



# **PRESENTACION DE UNA VALORACION DE EL PUERTO DE LIVERPOOL**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Silvia Laura Tarazi  
Profesor Guía: Mauricio Jara**

**Santiago, Abril 2016**

## **DEDICATORIA**

Quisiera dedicar este trabajo, y el título que éste conlleva, a mis papás.

A mi papá, Eduardo Miguel Tarazi, quien siempre me ayudó con el estudio, quien se sentó por horas al lado mío para explicarme si no entendía algo, quien me acompañó a lo largo de toda mi carrera de pregrado y quien aún hoy, con las limitaciones por las que pueda estar pasando, sigue siempre a mi lado y demostrándome la importancia de la perseverancia y el esfuerzo. A mi papá quien nunca se ha rendido, incluso en las peores circunstancias de la vida.

A mi mamá, Silvia Margarita Bustamante, quien siempre me apoyó y estuvo a mi lado, siendo quien siempre se ha encargado de cuidarnos y de solucionarnos las cosas para que nos podamos abocar a nuestro estudio/trabajo.

## AGRADECIMIENTOS

Este trabajo es fruto del apoyo de muchas personas.

Me gustaría agradecerles nuevamente a mis papás, que sin ellos seguramente todo habría sido distinto para mí.

A mi hermana mayor de mi corazón, Claudia Benavente Araya, quien siempre está ahí para lo que necesite, mi apoyo incondicional, mi mejor amiga, y probablemente la persona quien me enseñó qué era un Magister en Finanzas.

A mis padres adoptivos, quienes me brindaron apoyo, me cuidaron y acompañaron mientras estaba en Chile.

Finalmente quisiera agradecer a mi novio, quien estuvo conmigo mientras escribía este trabajo y fue quien me apoyó y ayudó en todo lo que tuvo a su alcance.

## Tabla de contenido

DEDICATORIA.....	2
AGRADECIMIENTOS.....	3
RESUMEN EJECUTIVO.....	6
VALORIZACIÓN DEL PUERTO DE LIVERPOOL:.....	7
1. Metodología:.....	7
Método de Flujo de Caja Descontados:.....	7
2. Descripción de la Empresa e Industria:.....	7
Regulación:.....	10
Tipo de Operación:.....	10
Filiales:.....	12
Clase de acción:.....	13
Accionistas mayoritarios:.....	13
Descripción de la industria:.....	14
3. Descripción del Financiamiento de la Empresa:.....	15
4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa:.....	16
Estructura de Capital Objetivo:.....	17
5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa y Costo de Capital de la Empresa:.....	18
1. Costo de la Deuda.....	18
2. Beta de la Deuda.....	19
3. Beta de la Acción.....	19
4. Beta Patrimonial Sin Deuda.....	19
5. Beta Patrimonial Con deuda.....	20
6. Costo Patrimonial.....	20
7. Costo de Capital.....	20
6. Análisis Operacional del Negocio e Industria:.....	21
Análisis de crecimiento:.....	21

<i>Análisis de Costos de Operación:</i> .....	21
<i>Análisis de Cuentas no operacionales</i> .....	23
<i>Análisis de Activos</i> .....	23
7. <i>Proyección de EERR:</i> .....	26
<i>Proyección de Ingresos de Operación</i> .....	26
<i>Proyección de Costos de Operación:</i> .....	28
<i>Proyección Resultado No Operacional:</i> .....	30
8. <i>Proyección de Flujos de Caja Libre:</i> .....	32
<i>Inversión de Reposición</i> .....	34
<i>Estimación de Nuevas Inversiones</i> .....	35
<i>Inversión en capital de trabajo:</i> .....	37
<i>Deuda financiera de la empresa al 30 de Junio de 2015.</i> .....	38
<i>FCL proyectado</i> .....	38
9. <i>Valoración económica del precio de la acción en base al método de flujos de caja descontados</i> .....	39
11. <i>Conclusiones:</i> .....	44
ANEXOS:.....	46
<i>Bibliografía:</i> .....	64
<i>Información de Respaldo:</i> .....	58

## RESUMEN EJECUTIVO

Se comienza cobertura del Puerto de Liverpool SAB de CV con un precio estimado de \$164,27 pesos mexicanos por acción. Se puede considerar que el precio actual está por arriba del esperado ya que el precio de la acción en bolsa es de \$181,54. Sin embargo, considerando los supuestos conservadores tomados al momento de valorar esta empresa, es de esperar que su valor sea considerablemente superior al calculado, pues se toman hipótesis de mínimas en las que no se considera tasa de crecimiento a perpetuidad y los ingresos proyectados para los próximos años no tienen en cuenta ciertas comunicaciones de expansión de la empresa, particularmente en lo que hace a un aumento del número de las tiendas Fabricas de Francia, la cual posee menores requerimientos de Capex que las tiendas Liverpool y crecimientos del EBITDA de dos dígitos que debería llevar a una mayor acumulación de caja en su balance. De concretarse esta expansión debieran de aumentar considerablemente sus ingresos y rentabilidad, aumentando su participación de mercado, con el riesgo subyacente sobre el management de la empresa para que pueda aprovechar esta oportunidad.

Incluso bajo hipótesis de mínima cabe destacar que esta empresa se encuentra en franco crecimiento y está muy metida en el mercado del retail mexicano, con un market-share considerable, por lo que se espera que la misma continúe como referente de retail en México sin mayores esfuerzos y continúe expandiéndose y ganando mercado en los años venideros.

# VALORIZACIÓN DEL PUERTO DE LIVERPOOL:

## 1. Metodología:

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 fondos<sup>1</sup>. 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 comparables

Para desarrollar esta valoración se ocupó el Método de Flujo de Caja Descontados . A continuación se explicará en qué consiste.

### *Método de Flujo 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.

---

<sup>1</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

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.<sup>2</sup>

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, éste 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.

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.

---

<sup>2</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.



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.

## **2. Descripción de la Empresa e Industria:**

La empresa El Puerto de Liverpool S.A.B. DE C.V. (LIVEPOL) , es una empresa que se dedica al comercio minorista, a servicios financieros y al negocio inmobiliario.

### ***Regulación:***

El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V. es una Compañía tenedora de acciones de empresas subsidiarias y afiliadas y cuenta con una base de activos productivos para sus diferentes operaciones. La Compañía es independiente y no pertenece a ningún grupo corporativo. Controladora: PULISA Sub-controladora: OPELISA

A su vez, el conjunto de actividades de la Compañía está sometido al régimen general de la Ley del Impuesto sobre la Renta, la Ley del Impuesto al Valor Agregado, la Ley del Impuesto Especial sobre Producción y Servicios; así como, a lo dispuesto por la Ley General de Sociedades Mercantiles, la Ley del Mercado de Valores y en materia de importación a la Ley Aduanera y a otras leyes y reglamentos aplicables a su operación. La Compañía no está sujeta a ningún régimen fiscal especial

### ***Tipo de Operación:***

El Puerto de Liverpool, S. A. B. de C. V. y sus compañías subsidiarias operan una cadena de tiendas departamentales, fundada en 1847, que vende una amplia variedad de productos como ropa y accesorios para caballero, damas y niños, artículos para el hogar, muebles, cosméticos y otros productos de consumo. La Compañía se encuentra

inscrita en la Bolsa Mexicana de Valores y tiene una importante presencia en el Distrito Federal y en 30 estados de la República Mexicana.

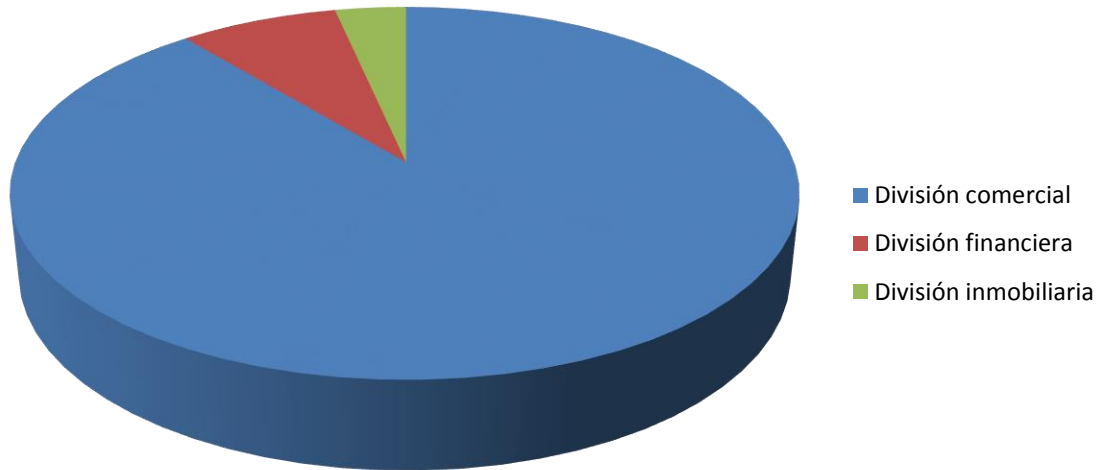
Al 31 de diciembre de 2014 la Compañía operaba un total de 101 tiendas departamentales, 77 con el nombre de Liverpool, 24 con el nombre de Fábricas de Francia, además de 5 Duty Free y 61 boutiques especializadas. En 2014 iniciaron operaciones cinco nuevas tiendas, tres con el formato Liverpool y dos con el formato Fábricas de Francia así como 35 boutiques especializadas

Adicionalmente, la Compañía administra, es socia, accionista o copropietaria en centros comerciales y mantiene participación en 24 de ellos con el nombre “Galerías”, mediante los cuales arrienda espacios comerciales a inquilinos dedicados a una amplia variedad de negocios.

La Compañía otorga financiamiento a sus clientes a través de la “Tarjeta de Crédito Liverpool”, con la cual los clientes pueden comprar exclusivamente en las tiendas de la Compañía. Adicionalmente la Compañía opera la tarjeta de crédito “Liverpool Premium Card (LPC)”, con la cual los tarjetahabientes pueden adquirir bienes y servicios tanto en las tiendas y boutiques de la cadena como en cualquiera de los establecimientos afiliados mundialmente al sistema VISA. Durante 2011 la Compañía inició la operación de una tercera tarjeta de crédito denominada “Galerías Fashion Card”, la cual es muy similar en su operación a la LPC.

Adicionalmente, la Compañía administra, es socia, accionista o copropietaria en centros comerciales y mantiene participación en 24 de ellos con el nombre “Galerías”, mediante los cuales arrienda espacios comerciales a inquilinos dedicados a una amplia variedad de negocios.

## El Puerto de Liverpool



### *Filiales:*

La firma posee 77 tiendas Liverpool, ubicadas en 45 ciudades distintas, todas dentro de México. Son tiendas que apuntan al segmento socioeconómico medio-alto, en donde venden indumentaria de diferentes marcas, electrodomésticos, electrónica, muebles, cosméticos y accesorios, tanto para hombres como para mujeres y niños. Asimismo la tienda presta servicios de crédito a sus clientes, mediante el uso de la Liverpool Premium Card (mediante la cual se pueden adquirir bienes y servicios tanto en sus establecimientos como en establecimientos asociados a VISA y mediante la tarjeta de crédito DILISA mediante la cual pueden comprar sólo en sus almacenes. Adicionalmente, la Compañía administra, es socia, accionista o copropietaria en centros comerciales y mantiene participación en 24 de ellos con el nombre “Galerías”, mediante los cuales arrienda espacios comerciales a inquilinos dedicados a una amplia variedad de negocios. Cabe destacar que esta firma tiene además varios locales stand alone, como por ejemplo los de Banana Republic, GAP, AEROPOSTALE, IBM, entre otros.

***Clase de acción:***

Existen dos clases de acciones. Las acciones de tipo 1 (con derecho a voto) y las acciones de tipo C-1 (sin derecho a voto)

\* El 85.29% del capital social está representado por 1,144,750,000 acciones de la serie 1 con derecho a voto \* El 14.71% del capital social está representado por 197,446,100 acciones de la serie C-1 sin derecho a voto Total de acciones en circulación: 1,342,196,100

No existen acciones preferentes.

Las acciones se transan en la BMV (Bolsa Mexicana de Valores)

***Accionistas mayoritarios:***

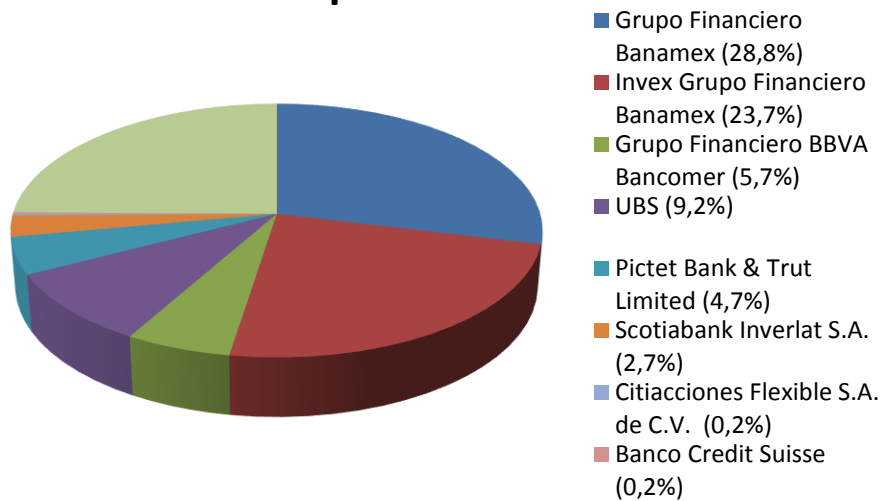
Aproximadamente el 75% del total de las acciones está en manos de los miembros de la familia fundadora (Maximino Michel, Max David, Enrique Bremond and Miguel Guichard), mientras que el 10% perteneces a Roberto Hernandez y Alfredo Harp. En un segundo ofrecimiento en 2010, el Sr Harp y el Sr Hernandez redujeron su participación y vendieron acciones por U\$S 350 millones a inversores, incrementando la flotación desde el 8% al 15%. La oferta secundaria le permitió a Liverpool estar listada en el índice del IPC de México en 2011. Las acciones de Liverpool operan alrededor de 6 millones diarios promedio.

La base accionaria de la compañía se divide de la siguiente forma:

- BANCO NACIONAL DE MÉXICO, S.A., GRUPO FINANCIERO BANAMEX
- BANCO INVEX, S.A., INVEX GRUPO FINANCIERO
- UBS—ZURICH
- BANCO NACIONAL DE MÉXICO, S.A., GRUPO FINANCIERO BANAMEX
- BANCO INVEX, S.A., INVEX GRUPO FINANCIERO
- BBVA BANCOMER SERVICIOS, S.A.
- PICTET BANK & TRUST LIMITED

- SCOTIABANK INVERLAT S.A.
- CITIACCIONES FLEXIBLE, S.A. DE C.V.
- BANCO CREDIT SUISSE (MÉXICO) S.A.
- OTROS

### Participación accionaria



#### *Descripción de la industria:*

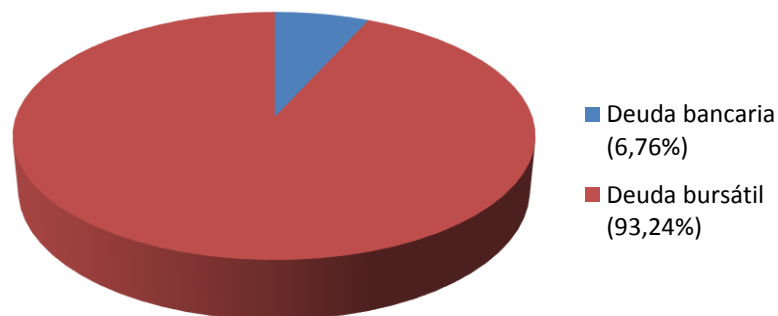
La competencia para la Compañía es muy diversa y depende en mayor o menor medida de la línea de productos que se considere, la localización geográfica del almacén de que se trate y el nivel de ingresos de la clientela potencial. En términos generales, el segmento del mercado al que primordialmente sirve la Compañía, también es atendido por otras tiendas departamentales y por algunas cadenas de tiendas de autoservicio, con presencia nacional o regional y por un número ilimitado de comercios independientes y tiendas especializadas que tienen un área de influencia local. La competencia principal se concentra en los establecimientos de la Zona Metropolitana del Distrito Federal y está representada por los almacenes de El Palacio de Hierro, Sears y Suburbia, principalmente; así como, algunos almacenes de autoservicio para algunos productos en particular.

Es una empresa de retail de gran tamaño, comparable con Falabella S.A.I.C., Ripley, tiendas Paris o Cencosud en Chile.

### 3. Descripción del Financiamiento de la Empresa:

El financiamiento de la empresa se realiza mediante deuda financiera y deuda bancaria.

#### Financiamiento del Puerto de Liverpool



Debido a que la deuda bursátil es la que tiene mayor peso dentro del financiamiento de la empresa, en el Anexo se incluye un detalle de cada bono que la conforman.

#### 4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa:

A partir de la información de la información enviada por la empresa a la BMV, se puede obtener el *Estado Financiero de la Compañía*, desde el 2011 al 30 de junio de 2015, expresado en millones de pesos mexicanos, el cual se encuentra en los anexos de este trabajo.

No se realizó una conversión de los valores en pesos mexicanos a U.F. debido a que no se utilizan las unidades de fomento en México.

Por otro parte se calculó la **Deuda Financiera**, en millones de pesos mexicanos, para la Compañía. En las tablas siguientes se indica el año 2015 con un asterisco para indicar que se toma sólo hasta el 30 de junio del citado año

	2011	2012	2013	2014	2015*
<b>Préstamos que devengan intereses (corrientes)</b>	-	-	-	-	-
<b>Otros Préstamos Financieros (corrientes)</b>	-	-	-	-	-
<b>Préstamos que devengan intereses (no corrientes)</b>	\$ 8.921	\$ 12.921	\$ 8.921	\$ 13.343	\$ 13.627
<b>Otro Pasivos Financieros (no corriente)</b>	-	-	-	-	-
<b>DEUDA FINANCIERA</b>	\$ 8.921	\$ 12.921	\$ 8.921	\$ 13.343	\$ 13.627



Se calculó también el **Patrimonio Económico**, en millones de pesos mexicanos:

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015*</b>
Número de acciones clase 1	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000
Número de acciones clase C-1	197.446.100	197.446.100	197.446.100	197.446.100	197.446.100
Número de acciones totales	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100
Valor de acciones clase 1	\$0,094	\$0,118	\$0,145	\$0,155	\$0,175
Valor de acciones clase C-1	\$0,094	\$0,119	\$0,146	\$0,156	\$0,175
Valor total de las acciones	\$126.166.433	\$158.576.586	\$194.815.881	\$208.237.842	\$234.884.317

A partir de los promedios de los ratios históricos de pasivos, activos y patrimonio, se calculó la *Estructura de Capital Objetivo*:

.	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015*</b>	<b>E. Objetivo</b>
Razón endeudamiento de la empresa (B/V)	0,407	0,418	0,422	0,394	0,379	0,404
Razón patrimonio de la empresa (P/V)	0,593	0,582	0,578	0,606	0,621	0,596
Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P)	0,688	0,718	0,732	0,651	0,610	0,680

## 5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa y Costo de Capital de la Empresa:

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Beta de la Acción</b>	0,298	0,172	0,671	1,036	0,701
<b>p-value (significancia)</b>	0,046	0,118	4,032E-06	1,323E-05	1,587E-04
<b>Presencia Bursátil (%)</b>	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Bursatilidad</b>	Alta	Alta	Alta	Alta	Alta

*En México la forma de evaluar a las emisoras no es precisamente por presencia bursátil sino por bursatilidad. En el caso de Liverpool su presencia bursátil de acuerdo a los parámetros chilenos sería de 100% ya que se considera que una empresa operó cuando por lo menos se opera un lote, es decir 100 títulos para una acción menor a 100 pesos y 5 títulos para una acción con valor mayor a 200 pesos, y Liverpool operó mínimo un lote todos los días en los períodos enero-diciembre de 2011-2015. En relación a la bursatilidad, la forma de medir es a través de una fórmula que tiene la bolsa que está compuesta no solamente por el volumen operado sino también por el número de operaciones de la emisora. Una vez realizado el cálculo les asignan una categoría que puede ser: baja, media o alta bursatilidad. En el caso de Liverpool está catalogada como Alta.*

A continuación se procedió al cálculo del WACC de la compañía, para lo cual se utilizó como Prima de riesgo de mercado 7,55% (dato obtenido de la página del profesor Aswarth Damodaran, para Enero 2015) y como tasa libre de riesgo 5,9 (valor obtenido del precio de un bono a 10 años del Estado Mexicano).

### 1. Costo de la Deuda ( $k_b$ )

Se buscó en Bloomberg la última YTM registrada a Junio de 2015, del bono de más largo plazo que tenía la empresa, pero lo que no se encontró, se utilizó la tasa de colocación del último bono colocado por la empresa de largo plazo. El último bono colocado es uno nominado en dólares, cuya tasa de colocación fue de 3,95% en dólares, al cual sumándole la tasa libre de riesgo, que se estima para el 2015 en 345 puntos base (Dato obtenido de <http://www.datosmacro.com/prima-riesgo/mexico#riskus> como la diferencia entre el bono a 10 años de México y el bono a 10 años de EEUU, 5,90% - 2,44%), queda en **7,41%**.

## 2. Beta de la Deuda ( $\beta_b$ )

Mediante CAPM tenemos que:

$$\begin{aligned}k_b &= r_f + PRM \times \beta_d \\0,074 &= 0,059 + 0,076 \times \beta_d \\ \beta_d &= 0,2\end{aligned}$$

## 3. Beta de la Acción ( $\beta_p^{C/D}$ )

El beta de la acción se calculó a partir de métodos gráficos, mediante un análisis de tendencia de un gráfico de dispersión de los retornos de Liverpool en función de los retornos de la MEXBOL, desde julio 2014 a fines de junio de 2015 dio que el beta de la acción para esa fecha es de **0,701**.

## 4. Beta Patrimonial Sin Deuda ( $\beta_p^{S/D}$ )

Para el cálculo del beta patrimonial sin deuda, se desapalancó el beta de la acción a Junio de 2015, con la estructura de capital del año 2015.

Para desapalancar el beta de la acción a Junio de 2015, se necesita de la estructura de capital para ese año, la cual fue **B/V = 0,379 ; P/V = 0,621 ; B/P = 0,610**

$$\begin{aligned}\beta_p^{C/D} &= \beta_p^{S/D} \times \left[ 1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right] - \beta_d \times (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \\0,701 &= \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 0,27) \times 0,610] - 0,2 \times (1 - 0,27) \times 0,610 \\ \beta_p^{S/D} &= 0,546\end{aligned}$$

### 5. Beta Patrimonial Con deuda ( $\beta_p^{C/D}$ )

Para calcular el beta patrimonial con deuda se lo debió apalancar con la estructura de capital objetivo de 0,688

$$\beta_p^{C/D} = 0,535 \times [1 + (1 - 0,27) \times 0,680] - 0,2 \times (1 - 0,27) \times 0,680$$

$$\beta_p^{C/D} = \mathbf{0,718}$$

### 6. Costo Patrimonial ( $k_p$ )

Se estimó la tasa de costo patrimonial a partir del modelo de CAPM y del resultado obtenido para el beta apalancado para el capital objetivo de la empresa.

$$k_p = r_f + PRM \times \beta_p^{C/D}$$

$$k_p = 0,059 + 0,076 \times 0,718$$

$$k_p = \mathbf{0,113}$$

### 7. Costo de Capital ( $k_0$ )

Para el cálculo del costo de capital de la empresa se utilizó el modelo del WACC obtenemos el costo de capital de la empresa.

$$k_{wacc} = k_p \frac{P}{V} + k_b(1 - t_c) \frac{B}{V}$$

$$k_{wacc} = 0,113 \times 0,404 + 0,074 \times (1 - 0,27) \times 0,596$$

$$k_{wacc} = \mathbf{0,078}$$

## 6. Análisis Operacional del Negocio e Industria:

### *Análisis de crecimiento:*

A partir de los datos históricos recopilados de los EEFF de los años 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 (hasta el 30 de junio), expresados en millones de pesos mexicanos, se pudo determinar las siguientes tasas de crecimiento interanuales:

Millones de pesos mxn	2011	2012	2013	2014	2015*
Ingresos totales	58.657	66.247	74.105	81.027	39.049
Ingresos División Comercial	52.348	58.778	65.716	72.123	33.144
Ingresos División Inmobiliaria	1.731	2.116	2.580	2.735	1.575
Ingresos División Crédito	4.577	5.353	5.810	6.170	4.330

	Crec. interanual 11-12	Crec. interanual 12-13	Crec. interanual 13-14	Crec. interanual 14-15 (estimado)
Ingresos totales	12,94%	11,86%	9,34%	-3,62%
Ingresos División Comercial	12,28%	11,80%	9,75%	-8,09%
Ingresos División Inmobiliaria	22,23%	21,92%	6,00%	15,20%
Ingresos División Crédito	16,94%	8,53%	6,20%	40,36%

### *Análisis de Costos de Operación:*

Los costos operativos directamente relacionados con la generación de ingresos por arrendamiento de las propiedades de inversión se integran como se muestra a continuación:

Miles de pesos mxn	30 DE JUNIO 2015	2014
<b>SUELDOS Y SALARIOS</b>	\$ 29.326	\$ 28.019
<b>PUBLICIDAD</b>	\$ 67.095	\$ 54.376
<b>PREDIAL Y AGUA</b>	\$ 33.360	\$ 28.927
<b>ENERGÍA ELÉCTRICA</b>	\$ 3.879	\$ 3.351
<b>SERVICIOS CONTRATADOS</b>	\$ 2.781	\$ 3.416
<b>OTROS GASTOS</b>	\$ 3.401	\$ 2.326
<b>GASTOS DE VIAJE</b>	\$ 1.769	\$ 1.545
<b>ALQUILER DE EQUIPO</b>	\$ 1.271	\$ 1.315
<b>REPARACION Y MANTENIMIENTO</b>	\$ 280.817	\$ 213.982
<b>TOTAL</b>	\$ 423.699	\$ 337.257

El costo de ventas y los gastos de administración se integran como se muestra a continuación, expresados en millones de pesos mexicanos

Mn de pesos mxn	30 de junio de 2015	30 de junio de 2014
<b>Costo de mercancía</b>	\$22.057	\$20.187
<b>Costo de distribución y logístico</b>	\$715	\$638
<b>Remuneraciones y Beneficios al personal</b>	\$4.792	\$4.212
<b>Servicios contratados</b>	\$1.650	\$1.303
<b>Depreciaciones y amortizaciones</b>	\$1.095	\$934
<b>Reparaciones y mantenimiento</b>	\$867	\$687
<b>Provisión de deterioro</b>	\$1.045	\$1.159

<b>de cartera de créditos</b>		
<b>Arrendamientos</b>	\$433	\$373
<b>Energía eléctrica y suministros</b>	\$347	\$395
<b>Otros</b>	\$1.569	\$1.358
<b>Total</b>	\$34.569	\$31.247

#### *Análisis de Cuentas no operacionales*

Otros ingresos y gastos, en millones de pesos mexicanos:

<b>Mn de pesos mxn</b>	<b>31 de marzo 2015</b>	<b>31 de marzo 2014</b>
<b>Recuperaciones de proveedores</b>	\$6,494	\$3,278
<b>Comisiones por uso de tarjeta visa</b>	\$18,024	\$18,300
<b>Comisiones ticketmaster</b>	\$4,187	\$2,101
<b>Recuperación de publicidad</b>	\$4,836	\$4,100
<b>Renta de unidades logísticas</b>	\$6,812	\$6,424
<b>Exceso en provisión ISR</b>	-	\$8,198
<b>Ganancia en venta de activo fijo</b>	-	\$38,751
<b>Otros menores</b>	\$27,288	-
<b>Total otros ingresos</b>	\$67,641	\$81,151

#### *Análisis de Activos*

A continuación se listan los activos de la empresa clasificándolos como operacionales y no operacionales:

<b>ACTIVOS CIRCULANTES</b>	<b>Operacional</b>
<b>EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFFECTIVO</b>	Operacional
<b>INVERSIONES A CORTO PLAZO</b>	Operacional
<b>CLIENTES (NETO)</b>	Operacional
<b>OTRAS CUENTAS POR COBRAR (NETO)</b>	Operacional
<b>INVENTARIOS</b>	Operacional
<b>ACTIVOS BIOLÓGICOS CIRCULANTES</b>	Operacional
<b>OTROS ACTIVOS CIRCULANTES</b>	Operacional
<b>ACTIVOS NO CIRCULANTES</b>	
<b>CUENTAS POR COBRAR (NETO)</b>	Operacional
<b>INVERSIONES</b>	Operacional
<b>PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO (NETO)</b>	No Operacional
<b>PROPIEDADES DE INVERSIÓN</b>	No Operacional
<b>ACTIVOS INTANGIBLES (NETO)</b>	No Operacional
<b>ACTIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS</b>	Operacional
<b>OTROS ACTIVOS NO CIRCULANTES</b>	No Operacional

Propiedades de inversión: Las propiedades de inversión son aquellos bienes inmuebles (terrenos y edificios) que se mantiene para obtener beneficios económicos a través del cobro de rentas o para obtener el incremento en su valor y se valúan inicialmente al costo, incluyendo los costos de la transacción, después del reconocimiento inicial, las propiedades de inversión se continúan valuando a su costo menos depreciación y pérdidas por deterioro acumuladas, en su caso. La compañía es propietaria de centros comerciales en los que mantiene tiendas propias y locales comerciales arrendados a terceros. En estos casos, solo la porción arrendada a terceros se considera propiedades de inversión y las tiendas propias se reconocen como propiedades, mobiliario y equipo, en el estado de posición financiera.



Propiedades, mobiliario y equipo: Las partidas de propiedades, mobiliario y equipo se reconocen al costo menos su depreciación acumulada y pérdidas por deterioro. El costo incluye los gastos directamente atribuibles a la adquisición de estos activos y todos los gastos relacionados con la ubicación del activo en el lugar y en las condiciones necesarias para que pueda operar de la forma prevista por la administración. El costo incluye para los activos clasificable los costos de préstamos capitalizados de acuerdo con las políticas de la compañía

La depreciación se calcula con base en el método de línea recta para distribuir su costo a su valor residual durante sus vidas útiles económicas estimadas como sigue:

Edificios: Obra gris: 75 años; Obra negra: 75 años; Instalaciones fijas y accesorios: 35 años.

## 7. Proyección de EERR:

### *Proyección de Ingresos de Operación*

Para poder hacer el cálculo de la proyección de crecimiento se buscó primero el valor del PIB desde 2011 al 2015 (al 30 de junio de dicho año) y se calculó la variación año a año, luego se buscó lo mismo para los valores del ANTAD (asumiendo que las tiendas departamentales y Liverpool se comportaría como ellas) A partir de los valores históricos de ingresos se buscaron los porcentajes de crecimiento de cada año de Liverpool. Con todos estos datos, se buscó la relación de crecimiento de Liverpool y del PIB, luego se buscaron los datos de la tasa de crecimiento estimada del PIB para los años 2015-2019 y se los ajusto por le promedio de la razón que representa Liverpool sobre el PIB para ajustar las estimaciones del crecimiento de esta. Los valores de crecimiento estimados de Liverpool obtenidos fueron los siguientes:

	<b>ANTAD</b>	<b>LIVERPOOL</b>	<b>PIB</b>	<b>LIVEPOL/PIB</b>
<b>Crec. interanual 11-12</b>	5	8,96%	4,02%	222,98%
<b>Crec. interanual 12-13</b>	0,1	7,33%	1,39%	527,32%
<b>Crec. interanual 13-14</b>	0,9	-4,32%	2,14%	-201,92%
<b>Crec. interanual 14-15 (estimado)</b>	4	5,48%	0,42%	1305,21%
<b>PROMEDIOS</b>	2,5	4,4%		463,40%

Se observa que el crecimiento de Liverpool se encuentra aproximadamente un 2% arriba del crecimiento del ANTAD (Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicios y Departamentales), Liverpool ha crecido a una razón 4,6 veces mayor que lo que ha crecido el PIB cada año, en promedio.

A partir de estos datos y de los datos obtenidos de los PIB proyectados para los próximos años, se puede inferir:

<b>Crecimiento estimado</b>	<b>PIB</b>	<b>LIVEPOL</b>
<b>2015</b>	3,20%	7,80%
<b>2016</b>	3,50%	8,10%
<b>2017</b>	3,80%	8,40%
<b>2018</b>	5,00%	9,60%
<b>2019</b>	5,00%	9,60%

Teniendo en cuenta que Liverpool actualmente representa el 50% del market-share del mercado de retails actual, que Almacenes de Francia representa un EBITDA del 26% de las ventas mientras que Liverpool lo hace en un 19%, y que planean la apertura de 55 tiendas de Almacenes de Francia para los próximos cinco años sumado a que quizás la mayor competencia de Liverpool es actualmente Sears, la cual actualmente está en un proceso de reforma de sus establecimientos, por lo que espera remodelar más de 50 tiendas en los próximos años lo que implica que deberá cerrar las mismas por lo menos 6 meses a cada una, se espera que eso sea beneficio para Liverpool ya que obtendrá un market-share aún mayor. Asimismo, se espera un aumento de los valores de los alquileres de los locales en centros comerciales, ya que el valor del m2 se encuentra bastante por debajo de los valores promedios de Latam, aumentando así los ingresos del sector inmobiliario de la empresa y considerando que el 85% de las compras que se realizan en el sector retail se hacen con tarjetas de crédito y que la tarjeta de Liverpool es la tarjeta de crédito no bancaria más utilizada, siendo la tercera incluyendo a las tarjetas bancarias, podemos corregir estos valores obteniendo los siguientes:

<b>Crecimiento estimado</b>	<b>División Comercial</b>	<b>División Inmobiliaria</b>	<b>División Crédito</b>
<b>2015</b>	9,20%	19,10%	8,40%
<b>2016</b>	7,70%	6,20%	9,80%
<b>2017</b>	7,50%	8,30%	13,60%
<b>2018</b>	7,00%	8,20%	16,40%
<b>2019</b>	7,00%	8,10%	16,20%

	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Ingresos totales	81.027	88.703	95.625	103.272	111.331	120.062
Ingresos División Comercial	72.123	78.758	84.822	91.184	97.567	104.397
Ingresos División Inmobiliaria	2.735	3.257	3.459	3.746	4.053	4.381
Ingresos División Crédito	6.170	6.688	7.344	8.342	9.711	11.284

***Proyección de Costos de Operación:***

Al momento de analizar los costos operativos se espera que los de Liverpool aumenten debido a que las importaciones son realizadas en dólares americanos y el peso mexicano presenta gran debilidad frente al mismo y mas pensando que el 50% de los bienes importados están directamente o indirectamente expuestos a las fluctuaciones del dólar. De hecho, los precios de Liverpool en bienes importados comprados directamente aumentaron aproximadamente de un 18% en Agosto 2015 y los precios de los bienes comprados a través de proveedores locales aumentó aproximadamente un 10% (y se espera que se incrementen un 8% aproximadamente durante el primer trimestre del 2016).

<b>Mn pesos mexicanos</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015*</b>
<b>Ingresos de Explotación</b>	<b>58.656</b>	<b>66.247</b>	<b>74.105</b>	<b>81.027</b>	<b>39.049</b>
<b>Var % Ingresos</b>		12,9%	11,9%	9,3%	-51,8%
<b>Costos de Explotación (Menos)</b>	<b>-34.933</b>	<b>-39.527</b>	<b>-44.134</b>	<b>-48.194</b>	<b>-22.772</b>
<b>Costos de Explotación/Ingresos</b>	-60%	-60%	-60%	-59%	-58%
<b>Costos s/n Depreciación</b>	-33.650	-38.064	-42.434	-46.284	-21.677
<b>Costos / Ingresos</b>	-57,4%	-57,5%	-57,3%	-57,1%	-55,5%
<b>Activo fijo inicial</b>		32.422	40.354	45.082	48.100
<b>Depreciación</b>	<b>1.283</b>	<b>1.463</b>	<b>1.700</b>	<b>1.910</b>	<b>1.095</b>
<b>Inversión AF</b>		9.395	6.428	4.928	1.888
<b>Activo fijo final</b>	32.422	40.354	45.082	48.100	48.894
<b>Activo fijo medio</b>	32.422	36.388	42.718	46.591	48.497
<b>Depreciación/activo fijo medio</b>	3,96%	4,02%	3,98%	4,10%	2,26%
<b>Inversión/Ingresos</b>		14%	9%	6%	5%
<b>Costo explotación</b>	<b>-34.933</b>	<b>-39.527</b>	<b>-44.134</b>	<b>-48.194</b>	<b>-22.772</b>
<b>Gastos Administración y Ventas (Menos)</b>	<b>-14.701</b>	<b>-16.757</b>	<b>-19.431</b>	<b>-21.906</b>	<b>-11.798</b>
<b>% Gastos / Ingresos</b>	-25,1%	-25,3%	-26,2%	-27,0%	-30,2%

Para el cálculo de los costos proyectados lo que se hizo fue, primero que nada se tomo un promedio de los valores históricos del ratio Costos/Ingresos, el mismo dio aproximadamente 56,9%, valor que se uso para todos los años sucesivos, este valor se utilizó para estimar los Costos sin Depreciación esperados. Luego se tomaron los valores de Activo inicial y final para cada año para poder calcular el activo medio (promedio de ambos), se cálculo el promedio del ratio histórico de Depreciación/Activo fijo, el cual se utilizó para calcular la depreciación año a año. Por otro lado, se hizo un promedio de los ratios históricos de Inversión/Ingresos para utilizarlo en los años futuros para proyectar los activos finales y poder así calcular las depreciaciones para esos años.

Mn pesos mexicanos	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Ingresos de Explotación</b>	<b>88.703</b>	<b>95.625</b>	<b>103.272</b>	<b>111.331</b>	<b>120.062</b>	<b>120.062</b>
<b>Var % Ingresos</b>	9,5%	7,8%	8,0%	7,8%	7,8%	0,0%
<b>Costos de Explotación (Menos)</b>	<b>-52.614</b>	<b>-56.719</b>	<b>-61.255</b>	<b>-66.035</b>	<b>-71.214</b>	<b>-71.214</b>
<b>Costos de Explotación/Ingresos</b>	-59,3%	-59,3%	-59,3%	-59,3%	-59,3%	-59,3%
<b>Costos s/n Depreciación</b>	-50.511	-54.453	-58.808	-63.396	-68.368	-68.368
<b>Costos / Ingresos</b>	-56,9%	-56,9%	-56,9%	-56,9%	-56,9%	-56,9%
<b>Activo fijo inicial</b>	48.894	52.971	57.347	62.067	67.146	72.613
<b>Depreciación</b>	<b>2.078</b>	<b>2.251</b>	<b>2.436</b>	<b>2.636</b>	<b>2.852</b>	<b>2.931</b>
<b>Inversión AF</b>	<b>5.987</b>	<b>6.455</b>	<b>6.971</b>	<b>7.515</b>	<b>8.104</b>	<b>1.257</b>
<b>Activo fijo final</b>	52.971	57.347	62.067	67.146	72.613	71.019
<b>Activo fijo medio</b>	50.932	55.159	59.707	64.606	69.879	71.816
<b>Depreciación/activo fijo medio</b>	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
<b>Inversión/Ingresos</b>	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
<b>Costo explotación</b>	<b>-52.590</b>	<b>-56.704</b>	<b>-61.244</b>	<b>-66.033</b>	<b>-71.220</b>	<b>-71.299</b>
<b>Gastos Administración y Ventas (Menos)</b>	<b>-22.977</b>	<b>-24.770</b>	<b>-26.751</b>	<b>-28.838</b>	<b>-31.100</b>	<b>-31.100</b>
<b>% Gtos / Ingresos</b>	-25,9%	-25,9%	-25,9%	-25,9%	-25,9%	-25,9%

***Proyección Resultado No Operacional:***

A partir de los datos calculados anteriormente tenemos que:

Mn pesos mexicanos	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>10.927</b>	<b>13.136</b>	<b>14.151</b>	<b>15.277</b>	<b>16.459</b>	<b>17.742</b>	<b>17.663</b>
<b>% Margen</b>	13,5%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,7%

Se realizó el cálculo del pago de impuestos

Mn pesos mexicanos	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>10.800</b>	<b>13.126</b>	<b>14.269</b>	<b>15.696</b>	<b>17.118</b>	<b>18.597</b>	<b>18.629</b>
<b>Impuesto a la renta (menos)</b>	-2.797	-3.474	-3.777	-4.154	-4.531	-4.922	-4.931
<b>% Impuesto</b>	26%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%

Finalmente se obtuvo el Margen Neto

Mn pesos mexicanos	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	<b>8.003</b>	<b>9.652</b>	<b>10.493</b>	<b>11.542</b>	<b>12.587</b>	<b>13.675</b>	<b>13.699</b>

Con lo que, juntando todos los datos, se obtiene:

<b>Mn pesos mexicanos</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
<b>Ingresos de Explotación</b>	<b>81.027</b>	<b>88.703</b>	<b>95.625</b>	<b>103.272</b>	<b>111.331</b>	<b>120.062</b>	<b>120.062</b>
<b>Var % Ingresos</b>	9,3%	9,5%	7,8%	8,0%	7,8%	7,8%	0,0%
<b>Costos de Explotación (Menos)</b>	<b>-48.194</b>	<b>-52.614</b>	<b>-56.719</b>	<b>-61.255</b>	<b>-66.035</b>	<b>-71.214</b>	<b>-71.214</b>
<b>Costos de Explotación/Ingresos</b>	-59%	-59,3%	-59,3%	-59,3%	-59,3%	-59,3%	-59,3%
<b>Costos s/n Depreciación</b>	-46.284	-50.511	-54.453	-58.808	-63.396	-68.368	-68.368
<b>Costos / Ingresos</b>	-57,1%	-56,9%	-56,9%	-56,9%	-56,9%	-56,9%	-56,9%
<b>Activo fijo inicial</b>	45.082	48.894	52.971	57.347	62.067	67.146	72.613
<b>Depreciación</b>	<b>1.910</b>	<b>2.078</b>	<b>2.251</b>	<b>2.436</b>	<b>2.636</b>	<b>2.852</b>	<b>2.931</b>
<b>Inversión AF</b>	4.928	<b>5.987</b>	<b>6.455</b>	<b>6.971</b>	<b>7.515</b>	<b>8.104</b>	<b>1.257</b>
<b>Activo fijo final</b>	48.100	52.971	57.347	62.067	67.146	72.613	71.019
<b>Activo fijo medio</b>	46.591	50.932	55.159	59.707	64.606	69.879	71.816
<b>Depreciación/activo fijo medio</b>	4,10%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
<b>Inversión/Ingresos</b>	6%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
<b>Costo explotación</b>	<b>-48.194</b>	<b>-52.590</b>	<b>-56.704</b>	<b>-61.244</b>	<b>-66.033</b>	<b>-71.220</b>	<b>-71.299</b>
<b>Gastos Administración y Ventas (Menos)</b>	<b>-21.906</b>	<b>-22.977</b>	<b>-24.770</b>	<b>-26.751</b>	<b>-28.838</b>	<b>-31.100</b>	<b>-31.100</b>
<b>% Gtos / Ingresos</b>	-27,0%	-25,9%	-25,9%	-25,9%	-25,9%	-25,9%	-25,9%
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>10.927</b>	<b>13.136</b>	<b>14.151</b>	<b>15.277</b>	<b>16.459</b>	<b>17.742</b>	<b>17.663</b>
<b>% Margen</b>	13,5%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,7%
<b>Ingresos Financieros</b>	202	263	283	306	330	356	356



<b>Ingresos Financieros/ingresos</b>	0,25%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
<b>Utilidad Inversión Emp. Relacionadas</b>	496	431	431	431	435	435	435
<b>Otros Ingresos Fuera de Explotación</b>	186	332	357	386	416	449	449
<b>%Otros ingresos fuera de explot/ingresos</b>	0,23%	0,37%	0,37%	0,37%	0,37%	0,37%	0,37%
<b>Perdida Inversión Emp.Relac. (Menos)</b>							
<b>Amortiz. Menor Valor Inversiones (Menos)</b>							
<b>Gastos Financieros (Menos)</b>	<b>-1.165</b>	-1.028	-945	-696	-514	-376	-265
<b>Otros Egresos Fuera Explotación (Menos)</b>							
<b>Corrección Monetaria</b>							
<b>Diferencias de Cambio</b>	-85	-86	-86	-86	-86	-86	-86
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	<b>-365</b>	<b>-88</b>	<b>41</b>	<b>341</b>	<b>581</b>	<b>778</b>	<b>889</b>
<b>Valuación coberturas de flujo de efectivo</b>	164	72	72	72	72	72	72
<b>Pérdidas actuariales de pasivos laborales</b>	75	6	6	6	6	6	6
<b>RESULTADO ANTES IMPUESTO A LA RENTA</b>	<b>10.800</b>	<b>13.126</b>	<b>14.269</b>	<b>15.696</b>	<b>17.118</b>	<b>18.597</b>	<b>18.629</b>
<b>Impuesto a la Renta (Menos)</b>	-2.797	-3.474	-3.777	-4.154	-4.531	-4.922	-4.931
<b>% Impuesto</b>	26%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	<b>8.003</b>	<b>9.652</b>	<b>10.493</b>	<b>11.542</b>	<b>12.587</b>	<b>13.675</b>	<b>13.699</b>

## 8. Proyección de Flujos de Caja Libre:

Se realizó un ajuste sobre el EERR proyectado de Excel, mediante los siguientes supuestos de crecimiento de ingresos:

<b>Crecimiento estimado</b>	<b>División Comercial</b>	<b>División Inmobiliaria</b>	<b>División Crédito</b>
<b>2015</b>	9,20%	19,10%	8,40%
<b>2016</b>	7,70%	6,20%	9,80%
<b>2017</b>	7,50%	8,30%	13,60%
<b>2018</b>	7,00%	8,20%	16,40%
<b>2019</b>	7,00%	8,10%	16,20%

### *Inversión de Reposición*

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015*</b>
<b>Inversiones permanente</b>	3.752	5.284	3.803	2.680	1.657
<b>inversión en reposición</b>		4.111	2.625	2.249	231
<b>Ingresos totales</b>	58.657	66.247	74.105	81.027	39.049
<b>% Inversiones permanentes/Ingresos totales</b>	6,40%	7,98%	5,13%	3,31%	4,24%
<b>Promedio</b>	5,70%				

Se considera como inversiones permanentes a las Inversiones en valores bursátiles o en otros bienes o derechos de propiedad en cartera, pero no destinados para su venta y por lo tanto, excluidos de la clasificación del activo circulante; son conocidas también como inversiones a largo plazo.

A partir de estos valores podemos estimar las inversiones permanentes venideras como un porcentaje, en este caso el promedio de los últimos años, multiplicada por los ingresos proyectados para los próximos años, y la inversión de reposición como la

diferencia entre los ingresos en activos fijos proyectados en el EERR menos la inversión permanente.

	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
<b>Inversiones permanente</b>	5.058,64	5.453,38	5.889,50	6.349,05	6.846,98	-
<b>inversión en reposición</b>	929	1.001	1.081	1.166	1.257	1.257
<b>Ingresos totales</b>	88.703	95.625	103.272	111.331	120.062	120.062

#### *Estimación de Nuevas Inversiones*

La inversión en Activo Fijo se calculó como un 10% que la inversión en el año 2014

<b>Mn pesos mexicanos</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
<b>Ingresos de Explotacion</b>	<b>81.027</b>	<b>88.703</b>	<b>95.625</b>	<b>103.272</b>	<b>111.331</b>	<b>120.062</b>	<b>120.062</b>
<b>Var % Ingresos</b>	9,3%	9,5%	7,8%	8,0%	7,8%	7,8%	0,0%
<b>Activo fijo inicial</b>	45.082	48.894	52.971	57.347	62.067	67.146	72.613
<b>Depreciación</b>	<b>1.910</b>	<b>2.078</b>	<b>2.251</b>	<b>2.436</b>	<b>2.636</b>	<b>2.852</b>	<b>2.931</b>
<b>Inversión AF</b>	4.928	<b>5.987</b>	<b>6.455</b>	<b>6.971</b>	<b>7.515</b>	<b>8.104</b>	<b>1.257</b>
<b>Activo fijo final</b>	48.100	52.971	57.347	62.067	67.146	72.613	71.019
<b>Activo fijo medio</b>	46.591	50.932	55.159	59.707	64.606	69.879	71.816
<b>Depreciación/activo fijo medio</b>	4,10%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
<b>Inversión/Ingresos</b>	6%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	

***Inversión en capital de trabajo:***

Partiendo de que el capital de trabajo es el activo corriente de una empresa menos el pasivo corriente de la misma, lo que nos da un valor estimado para el 2015 de 15.938 millones de pesos mexicanos aproximadamente.

Mn de pesos mexicanos	2011	2012	2013	2014	2015*
<b>Capital de Trabajo (CTON)</b>	11.774	13.242	10.312	12.062	11.342
<b>RCTON</b>	20,07%	19,99%	13,92%	14,89%	29,05%
<b>Promedio</b>	19,58%				

Para calcular el promedio se excluye el dato del año 2015 debido a que se aleja demasiado de la media por lo que se considera que en ese año el capital de trabajo necesario fue extraordinario y no responde a las necesidades habituales del negocio.

A partir del valor promedio calculado proyectamos el capital de trabajo para los años siguientes:

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
<b>Ingresos Totales</b>	88703	95625	103272	111331	120062
<b>Capital de Trabajo (CTON)</b>	17370	18725	20223	21801	23510

De acuerdo a lo estimado en el punto anterior podemos ver que el capital de trabajo estimado para el 2015 es de 17.370 millones de pesos mexicanos, de acuerdo a los EEFF presentados por la empresa al 30 de junio del 2015 podemos ver que para esa fecha su capital de trabajo era de 11.342 millones de pesos mexicanos, lo que significa que la misma tiene un déficit de capital de trabajo de 6.028 millones de pesos mexicanos aproximadamente.

Debido a que para las estimaciones de capital de trabajo se está utilizando el capital de trabajo operativo neto, tenemos que los activos prescindibles de la empresa al 30 de junio de 2015 son iguales que el valor en caja para ese período sumado a las inversiones a corto plazo: 4.596 millones de pesos aproximadamente.

**Deuda financiera de la empresa al 30 de Junio de 2015**

La deuda financiera de la empresa al 30 de junio de 2015 es:

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015*</b>
<b>Préstamos que devengan intereses (corrientes)</b>	-	-	-	-	-
<b>Otros Préstamos Financieros (corrientes)</b>	-	-	-	-	-
<b>Préstamos que devengan intereses (no corrientes)</b>	\$ 8.921	\$ 12.921	\$ 8.921	\$ 13.343	\$ 13.627
<b>Otro Pasivos Financieros (no corriente)</b>	-	-	-	-	-
<b>DEUDA FINANCIERA</b>	\$ 8.921	\$ 12.921	\$ 8.921	\$ 13.343	\$ 13.627

**FCL proyectado**

El flujo de caja permanente, tiene iguales ventas, ganancia, y flujo de caja bruto que el último año de la proyección (2019). Sin embargo, la Inversión en reposición es el 100% de la depreciación (siempre), y nuevas inversiones en activo fijo y capital de trabajo son cero (siempre).

## ***9. Valoración económica del precio de la acción en base al método de flujos de caja descontados***

A partir de la tasa de costo de capital, calculada anteriormente, de 0,0784 podemos calcular el valor de la empresa de la siguiente manera:

Primero calculamos el Flujo de caja libre para la empresa, cuidando primero que nada que nos den los valores de caja necesarios, en caso contrario se deberá tomar deuda para no quedar con caja negativa. Como se puede ver en el mismo la caja queda en todos los casos como positiva por lo que no es necesario tomar nueva deuda.

Millones de pesos de	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Resultado Operacional</b>	9.963	10.540	10.927	13.136	14.151	15.277	16.459	17.742	17.663
<b>+ Depreciación</b>	1.463	1.700	1.910	2.078	2.251	2.436	2.636	2.852	2.931
<b>= Flujo de caja operacional</b>	11.426	12.241	12.837	15.215	16.402	17.714	19.096	20.593	20.593
<b>- Inversiones</b>	(9.395)	(6.428)	(4.928)	(5.987)	(6.455)	(6.971)	(7.515)	(8.104)	(1.257)
<b>- Impuestos</b>	(2.751)	(2.698)	(2.797)	(3.474)	(3.777)	(4.154)	(4.531)	(4.922)	(4.931)
<b>- Inversión en Capital de trabajo</b>	(2.737)	(2.928)	87	(2.317)	(2.071)	(2.289)	(2.411)	0	0
<b>- Gastos financieros</b>	(985)	(1.089)	(1.165)	(1.028)	(945)	(696)	(514)	(376)	(265)
<b>- Amortización de deuda</b>	(985)	(1.089)	(7.176)	-	(3.715)	(2.455)	(2.035)	(1.394)	(1.394)
<b>- Dividendos pagados</b>	(899)	(2.590)	-	(658)	(1.679)	(1.847)	(2.014)	(2.188)	(2.192)
<b>+ Nueva Deuda</b>	4.000	2.011	4.422	283	0	0	0	0	0
<b>+ Aumentos de capital</b>									
<b>+ Ingresos financieros</b>	543	478	388	594	641	692	746	804	804
<b>+ Dividendos recibidos</b>	415	510	496	431	431	431	435	435	435
<b>Flujo no operacional</b>	(12.794)	(13.823)	(10.673)	(12.155)	(17.570)	(17.288)	(17.839)	(15.745)	(8.799)
<b>Flujo de caja total</b>	(1.368)	(1.582)	2.164	3.060	(1.168)	426	1.257	4.849	11.794
<b>Caja inicial</b>		2.910	1.618	5.891	4.596	3.428	3.854	5.111	9.960
<b>Caja final</b>	2.910	1.618	5.891	4.596	3.428	3.854	5.111	9.960	21.754



Una vez que comprobamos que no tendremos problemas de caja en el futuro procedemos al cálculo del flujo de caja necesario para la valorización:

	<b>2015e - 2015*</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Ganancia/perdida</b>	<b>8.657</b>	<b>14.151</b>	<b>15.277</b>	<b>16.459</b>	<b>17.742</b>
<b>Depreciacion</b>	984	2.251	2.436	2.636	2.852
<b>Amortizacion</b>	0	3.715	2.455	2.035	1.394
<b>Costos financieros</b>	547	945	696	514	376
<b>Diferencias de Cambio</b>	43	86	86	86	86
<b>Resultados por unidades de reajuste</b>					
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>10.231</b>	<b>21.148</b>	<b>20.951</b>	<b>21.731</b>	<b>22.450</b>
<b>Inversión en reposicion</b>	-698	-1.001	-1.081	-1.166	-1.257
<b>Inversión en Nuevo Activo Fijo</b>	-3.170	-5.453	-5.890	-6.349	-6.847
<b>Inversión en Capital de trabajo</b>	-2.317	-2.071	-2.289	-2.411	0
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>4.047</b>	<b>12.622</b>	<b>11.691</b>	<b>11.804</b>	<b>14.345</b>

Luego seguimos por el cálculo de los flujos de caja permanente:

	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>17.742</b>	<b>17.663</b>
<b>Depreciacion</b>	2.852	2.931
<b>Amortizacion</b>	1.394	1.394
<b>Costos financieros</b>	376	265
<b>Diferencias de cambio</b>	86	86
<b>Resultados por unidades de reajuste</b>	0	0
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>22.450</b>	<b>22.339</b>
<b>Inversion en Reposicion</b>	-1.257	-1.257
<b>Inversión en Nuevo Activo Fijo</b>	-6.847	0
<b>Inversión en Capital de trabajo</b>	0	0
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>14.345</b>	<b>21.082</b>

Siendo la fórmula de Valor Terminal:  $FCF (\text{del último año}) \times (1+g) / (k_c-g)$  y siendo  $g=0$ , tenemos que el Valor Terminal es de \$270.373 millones de pesos mexicanos

	2015e - 2015*	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Flujo de Caja Libre</b>	4.047	12.622	11.691	11.804	14.345	21.082
<b>Valor Terminal</b>					268.850	
<b>Flujo de Caja Libre + Valor Terminal</b>	4.047	12.622	11.691	11.804	283.196	21.082

La perpetuidad se toma en el año 2019 debido que al hacer la perpetuidad del año 2020 vendría a ser el valor presente al 2019 ya que al dividirla por  $(1+K_c)$  se está trayendo al presente, o sea año 2019. El valor del flujo del año 2019 es igual al flujo del año 2020 descontado a  $K_c$  que es perpetuidad. Por eso el flujo a descontar al 2019 es el flujo del 2019 más la perpetuidad del 2020.

<b>Valor Económico de los Activos</b>	<b>235.540</b>
<b>Exceso/Déficit de Capital de Trabajo</b>	-6028
<b>Activos Prescindibles</b>	4596
<b>Deuda financiera</b>	-13.627
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>220.481</b>

El valor económico de los activos se calcula como el FCF de cada año dividido por  $(1+K_C)$  elevado a la cantidad de tiempo que habría pasado respecto de junio de 2015 (ejemplo: 3,5-2,5-1,5-0,5 años) sumado al valor terminal de la empresa.

Haciendo los cálculos correspondientes llegamos a que el valor del Patrimonio Económico de la empresa es de 220.481 millones de pesos. Lo que significa un valor por acción de \$164,27 aproximadamente.

El valor actual de la acción es de \$181,54. Se puede esperar que esta diferencia se deba a que es una empresa con un crecimiento año a año bastante importante y que al momento de valorizar la empresa se hizo de cuenta que no tendrá crecimiento a perpetuidad.

## 10. Conclusiones:

Para el desarrollo de la valorización se utiliza el método de flujo de caja descontados. Al momento del desarrollo de los estados financieros esperados se realizan los mismos teniendo en cuenta los comportamientos históricos, pero siempre bajo hipótesis de mínima, en donde se prefiere no tomar en cuenta ciertos comunicados de expansión, rumores de compra de empresas de la competencia, negociaciones de compra de tiendas departamentales en otros países, compra de ciertos puntos estratégicos para la ampliación de su desarrollo inmobiliario.

Bajo todos estos supuestos de mínima se puede ver que el precio de la acción obtenida es inferior al que tiene la acción en la actualidad. El precio obtenido es de \$164,27 y el precio de mercado es de \$181,54.

Además hay que tener en cuenta que por motivos propios de este trabajo se solicitó tomar una tasa de crecimiento cero al momento del cálculo de la perpetuidad de la empresa, lo que hace que los valores obtenidos sean bajos comparativamente.

Si se considerara una tasa de crecimiento perpetua de un 4% (siendo que en los últimos años se ha mantenido siempre en tasas de crecimiento de dos dígitos aproximadamente) obtenemos un precio de la acción aproximadamente un 23% mayor.

En caso de que se considere o se tenga alguna información fidedigna sobre los planes de expansión o crecimiento de la compañía, se deben tener en cuenta ciertos factores de riesgo que pueden llegar a jugarle en contra a los planes de expansión:

- La ejecución de su estrategia de expandir las áreas de ventas, la empresa puede sufrir algunos problemas en su plan de implementación de la expansión de Fabricas de Francia por escasez en la demanda de los clientes por este formato de negocio o por una competencia de precios agresiva por parte de las empresas que ya compiten en este segmento.
- Ralentización de la economía que puede llevar a la pérdida de empleos y baja de consumo

- Deterioro de la calidad en los préstamos de crédito de consumo ya que gran parte de las cuentas de la compañía son pagadas por las tarjetas de crédito de la tienda.
- Volatilidad de la moneda extranjera o depreciación significativa del peso mexicano, hay que recordar que la empresa ha tomado créditos en dólares que no alcanzan a ser cubiertos del todo por instrumentos derivados, más aún en estos momentos en que las monedas emergentes se encuentran sufriendo de importantes depreciaciones.
- Ganancia de mercado por parte de las empresas internacionales de e-commerce.
- Aparición de nuevos jugadores o aumento de la competencia

## ANEXOS:

### *Estados consolidados de posición financiera:*

<b>Estados consolidados de posición financiera</b>					
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Activo</b>					
Activo circulante:					
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo</b>	2.566	2.910	1.618	5.891	4.596
<b>Cartera de créditos a corto plazo - Neto</b>	15.990	17.562	21.437	21.050	18.999
<b>Impuesto al valor agregado por recuperar</b>	919	995	1.043	1.087	2.607
<b>Impuesto sobre la renta a favor</b>	0	403	815	0	0
<b>Otras cuentas por cobrar - Neto</b>	851	920	597	731	
<b>Inventarios</b>	10.109	10.558	11.422	11.754	13.121
<b>Instrumentos financieros derivados</b>	503	0	8	0	0
<b>Pagos anticipados</b>	503	520	617	961	1.486
Total del activo circulante	30.938	33.868	37.557	41.474	39.883
<b>Activos no circulantes:</b>					
<b>Cartera de créditos a largo plazo - Neto</b>	4.768	6.390	6.745	7.645	8.045
<b>Otras cuentas por cobrar a largo plazo - Neto</b>	159	172	141	198	0
<b>Instrumentos financieros derivados</b>	240	318	312	800	1.068
<b>Inversión en</b>	3.569	4.007	4.617	5.028	5.449

acciones de asociadas					
<b>Intangibles - Neto</b>	927	1.504	1.794	2.069	2.111
<b>Propiedades de inversión - Neto</b>	10.103	12.360	14.234	15.641	15.718
<b>Propiedades, mobiliario y equipo - Neto</b>	22.319	26.491	29.054	30.390	31.065
<b>Beneficios a los empleados - Neto</b>	0	0	484	192	138
<b>Total</b>	<b>73.023</b>	<b>85.110</b>	<b>94.937</b>	<b>103.438</b>	<b>104.403</b>
Pasivo y Capital Contable					
Pasivo a corto plazo:					
<b>Proveedores</b>	9.584	10.288	11.454	12.950	14.094
<b>Provisiones</b>	1.392	1.502	1.283	1.906	2.181
<b>Ingresos diferidos</b>	1.339	1.480	1.541	1.625	1.658
<b>Acreedores</b>	4.145	4.447	5.189	5.161	6.012
<b>Préstamos de instituciones financieras</b>	0	0	2.011	0	0
<b>Emisión de certificados bursátiles</b>	0	0	4.000	0	0
<b>Impuesto sobre la renta por pagar</b>	138	0		1.879	0
<b>Instrumentos financieros derivados</b>	0	0	148	0	0
<b>Total del pasivo a corto plazo</b>	<b>16.598</b>	<b>17.716</b>	<b>25.626</b>	<b>23.521</b>	<b>23.945</b>
<b>Préstamos de instituciones financieras a largo plazo</b>	921	921	921	921	921
<b>Emisión de certificados bursátiles a largo plazo</b>	8.000	12.000	8.000	12.422	13.976
<b>Instrumentos financieros derivados</b>	358	341	121	118	103
<b>Beneficios a los</b>	265	399	355	442	557

<b>empleados - Neto</b>					
<b>Impuesto sobre la renta diferido</b>	3.621	4.202	5.086	3.347	3.725
Total del pasivo	29.764	35.580	40.110	40.772	39.547
Capital contable:					
<b>Capital social</b>	3.374	3.374	3.374	3.374	0
<b>Utilidades retenidas:</b>					
<b>De años anteriores</b>	32.398	37.919	42.646	50.259	57.543
<b>Del ejercicio</b>	6.543	7.198	7.702	7.763	3.297
Reservas de capital	941	1.037	1.103	1.267	1.144
<b>Capital contable atribuible a los propietarios de la controladora</b>					
	43.258	49.528	54.825	62.663	64.850
<b>Participación no controladora</b>	1	2	2	3	6
Total del capital contable	43.259	49.530	54.827	62.666	64.856
Total	73.023	85.110	94.937	103.438	104.403



### *Bonos:*

	<i>Observaciones</i>
<b>Bono</b>	Serie 08
<b>Nemotécnico</b>	LIVEPOL 08
<b>Fecha de Emisión</b>	Septiembre 05, 2008
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	Se emitieron 1600 millones de pesos mexicanos, de los cuales hoy quedan en circulación solo 1000 millones de pesos en bonos. Su duración es de 2,74 Rendimiento de 5,51 Precio sucio: 114,1
<b>Moneda</b>	Pesos mexicano
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	Agosto 24, 2018
<b>Tipo de Bono</b>	Bullet
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	Fija de 9,36%
<b>Periodicidad</b>	Semestral
<b>Número de pagos (N)</b>	21
<b>Periodo de Gracia</b>	Sin periodo de gracia
<b>Motivo de la Emisión</b>	Pago de deuda, capital de trabajo y usos corporativos generales.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	S&P: mxAAA / Fitch: AAA(mex)
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	9,36%

	<i>Observaciones</i>
<b>Bono</b>	Serie 10
<b>Nemotécnico</b>	LIVEPOL 10
<b>Fecha de Emisión</b>	Junio 1, 2010
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	Se emitieron 2250 millones de pesos en bonos. Su duración es de 4,06 Rendimiento de 6,50 Precio sucio: 109,0
<b>Moneda</b>	Pesos mexicano
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	Mayo 19, 2020
<b>Tipo de Bono</b>	Bullet
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	Fija de 8,53%
<b>Periodicidad</b>	Semestral
<b>Número de pagos (N)</b>	21
<b>Periodo de Gracia</b>	Sin periodo de gracia
<b>Motivo de la Emisión</b>	Capital de Trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores en inversiones de capital.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	S&P: mxAAA / Fitch: AAA(mex)
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	8,53%

	<i>Observaciones</i>
<b>Bono</b>	Serie 10U
<b>Nemotécnico</b>	LIVEPOL 10U
<b>Fecha de Emisión</b>	Junio 1, 2010
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	Se emitieron 750 millones de pesos en bonos. Su duración es de 4,48 Rendimiento de 3,33 Precio sucio: 550,0
<b>Moneda</b>	Pesos mexicano
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	Mayo 19, 2020
<b>Tipo de Bono</b>	Bullet
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	4,22%
<b>Periodicidad</b>	Semestral
<b>Número de pagos (N)</b>	21
<b>Periodo de Gracia</b>	Sin periodo de gracia
<b>Motivo de la Emisión</b>	Capital de Trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores en inversiones de capital.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	S&P: mxAAA / Fitch: AAA(mex)
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	UDIS: 4,22%

	<i>Observaciones</i>
<b>Bono</b>	Serie 12
<b>Nemotécnico</b>	LIVEPOL 12
<b>Fecha de Emisión</b>	Marzo 29, 2012
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	Se emitieron 2100 millones de pesos en bonos. Su duración es de 1,73 Rendimiento de 3,45 Precio sucio: 100,6
<b>Moneda</b>	Pesos mexicano
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	Marzo 23, 2017
<b>Tipo de Bono</b>	Bullet
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	3,64%
<b>Periodicidad</b>	Semestral
<b>Número de pagos (N)</b>	11
<b>Periodo de Gracia</b>	Sin periodo de gracia
<b>Motivo de la Emisión</b>	Capital de Trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores en inversiones de capital.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	S&P: mxAAA / Fitch: AAA(mex)
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	TIIE 28+ 0,35%

	<i>Observaciones</i>
<b>Bono</b>	Serie 12-2
<b>Nemotécnico</b>	LIVEPOL 12-2
<b>Fecha de Emisión</b>	Marzo 29, 2012
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	Se emitieron 1900 millones de pesos en bonos. Su duración es de 5,21 Rendimiento de 7,04 Precio sucio: 104,9
<b>Moneda</b>	Pesos mexicano
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	Marzo 17, 2022
<b>Tipo de Bono</b>	Bullet
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	FIJA: 7,64%
<b>Periodicidad</b>	Semestral
<b>Número de pagos (N)</b>	21
<b>Periodo de Gracia</b>	Sin periodo de gracia
<b>Motivo de la Emisión</b>	Capital de Trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores en inversiones de capital.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	S&P: mxAAA / Fitch: AAA(mex)
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	7,64%

	<i>Observaciones</i>
<b>Bono</b>	LIVEPL 3,95% 2024
<b>Nemotécnico</b>	LIVEPL 3,95% 2024
<b>Fecha de Emisión</b>	Octubre 14
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	Se emitieron 300 millones de dólares americanos en bonos. Su duración es de 7,78
<b>Moneda</b>	Dólares americanos
<b>Tipo de Colocación</b>	Extranjera
<b>Fecha de Vencimiento</b>	Octubre 2024
<b>Tipo de Bono</b>	Bullet
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	3,95%
<b>Periodicidad</b>	Semestral
<b>Número de pagos (N)</b>	21
<b>Periodo de Gracia</b>	Sin periodo de gracia
<b>Motivo de la Emisión</b>	Capital de Trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores en inversiones de capital.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	S&P: BBB+/ Fitch: BBB+
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	3,95%

Pasivos:

<b>SALDOS</b>											
	<b>2015*</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>Créditos Bancarios</b>	0	307	307	307			-	-	-	-	-
<b>Créditos Bursátiles</b>	0	3.408	2.148	1.728	1.394	1.394	794	794	523	523	-
<b>Otros Pasivos con Costo</b>	0	-									
<b>Intereses por pagar</b>	161	161	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS NO CIRCULANTES</b>		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Créditos Bancarios</b>	921	614	307	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Créditos Bursátiles</b>	12.706	9.298	7.150	5.423	4.029	2.634	1.840	1.046	523	-	-
<b>Otros Pasivos con Costo</b>		-	-	-	-						
<b>TOTAL</b>	13.627	13.627	9.912	7.457	5.423	4.029	2.634	1.840	1.046	523	-

<b>AMORTIZACIONES</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>Créditos Bancarios</b>	-	-	-		-	-	-	-	-	
<b>Créditos Bursátiles</b>	0									
<b>Otros Pasivos con Costo</b>	0									
<b>Intereses por pagar</b>	0	161								
<b>PASIVOS NO CIRCULANTES</b>										
<b>Créditos Bancarios</b>	0	307	307	307						
<b>Créditos Bursátiles</b>		3.408	2.148	1.728	1.394	1.394	794	794	523	523
<b>Otros Pasivos con Costo</b>	-	-	-	-	-	-	-			
	-	-	-	-	-	-	-			
<b>TOTAL</b>	-	3.715	2.455	2.035	1.394	1.394	794	794	523	523



<b>INTERESES</b>										
<b>Créditos Bancarios</b>	9,21%	-	28	28	14	-	-	-	-	-
<b>Créditos Bursátiles</b>	7,95%	-	221	154	124	111	87	63	52	42
<b>Otros Pasivos con Costo</b>		-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Intereses por pagar</b>	7,95%	-	6	-	-	-	-	-	-	-
		-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS NO CIRCULANTES</b>										
<b>Créditos Bancarios</b>	9,21%	42,4	42	14	-	-	-	-	-	-
<b>Créditos Bursátiles</b>	7,95%	505,0	654	500	376	265	178	115	62	21
<b>Otros Pasivos con Costo</b>		547	945	696	514	376	265	178	115	62

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>Nueva Deuda</b>	- 4.024	- 5.133	- 5.515	- 5.994	- 6.506	- 7.052	- 7.052	- 1.582	-	-
<b>Saldo nueva deuda</b>	- 4.024	- 9.157	- 14.672	- 20.665	- 27.172	- 34.224	- 41.276	- 42.858	- 42.858	- 42.858
<b>Intereses nueva deuda</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### *Análisis simplificado empresa con crecimiento:*

En el caso de una empresa con crecimiento tenemos el mismo flujo de caja, pero nos variará el flujo de caja permanente, ya que en este caso tendremos inversión permanente y en nuevo activo fijo.

	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>17.742</b>	<b>19.235</b>
<b>Depreciacion</b>	2.852	2.931
<b>Amortizacion</b>	1.394	1.394
<b>Costos financieros</b>	376	265
<b>Diferencias de cambio</b>	86	86
<b>Resultados por unidades de reajuste</b>	0	0
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>22.450</b>	<b>23.911</b>
<b>Inversion en Reposicion</b>	-1.257	-1.257
<b>Inversión en Nuevo Activo Fijo</b>	-6.847	-7.370
<b>Inversión en Capital de trabajo</b>	-2.613	-2.743
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>11.733</b>	<b>12.541</b>

Considerando un  $g=4\%$ , un valor bastante por debajo de los últimos crecimientos obtenido y esperados pero para tener una hipótesis de mínima, tenemos que:

	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
<b>Flujo de Caja Libre</b>	8.025	12.622	11.691	11.804	11.733	12.541
<b>Valor Terminal</b>					339.533	
<b>Flujo de Caja Libre + Valor Terminal</b>	<b>8.025</b>	<b>12.622</b>	<b>11.691</b>	<b>11.804</b>	<b>351.265</b>	<b>12.541</b>

<b>VALOR ECONOMICO</b>	<b>287.834</b>
<b>Activos Prescindibles</b>	4596
<b>Deuda financiera</b>	-13.627
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>278.803</b>

De esta forma llegamos a un valor de patrimonio económico de \$278.803 millones de pesos mexicanos, lo que nos lleva a un valor por acción de \$208 aproximadamente, muy cercano a los valores actuales de la acción.

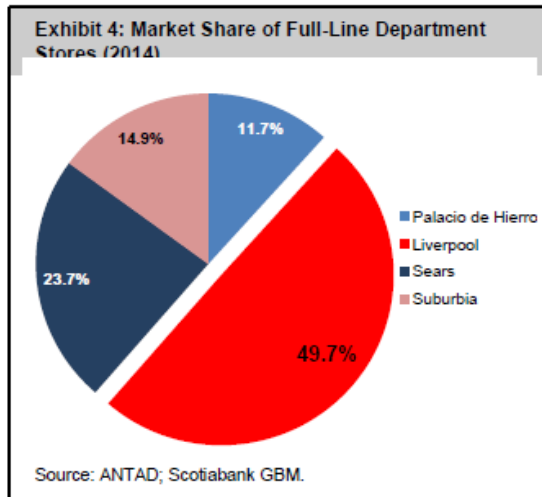
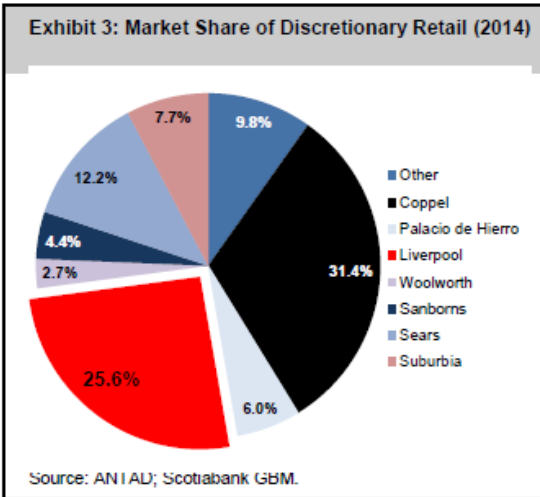
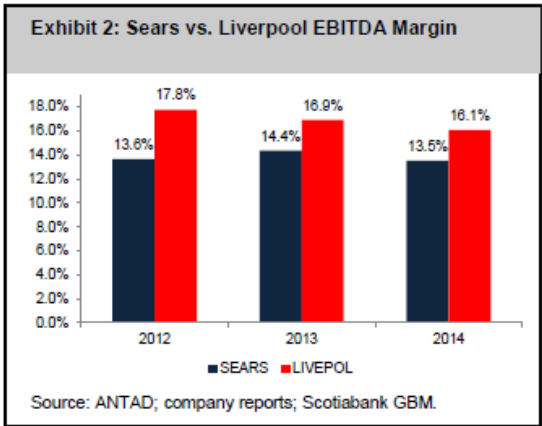
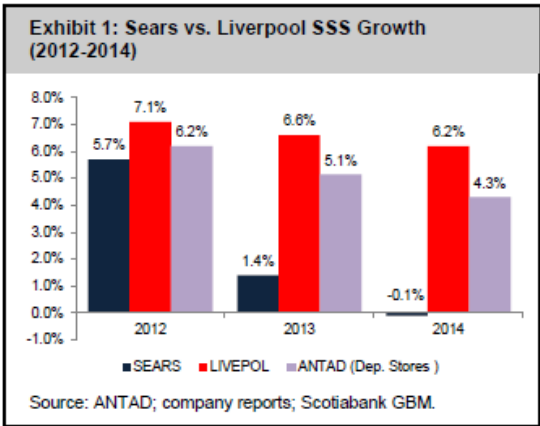
## *Información de Respaldo:*

Los sólidos fundamentos de Liverpool están soportados por la tendencia a alentar las ventas entre las mismas tiendas (SSS) y las ganancias en market-share en la línea del departamento de las líneas completas (full line department). El liderazgo de Liverpool en el sector se espera que se vea aumentado por el crecimiento de dos dígitos en el área de ventas de su banner de Fabricas de Francia. Además se puede ver a Liverpool como un jugador atractivo en cuanto a Real State debido a las ubicaciones atractivas que la misma posee, mayoritariamente en importantes galerías de shopping a lo largo de todo México, y por su elevado porcentaje de propiedad sobre sus tiendas de retail (79% del total).

Además es probable que el mercado esté subestimando la expansión de Liverpool en los años siguientes ya que Fabricas de Francia requiere de menores inversiones en Capex (para tiendas de menor tamaño que se encuentran alquiladas en su mayoría) y un crecimiento de su EBITDA de dos dígitos que debieran llevar a una acumulación de caja en su balance.

El liderazgo de Liverpool en tiendas departamentales de línea completa es incuestionable, con un market-share en México de un 50%, aproximadamente el doble que su competidor más cercano, Sears. La gran escala de Liverpool le permite un apalancamiento operativo más grande, reconocimiento de marca, y la habilidad de negociar una distribución de derechos exclusiva para marcas importadas. En México, el crecimiento de ventas entre tiendas iguales de Liverpool ha crecido un promedio de 6,6% en los últimos 3 años, mientras que las de Sears han crecido a un ritmo de sólo un 2,3%.

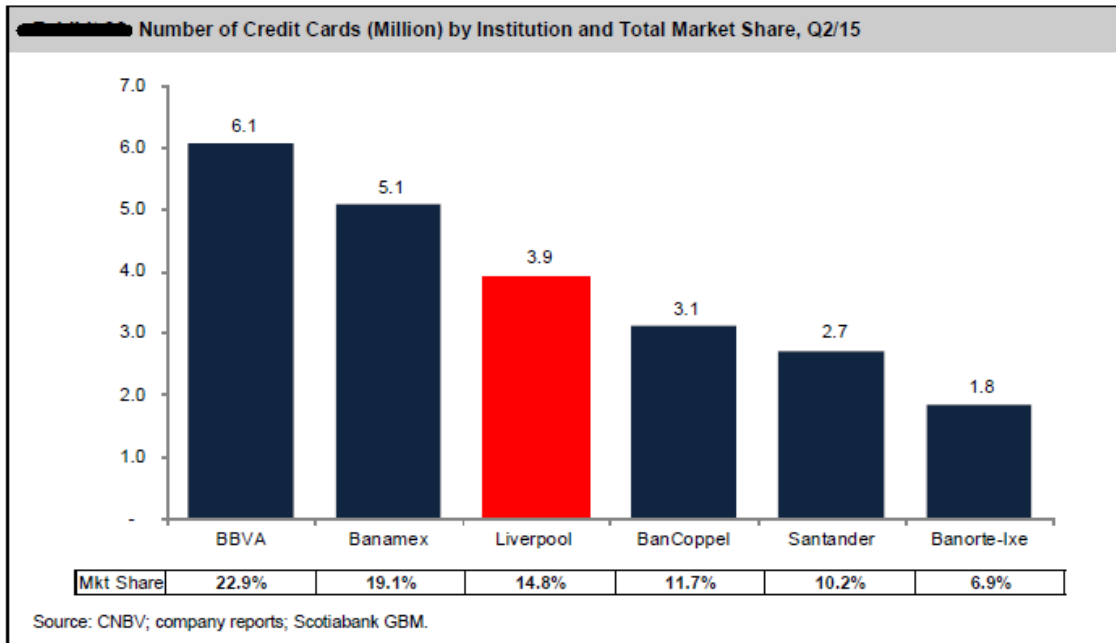
Liverpool tiene una buena oportunidad para continuar ganando mercado de Sears ya que Sears está bajo un plan de renovación significativa por un 80% de sus más de 80 tiendas. Sears ha renovado 16 tiendas y para el 2014 espera remodelar un adicional de 52 tiendas. El proceso de renovación requiere que Sears cierre su tienda por hasta 6 meses, lo cual podría ser beneficioso para Liverpool.



El management de la empresa considera que hay un grupo de clientes inmerecidos en el segmento de ingresos bajo a medio ya que hay jugadores tales como Suburbia, Coppel, Elektra y Famsa se concentran principalmente en los segmentos de bajos ingresos y Liverpool y Sears se concentran en los segmentos de ingresos medios. Por ello Liverpool ha identificado y apunta a un segmento de la población (ingreso C- y D+) en donde Fabricas de Francia puede ser exitosa.

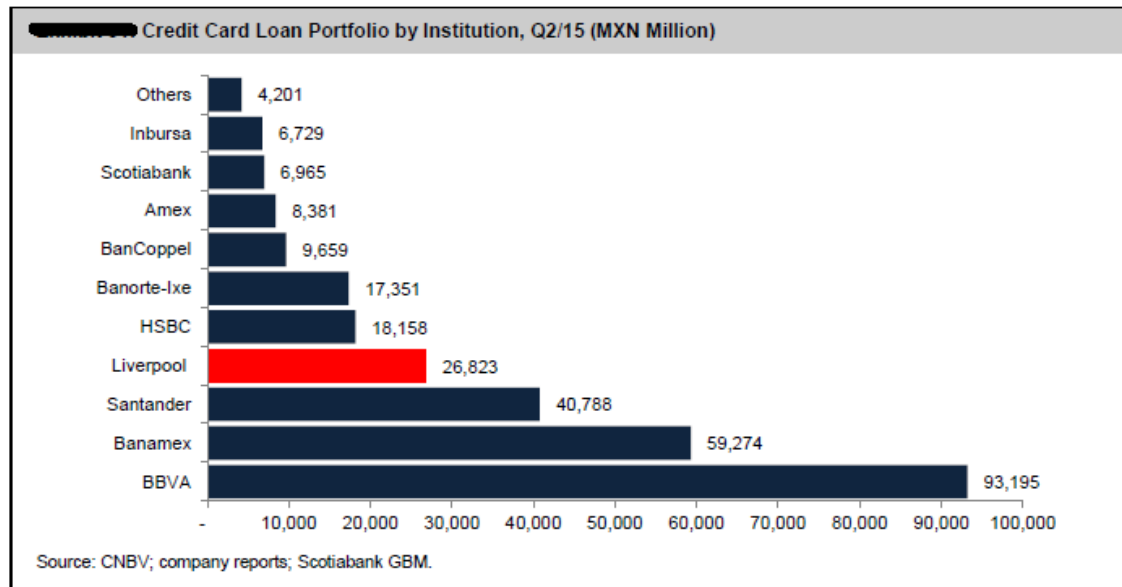
Liverpool vs. Fábricas de Francia ROIC (MXN), 2014		
	Liverpool	Fabricas de Francia
m2 per Store	16,000	7,000
Revenue per m2 (annual)	46,210	46,210
Revenue per Store	739,360,000	323,470,000
EBITDA Mg.	8.40%	8.40%
EBITDA per store	62,106,240	27,171,480
Tax Rate	27.0%	27.0%
Income Tax	16,768,685	7,336,300
CAPEX per store	300,000,000	70,000,000
Inventory	33,600,000	8,400,000
Adj. NOPLAT	45,337,555	19,835,180
Capex + change in WC	333,600,000	78,400,000
<b>ROIC</b>	<b>13.6%</b>	<b>25.3%</b>

NOPLAT = net operating profit less adjusted taxes.  
Source: Company reports; Scotiabank GBM estimates.



Liverpool es el mayor emisor de tarjetas de crédito no bancario de México y el tercero considerando a bancos. Liverpool maneja más de 3,9 millones de tarjetas de crédito y un portafolio que vale unos 27 millones de pesos mexicanos (dato tomado en el segundo trimestre del 2015). Las tarjetas de crédito son la principal forma de pago hacia la compañía ya que sólo el 15% de sus ventas son pagados con efectivo o tarjetas de débito. De los 85% de las ventas de retail, un 50% son realizadas con la

tarjeta de Liverpool. Las cuentas de la división del portfolio de créditos representan un 10% de los ingresos de Liverpool, aproximadamente un 40% de su EBITDA



Los niveles de deuda son considerablemente menores que la generación de flujos de efectivo, además que la Empresa, logro aumentar notablemente su nivel de caja durante un período económico adverso de 2014. Se espera que la empresa genere un flujo de efectivo estable, suficiente para cubrir la mayor parte de sus necesidades de capital de trabajo , su programa de expansión, el pago de dividendos y obligaciones financieras, mientras que reducirá aún más sus niveles de apalancamiento.

En cuestión del negocio inmobiliario, Liverpool mantiene niveles de ocupación en sus centros comerciales sobre niveles del 97% . Actualmente el negocio inmobiliario contribuye el 3% de los ingresos totales de la empresa, sin embargo, se espera la apertura de un nuevo establecimiento antes de fin de año por que esta cifra podrá ser mayor.

El crecimiento en ventas de mercancías mismas tiendas (SSS) fue de 6,2% para 2014; por encima de la media ANTAD para tiendas totales. Este diferencial positivo se debe al fuerte desempeño del portafolio de crédito de Liverpool.

La Empresa mantiene un sólido poder de negociación con sus proveedores y la favorable ubicación de sus tiendas nuevas y existentes favorece la continuidad del negocio para los próximos años. La empresa continuará con la estrategia de

incrementar el otorgamiento de créditos y beneficios exclusivos a sus clientes; cosa que le permitirá reforzar su posición en el mercado.

La empresa se encuentra en un escenario de amortizaciones de deuda favorable ya que no cuenta con ningún vencimiento de deuda durante el 2015 y 2016. Incluso en el 2017, en base a nuestras proyecciones y el desempeño actual de la empresa, la amortización del principal podría llevarse a cabo con el mismo flujo de operación.

A continuación se alistan algunos factores macroeconómicos y políticos que han afectado y pueden afectar el desempeño de la Empresa en el corto-mediano plazo:

Positivos	Negativos
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incremento en sueldo y empleos genera un mayor poder adquisitivo. En mayo 2015, la tasa de desempleo alcanzó su nivel más bajo en los últimos siete años al llegar a 4.45%</li> <li>• La alta correlación del consumo con el PIB; lo cual se espera un crecimiento del PIB de 2.0%-3.0% para 2015 y 2.5%-3.5% en 2016</li> <li>• Remesas – Expectativa a la alza</li>   <li>• Tipo de Cambio – Devaluación del peso vs dólar impulsa mayor envío de remesas e incrementa montos a la hora de hacer la conversión; mayor poder adquisitivo</li> <li>• Incremento en el índice de confianza del consumidor – se puede apreciar una ligera tendencia a la alta en los últimos meses</li> <li>• Incremento de los segmentos A/B, C, C+ en los próximos años – público objetivo de la empresa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Impuestos – productos básicos como medicinas y alimentos verán un incremento en su impuesto, reduciendo poder adquisitivo del consumidor</li>   <li>• Reforma Fiscal – ha impulsado una reducción en el crecimiento en el uso de tarjetas de crédito</li>   <li>• Tipo de Cambio – Incrementa el costo de mercancías importadas y un posible incremento en precios de los productos ofrecidos al consumidor</li>   <li>• Elecciones Políticas – Las elecciones políticas tienden a reducir gasto del consumidor debido a la incertidumbre y disminución en la confianza</li> </ul>

Fuente: informe Actinver 2015

## Bibliografía:

- El puerto de Liverpool. Información Financiera - Inversionistas. Informes Trimestrales: [http://www.elpuertodeliverpool.mx/03\\_1\\_3.html](http://www.elpuertodeliverpool.mx/03_1_3.html)
- El puerto de Liverpool. Información Financiera - Inversionistas. Informes Anuales: [http://www.elpuertodeliverpool.mx/03\\_1\\_4.html](http://www.elpuertodeliverpool.mx/03_1_4.html)
- El puerto de Liverpool. Información Financiera - Inversionistas. Información enviada a BMV: [http://www.elpuertodeliverpool.mx/03\\_1\\_5.html](http://www.elpuertodeliverpool.mx/03_1_5.html)
- Wikipedia. Flujo de caja descontados: [https://es.wikipedia.org/wiki/Flujo\\_de\\_fondos\\_descontados](https://es.wikipedia.org/wiki/Flujo_de_fondos_descontados)
- Rodrigo Echagaray - Pablo Vallejo - Scotiabank. El Puerto de Liverpool. "Indisputable leadership comes at a High Price". (Agosto 2015)
- Raúl Márquez Pardinás - Actinver. Liverpool: Inicio de Cobertura de Deuda Bonos en Mercado Secundario (Julio 2015)