



***VALORACIÓN DE EMPRESA  
EL PUERTO DE LIVERPOOL S.A.  
POR EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO***

---

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

**Alumnos:** José Luis Figueroa Gómez

**Profesor Guía:** Mauricio Jara Bertin

**Abril 2019,** Santiago de Chile

## **Agradecimiento**

Queremos 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 .....	5
CAPITULO 1. METODOLOGIA .....	6
1.1 Principales Métodos de Valoración .....	6
1.2 Método de Flujos de Caja Descontados .....	7
1.3 Método de Múltiplos .....	9
CAPITULO 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA .....	11
2.1 Descripción de la Empresa .....	11
2.2 Regulación Legal .....	12
2.3 Filiales .....	12
2.4 Accionistas.....	15
2.5 Análisis de Competencia .....	16
CAPITULO 3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA .....	22
3.1 Estrategia Corporativa .....	22
3.2 Emisión de Deuda .....	23
CAPITULO 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA .....	24
4.1 Deuda Financiera .....	24
4.2 Patrimonio Bursátil .....	26
4.3 Estructura de Capital Objetivo .....	27
CAPITULO 5. ESTIMACION DE COSTO PATRIMONIAL Y DE CAPITAL.....	30
5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	30
5.2 Estimación del Costo de Capital .....	32
CAPITULO 6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO .....	36
6.1 Análisis de Crecimiento de Ingresos .....	36
6.2 Análisis de Costos de Operación .....	41
6.3 Clasificación de Activos .....	43
CAPITULO 7. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADO .....	45
7.1 Proyección de Ingresos de Operación .....	45
7.2 Proyección de Costos de Operación .....	48
CAPITULO 8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS.....	52
8.1 Ajustes al Estado de Resultado Proyectado .....	54

8.2 Depreciación de Activos Fijos .....	55
8.3 Inversión en Reposición de Activos Fijos .....	55
8.4 Nuevas Inversiones de Activos Fijos (CAPEX) .....	56
8.5 Inversión en Capital de Trabajo .....	58
8.6 Estimación de Exceso de Capital de Trabajo .....	59
8.7 Activos Prescindibles de la Empresa .....	59
8.8 Deuda financiera de la Empresa.....	60
8.9 Valoración Económica por Flujos de Caja Descontados .....	60
CONCLUSION.....	62
BIBLIOGRAFIA.....	63

## RESUMEN EJECUTIVO

La utilización del método de valoración desarrollado 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 el futuro, así como también el resultado de la aplicación del método de valoración estudiado.

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% <sup>1</sup>. 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 <sup>2</sup>.

El uso de proyecciones, para la utilización de FDC, fueron realizadas bajo datos históricos; la cual nos muestra un crecimiento de ingresos nominales del 12% promedio anual, y sobre la perceptiva menos optimista sobre la economía, ambos elementos que nos entrega respaldos suficientes para estimar el desempeño futuro de la sociedad, con todo esto finalmente podemos calcular a un precio de acción estimado por FCD de \$102,6, siendo un 26,8% por abajo del precio pizarra de esta acción al 30 de septiembre del 2018.

---

<sup>1</sup> Banco de México

<sup>2</sup> (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 fondos<sup>3</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<sup>4</sup>.

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.

---

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

<sup>4</sup> 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.<sup>5</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, 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.

---

<sup>5</sup> 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 <sup>6</sup>:

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 m<sup>2</sup> construido en retail)

---

<sup>6</sup> 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](http://www.liverpool.com.mx)), con más de 120 millones de visitas al año y un 50% de click share del mercado nacional <sup>7</sup>. 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.

---

<sup>7</sup> 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%
<b>Total</b>	<b>1.342.196.100</b>	<b>100%</b>

*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%<sup>8</sup> 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 share<sup>9</sup>.

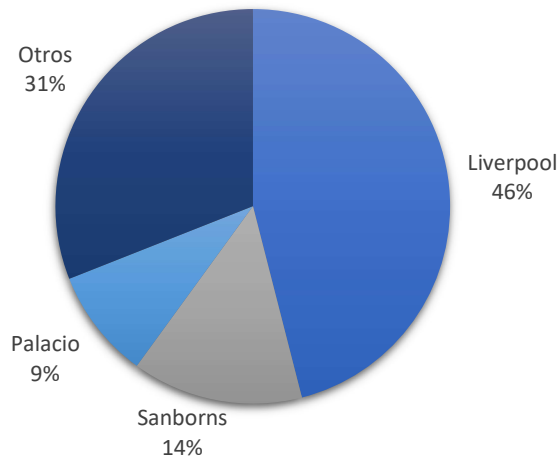


Ilustración 4 Participación de Mercado

<sup>8</sup> Euromonitor International – El Economista

<sup>9</sup> 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 mts<sup>2</sup> 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

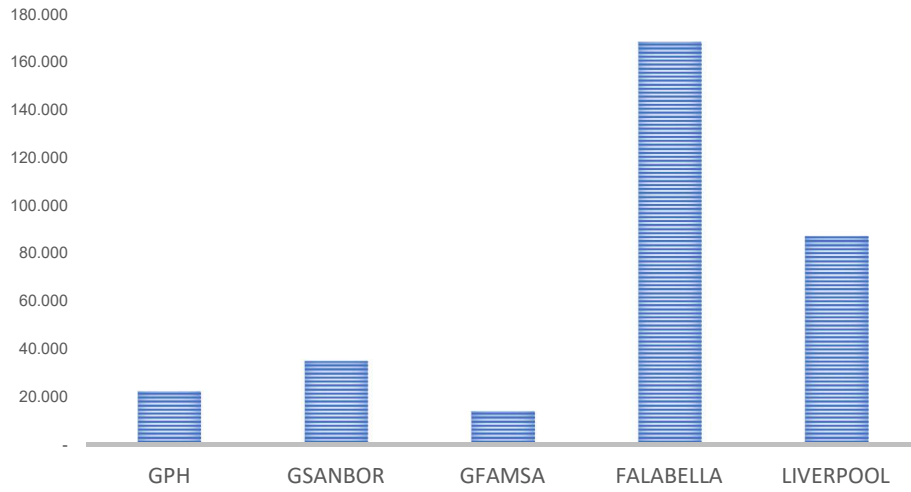
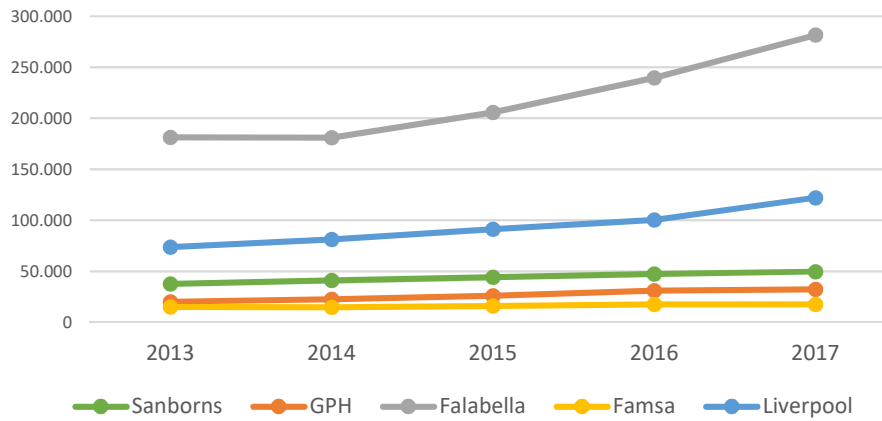


Ilustración 9 Gráfico de Ingresos por Ventas al 3Q del 2018 en MM\$

### 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<sup>a</sup>, 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 <sup>10</sup>	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*

<sup>10</sup> 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 <sup>11</sup>.

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 <sup>12</sup> son registrados a valor razonable, no son transados en el mercado y principalmente son de tasa fija.

---

<sup>11</sup> Bodie, Zvi y C. Merton – Finanzas – Parte VI Finanzas Corporativas

<sup>12</sup> 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)

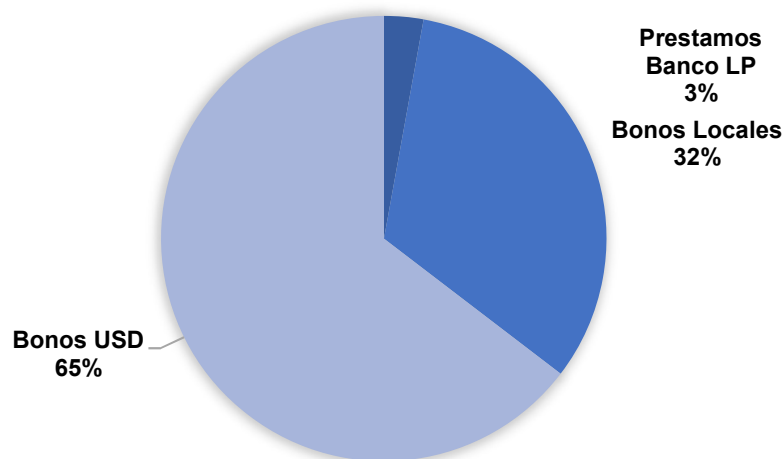


Ilustración 12 Estructura de Deuda a Largo Plazo al 3Q 2018

## 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 <sup>13</sup>.

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.

---

<sup>13</sup> 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
<b>Valor Empresa</b>	<b>206.701</b>	<b>290.011</b>	<b>227.901</b>	<b>201.737</b>	<b>218.419</b>

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”<sup>14</sup>

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

---

<sup>14</sup> 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 <sup>15</sup>.

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,  $\alpha$  representa la Covarianza de la acción con su proxy y  $\beta$  es el producto de  $\alpha$  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.

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

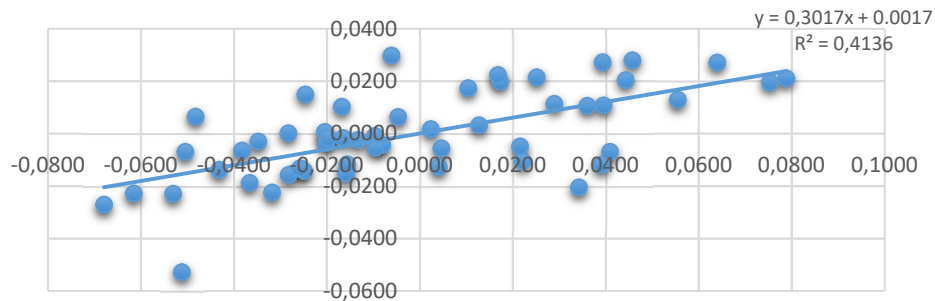


Ilustración 18 Gráfico de Distribución Liverpool S.A.

## 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 <sup>16</sup>, 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.

<sup>16</sup> 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.  $(\beta_b)$  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 <sup>17</sup>

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.

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

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

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

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

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

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

---

<sup>17</sup> Ver sección 5.1

- h. ( $\beta^p$  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.

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

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

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

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;

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

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

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

La tasa 15,7% será la tasa utilizada para descontar los flujos de caja futuro de Liverpool y con ello, mediante la estructura de capital objetivo, llegar a valorizar esta empresa.

## CAPITULO 6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO

### 6.1 Análisis de Crecimiento de Ingresos

A continuación, mostramos las tasas de crecimiento nominal de las ventas de la empresa, por segmento de negocio, para los años 2014 a 2018 3Q.

Ingresos Históricos MM\$	2014	2.015	2.016	2.017	2018 3Q
Ventas netas de mercancía	69.623	78.548	87.464	107.208	75.310
Intereses ganados de clientes	8.439	9.030	9.365	10.481	8.346
Ingresos por arrendamientos	2.707	3.021	3.179	3.104	2.543
Servicios y otros	444	695	433	1.375	940
<b>Total Ingresos</b>	<b>81.214</b>	<b>91.293</b>	<b>100.442</b>	<b>122.168</b>	<b>87.140</b>

Tabla 19 Detalle de Ingresos Liverpool S.A.

Variaciones periodo anterior	2014	2.015	2.016	2.017	2018 3Q
Ventas netas de mercancía	10%	13%	11%	23% (*)	12%
Intereses ganados de clientes	9%	7%	4%	12%	12%
Ingresos por arrendamientos	5%	12%	5%	-2%	9%
Servicios y otros	76%	56%	-38%	217%	35%
<b>Total, Ingresos</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>22% (*)</b>	<b>12%</b>

Tabla 20 Crecimiento Nominal de Ventas de Liverpool S.A.

(\*) El crecimiento de las tiendas de Liverpool fueron de 9,3%, el 23% representa la consolidación de los ingresos de Suburbia en el año 2017.

El Puerto de Liverpool se segmenta en las áreas de Comercio, Financiero y de Arrendamiento. A continuación, podemos ver la participación de cada uno de los negocios la cual no ha variado significativamente entre 2014 y 2016:

Participación en los ingresos (%)*	2014	2.015	2.016	2.017	2018 al 3Q
Ventas netas de mercancía	85,7%	86,0%	87,1%	87,8%	86,4%
Intereses ganados de clientes	10,4%	9,9%	9,3%	8,6%	9,6%
Ingresos por arrendamientos	3,3%	3,3%	3,2%	2,5%	2,9%

Tabla 21 Composición en % de Ingresos en Liverpool S.A.

### 6.1.2 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2018 al 2022

Para proyectar el crecimiento de la industria debemos considerar las expectativas de crecimiento país y análisis macroeconómico, el crecimiento de cada industria (ANTAD para el caso de retail o comercio que representa su principal fuente de ingresos) así como los proyectos y planes de desarrollo que públicamente pueda haber comunicado la empresa. Podemos observar que Liverpool esta sobre el crecimiento de la industria históricamente, razón por la cual esta será nuestra base para la perspectiva de crecimiento, la cual es profundizada en el capítulo siguiente.

En cuanto al crecimiento de la industria Antad prevé un menor crecimiento que el año anterior y por debajo del promedio de los últimos periodos. Esto lo debemos principalmente al pobre desempeño de la economía del país y a la incertidumbre del escenario internacional, aunque según nuestra apreciación el factor clave está más relacionado con factores internos; como la política y la seguridad pública.

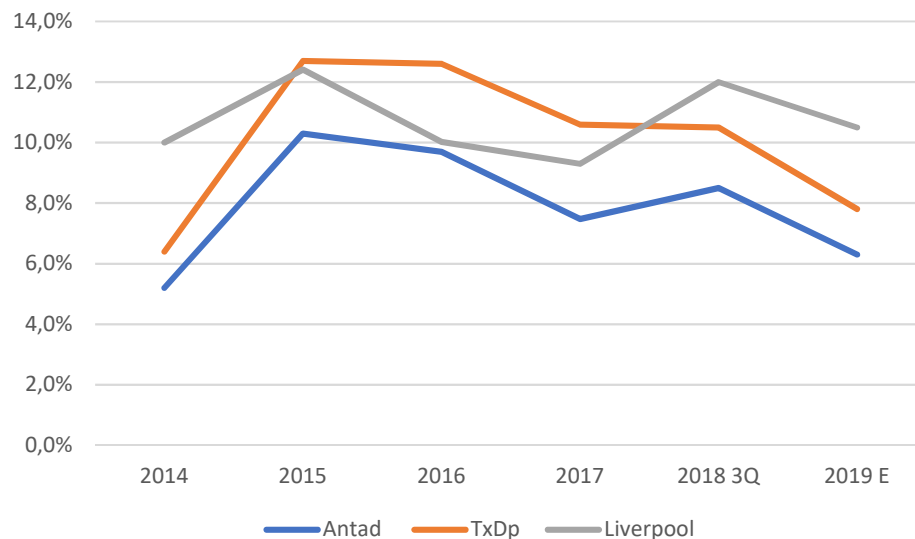


Ilustración 22 Crecimiento % Nominal anual de Ventas Liverpool e Industria (año 2019 estimado)

### 6.1.3 Análisis Macroeconómico

México, la décima quinta economía del mundo, es intensiva en la industria de servicios. En 2018, este sector representó el 66% del PIB y el 62% de la fuerza laboral, seguido por el sector industrial con el 31% del PIB y el 23.8% de la fuerza laboral, y el sector primario con el 2.8% del PIB y el 13.6% de la fuerza laboral. La economía mexicana ha venido creciendo a un ritmo promedio de 2.2% durante los últimos 10 años a pesar del complejo entorno global reciente <sup>18</sup>. Como se puede ver en el siguiente capítulo, para realizar un correcto análisis del entorno, debemos mirar varios factores que influyen en las perspectivas sobre la economía del país, empezaremos por hacer una comparación entre los factores cuantificables acompañado de un análisis de factores que no lo son.:

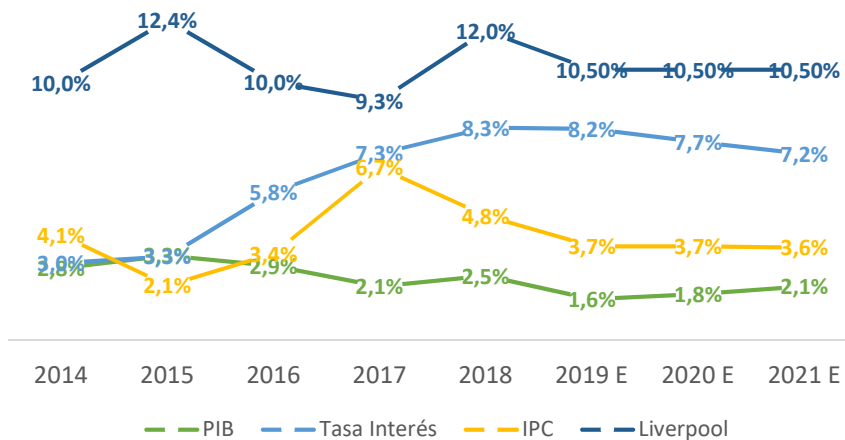


Ilustración 23 Datos Económicos de México 2014 a estimaciones para el 2019 a 2021

Podemos observar que la inflación y el crecimiento de ventas de Liverpool (nominal) tiene una correlación negativa, y se espera tener una inflación controlada y en torno al 3,6% para los próximos años. La tasa de interés ha aumentado constantemente; en ese sentido Liverpool tiene contratos de cobertura contra fluctuación de tasas, en forma paralela el negocio de Liverpool está asociada a ventas con tarjeta de crédito y se proyecta una caída del costo del crédito en los próximos años. El crecimiento del PIB

<sup>18</sup> Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), PIB y Cuentas Nacionales.

está positivamente relacionado con las ventas de Liverpool y en ese sentido podemos ver que esperamos un crecimiento menor al 12% que veníamos viendo en el 2018, debido a un menor crecimiento del PIB.

Hay dos factores no cuantificables muy importante que afecta en desempeño económico del país, uno es la incertidumbre política acompañada de un presidente de izquierda, que ha impulsado algunas reformas que el mercado no ha recibido muy bien y por otro lado la seguridad interna, situación delicada en México en el cual no hay mejores perspectivas relacionado a este factor.

#### 6.1.4 Análisis de la Industria

Al consultar a la ANTAD que es la asociación nacional de tiendas de Autoservicio y Departamentales, es que presentamos la siguiente tabla de Crecimiento nominal anual en tiendas iguales:

Estimación de la Industria %	2014	2015	2016	2017	2018 3Q	2019 E
Antad crecimiento	5,2	10,3	9,7	7,48	8,5	6,3
Tiendas por Departamento crecimiento	6,4	12,7	12,6	10,6	10,5	7,8
Crecimiento Liverpool Nominal	10	12	10	9	12	10,5

*Tabla 24 Crecimientos % de Ventas*

El comercio minorista durante 2017 y parte del 2018, a nivel industria, tuvo un notable crecimiento; sin embargo, el 2017 fue un año con alta volatilidad en términos de inflación, la cual se corrige a la baja a finales del 2018. Lo que empeora constantemente es la expectativa de confianza del consumidor. En tabla anterior podemos observar que Antad ha recogido el menor ánimo de los consumidores y se observa un leve crecimiento, menor al año anterior, de ventas de la industria. Las razones son atribuibles justamente a incertidumbres de política interna, relaciones con EE. UU., depreciación de la moneda local y la situación global de la economía.

En resumen, podemos observar los principales desafíos de la industria que son; la transformación digital de la industria, el futuro desempeño de su moneda local, seguridad pública, debilidad del mercado interno, presiones inflacionarias y la inestabilidad de la economía internacional.

### **6.1.5 Planes de Expansión y Crecimiento**

En vista de su crecimiento actual de 11,8% en Ingresos por ventas versus el año 2017. Liverpool abre 5 nuevas tiendas totalizando 136, de la misma manera Suburbia abrió 7 totalizando 131 tiendas.

Adicionalmente la cadena de 41 tiendas Fábricas de Francia serán transformadas en tiendas a Liverpool y Suburbia, las cuales tienen una mayor identificación con los clientes. De estos, 25 se transformarán en almacenes Liverpool los cuales representaban el 83% de las ventas y el 94% del EBITDA de esta marca. De los 16 restantes, 14 se transformarán en tiendas Suburbia; mientras que los almacenes Fábricas de Francia Lago de Guadalupe y Chimalhuacán cerrarán sus operaciones de manera definitiva el próximo 31 de enero de 2019. El plan de conversión de los almacenes terminará durante el tercer trimestre de 2019.

Adicionalmente se abre Marketplace (categorías Deporte y Bebe) en Q4 de 2018. México es uno de los países en la región con mayor oportunidad de progreso en ecommerce ya que posee menos del 70% de su población conectada, por lo que los nuevos usuarios de ese 30% restante, podrían integrarse rápidamente al mercado regional, el cual tendrá un incremento esperado para este año de casi el 16%.

Durante el 2018 se han iniciados los trabajos de construcción del nuevo centro logístico, el cual estará ubicado en el Arco Norte, con conectividad con la autopista México Querétaro. Cuyo objetivo principal sería dar a las operaciones mayor flexibilidad, escalabilidad, sustentabilidad y, en resumen, entregar a los clientes beneficios al contar con lo último en tecnología y automatización.



## 6.2 Análisis de Costos de Operación

### 6.2.1 Costo de Ventas

Los costos que se subdividen en dos rubros; el costo de las mercaderías disponible para la venta y el costo de ubicación, los cuales a su vez pueden ser clasificados según segmento de negocios; Comercio Liverpool, Suburbia e inmobiliaria.

Costos de Mercaderías, son las existencia disponible para venta. El que incluye los inventarios de artículos de vestuario, belleza, salud, consumo masivo, línea blanca, etc. Los costos de distribución y logística; son los egresos relacionado al traslado de los bienes, incluyendo todo esto los gastos necesarios para dejar disponible para la venta. Destacamos la consolidación de Suburbia a contar del tercer trimestre del 2017.

Total de Costo de ventas más gastos de Administración y Ventas:

MM\$	%	2018 3q	%	2.017	%	2.016	%	2.015	%	2.014
Liverpool	86%	67.779	88%	94.081	98%	85.585	98%	77.394	99%	69.090
Suburbia	13%	9.831	11%	11.501						
Inmobiliaria	1%	1.014	1%	1.354	2%	1.450	2%	1.243	1%	1.010
<b>Total</b>		<b>78.624</b>		<b>106.937</b>		<b>87.035</b>		<b>78.638</b>		<b>70.100</b>
Var año -1				23%		11%		12%		10%
% / Ventas		90%		88%		87%		86%		86%

Tabla 25 Total de Costos y Gastos de Ventas

El Total de Costos de Ventas son:

Costo de Ventas MM\$	2018 3q	2017	2016	2015	2014
Costo de mercancía	50.010	70.983	58.201	52.575	46.806
Costo de distribución y logístico	1.966	2.405	1.907	1.574	1.388
<b>Total</b>	<b>51.976</b>	<b>73.387</b>	<b>60.108</b>	<b>54.149</b>	<b>48.194</b>
% /ventas	<b>59%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>	<b>59%</b>	<b>59%</b>

Tabla 26 Total de Costo de Ventas

## 6.2.2 Gastos de Administración y Ventas;

Incluyen los pagos de remuneraciones del grupo, depreciación, provisión de castigo de cliente, arriendos, etc.

Gastos de Adm. y Venta MM\$:	2018 3q	2017	2016	2015	2014
Remuneraciones y beneficios al personal	10.667	13.293	11.134	10.109	9.006
Servicios contratados	4.043	4.695	3.787	3.404	2.796
Depreciación y amortización	2.374	3.423	2.616	2.086	1.784
Provisión de deterioro de cartera de créditos	2.801	3.081	2.338	1.960	2.162
Arrendamientos	1.625	2.051	1.173	941	779
Reparaciones y mantenimiento	1.575	1.421	1.877	1.779	1.336
Energía eléctrica y suministros	909	1.014	687	696	823
Otros 1	2.654	4.571	3.316	3.514	3.221
<b>Total</b>	<b>26.648</b>	<b>33.549</b>	<b>26.927</b>	<b>24.489</b>	<b>21.906</b>
<b>% Sobre Ventas</b>	<b>31%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>

Tabla 27 Gastos de Administración de Liverpool S.A.

Podemos observar que desde el 2017 en adelante la sociedad ha logrado bajar sus gastos relacionado con la administración, llegando este a un 11% en el 2018, desde un 22% que tenía en el 2014.

La composición de estos gastos nos indica que el 89% en el 2018 3Q están directamente relacionado con las ventas.

Composición de G Oper	2014	2015	2016	2017	2018
Gastos Operacional / Ventas	78%	75%	74%	88%	89%
Gastos Operacional / Adm.	22%	25%	26%	12%	11%

Tabla 28 Composición en % de GAV de Liverpool S.A.

### 6.2.3 Gastos No Operacionales

Incluye intereses ganados por inversiones, intereses pagados por préstamos, además de diferencias de tipo de cambio y otros.

No Operacionales MM\$	2018 3Q	2017	2016	2015	2014
Intereses Ganados	645	671	334	257	202
Intereses Pagados o Devengados	-2.054	-2.767	-1.338	-965	-1.157
Utilidad (Pérdida) cambiaria	2	-887	750	-168	-85
Otros Ingresos (Egresos) financiero	2	-1	-4	-3	-8
<b>Total Costo Financiero</b>	<b>-1.406</b>	<b>-2.984</b>	<b>-259</b>	<b>-879</b>	<b>-1.048</b>
Participación sociedades	430	628	716	699	496
<b>Total</b>	<b>-977</b>	<b>-2.356</b>	<b>457</b>	<b>-179</b>	<b>-552</b>
<b>% sobre ventas</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1%</b>

Tabla 29 Gastos No Operacionales de Liverpool S.A.

### 6.3 Clasificación de Activos

Se detalla aquellos considerados como Operacional y No Operacionales, entiendo por los primero aquellas partidas relacionadas directamente con el giro de Liverpool por lo cual son imprescindibles, significado contrario a los No Operacionales;

Activos	MM\$	Clasificación
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.971	No Operacional
Clientes	26.568	Operacional
Inventarios	23.616	Operacional
Inversión en Asociadas	7.844	No Operacional
Activo Fijo	46.353	Operacional
Inversión en Propiedades	20.034	Operacional
Otros	32.239	No Operacional
<b>Total de Activos a 2018 3Q</b>	<b>162.625</b>	

Tabla 30 Activos de Liverpool

A continuación, detallamos aquellas cuentas No Operacionales:

**Efectivo y Equivalente de efectivo:** Corresponde al efectivo mantenido en caja y saldos en Banco, por su equivalencia la compañía posee Inversiones a Corto plazo y otros equivalentes al efectivo. Para efectos de presentación incluyen el efectivo en caja, depósitos a la vista en instituciones financieras, otras inversiones de corto plazo, de alta liquidez con vencimientos originales de tres meses o menos que sean fácilmente convertibles en efectivo y que están sujetas a riesgos insignificantes de cambios de valor, y sobregiros bancarios. Los equivalentes de efectivo están representados por inversiones en instrumentos gubernamentales

**Inversión en Asociados:** 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.

**Otros:** Incluyen Impuesto al valor agregado, pagos anticipados a proveedores, Instrumentos derivados, Intangibles, beneficios a los empleados e impuesto a la renta diferidos <sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Notas de Estados Financieros 3Q 2018

## CAPITULO 7. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADO

### 7.1 Proyección de Ingresos de Operación

Dado que el sector Comercio concentra la mayor parte de los ingresos del grupo, tomaremos este segmento como la base de crecimiento para los años 2019, 2020, 2021 y 2022, el cual estimamos en un 10,5% principalmente por la mejor rentabilidad que se espera de las tiendas Fábricas de Francia debido a que se convertirán a Liverpool y Suburbia, más el auge de ecommerce, plataforma comercial con un importante umbral de crecimiento. Además, como mencionamos, consideramos la relativa estabilidad que presentan los principales indicadores macroeconómicos del país, así como la proyección de la industria mirada como menos optimista por parte de ANTAD, lo que en conclusión indica una contracción del crecimiento de las ventas.

Tasa de Crecimiento	Ingresos Proyectado MM\$	2018 4Q	2019	2020	2021	2022
10,5%	Ventas netas de mercancía	44.798	131.614	145.434	160.704	177.578
10,5%	Intereses ganados de clientes	2.836	12.286	13.577	15.002	16.577
8,0%	Ingresos por arrendamientos	950	3.750	4.050	4.374	4.724
32,0%	Servicios y otros	916	2.422	3.197	4.220	5.571
	<b>Total Ingresos</b>	<b>49.500</b>	<b>150.073</b>	<b>166.257</b>	<b>184.301</b>	<b>204.450</b>

Tabla 31 Proyección de Ingresos por Ventas de Liverpool S.A.

El sustento del 10,5% lo explicamos a continuación en un análisis de los principales factores de la economía, tanto para datos histórico como proyecciones publicadas. Los siguientes factores han sido seleccionados según encuesta anual del Banco de México, y son aquellas partidas con más puntuación relacionado a variables explicativas del desempeño económico.

En el siguiente cuadro podemos revisar un primer listado de factores, donde observamos que el PIB del país, tiene una tendencia de crecimiento a una menor medida que la experimentada en el periodo 2014 a 2018, en virtud de eso con un promedio estimado 2,4% podemos situar un crecimiento de Liverpool relativo entre los años 2017 y 2018 de 10,6%. El índice de confianza al 2018 en alza constante, sin embargo, los hechos actuales y la encuesta del banco de México estima una percepción negativa con respecto

a años anteriores. Las remesas en millones de USD siguen en alza, sin embargo, la depreciación del peso mexicano frente al dólar nos hace pensar que el impulso de este factor, que representa el 3% del PIB, sería beneficiado por la devaluación de su moneda lo que provocaría un aumento en el poder adquisitivo de los mexicanos. La tasa de interés se aprecia a la baja lo cual puede ser un impulso al crédito y del costo de financiero tanto para las empresas como para la tarjeta habitante de Liverpool.

Si miramos el promedio por factor en la misma tabla anterior, podemos aventurarnos a llegar a conclusiones con cada tipo de factor, mirando el promedio de cada uno y situando el escenario en la última columna del este cuadro. Por ejemplo; a una remesa promedio de 2.735 Mill usd, ubicamos esta cifra entre el crecimiento de 2017 9,3% y del 2018 12% de Liverpool, lo cual nos promedia un 10,7%.

Año	Crecimiento PIB	Índice de Confianza	Probabilidad de Consumo	Remesas MUsd	Paridad PMX/USD	Tasa Interés	Liverpool
2014	2,8	50,4	31,7	2.006	13,24	3,0%	10,0%
2015	3,3	50,7	31,6	2.055	16,86	3,3%	12,4%
2016	2,9	48,1	30,7	2.269	17,83	5,8%	10,0%
2017	2,1	49,1	32,7	2.489	19,19	7,3%	9,3%
2018	2,5	54,9	33,0	2.856	19,02	8,3%	12,0%
2019 E	1,6	-	-	3.113	20,19	8,2%	-
2020 E	1,8	-	-	3.393	20,26	7,7%	-
2021 E	2,1	-	-	3.699	20,78	7,2%	-
<b>Promedio</b>	<b>2,4</b>	<b>50,6</b>	<b>31,9</b>	<b>2.735,0</b>	<b>18,4</b>	<b>0,1</b>	<b>10,7%</b>

Tabla 32 Datos Macroeconómicos (1 parte)

Hacemos el mismo ejercicio para el siguiente recuadro de factores; mirando ahora una controlada inflación bajo el 4% y una tasa de desempleo del 3,7%, en este último factor es correcto señalar que el empleo formal borde cerca de 60% en México, por lo cual este factor es solo un indicador con base a ese porcentaje. Observamos a continuación una caída de la Inversión extranjera, la que de forma directa afecta a sector de producción petrolera. Justamente en este último factor podemos observar una caída en el precio del barril, pasando de 81 usd/b del 2018 a 61 usd/b estimado para el año 2019. Antad estima un crecimiento a la baja de un 6,3% para el 2019 cabe destacar que esto es para el comercio en general, por lo cual desde esa base y mirando el crecimiento histórico llegamos al crecimiento reflejado por Tiendas por Departamento, aunque no hay una

proyección explícita de ANTAD para este segmento. También destacamos que Tiendas Departamentales representan un 22% de los metros cuadrados del total de la estructura sociativa que informa ANTAD, por lo cual debemos hacer estimaciones para llegar a crecimiento específico para la industria estudiada. Luego de esta aclaración podríamos mirar que para el 2019 la proyección de ANTAD para Departamentales es del 7,8%, si miramos un promedio sobre datos históricos y estimados llegamos a un promedio de crecimiento de 10,1%, cifra que es coincidente con la estimación de Euromonitor Internacional, grupo de estudios de dilatada trayectoria, con sede en Londres y fundada en el año 1972, enfocados a consumos masivos que estima esa misma tasa para el crecimiento de Liverpool hasta el año 2023.

Año	IPC	Desempleo	Inversión Extranjera MM\$	Precio B/Petróleo	Antad	Tiendas Departamento	Liverpool
2014	4,1	3,80	35.000	52	5,2	6,4	10,0%
2015	2,1	4,00	34.858	31	10,3	12,7	12,4%
2016	3,4	3,40	29.755	53	9,7	12,6	10,0%
2017	6,7	3,40	29.695	64	7,48	10,6	9,3%
2018	4,8	3,60	29.100	81	8,5	10,5	12,0%
2019 E	3,7	3,65	25.251	61	6,3	7,8	-
2020 E	3,7	3,83	24.940	-	-	-	-
2021 E	3,6	-	-	-	-	-	-
<b>Promedio</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>29.800</b>	<b>57,1</b>	<b>7,9</b>	<b>10,1</b>	<b>10,7%</b>

*Tabla 33 Datos Macroeconómicos (2 parte)*

Mirando otros eventos que pueden afectar a México se encuentra el acuerdo postergado con el TLCAN, el cual puede repercutir en preocupaciones domésticas (siempre que el nuevo acuerdo comercial sea aprobado por el Congreso de los Estados Unidos lo cual no está garantizado). El nuevo presidente de México de tendencia de izquierda también podría explicar la caída de inversiones extranjeras. La dirección de la política, por lo tanto, sigue siendo incierta y es uno de los factores importantes no cuantitativos que tienen una influencia importante del desarrollo de la economía.

En conclusión, nos concentramos en una estimación mayor al 10,1% observado, otorgando un 0,4% adicional por el desarrollo del e-commerce, razón por la cual nuestra tasa llega a un 10,5%. En cuanto a los ingresos por servicios financieros podemos

destacar que Liverpool que están directamente relacionada a las ventas, además de servir para todo el comercio en general y que esta compañía representa el 45,3% de las ventas totales.

## 7.2 Proyección de Costos de Operación

Utilizamos la estructura histórica de costos de ventas y gastos operacionales sobre ventas, la cual se mantiene en torno constante, además consideramos que cerca del 90% de los costos están directamente relacionado con las ventas. Por lo cual crece linealmente junto con los ingresos.

### 7.2.1 Costo de Ventas

Mantenemos como costo estimado el 60% de los ingresos proyectados y mantenemos un margen de contribución del 40%, podemos también considerar que unos de los proyectos más importantes y que podría significar una reducción de gastos de distribución y logística, el cual es un centro de distribución que además de lo antes mencionado se traduciría en mejoras significativas en el nivel de servicios entregados a los clientes.

Proyección de Costo de Venta MM\$	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Costo de mercancía	29.346	87.146	96.545	107.022	118.723
Costo de distribución y logístico	976	2.897	3.210	3.558	3.947
<b>Costos de Ventas</b>	<b>30.322</b>	<b>90.044</b>	<b>99.754</b>	<b>110.580</b>	<b>122.670</b>
% C Vta sobre Ventas	61%	60%	60%	60%	60%
<b>Margen de Contribución</b>	<b>19.178</b>	<b>60.029</b>	<b>66.503</b>	<b>73.720</b>	<b>81.780</b>
% MC sobre Ventas	39%	40%	40%	40%	40%

Tabla 34 Proyección de Costos de Ventas MM\$



## 7.2.2. Gastos Operaciones

Mantenemos como gasto estimado el 27% de los ingresos, la cual se mantiene históricamente. En este ítem podemos confirmar que el 90% de estos gastos están directamente relacionados con las ventas. El crecimiento de los mayores componentes de este rubro, por ejemplo; Remuneraciones y Servicios contratados, ambos con un fuerte vínculo con los ingresos, debido a que, son compuestos por comisiones por ventas, con lo cual tenemos una mayor seguridad con respecto a la estimación de estos gastos.

Proyección de GAV MM\$	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Remuneraciones y beneficios	4.270	16.645	18.440	20.442	22.676
Servicios contratados	1.528	5.957	6.600	7.316	8.116
Depreciación y amortización	951	3.708	4.108	4.554	5.052
Provisión de deterioro de cartera	861	3.355	3.717	4.120	4.571
Arrendamientos	499	1.947	2.157	2.391	2.652
Reparaciones y mantenimiento	563	2.195	2.431	2.695	2.990
Energía eléctrica y suministros	337	1.314	1.456	1.614	1.791
Otros 1	1.565	6.101	6.759	7.492	8.312
<b>Gastos Operacional</b>	<b>10.576</b>	<b>41.222</b>	<b>45.668</b>	<b>50.624</b>	<b>56.159</b>
% Gastos Oper sobre Ventas	21%	27%	27%	27%	27%
<b>Margen Operacional</b>	<b>8.602</b>	<b>18.807</b>	<b>20.835</b>	<b>23.096</b>	<b>25.621</b>
% M Oper sobre Ventas	17%	13%	13%	13%	13%
<b>Ebitda</b>	<b>9.553</b>	<b>22.515</b>	<b>24.943</b>	<b>27.650</b>	<b>30.673</b>
% Ebitda sobre Ventas	19%	15%	15%	15%	15%

Tabla 35 Proyección de GAV MM\$

### 7.2.3 Proyección Resultado No Operacional:

Podemos observar un crecimiento constante de los intereses ganados y pagados con respecto a las ventas en un 0,45% y 1,7% respectivamente. Con respecto a diferencias cambiarias podemos observar que entre el 2016 y 2017 existe un crecimiento y posterior ajuste por este concepto y desde el 2018 los estimamos constante al no ser recurrente. Las Participación en sociedades las consideramos constante al estar relacionados con inversiones en sociedades no consolidadas.

Proyección de Gastos No Operacional MM\$	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Intereses Ganados	182	600	665	737	818
Intereses Pagados o Devengados	-641	-2.551	-2.826	-3.133	-3.476
Utilidad (Pérdida) cambiaria	63	65	65	65	65
Otros Ingresos (Egresos) financiero	-	2	2	2	2
<b>Total Costo Financiero</b>	<b>-395</b>	<b>-1.884</b>	<b>-2.094</b>	<b>-2.329</b>	<b>-2.591</b>
Participación sociedades	197	627	627	627	627
<b>Gastos No operacional</b>	<b>-198</b>	<b>-1.257</b>	<b>-1.467</b>	<b>-1.702</b>	<b>-1.964</b>
% G no Oper. sobre ventas	0%	-1%	-1%	-1%	-1%

Tabla 36 Proyección de Gastos No Operacionales MM\$

### 7.2.4 Otras Partidas

Ganancia Antes de Impuestos: observamos un resultado en el 2017 menor, esto influenciado por los gastos de consolidación por la compra de Suburbia y con respecto a la estimación de cálculo de Impuestos; el gasto promedio y específicamente el del año 2018 es de 26%.

Proyección de Impuesto MM\$	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Ingresos proyectados	49.500	150.073	166.257	184.301	204.450
Costos de Ventas proyectado	30.322	90.044	99.754	110.580	122.670
Gasto Operacionales proyectado	10.576	41.222	45.668	50.624	56.159
<b>Margen Operacional</b>	<b>8.602</b>	<b>18.807</b>	<b>20.835</b>	<b>23.096</b>	<b>25.621</b>
Gasto No Operacionales proyectado	-198	-1.257	-1.467	-1.702	-1.964
<b>Utilidad Al proyectada</b>	<b>8.403</b>	<b>17.550</b>	<b>19.368</b>	<b>21.394</b>	<b>23.657</b>
Tasa Efectiva	26%	26%	26%	26%	26%
<b>Impuesto</b>	<b>2.136</b>	<b>4.563</b>	<b>5.036</b>	<b>5.562</b>	<b>6.151</b>

Tabla 37 Proyección de Otras Partidas MM\$

## 7.2.5 Cálculo la Ganancia o Pérdida

Podemos observar que en el 2017 el resultado es menor debido a los gastos de consolidación de Suburbia, por lo cual no es considerado para la proyección, el bottom line la mantendremos en la rentabilidad histórica del 9% sobre ventas. Esto último debido a la saturación del mercado observada por América Retail <sup>20</sup>, la cual resta poder de crecimiento por los canales tradicional, sin embargo, podemos ver que según ANTAD el comercio informal ha caído sostenidamente desde un porcentaje de ventas totales de 16,2% en el 1987 a un 3,9% en el 2011 <sup>21</sup>, lo cual sumado al desarrollo de nuevos canales de venta y la construcción del mayor centro de distribución de Liverpool, nos hace pensar que Liverpool mantendrá su posición en el mercado y sus márgenes actuales.

Resultado Proyectado MM\$	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Ingresos proyectados	49.500	150.073	166.257	184.301	204.450
Costos de Ventas proyectado	30.322	90.044	99.754	110.580	122.670
<b>Margen de Contribución Proyectado</b>	<b>19.178</b>	<b>60.029</b>	<b>66.503</b>	<b>73.720</b>	<b>81.780</b>
% Margen de contribución sobre Ventas	39%	40%	40%	40%	40%
Gasto Operacionales proyectado	10.576	41.222	45.668	50.624	56.159
<b>Margen Operacional</b>	<b>8.602</b>	<b>18.807</b>	<b>20.835</b>	<b>23.096</b>	<b>25.621</b>
% Margen Operacional sobre Ventas	17%	13%	13%	13%	13%
Depreciación y amortización	951	3.708	4.108	4.554	5.052
<b>Ebitda</b>	<b>9.553</b>	<b>22.515</b>	<b>24.943</b>	<b>27.650</b>	<b>30.673</b>
<b>% Ebitda sobre Ventas</b>	<b>19%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>
Gasto No Operacionales proyectado	-198	-1.257	-1.467	-1.702	-1.964
<b>Utilidad Al proyectada</b>	<b>8.403</b>	<b>17.550</b>	<b>19.368</b>	<b>21.394</b>	<b>23.657</b>
<b>Tasa de Impuesto</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>
Impuesto	2.136	4.563	5.036	5.562	6.151
<b>Utilidad Neta</b>	<b>6.267</b>	<b>12.987</b>	<b>14.332</b>	<b>15.832</b>	<b>17.506</b>
<b>% Utilidad Neta sobre Ventas</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>

Tabla 38 Proyección de Estado de Resultado MM\$

<sup>20</sup> <https://www.america-retail.com/mexico/mexico-mercado-sin-reconocer-esfuerzos-de-liverpool>

<sup>21</sup> Indicaantad informe a septiembre de 2018

## CAPITULO 8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

El objetivo final de esta sección es calcular el valor de la acción de Liverpool a través del descuento a valor presente, mediante la tasa WAC, de sus flujos de caja libre esperados. Para esto, continuaremos profundizando el marco teórico expuesto para este método en el capítulo uno, el cual tiene su fundamento en el artículo de Modigliani y Miller del año 1961, el cual trata sobre el impacto de la política de dividendos en el valor de la empresa<sup>22</sup>.

La fórmula que se presenta trata de explicarnos que el valor de una empresa corresponde al valor presente de los flujos de caja de sus activos, una vez descontado del flujo de caja bruto, lo destinado a inversión y reposición de activos generadores de flujos.

$$V(t) = \frac{RON(t+1) - I(t+1)}{(1 + \rho)}$$

Donde  $V(t)$  es el valor bursátil de una sociedad,  $RON(t+1)$ ; es el flujo operacional del siguiente periodo y  $I(t+1)$  es la inversión en activos generadores de flujo. Es importante destacar que esta fórmula tiene como supuesto que no hay nueva emisión de acciones, por lo cual del flujo operacional (RON), una vez descontada los flujos de inversión, queda disponible para dividendos. Por último  $\rho$  es el equivalente a nuestro  $K_0$  determinado en el capítulo tercero.

Para determinar, en la práctica, la valoración de la sociedad utilizaremos como premisa principal que no hay crecimiento en perpetuidad, es decir nuestro valor terminal  $V(T)$  no tendrá incrementos de ventas y en consecuencia desde el último año proyectado hacia

---

<sup>22</sup> Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 9

el infinito no tendrá inversión en activos y solo mantendremos la reposición de activos, la cual es necesario para mantener los flujos constantes.

Esto lo podemos dejar reflejado como sigue;

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCL_t}{(1 + K_0)^t} + \frac{V(T)}{(1 + K_0)^t}$$

Para continuar nos falta definir  $FCL$ , el cual lo podemos explicar como el disponible para dividendos, mismo concepto antes mencionado y el cual tiene como punto de partida la utilidad contable de una sociedad, específicamente a la última línea del Estado de Resultado de una compañía, a la cual se debe reponer aquellas partidas que no representan flujo de caja, es decir aquellos movimientos contables, también descontar las partidas no operacionales, por ejemplo; los intereses, las que deben ser repuestos en su valor después de impuesto, para anular el beneficio tributario. La razón para esto es que este beneficio es capturado en la fórmula de WACC, por lo cual hacer de otra forma significaría duplicar este concepto.

Todo este ejercicio se resume en el cálculo del Flujo de Caja Bruto (FCB), al cual se debe descontar aquellas partidas que permiten el crecimiento de los flujos futuros o simplemente mantenerlos; por ejemplo, Inversión en Reposición, Inversión en Activo Fijo nuevos y la suma o resta del capital de trabajo. Cada una de las partidas del presente párrafo son detalladas en las siguientes secciones.

La estructura para llegar al FCL es la siguiente <sup>23</sup>:

= Ganancias (Pérdida) del Estado de Resultado

+ Depreciación de activo fijo y/o amortización de activos intangibles

(-) Ingresos Financieros (después de impuesto)

+ Costos financieros (después de impuesto)

**= FCB (Flujo de Caja Bruto)**

(-) Inversión en Reposición

(-) Inversión en Activos Fijos

+/- Capital de Trabajo

**= FCL (Flujo de Caja Libre para el accionista)**

### 8.1 Ajustes al Estado de Resultado Proyectado

Desde el EERR proyectado, y según lo mencionado anteriormente, ajustamos las partidas que no representan flujo, que son parte de operaciones y no recurrentes.

Flujo de Caja Bruto MM\$	4T 2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
<b>Ganancia del ejercicio</b>	<b>6.267</b>	<b>12.987</b>	<b>14.332</b>	<b>15.832</b>	<b>17.506</b>
Depreciación y amortización	951	3.708	4.108	4.554	5.052
Costos Financiero d/impto.	474	1.888	2.092	2.319	2.572
Ingresos Financiero d/impto	-135	-444	-492	-546	-605
Diferencia de cambio	-	-2	-2	-2	-2
Inversión en sociedades	-197	-627	-627	-627	-627
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>7.361</b>	<b>17.510</b>	<b>19.411</b>	<b>21.530</b>	<b>23.896</b>

Tabla 39 Flujo de Caja Bruto Proyectado de Liverpool S.A.

<sup>23</sup> Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 9

## 8.2 Depreciación de Activos Fijos

A continuación, y siguiendo la estructura antes informada, debemos calcular la base del costo de reposición, la cual es equivalente al monto que se deprecia, periodo tras periodo, de los activos fijos de la sociedad ya sea por su uso o desgaste y que en resumen representa la capacidad de mantención de cierto nivel de producción en el tiempo. Es para eso que llegamos a observar la depreciación al 30.09.18, la que corresponde a MM\$ 2.374, la cual representa un 3% sobre los ingresos, esto mantiene cierta consistencia histórica y la mantenemos dentro de las proyecciones al considerar incrementos en los Ingresos de la sociedad.

Datos Históricos MM\$	2014	2015	2016	2017	2018 3q
Depreciación y amortización	1.784	2.086	2.616	3.423	2.374
% sobre Ventas	2%	2%	3%	3%	3%

Proyección de Ingresos MM\$	2018 4q E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Ingresos proyectados	49.500	150.073	166.257	184.301	204.450
Depreciación Proyectada	951	3.708	4.108	4.554	5.052
% sobre Ingresos proyectados	2%	2%	2%	2%	2%

Tabla 40 Depreciación Histórica y Proyección

## 8.3 Inversión en Reposición de Activos Fijos

Una vez determinada la base de depreciación ahora pasaremos a calcular de reposición propiamente tal, para eso revisamos las adquisiciones en cada año y la incluimos como Inversión en Propiedades, Mobiliarios y Equipos, informando además en porcentaje lo que representa las mejoras. Llegando a una tasa promedio para calcular la inversión en reposición de un 52%.

En agosto del 2017 México es azotado por un Terremoto, en ese mismo año reciben las tiendas Suburbia, esto explica el alto porcentaje en mejoras.

Cálculo de proyección MM\$	2018 3Q	2017	2016	2015	2014
Inversión Prop., Mob y Equipos neto	7.115	5.807	5.395	3.220	3.386
% Mejoras sobre Inversión en A. Fijo	3,0%	39,0% (*)	10,1%	13,2%	10,1%
Depreciación y amortización	2.374	3.423	2.616	2.086	1.784
% Depreciación sobre Inversión AF	33,4%	58,9%	48,5%	64,8%	52,7%
<b>Promedio</b>	51,7%				

Proyección para FCD MM\$	2018 4q E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Depreciación Proyectada	951	3.708	4.108	4.554	5.052
Inversión en reposición	491	1.916	2.122	2.352	5.052

*Tabla 41 Proyección de Inversión en Reposición de Liverpool S.A.*

Como inversión en reposición consideramos aquel porcentaje, en este caso 51,7% de la depreciación sobre inversiones en activo fijo, como aquella fracción de monto destinada a reponer los activos la cual se traduce en una inversión destinada a mantener la generación de flujo de operacional, dicho de otra manera, es el flujo destinado a reponer y no genera un aumento de su capacidad productiva.

#### **8.4 Nuevas Inversiones de Activos Fijos (CAPEX)**

Ahora corresponde el turno de calcular las nuevas inversiones de activo, la cual entrega el sustento para el crecimiento de ventas proyectado. Para lo cual, desde la variación de saldo de la cuenta de activo fijo, sumando aquellos montos relacionados la depreciación llegamos a un Capex, indicador de la necesidad de inversión de activos, la cual en su totalidad representa inversión en reposición y adiciones, la que conlleva a un aumento de la capacidad de generación de flujos operacionales de Liverpool.

Este mismo indicador, expresado en porcentaje, es luego aplicado sobre las ventas, promedio histórico que se sitúa en un 5,8%, sobre la cual al momento de ser multiplicada



por los ingresos proyectados nos entrega el monto total de inversión en activo fijo, que sustenta el crecimiento de ventas para los periodos siguientes, de este total restamos lo destinado a reposición llegando al momento exacto necesario que en resumen influye en el crecimiento de los ingresos proyectados.

Cálculo de Capex MM\$	2018 3Q	2017	2016	2015	2014
<b>Propiedades, mobiliario y equipo - Neto</b>	<b>46.353</b>	<b>43.856</b>	<b>35.464</b>	<b>31.925</b>	<b>30.390</b>
Variación Activos Inmovilizados	2.497	8.392	3.539	1.535	1.336
Depreciación y amortización	2.374	3.423	2.616	2.086	1.784
<b>Capex</b>	<b>4.871</b>	<b>11.815</b>	<b>6.155</b>	<b>3.621</b>	<b>3.120</b>
Ingresos por Ventas	87.140	122.168	100.442	91.293	81.214
% Capex sobre Ingresos por ventas	5,6%	9,7%	6,1%	4,0%	3,8%
Promedio	5,8%				

Nuevas Inversiones Tasa 6% sobre Ingresos MM\$	2018 4Q E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Ingresos	49.500	150.073	166.257	184.301	204.450
Inversión en Activo Fijo 6%	2.890	8.763	9.708	10.762	11.938
Inversión en reposición	-491	-1.916	-2.122	-2.352	-5.052
<b>Total nuevas inversiones</b>	<b>1.858</b>	<b>6.848</b>	<b>7.586</b>	<b>8.409</b>	<b>6.886</b>

Tabla 42 Proyección de Nuevas Inversiones de Liverpool S.A.

## 8.5 Inversión en Capital de Trabajo

Por capital de trabajo nos referiremos específicamente al capital de trabajo operativo, que por definición es la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes, que no genera intereses <sup>24</sup>, el cual luego es medido como porcentaje sobre las ventas y que sirve para la operación y administración del negocio. En el siguiente cuadro el promedio es de 12,4%, la cual excluye el último periodo observado al 2018 3q. Luego es multiplicado por el incremento en ventas estimadas para el periodo siguiente, el objetivo es anticipar la necesidad de capital de trabajo para financiar las proyecciones y los incremento de ventas.

Cálculo CTON MM\$	2018 3Q	2017	2016	2015	2014
(+) Clientes y Cuentas por Cobrar	26.568	25.771	23.557	22.763	21.050
(+) Inventario	23.616	18.486	16.127	13.850	11.754
(-) Proveedores y Cuentas por Pagar	27.966	34.248	29.440	22.853	19.736
<b>(=) CTON</b>	<b>22.218</b>	<b>10.009</b>	<b>10.245</b>	<b>13.759</b>	<b>13.069</b>
Ingresos	87.140	122.168	100.442	91.293	81.214
<b>RCTON Histórico</b>	<b>25,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>15,1%</b>	<b>16,1%</b>
RCTON Días	92	29	37	54	58
<b>RCTON Promedio</b>	<b>12,4%</b>				

Cálculo de Inversión Capital de Trabajo MM\$	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E
Ingresos	136.640	151.798	170.014	190.416	213.265
CTON Proyectado	16.928	18.806	21.063	23.590	26.421
<b>Inversión en CTON</b>	<b>1.878</b>	<b>2.257</b>	<b>2.528</b>	<b>2.831</b>	-

Tabla 43 Proyección de Capital de Trabajo de Liverpool S.A.

Importante destacar que para el cálculo del promedio no se considera el 3Q del 2018, ya que, al ser un cierre intermedio del Estado Financiero final, no contendría el cierre de cuentas contable ni las provisiones necesarias para una correcta presentación de sus saldos.

<sup>24</sup> Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 9

## 8.6 Estimación de Exceso de Capital de Trabajo

Para este objetivo observamos que el CTON sobre ventas en 3Q del 2018 es de 25,5%, con 92 días, el que está por arriba del promedio de 12,4% con 45 días, en tal sentido consideramos que existe un exceso de capital de trabajo, el cual lo calculamos de la siguiente manera:

Capital de Trabajo	MM\$
Observado Sept-2018	22.218
Estimado a diciembre 2018 (-)	16.928
Exceso de Capital de Trabajo (=)	5.290

*Tabla 44 Cálculo de Exceso de Capital de Liverpool S.A.*

El capital observado al 2018 3q se encuentra por arriba de la estimación para el año 2019 M\$ 16.928, con lo cual llegamos a un exceso de capital de trabajo observado en recuadro anterior.

Con esta última sección estamos ya preparados para calcular el Flujo de Caja Libre.

## 8.7 Activos Prescindibles de la Empresa

Identificados ya en el capítulo anterior las partidas son consideradas prescindibles o no operaciones, la razón es determinar un valor de liquidación de activos, que no son parte de los Flujos de Caja Bruto, o mejor dicho; no son generados de RON.

Activos Prescindibles MM\$:	Saldo 30.09.19 MM\$
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.971
Inversión en Asociadas	7.844
Inversión en Propiedades	20.034
Otros	32.239
<b>Total</b>	<b>66.088</b>

*Tabla 45 Activos de Liverpool al 30.09.18*

## 8.8 Deuda financiera de la Empresa

Al igual que el numeral anterior, debemos considerar la deuda como parte de un valor de liquidación, en este caso la deuda que genera intereses y la cual es vista con mayor detalle en el capítulo cuarto.

Deuda MM\$	2018 3Q
Deuda Financiera al 30,09,18	30.431

*Tabla 46 Deuda Financiera de Liverpool S.A.*

## 8.9 Valoración Económica por Flujos de Caja Descontados

A continuación, detallamos en el siguiente recuadro el Flujo Libre de Caja de Liverpool, en la cual incorporamos la inversión en reposición, en activo fijo y en capital de trabajo. Este flujo considera de forma explícita un flujo perpetuo sin crecimiento, razón por la cual en el 2022 estimado no hay flujo de inversión en nuevos activos fijos ni en capital de trabajo, partidas que sabemos están relacionados a crecimientos de ingresos.

Para determinar el valor terminal lo hacemos calculando un Valor Terminal sin crecimiento, en virtud de este supuesto la fórmula para determinarlo es:

$$V(T) = \frac{FCL(t+1)}{k_o}$$

Donde el  $k_o = 15,7\%$  corresponde al Costo de Capital determinado en el capítulo 5.

Valorización Económica MM\$	2018 4Q	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>7.361</b>	<b>17.510</b>	<b>19.411</b>	<b>21.530</b>	<b>23.896</b>	<b>23.896</b>
Inversión en reposición	-491	-1.916	-2.122	-2.352	-5.052	-5.052
Inversión en Activo Fijo	-1.858	-6.848	-7.586	-8.409	-	-
+ o - Capital de trabajo	-1.878	-2.257	-2.528	-2.831	-	-
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>3.133</b>	<b>6.490</b>	<b>7.175</b>	<b>7.937</b>	<b>18.844</b>	<b>18.844</b>
<b>Valor Terminal</b>					<b>120.027</b>	
<b>FCL + Valor Terminal</b>	<b>3.133</b>	<b>6.490</b>	<b>7.175</b>	<b>7.937</b>	<b>138.871</b>	

Tabla 47 Proyección de Flujo de Caja Libre y Valor Terminal de Liverpool S.A.

Con esto estamos podemos determinar el valor presente de los flujos futuros descontados a la tasa de descuento  $k_o$  antes mencionado, llegando al periodo septiembre 2018, con lo cual llegamos a un precio de acción de \$ 102,6, un 26,8% por abajo del precio cotizado en ese mismo día. Cabe destacar que el precio de la acción a la fecha de la presente tesis el precio de la acción ha caído a \$ 119,52, el cual, si es tomada como una nueva medida de estimación, el precio proyectado, estaría a un 14,7% por abajo del precio actual.

<b>Valor de Activos Operacional MM\$</b>	<b>96.723</b>
Exceso Capital de Trabajo	5.290
Activos Prescindibles	66.088
<b>Valor de la Empresa (=)</b>	<b>168.101</b>
Deuda Financiera	-30.431
<b>Valor Patrimonio Económico</b>	<b>137.670</b>
Acciones emitidas	1.342.196.100
<b>Valor de la acción estimada</b>	<b>102,6</b>
Valor de la acción al 30/09/18	140,1

Tabla 48 Estimación del Precio de Acción de Liverpool S.A. al 30.09.18

## **CONCLUSION**

A modo de conclusión podemos mirar como el método de Flujo de Caja Descontado, mediante la estimación del crecimiento de la empresa, considera muchos factores que influyen en el cálculo de valorización, lo que se traduce en que este método es mucho más sensible que el otros a la hora de estimar el precio de una acción, logrando así el beneficio de llegar a un precio futuro que está más cercano a la expectativa del mercado, en este caso el precio estimado es de \$ 102,6, un valor que está en sintonía con la percepción del mercado en el primer trimestre del año 2019. La cual también a procesado entre otras cosas la frustrada operación de adquisición de Ripley, la guerra comercial y los efectos de política interna del país.

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 etapa de pesimismo, sin embargo, el desarrollo a nivel mundial de ecommerce renueva los aires 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.

## **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