - llegar al valor de la empresa. Todo esto es equivalente al cálculo de los componentes del capital ubicados en “los reglones que aparecen en el lado derecho del balance de una empresa”¹⁴

Fórmula W.A.C.C.;

$$K_{WACC} = K_p * \left(\frac{P}{V}\right) + K_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

Donde K_p es el costo de capital; que a su vez lo podríamos definir como la tasa que exigen los accionistas; K_b el costo de la deuda a valor de mercado o intereses, $(1 - t_c)$ la proporción que captura el beneficio tributario y por último $\left(\frac{P}{V}\right)$ y $\left(\frac{B}{V}\right)$, que representa la estructura de financiamiento a largo plazo de la sociedad bajo estudio.

5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

El Beta patrimonial de una empresa con deuda se puede explicar mediante el cálculo de lo que se denomina como beta de la acción, el cual puede ser estimado mediante una

¹⁴ Besley 2001

regresión lineal simple, midiendo la variación del precio de la acción (variable dependiente) contra la variación del mercado (variable independiente y proxy), todo esto necesariamente por encima de la tasa libre de riesgo y cuya diferencia es el beta o volatilidad, lo que en última línea es un proxy del nivel de riesgo de la empresa.

Al ser comparado con un proxy del mercado esta beta captura el riesgo en su totalidad, entiendo por esto, el riesgo asociado a la operación y el financiero ¹⁵.

El modelo utilizado es:

$$R_{acción} = \alpha + \beta_{acción} R_{mercado} + \varepsilon$$

Donde $R_{acción}$ es igual al retorno promedio semanal de la acción de Liverpool, $R_{mercado}$ es el retorno promedio del mercado o proxy representado por el índice bursátil de la Bolsa de México, α representa la Covarianza de la acción con su proxy y β es el producto de α sobre la varianza del proxy.

Finalmente, mediante la construcción de la regresión lineal simple antes mencionada, obtuvimos el beta de la acción de El Puerto de Liverpool, con los precios de su serie LIVEPOL C-1 tomados desde Yahoo Finance, con una frecuencia semanal y utilizando dos años de retornos para cada período, llegando al siguiente resultado:

Resultados Reg. Lineal	2016	2017	2018 3Q
Beta de acción	0,64	1,39	1,37
P-Value	0,0	0,0	0,0
Presencia Bursátil	100%	100%	100%

Tabla 17 Resultados de Regresión Lineal de Liverpool S.A.

El P-value para todos los periodos estimados es igual a cero, razón por la cual rechazamos la hipótesis nula, que es que el beta es igual a cero y concluimos que el beta de la acción al cierre del 3Q del 2018 es 1,37.

¹⁵ Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 6

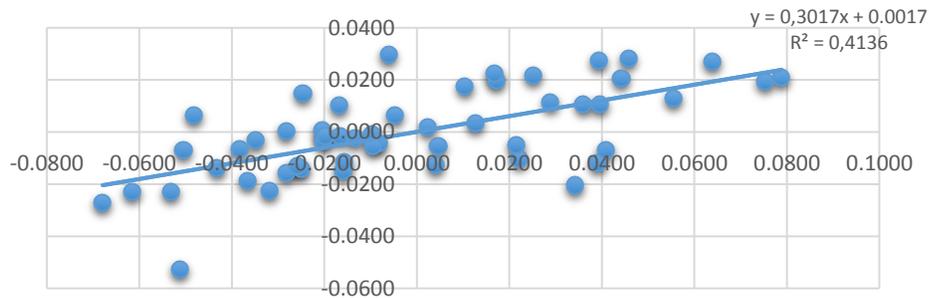


Ilustración 18 Gráfico de Distribución Liverpool S.A.

5.2 Estimación del Costo de Capital

Estimaremos el K_p como el costo de patrimonial visto en ecuación del WACC, para lo cual primero debemos calcular, mediante la fórmula de CAPM, el premio que obtiene los accionistas por tomar riesgo.

El modelo CAPM, cuyo origen se encuentra en un modelo de valorización de activos elaborada en el año 1960 por W. F. Shapiro ¹⁶, cuya idea central es que; en equilibrio el mercado premia a quien toma más riesgo y los inversionistas toman posiciones en equilibrio con el rendimiento y riesgo, todo esto medido en la Línea del Mercado de Capitales.

$$K_p = r_f + \beta^{c/d} * PRM$$

Dado esto necesitaremos primero calcular del $\beta^{c/d}$, incluir el r_f , que es la tasa libre de riesgo y el PRM que es la prima por riesgo de mercado que entrega el mercado al accionista.

¹⁶ W.F. Shapiro 1964

Los datos utilizados para esta estimación son;

- a. (r_f) Tasa Libre de Riesgo; Bono Tasa Fija 10 años 7,5 %
Fuente; Utilizamos la tasa que paga el Banco Central de México por sus bonos emitidos a 10 años en pesos.
- b. (T) Impuesto Corporativo; 30 % a largo plazo y 25% tasa efectiva (promedio años 2016 y 2017)
- c. (PRM) Prima por Riesgo de Mercado; 7,42%
Fuente; Damodaran, a Julio de 2018
- d. (k_b) Costo de la Deuda; Bono Liverpool Serie 17 en pesos, YTM 9,05%
Utilizamos el último Bono emitido y con mayor vencimiento, ya que este es el mejor proxy del costo de endeudarse de Liverpool, identificamos la tasa actual del mercado, elemento que sirve para estimar cual es valor de mercado en caso de prepago de su deuda. Fuente; Thomson Reuters Eikon 08-Jan-2019
- e. (β_b) Beta de la Deuda, calculada a través de CAPM, utilizamos para esto la tasa de mercado de la deuda y la PRM, donde podemos despejar la incógnita y llegar al riesgo financiero de la deuda de Liverpool.

$$K_b = r_f + PRM * \beta_d$$

$$9,05\% = 7,5\% + 7,42\% * \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{9,05\% - 7,5\%}{7,42\%}$$

$$\beta_d = 0,21$$

f. $(\beta p^{C/D})$ Beta Patrimonial con deuda 1,37 ¹⁷

g. $(\beta p^{S/D})$ Beta Patrimonial sin deuda es calculado mediante la fórmula de Rubinstein de 1973, la cual es un derivado de fórmula de Hamada de 1969, con lo cual se busca incorporar el riesgo de la deuda o para explicarlo de otra manera, permite ajustar a riesgo la tasa de capital que calcularemos posteriormente, utilizando ahora el beta patrimonial de una empresa con riesgosa.

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} \left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - \beta_b (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$$1,37 = \beta^{s/d} [1 + (1 - 25\%) 17,85\%] - 0,21 (1 - 25\%) 17,85\%$$

$$\beta^{s/d} = \frac{\beta^{c/d} + \beta_b (1 - tc) \frac{B}{P}}{\left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right]}$$

$$\beta^{s/d} = \frac{1,37 + 0,21 * (1 - 25\%) * 17,85\%}{[1 + (1 - 25\%) * 17,85\%]}$$

$$\beta^{s/d} = \frac{1,4}{1,135}$$

$$\beta^{s/d} = 1,23$$

¹⁷ Ver sección 5.1

- h. (β^p objetivo $^{C/D}$) Beta Patrimonial con deuda, utilizando la estructura de capital objetivo y tasa de impuesto a largo plazo, volviendo a apalancar la misma fórmula de Rubinstein, estructura vista en el capítulo cuarto.

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} \left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - \beta_b (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$$\beta^{c/d} = 1,23 [1 + (1 - 30\%) 17,85\%] - 0,21 (1 - 30\%) 17,85\%$$

$$\beta^{c/d} = 1,35$$

Finalmente, ahora tenemos los componentes para calcular (k_p) Costo Patrimonial utilizando CAPM;

$$K_p = r_f + \beta^{c/d} * PRM$$

$$K_p = 7,5\% + 1,35 * 7,42\%$$

$$K_p = 17,5\%$$

Y como consecuencia de lo anterior, volvemos a la primera ecuación del costo de capital (k_0), a través de la fórmula WACC, con la estructura de deuda objetivo y tasa de impuesto largo plazo, y así llegamos al objetivo final de este capítulo;

$$K_{WACC} = K_p * \left(\frac{P}{V} \right) + K_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V} \right)$$

$$K_{WACC} = 17,5\% * (84,9\%) + 9,05\% * (1 - 30\%) * (15,1\%)$$

$$K_{WACC} = 15,7 \%$$

CAPITULO 6. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

En este apartado llevaremos a la práctica lo definido en el primer capítulo, sin embargo, antes de empezar es necesario definir la mecánica del método y cuáles son las métricas que componen cada ratio y los grupos que a su vez los congrega.

La mayoría de las siguientes ratios tienen por objetivo intermedio llegar a determinar el EV (Enterprise Value) o el capital bursátil, luego con esa cifra poder valorar la empresa bajo análisis.

La métrica antes mencionada, es muy utilizada para el proceso de valoración de empresas ya que podemos resumir, en un solo número, el valor que tendría una empresa según el mercado y para lo cual también la podríamos definir como el precio que un accionista podría pagar por tener el dominio de una sociedad.

Esta definición es fácilmente observable si miramos la siguiente fórmula que se desprende de un Balance de una empresa:

$$EV = (\text{Precio}_{\text{Acción}} \times \text{Número}_{\text{Acción}}^{18}) + \text{Deuda a Valor de Mercado} - \text{Caja}$$

Fórmula original de balance de una sociedad es:

$$EV + \text{Caja} = \text{Capital Bursátil} + \text{Deuda a Valor de Mercado}$$

Con todo así es necesario definir que el EV, en sus componentes, toma elementos cuya valorización por separado es posible obtenerla desde fuentes externas, es decir a valor de mercado, sobre todo si son empresas que transan en algún mercado financiero. En base a esto debemos destacar como limitación en el cálculo de nuestra tesis, el ocupar

¹⁸ Capitalización Bursátil

la deuda a valor libro (contable) y no a valor de mercado, sobre todo debido a que Liverpool tiene el 90% de su deuda representada en Bonos, los cuales se transan actualmente en el mercado secundario y por lo cual su valor de liquidación cambia constantemente, sin embargo estimamos que el efecto inmediato es una sobrevaloración de la deuda y en consecuencia un menor de valor estimado de la acción de Liverpool.

De igual forma podemos avanzar con una estimación, y con ratios de la industria, poder calcular el Patrimonio Económico (a valor de mercado) en base a múltiplos, para lo cual utilizaremos la formula anterior:

$$\text{Capital Búrsatil} = EV + Caja - \text{Deuda a Valor de Mercado}$$

Con esto definido pasaremos a explicar los tipos de múltiplos y cada razón que la componen:

1. Múltiplos de Ganancias: A través de la magnitud de beneficios o ganancias trataremos de determinar el valor de la empresa, la cual es determina a una utilidad por acción, a la utilidad antes de intereses e impuesto (Ebit) o antes de intereses, impuesto y depreciación (Ebitda)

- a. PER (Price Earning Ratio), la que podríamos definir como la herramienta más utilizada en la bolsa y se calcula dividiendo el capital bursátil por el beneficio de una empresa, también se puede calcular dividiendo el precio de la acción por el beneficio por acción, esta razón calcula directamente el precio de una acción a través de reemplazar y una de sus principales críticas es la utilización del numerador a valor de mercado y el denominador a valor contable.

$$PER = \frac{\text{Precio Acción}}{\text{Utilidad por Accion}}$$

- b. EV to EBITDA; es un ratio que estandariza el cálculo del valor de una empresa independiente de la estructura de financiamiento e impuestos, debido a que considera los beneficios generados por la operación de una sociedad, sobre el valor de mercado de esta.

$$EV \text{ to } EBITDA = \frac{EV}{EBITDA}$$

- c. EV to EBIT; la única diferencia con respecto al anterior ratio es que el EBIT considera la depreciación como un gasto inalienable de los activos y en tal sentido es un ratio que es un poco más profundo de que el anterior y su magnitud menor por lo mismo.

$$EV \text{ to } EBIT = \frac{EV}{EBIT}$$

2. Múltiplos de Valor Libro: a diferencia del anterior, este grupo informa a través de razones cual es la relación entre sus valores de mercado (EV) y su valor contable.

- a. PBV (Price to Book Equity); ratio que permite reflejar la relación entre el valor contable del patrimonio y el de mercado, es una ratio comparable y permitiría estimar si hay alguna sociedad cuya valorización esté sobrevalorada o no.

$$PBV = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Patrimonio Contable}}$$

- b. EV to Book; en este ratio utilizamos la deuda a valor de mercado en el numerador y la deuda a valor contable en el denominador, por la limitación antes mencionada en esta tesis el valor de la deuda es una sola, la contable. El resultado es encontrar una razón comparable para contrarrestar con la industria.

$$EV\ to\ Book = \frac{Capital\ Bursátil + Deuda\ Mercado}{Patrimonio\ Contable + Deuda\ Contable}$$

- 3. Múltiplo de Ingresos:** mediante los ingresos acumulados de la sociedad permite valorizar una sociedad con respecto a su tamaño esperado, con respecto a los indicadores de este tipo de múltiplos;

- a. PS (Price to Sales): Es el resultado de dividir el capital bursátil sobre las ventas de una sociedad, este es un indicador medible contra la industria y contra empresas similares. Una de las críticas de esta ratio y del siguiente es que las ventas, por sí solo, no son un indicador que pueda ser utilizada de forma individual para valorar una empresa, debido a que las normas contables que pueden o no, diferir el momento de reconocimiento y las mermas vinculadas a las mismas.

$$PS = \frac{Capital\ Bursátil}{Ingresos}$$

- a. VS (EV to Sales): Es el resultado de dividir el EV sobre las ventas de una sociedad, este es un indicador medible contra la industria y contra empresas similares.

$$VS = \frac{EV}{Ingresos}$$

6.1 Valores de La Industria

La elección de las empresas comparables considera negocios, tamaño y ubicación geográfica, para lo cual la tabla siguiente contiene la información de cada empresa, la que luego nos entregará los múltiplos de la industria. La sociedad Palacio, Liverpool y Sanborns representan en su conjunto el 69 % del market share, de la cual solo Liverpool tiene el 46%, con lo que podemos definir a esta sociedad como la líder del mercado. Estas tres sociedades tienen presencia a nivel nacional y tienen como fuente principal de sus ingresos el comercio de Tiendas por Departamento. Falabella líder también del mercado en Chile posee presencia internacional de su marca homónima. Las cifras de esta última no consideran su negocio bancario y su principal ingreso está relacionado al comercio minorista en tiendas por departamento y servicios financieros. Los datos financieros de esta sociedad están expresados en pesos mexicanos a los tipos de cambio \$CL/Usd \$ 680,91 y \$ 625,54, para septiembre del 2018 y 2017 respectivamente, y a \$Mex/Usd \$ 18,72 y \$18,15 para el mismo periodo.

La siguiente ilustración pretende mostrar la magnitud de tamaño, en base a el EBITDA, de las empresas comparables;

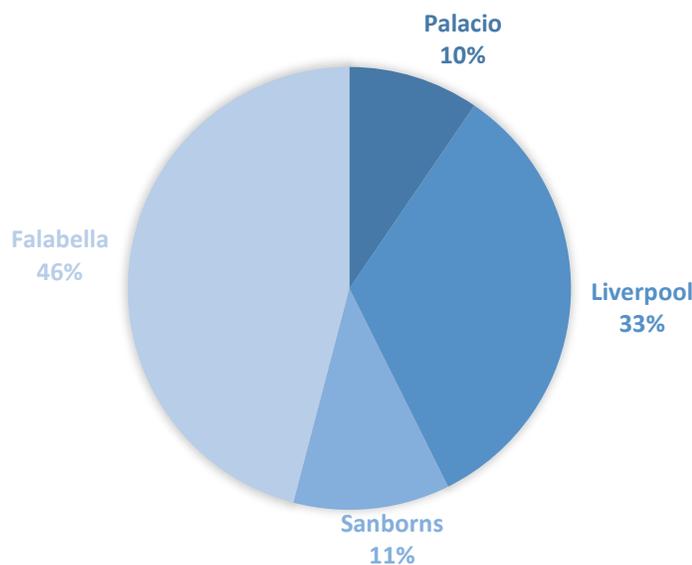


Ilustración 19 Ebitda al 3Q de 2018

Una vez analizado la magnitud de tamaño, ahora podemos calcular cada ratio con la información financiera disponible ¹⁹, utilizando la formulas mencionado anteriormente, con lo cual presentamos la siguiente tabla con las razones definidas en el punto anterior.

MÚLTIPLOS	RATIOS	Palacio		Liverpool		Sanborns		Falabella	
		2017 3Q	2018 3Q	2017 3Q	2018 3Q	2017 3Q	2018 3Q	2017 3Q	2018 3Q
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	36,7	14,9	156,4	98,3	21,3	21,1	45,8	41,1
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	14,7	8,8	22,4	19,6	12,1	11,3	36,9	34,3
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	25,5	12,1	28,7	25,1	15,7	15,1	37,9	35,2
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,2	1,0	2,4	2,0	1,6	1,3	3,1	2,7
	VALUE TO BOOK RATIO	1,1	1,0	2,0	1,8	1,6	1,3	2,2	2,0
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,0	1,0	2,5	2,2	1,4	1,2	2,8	2,4
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,4	1,2	2,9	2,5	1,4	1,2	3,4	3,1

Tabla 20 Ratios de la Industria

Los promedios de los años 2018 y 2017, que sirven para el para objetivo final, serán utilizadas en base a su media armónica, ya que según Pablo Fernández ²⁰, produce menos errores que su media aritmética;

RESUMEN DE MULTIPLOS	2017 3Q	2018 3Q	Promedio	Media Armónica
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	65,04	43,83	54,44	52,37
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	21,50	18,46	19,98	19,86
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	26,94	21,90	24,42	24,16
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,08	1,77	1,92	1,91
VALUE TO BOOK RATIO	1,72	1,52	1,62	1,61
PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,96	1,70	1,83	1,82
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,28	2,00	2,14	2,13

Tabla 21 Promedio de Ratios

¹⁹ Ver Capítulo 2

²⁰ Pablo Fernandez, Capítulo 26 Utilidad y Limitaciones de las Valoraciones por Múltiplos

6.2 Indicadores de El Puerto de Liverpool

La siguiente información está relacionada a la presentación de los Estados Financieros intermedios presentados al 3Q del año 2018, y a continuación presentamos un resumen de su análisis razonado a ese periodo. Las ventas crecen un 8,2% con respecto al último trimestre del 2017 y un 12,3% con el acumulado, el Ebitda aumento de forma acumulada un 9,8% con respecto al año anterior. La utilidad por acción se incrementa un 32% desde el año pasado. El Valor Libro del Patrimonio contiene MM\$ 88.203 de utilidades acumuladas y de MM\$ 3.374 de capital social, el resto es atribuible a ajuste y reservas. El Valor Libro de la Empresa es el equivalente a la formula del EV con los datos contable; es decir; los MM\$ 118.857 se componen de MM\$ 93.432 del Patrimonio Contable, más Deuda MM\$ 31.396 (a valor libro) y menos caja MM\$ 5.971. La Deuda de Liverpool ha disminuido en un 13% con respecto al año anterior, esto debido al prepago de MM\$ 1.000 de un crédito de BINVEX liquidado en marzo del 2018.

LIVERPOOL	2018 MM \$ (a septiembre)
UTILIDAD POR ACCIÓN	4,2
EBITDA	10.946
EBIT	8.516
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	93.432
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	118.857
VENTAS POR ACCIÓN	65
VENTAS	87.140
ACCIONES EN CIRCULACION	1.342.196.100
DEUDA	31.396
CAJA	5.971

Tabla 22 Datos Financieros de Liverpool S.A.

6.3 Valoración Económica por Múltiplos

El resultado de la aplicación de múltiplos ²¹, dio como resultado un precio acción \$ 142,1 en base a este método, la cual si es comparado con el precio cotizado al 30 de septiembre de 2018 de \$ 140,06, lo que equivale un 1,5% sobre el precio de mercado.

Tal cual fue informado al inicio de este apartado los distintos ratios utilizados permitieron, en base a un promedio de industria, armar ecuaciones las cuales derivaron en obtener el precio directo de un valor de acción, como en el caso de PER, y otros al cálculo del EV y/o del Patrimonio económico, este último equivalente al capital bursátil estimado en base a razones de la industria.

El resumen de estos cálculos se presenta a continuación:

MÚLTIPLOS MM\$	EV (*)	Patrimonio Económico (**)	Precio (***)
PRICE-EARNING RATIO			219,96
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA	217.393	191.969	143,03
ENTERPRISE VALUE TO EBIT	205.741	180.316	134,34
PRICE TO BOOK EQUITY		178.510	133,00
VALUE TO BOOK RATIO	195.562	170.137	126,76
PRICE TO SALES RATIO		158.632	118,19
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO	185.734	160.309	119,44
Promedio	201.107	172.272	142,10

Tabla 23 Estimación del Precio de la Acción mediante Múltiplos

²¹ Ver Anexo "Detalle por Múltiplo"

CONCLUSION

La estructura y fuente de financiamiento son vitales para el crecimiento de la compañía y además otorgan a Liverpool un espacio de maniobra superior a la competencia, que sin lugar a duda mantendrá a esta compañía como líder del sector.

Es importante mencionar que la situación de México, decima quinta economía global, pasa por una perspectiva pesimista, sin embargo, el desarrollo a nivel mundial de ecommerce hace prever una transformación completa del negocio de Tiendas por Departamentos, sobre la cual Liverpool mantiene su buen perfil debido a su posición de líder en el mercado.

Cabe destacar que las proyecciones de ingresos consideran un escenario menos auspicioso que otros años, lo que representa un mayor desafío para Liverpool y que refleja lo dinámico de la economía global y a la interconexión de la economía global.

El método de Múltiplos es mucho más directo que otros y recoge índices a una fecha determinadas, la cual en forma excepcional nos entrega casi el valor exacto del precio de mercado de \$ 142, un 1,5% sobre el valor al 30 de septiembre de 2019.

BIBLIOGRAFIA

Besley (2001)

Bodie y Merton (2003) Finanzas

Estados Financieros El Puerto de Liverpool 2018 3Q

Fernández, Pablo (2017) Métodos de Valorización de Empresas

Maquieria, Carlos (2010) Finanzas Corporativa

Memoria El Puerto de Liverpool 2014

Memoria El Puerto de Liverpool 2015

Memoria El Puerto de Liverpool 2016

Memoria El Puerto de Liverpool 2017

ANEXO

Detalle por Múltiplos:

1. PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)

Precio de la Acción / Utilidad por Acción = PE

Precio de la Acción = 52,37 Múltiplo x 4.2 Liverpool

Precio de la Acción = **219,96**

2. ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)

EV / Ebitda = EV to Ebitda

EV = 19,86 Múltiplo x 10.946 Liverpool

EV = **217.388**

Patrimonio Económico = EV – Deuda + Caja

Patrimonio Económico = 217.388 – 31.396 Liverpool + 5.971 Liverpool

Patrimonio Económico = **191.963**

Precio de la Acción= Patrimonio / Acciones en Circulación

Precio de la Acción= 191.963 / 1.342.196.100

Precio de la Acción= **143,03**

3. ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)

EV / Ebit = EV to Ebit

EV = 24,16 Múltiplo x 8.516 Liverpool

EV = **205.747**

Patrimonio Económico = EV – Deuda + Caja

Patrimonio Económico = 205.747 – 31.396 Liverpool + 5.971 Liverpool

Patrimonio Económico = **180.322**

Precio de la Acción= Patrimonio Económico / Acciones en Circulación

Precio de la Acción= 180.322 / 1.342.196.100 Liverpool

Precio de la Acción= **134,34**

4. PRICE TO BOOK EQUITY (PBV) (Market Value of Equity/Book Value of Equity)

Capital Bursátil / Capital Contable = PBV

Capital Bursátil = 1,91 Múltiplo x 93.432 Liverpool

Capital Bursátil = **178.455**

Donde; **Capital Bursátil = Patrimonio Económico**

Precio de la Acción= Patrimonio / Acciones en Circulación

Precio de la Acción= 178.455/ 1.342.196.100 Liverpool

Precio de la Acción= **133**

5. VALUE TO BOOK RATIO (Market Value of Equity + Market Value of Debt) / (Book Value of Equity + Book Value of Debt)

(Patrimonio Económico + Deuda) / (Patrimonio Contable + Deuda) = Value To Book Ratio

(Patrimonio Económico + Deuda) = Value To Book Ratio x (Patrimonio Contable + Deuda)

(Patrimonio Económico + Deuda) = 1,61 Múltiplo x (93.432 Liverpool + 31.396 Liverpool)

(Patrimonio Económico + Deuda) = 200.973

EV = 200.973 – Caja

EV = 200.973 – 5.971 Liverpool

EV = **195.002**

Patrimonio Económico = EV – Deuda + Caja

Patrimonio Económico = 195.002 – 31.396 Liverpool + 5.971 Liverpool

Patrimonio Económico = **169.577**

Precio de la Acción= Patrimonio Económico / Acciones en Circulación

Precio de la Acción= 169.577 / 1.342.196.100 Liverpool

Precio de la Acción= **126,76**

6. PRICE TO SALES RATIO (PS) (Market Value of Equity) /Revenues)

Donde; **Capital Bursátil = Patrimonio Económico**

Patrimonio Económico / Ingresos = PS

Patrimonio Económico = PS x Ingresos

Patrimonio Económico = 1,82 Múltiplo x 87.140 Liverpool

Patrimonio Económico = **158.595**

Precio de la Acción= Patrimonio Económico / Acciones en Circulación

Precio de la Acción= 158.595 / 1.342.196.100 Liverpool

Precio de la Acción= **118,19**

7. ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS) ((Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues)

EV = Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash

EV / Ingresos = VS

EV = VS x Ingresos

EV = 2,13 Múltiplo x 87.140 Liverpool

EV = **185.608**

Donde; **Capital Bursátil = Patrimonio Económico**

Patrimonio Económico = EV – Deuda + Caja

Patrimonio Económico = 185.608 – 31.396 Liverpool + 5.971 Liverpool

Patrimonio Económico = **160.183**

Precio de la Acción= Patrimonio Económico / Acciones en Circulación

Precio de la Acción= 160.183 / 1.342.196.100 Liverpool

Precio de la Acción= **119,44**