



Valorización El Puerto de Liverpool

**Tesis de grado para optar al grado de
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Javier Galdames Inostroza

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin

Santiago, marzo 2020

TABLA CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO.....	4
CAPITULO 1. DESCRIPCION DE LA INDUSTRIA	4
1.1 Filiales.....	7
1.2 Accionistas	8
1.3 Competencia	9
1.3.1 Grupo Famsa S.A.B. de C.V.	9
1.3.2 Grupo Sanborns S.A.B. de C.V.	10
1.3.3 Grupo Palacio de Hierro, S.A.B.	11
1.4 Emisión de deuda	13
CAPITULO 2. METODOLOGIA	15
2.1 Método de Flujos de Caja Descontados.....	15
CAPITULO 3. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	17
3.1 Análisis de los ingresos	17
3.1.1 Detalle de los ingresos de El Puerto de Liverpool.....	17
3.1.2 Análisis de tasas de crecimiento de la industria.....	19
3.1.3 Perspectiva de crecimiento de la industria para los años 2019 a 2023	19
3.1.4 Análisis macroeconómico	19
3.1.5 Análisis económico nacional	20
3.1.6 Análisis de la empresa y planes de expansión y crecimiento	20
3.2 Análisis de Costos de Operación.....	21
3.2.1 Costo de la operación de la empresa	21
3.2.2 Gastos de Administración y Ventas.....	21
3.2.3 Análisis de cuentas no operacionales	23
3.2.4 Análisis de activos	23
CAPITULO 4. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS	26
4.1 Proyección de ingresos de operación.....	26
4.2 Proyección costo de venta y gastos por administración	29
4.3 Proyección resultado no operacional.....	30
4.4 Ganancia antes de impuesto	31
4.5 Calcular pago de impuestos.....	32

4.6 Calcular ganancia o pérdida.....	33
CAPITULO 5. VALORACION DE LA EMPRESA POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	35
5.1 Ajustes al Estado de Resultados según proyecciones	36
5.2 Estimación de inversión en reposición de activos fijos.....	37
5.3 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles	38
5.4 Nuevas inversiones de activos fijos (CAPEX).....	38
5.5 Inversión en Capital de Trabajo.....	40
5.6 Estimación de exceso de Capital de Trabajo	41
5.7 Activos Prescindibles de la Empresa.....	41
5.8 Deuda financiera de la empresa.....	42
5.9 Valoración económica por flujos de caja descontados.....	42
5.10 Análisis de sensibilidad del precio de la acción frente a la variación de la tasa WACC y de las ventas.....	45
CONCLUSIÓN.....	47
BIBLIOGRAFIA.....	48

RESUMEN EJECUTIVO

La técnica de valorización de empresas es una herramienta que permite tomar decisiones de inversión sobre el valor bursátil de una empresa, pudiendo discriminar entre empresas sobrevaloradas o subvaluadas. El resultado de la valorización depende directamente la calidad de información que se posea, como del conocimiento de la empresa y su industria en la economía, por cuanto las estimaciones de los flujos futuros o del rubro afectan el resultado de la valorización.

La presente tesis presenta la valorización de El Puerto de Liverpool, empresa dedicada al rubro del retail en México, la cual se sitúa en el puesto 171¹ de las empresas de retail a nivel mundial y, a nivel nacional, se encuentra dentro de las 10 empresas que lideran el sector en México². En cuanto a la situación económica de México, esta muestra una desaceleración influenciada por las tensiones económicas a nivel mundial; durante el 2017 el crecimiento fue del 2,3%, un 2% durante 2018 y se proyecta un 1,6% para el 2019. Para el año 2020 se espera un crecimiento cercano al 2%. La inflación se encuentra controlada dentro del intervalo 2% al 4%, lo cual se encuentra alineado a los objetivos del Banco Central de México. La tasa libre de riesgo durante el último semestre del 2019 fluctuado a la baja, desde un 8,65% en enero a un 7,57% en junio de 2019³. Se proyecta que el rubro del retail mantenga un crecimiento en torno al 2,2%⁴.

La proyección de Flujos de caja libres recogió los datos al 2Q del 2019 y las proyecciones de los años 2020 al 2024, utilizando un crecimiento del 12% (promedio real anual), lo que está en línea con el crecimiento en salas de venta y ventas omnicanal, como también de la estrategia de disminuir los costos de distribución. Como resultado de la valorización al mes de junio de 2019 fue de \$135,98 un 27,24% superior a su precio de mercado.

CAPITULO 1. DESCRIPCION DE LA INDUSTRIA

¹ Global Powers of Retailing 2019, Deloitte.

² Ranking Interbrand.

³ Rentabilidad bono soberano de México a 20 años.

⁴ Pronostico Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD).

El Puerto de Liverpool Sociedad Anónima Bursátil, es una empresa mexicana, cuya razón social es El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V., y su nemotécnico es LIVEPOLC-1.MX – LIVEPOL1.MX, con 171 años de historia que opera tiendas departamentales enfocadas al consumidor de ingreso medio bajo, medio, medio alto y alto, y que tiene su sede en Ciudad de México. Su negocio principal es operar las tiendas departamentales de Liverpool y Suburbia, así como Duty Freees en distintas ciudades del país. Además, ofrece crédito a través de sus tarjetas, y recibe ingresos por arrendamiento de espacios en centros comerciales.

La compañía participa en la industria comercial, inmobiliaria y créditos que son apoyadas con una división de servicios.

a. Comercio Minorista.

Los almacenes departamentales Liverpool tienen un formato que ofrece una amplia gama de productos para toda la familia, servicio personalizado y ubicaciones estratégicas para brindar una experiencia de compra completa.

Con más 1.5 millones de metros cuadrados de área de venta, Liverpool da servicio a 69 ciudades de la República de Mexicana con instalaciones de vanguardia y funcionales.

b. Negocio Inmobiliario.

La compañía opera y es dueña de 27 centros comerciales en un área rentable de más de 625.000 metros cuadrados. Cuenta con más de 1500 inquilinos registrando altas tasas de ocupación. Además, se realizan vistas por más de 100 millones de personas al año.

c. Servicios Financieros.

Liverpool fue el primer emisor de tarjetas de crédito no bancarias en la República de Mexicana. Este instrumento representa la fuente de pago más importante para la empresa. Cuenta con más de 4.7 millones de tarjetas.

El Puerto de Liverpool es regulado, principalmente, por La Bolsa Mexicana de Valores y las demás normas fiscales vigentes en México, tales como: Las leyes sobre el impuesto a la renta, al valor agregado, sobre las asociaciones mercantiles, de Aduanas y el impuesto empresarial de tasa única.

La Compañía se encuentra constituida por 21 sociedades con fines comerciales, inmobiliarios y de servicios, en donde cuentan con aproximadamente 1.800 marcas registradas. A nivel de sus canales de distribución, cuenta con dos centros logísticos propios en el Estado de México, lo que fortalece su operación de abastecimiento y logística de sus tiendas.

1.1 Filiales

El Puerto de Liverpool, S.A.B de C.V. es una organización tenedora de acciones de empresas subsidiarias y afiliadas.

La estructura societaria es controlada por PULISA y la sub-controladora es OPELISA.

Compañía	Part.	Actividad
Operadora Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Sub-controladora
Servicios Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Prestadora de servicios Administrativos Almacenaje y distribución de mercancía
IMPCECO, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
TERMIDOR, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
PLUVIOSO, S.A. de C.V.	99.95%	Inmobiliaria
Inmobiliaria Floreal, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Constructora e Inmobiliaria Perinorte, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Operadora Liverpool México, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria y operadora de almacenes
Grandes Almacenes Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria y operadora de almacenes
Bodegas Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Almacenamiento y Distribución
Galerías Campeche, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Edificio Polanco, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Almacenadora Liverpool, S.A. de C.V.	99.00%	Almacenamiento y Distribución
Corporación Gromeron, S.A. de C.V.	99.99%	Sub-controladora
Operadora de Nuevos Negocios Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Banlieue, S.A. de C.V.	99.99%	Tenedora de acciones de Suburbia

Tabla 1 “Empresas Subsidiarias de Liverpool S.A.B.”

1.2 Accionistas

A continuación, se exponen las principales sociedades y fideicomisos que mantienen una participación de alrededor del 85% de la Serie 1 del capital social de la Compañía al 31 de diciembre de 2018 y 2017:

Accionistas	Número 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, INVEX Grupo Financiero-Trust No. 0327	218.319.810	16,3
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 Grupo Financiero-Trust No. 0387	101.178.030	7,5
UBS – Zurich	96.234.447	7,2
BBVA Bancomer Servicios, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer-Trust No. 25078-7	65.467.083	4,9
Pitect and Cie	57.137.573	4,3
Scotiabank Inverlat S. A., Institución de Banca Múltiple-Trust No. 11033735	36.839.656	2,7
BBVA Bancomer Servicios, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer-Trust No. 4078358	19.011.892	1,4
Citiacciones Flexible, S. A. de C. V. Sociedad de Inversión de Renta Variable	10.546.487	0,8
Pictet Bank & Trust Limited	2.479.879	0,2
Otros	347.175.218	25,9
Total	1.342.196.100	100

Tabla 2 “Accionistas mayoritarios al 31.12.2018 Liverpool S.A.B.”

1.3 Competencia

La economía mexicana es la más grande de Hispanoamérica, y la segunda en América, y a nivel mundial está situada en el número 15, por lo cual las empresas que tienen operaciones en este país son de gran envergadura a nivel mundial, y específicamente en el comercio minorista que crece a tasas significativas en los últimos años, y a las vez son actores importantes para el crecimiento de la economía.

La Compañía compite en la zona metropolitana del valle de México y las regiones de noreste, centro, poniente y sureste del país.

Las operaciones de ventas al menudeo de la compañía, incorporando las tiendas de Sanborns, Palacio de Hierro, y Famsa, compiten con varios tipos de tiendas de venta al menudeo, entre las que se incluyen tiendas que representan una combinación de alimentos y mercancía en general, y ofrecen líneas de artículos para el hogar y moda (“hardlinnes y softlines”), tiendas de descuentos para aparatos eléctricos, así como farmacias y tiendas especializadas.

1.3.1 Grupo Famsa S.A.B. de C.V.

Es una empresa mexicana líder en el comercio minorista con 379 tiendas de venta al menudeo, con presencia también en los Estados Unidos con 22 tiendas, y además opera en la industria de servicios financieros que complementa el negocio del comercio minorista. GFAMSAA es su código nemotécnico, y posee acciones de sólo una clase, que son comunes y nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie “A”. Transa en la Bolsa Mexicana de Valores.

Item	2018 Q2	2019 Q2
Precio acción \$	12,0	6,0
Valor Libro acción \$	13,2	10,6
Utilidad por acción	-0,636	-0,984
Número de Acciones	562.650.147	560.017.649
Capital Bursátil	6.752	3.360
Capital Contable	7.416	5.924
Deuda VL	37.266	42.219
Efectivo	1.445	1.832
Depreciación	408	713
Ebitda	1.413	1.698
Ebit	1.005	985
Ingresos	19.204	20.412
EV	42.573	43.747
Utilidad neta	-357.634.000	-550.809.000

Tabla 3 "Datos Financieros Grupo Famsa"

1.3.2 Grupo Sanborns S.A.B. de C.V.

Es una empresa líder en el mercado de venta al menudeo en México. Su formato de negocio dentro de esta industria incluye tiendas departamentales, especializadas, de lujo y tiendas – restaurante, con marcas altamente reconocidas. Este grupo, es la principal subsidiaria de Grupo Craso, aportando con alrededor del 50% de los ingresos y la utilidad de la operación consolidada.

Con respecto a las acciones de la compañía, existe una sola clase las cuales son comunes, nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie "A", están bajo el código nemotécnico GSANBOR.

Item	2018 Q2	2019 Q2
Precio acción \$	19	19
Valor Libro acción \$	13,9	14,2
Utilidad por acción	1,726	1,547
Número de Acciones	2.267.601.838	2.263.869.472
Capital Bursátil	43.084	43.014
Capital Contable	31.602	32.054
Deuda VL	757	-
Efectivo	915	1.229
Depreciación	1.272	1.739
Ebitda	5.865	6.221
Ebit	4.594	4.482
Ingresos	50.292	52.023
EV	42.926	41.785
Utilidad neta	3.914.915.000	3.502.585.000

Tabla 4 "Datos Financieros Grupo Sanborns"

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

Esta empresa es la primera en tener una tienda departamental en México, en el año 1891, y actualmente es un actor importante en el mercado de comercio minorista con 13 tiendas. La estrategia de mercado de esta compañía apunta a un sector medio-alto y medio, ofreciendo productos de marcas reconocidas de México y extranjeras, en categorías como cosméticos, perfumes, accesorios, joyería, muebles entre otros.

Además del comercio minorista, esta empresa opera en el rubro inmobiliario, que está asociado directamente a las empresas filiales del grupo, que tienen por objetivo construir, diseñar, remodelar y realizar las ampliaciones de las tiendas comerciales.

Por otro lado, para complementar el negocio comercial, participa en la industria de servicios financieros, con tarjeta de crédito propia, que de alguna manera impulsa el consumo de los productos que ofrecen las tiendas comerciales.

La acción se transa en la Bolsa Mexicana de Valores bajo el código nemotécnico GPH. Posee un solo tipo de acción, las cuales son comunes, nominativas y sin expresión de valor nominal serie "A".

Item	2018 Q2	2019 Q2
Precio acción \$	57,0	58,0
Valor Libro acción \$	55,7	58,9
Utilidad por acción	6,127	7,606
N° de Acciones	377.832.983	377.832.983
Capital Bursátil	21.536	21.914
Capital Contable	21.030	22.258
Deuda VL	10.743	8.913
Efectivo	4.612	2.232
Depreciación	1.152	1.557
Ebitda	4.088	5.872
Ebit	2.936	4.315
Ingresos	32.789	35.634
EV	27.667	28.595
Utilidad neta	2.314.837.000	2.873.721.000

Tabla 5 "Datos Financieros Grupo Palacio de Hierro"

1.4 Emisión de deuda

El Puerto de Liverpool posee 9 bonos vigentes, en donde las series 283837AA0, 283837AB8 y los eurobonos MX111686009 y MX150156254 son transados en el mercado de valores de Estados Unidos; el resto de las series de bonos se transan en el mercado mexicano:

Nemotécnico	LIVEPOL10	LIVEPOL10U	LIVEPOL122	LIVEPOL172	283837AA0	MX111686009	283837AB8	MX150156254	LIVEPOL17
fecha de emisión	01-jun-10	01-jun-10	29-mar-12	25-Aug-2017	02-oct-14	02-oct-14	06-oct-16	06-oct-16	25-Aug-2017
Valor Nominal	2.250.000	1.076.044	1.900.000	1.500.000	5.956.260	5.956.260	14.890.650	14.890.650	3.500.000
Moneda en miles	Mexican Peso	Mexican Unidad de Inversión (UDI)	Mexican Peso	Mexican Peso	U.S. Dollar	U.S. Dollar	U.S. Dollar	U.S. Dollar	Mexican Peso
Tipo de colocación	México	México	México	México	United States	Eurobond	United States	Eurobond	México
Fecha de vencimiento	19-may-20	19-may-20	17-mar-22	19-Aug-2022	02-oct-24	02-oct-24	06-oct-26	06-oct-26	13-Aug-2027
Tipo de Bono	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Floating Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon
Tasa Cupón (Kd)	8,53%	4,22%	7,64%	8,73%	3,95%	3,95%	3,88%	3,88%	7,94%
periodicidad	182	182	182	28	182	182	182	182	182
Número de pagos (N)	20	20	20	65	20	20	20	20	20
Motivo de Emisión	Pagar deuda	Pagar deuda	Inversión	Pagar Deuda/Inversión	N/A	N/A	N/A	N/A	Pagar Deuda/Inversión
Clasificación de Riesgo	AAA	AAA	AAA	AAA	+BBB	+BBB	+BBB	+BBB	AAA
Precio de venta el día de la emisión	107,46	101,21	107,76	100,02	99,25	99,25	99,04	98,86	111,79

Tabla 6 “Bonos emitidos vigentes Liverpool (MM\$)”

Durante el año 2018 se liquidó el vencimiento de un crédito bancario por \$921 millones de pesos mexicanos en el mes de junio, así como el vencimiento de la serie LIVEPOL08 por \$1.000 millones de pesos mexicanos. Adicionalmente, durante el año 2015 se liquidó anticipadamente un prestamos sindicado de \$5.000 millones, el cual fue utilizado para financiar actividades de crecimiento.

CAPITULO 2. METODOLOGIA

Existen una gran cantidad de métodos para valorizar una empresa, que tienen como objetivo final estimar el valor de una compañía, y para ello es necesario realizar el proceso de cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de esta, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica que sea necesaria para incorporar al proceso. Es importante destacar, que la valoración es una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que esta dependerá de la situación de la empresa, del momento de transacción y del método utilizado.

Dentro de la literatura, los métodos más conocidos, se encuentran el modelo de descuentos de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.

Para este trabajo, utilizaremos el método de flujos de caja descontados y el método de múltiplos, los cuales pasaremos a describir en detalle a continuación.

2.1 Método de Flujos de Caja Descontados.

Este es el método más utilizado y el que tiene mayor crédito, ya que es el método más científico y teóricamente preciso para realizar una valoración, debido a que está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

En el método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, se calcula el valor de los beneficios futuros que se esperan de la empresa. Para este proceso se debe aplicar una determinada fórmula que se adopta mediante los siguientes pasos:

1. Se define un horizonte temporal, es decir, la proyección de resultados.
2. Se deben determinar los flujos de caja libre, esto quiere decir, el saldo disponible para pagar a los accionistas.

3. Luego se calcula la tasa de descuento, uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta 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.

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

4. Se estima el valor residual, que es el valor del activo concreto al final de un periodo determinado.
5. Tras estos cálculos, se aplica una fórmula que nos dirá finalmente el valor de la empresa.

CAPITULO 3. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

3.1 Análisis de los ingresos

Los ingresos de la compañía comprendidos entre los años 2015 al segundo semestre del 2019 se detallan en la siguiente tabla; donde las ventas de mercadería son las que generan el flujo principal, con aproximadamente un 86% promedio del total de ingresos, muy lejano del 8,9% que representa la parte financiera.

3.1.1 Detalle de los ingresos de El Puerto de Liverpool

Detalle	2015	2016	2017	2018	2Q 2019
Ventas netas de mercadería	78.548	87.464	107.208	119.108	54.796
Intereses ganados de clientes	9.030	9.365	10.481	11.786	6.597
Ingresos por arrendamientos	3.021	3.179	3.104	3.472	1.740
Servicios y otros	695	433	1.375	1.169	
Total Ingresos	91.293	100.442	122.168	135.535	63.133

Tabla 12 "Ingresos de Liverpool"

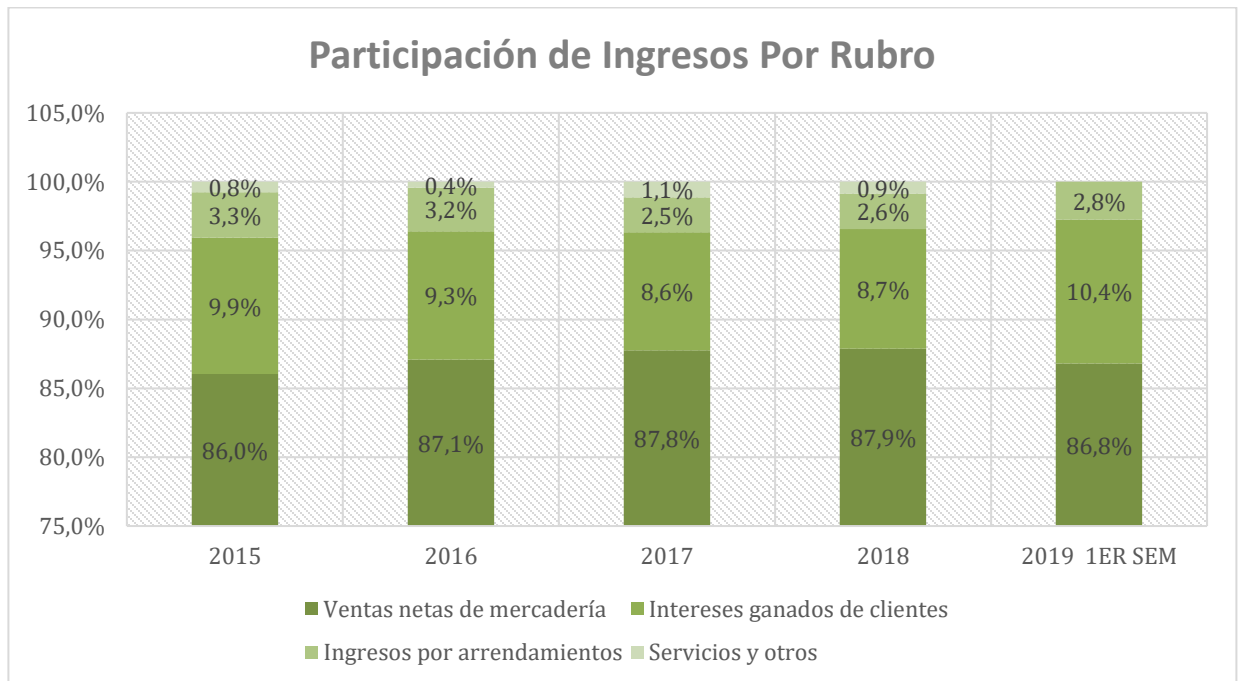
En base a los ingresos históricos de la Compañía, se presenta el crecimiento real durante el periodo en estudio, en donde el aumento significativo en el nivel de ventas de mercaderías durante el año 2017 es generado por la consolidación de las ventas con Suburbia. Aislado dicho evento, se observa una tasa de crecimiento sostenida de un 11% promedio en dicho rubro.

Cuadro de tasas de crecimiento de Puerto de Liverpool S.A.B.

	2015	2016	2017	2018	2019 1° SEM
Ventas netas de mercadería	12,8%	11,4%	22,6%	11,1%	8,1%
Intereses ganados de clientes	46,4%	3,7%	11,9%	12,5%	20,9%
Ingresos por arrendamientos	10,5%	5,2%	-2,4%	11,9%	0,3%
Servicios y otros	-72,2%	-37,6%	217,4%	-15,0%	
Total Ingresos	12,7%	10,0%	21,6%	10,9%	9,0%

Tabla 13 "Tasas de crecimiento de Liverpool"

A continuación, se muestra una gráfica de la constitución del peso relativo de los ingresos por sus distintos rubros de retail, financiero, arrendamientos y servicios:



3.1.2 Análisis de tasas de crecimiento de la industria

El crecimiento de las ventas para la industria del retail o comercio, de acuerdo con la información de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD), es la siguiente:

Detalle	2015	2016	2017	2018	2019 1° SEM
Ventas netas de mercadería	8,2%	8,0%	7,9%	7,6%	7,7%

Tabla 14 "Tasas de crecimiento de la industria según ANTAD (Mercadería)"

Existe una tendencia hacia la baja en las tasas de crecimiento de las ventas al detalle, sin embargo, El Puerto de Liverpool mantiene una tasa de crecimiento de un 11% promedio por sobre las tasas que señala ANTAD.

3.1.3 Perspectiva de crecimiento de la industria para los años 2019 a 2023

Para lograr proyectar un crecimiento de la industria en la que compite la empresa en su principal rubro que es el de retail o comercio, es necesario hacer un análisis Top Down, en donde primero se realiza una evaluación macroeconómica, luego el plano nacional, y por último las expectativas de crecimiento de la organización a través de las noticias que ellos puedan publicar como estratégicas.

3.1.4 Análisis macroeconómico

El crecimiento de la producción industrial mundial y de los volúmenes del comercio de mercancías viene disminuyendo desde principios de 2018, especialmente en los sectores de bienes de capital y bienes intermedios en los que el intercambio comercial un peso significativo. Los principales indicadores denotan un cierto debilitamiento del impulso económico en muchos países en 2019, en medio de una escalada de disputas comerciales, riesgos de tensiones financieras y de volatilidad, y un trasfondo de tensiones geopolíticas. Por otro lado, varias economías desarrolladas están enfrentado limitaciones de capacidad, que pueden ser un lastre para el crecimiento a corto plazo.

3.1.5 Análisis económico nacional

De acuerdo a un estudio Económico de México, realizado por la OCDE, el desempeño económico del país se está viendo afectado por tres grandes cambios, primero una desaceleración de un entorno económico internacional deteriorado por las tensiones comerciales, la incertidumbre política en muchos países, problemas económicos significativos en algunas naciones, y como resultado el debilitamiento de inversiones de muchas empresas. En segundo lugar, incertidumbre de relaciones de México con su principal socio comercial, por falta de claridad en las reglas del juego. Por último, la transición política mexicana en la cual se están introduciendo cambios profundos en los sistemas de decisión y en las prioridades de política económica.

El crecimiento económico mexicano se ha desacelerado en los últimos años, con un 2,3% en 2017, 2 % en el 2018 y una proyección de 1,6% para el 2019. Se espera para el año 2020 una recuperación cercana al 2%.

En cuanto a la política fiscal, está comprometida con la estabilización de la deuda. La política monetaria, enfocada en la estabilidad de los precios, está logrando que las expectativas de inflación permanezcan controladas de acuerdo a lo estimado. La inflación subyacente se encuentra en un intervalo de entre un 2% y 4%, lo que definió como objetivo el Banco Central.

3.1.6 Análisis de la empresa y planes de expansión y crecimiento

En último año 2018 la compañía venía con una estrategia agresiva de crecimiento enfocada en el retail a través de la apertura de nuevas tiendas, en donde en ese periodo se inauguraron 5 nuevas tiendas de Liverpool, y 7 por la Suburbia. Las proyecciones de la compañía hacia los próximos años, es un crecimiento en ventas, pero asociado al desarrollo del negocio financiero, digital y omnicanal.

3.2 Análisis de Costos de Operación

3.2.1 Costo de la operación de la empresa

Los costos operacionales de la compañía se componen principalmente en dos rubros: El costo de las existencias (mercaderías) disponibles para la venta y el costo del emplazamiento de sus operaciones (logístico y distribución).

El costo de las mercaderías es el valor de inventario de los artículos para la venta, en sus distintas categorías de productos ya sea vestuario, artículos para el hogar, muebles, cosméticos y otros productos de consumo. Por otro lado, el costo logístico y de distribución, este es el costo de almacenamiento de las mercaderías y el transporte de estas desde un centro de distribución a los distintos puntos de venta de la empresa.

A continuación, se muestra una tabla con el costo de venta de la empresa, en el rubro de comercio en el periodo de 2015 al segundo trimestre 2019:

Costo de Ventas Puerto de Liverpool S.A.B. (MM\$)

	2015	2016	2017	2018	2019 1° SEM
Costo de mercancía	52.575	58.201	70.983	78.763	36.303
Costo de distribución y logística	1.574	1.907	2.405	2.858	1.454
Total Costos	54.149	60.108	73.387	81.621	37.757
% / Ventas	59,3%	59,8%	60,1%	60,2%	59,8%

Tabla 15 "Costo de venta Liverpool"

3.2.2 Gastos de Administración y Ventas

Los gastos de administración y venta de la compañía se desglosan en la siguiente tabla en el periodo de estudio:

**Gastos de Administración y Ventas Puerto de Liverpool
 S.A.B. (MM\$)**

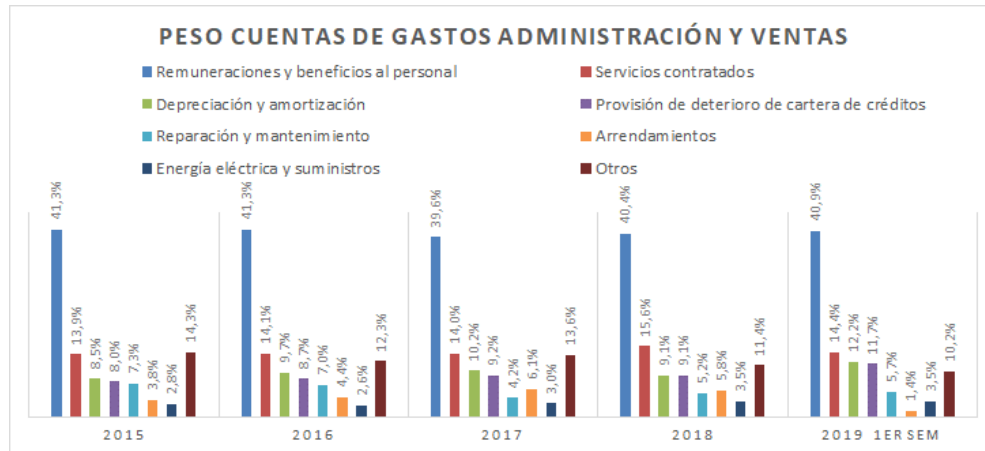
	2015	2016	2017	2018	2019 1° SEM
Rem. y beneficios al personal	10.109	11.134	13.293	14.935	7.807
Servicios contratados	3.404	3.787	4.695	5.778	2.744
Depreciación y amortización	2.086	2.616	3.423	3.364	2.317
Provisión deterioro cartera créditos	1.960	2.338	3.081	3.355	2.236
Reparación y mantenimiento	1.779	1.877	1.421	1.908	1.082
Arrendamientos	941	1.173	2.051	2.136	268
Energía eléctrica y suministros	696	687	1.014	1.282	668
Otros*	3.514	3.316	4.571	4.230	1.944
Total Gastos	24.489	26.927	33.549	36.989	19.067
% / VTAS	26,8%	26,8%	27,5%	27,3%	30,2%

* Otros considera primas de seguro, gastos de viaje, impuesto predial y otros conceptos menores.

Tabla 16 “Gastos de Administración y Venta de Liverpool” (1) Considera primas de seguro, gastos de viaje, impuesto predial y otros conceptos menores.

Según la información de la tabla, el gasto más significativo es el de remuneraciones y beneficios al personal, el cual representa un 40% de las ventas en promedio durante el periodo en revisión. Posteriormente, los servicios contratados representan un 14,5% de las ventas. Adicionalmente, los gastos totales se mantienen en promedio en el orden del 30% sobre ventas, a excepción del año 2017 en donde el grupo adquiere a Suburbia con un 33,4% sobre venta, volviendo en los periodos siguientes al promedio.

La distribución por peso relativo de cada cuenta de gastos se muestra en la siguiente gráfica:



3.2.3 Análisis de cuentas no operacionales

El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V. posee partidas no operacionales relacionadas con intereses (inversiones y préstamos), utilidad/perdida por fluctuaciones en el tipo de cambio y resultados por participación en sociedades. El detalle durante el periodo en evaluación es el siguiente:

No Operacionales MM\$	2015	2016	2017	2018	2019 2Q
Intereses Ganados	259	335	682	836	428
Intereses Pagados o Devengados	-970	-1.344	-7.138	-4.151	-1.816
Utilidad (Pérdida) cambiaria	-168	750	3.472	1.513	-22
Total Costo Financiero	-879	-259	-2.984	-1.801	-1.410
Participación sociedades	699	716	628	626	384
Total	-179	457	-2.356	-1.175	-1.025
% sobre ventas	-0,20%	0,45%	-1,93%	-0,87%	-1,62%

Tabla 16 "Cuentas No Operacionales de Liverpool"

3.2.4 Análisis de activos

Clasificaremos los activos como operacionales y no operacionales, en donde los operacionales son los relacionados directamente con el giro principal de la sociedad y

sus relacionadas; por el contrario, los no operacionales son aquellos no esenciales para el rubro actual de la empresa, pero que por su naturaleza aún pueden generar ingresos o proporcionar un retorno de la inversión, en dicho rubro se encuentran los activos financieros (disponible e inversiones temporales o permanentes). El detalle es el siguiente:

Activos MM\$	2019 (2Q)	Clasificación
Efectivo e inversiones de corto plazo	10.953	No operacional
Clientes	28.725	Operacional
Inventarios	22.967	Operacional
Inversión en empresas relacionadas	8.417	No operacional
Propiedad, planta y equipos	59.709	Operacional
Otras inversiones	21.333	Operacional
Otros	33.570	No operacional
Total Activos	185.673	

Tabla 17 “Activos Operacionales y No Operacionales de Liverpool”

El detalle de las partidas se presenta a continuación:

Efectivo e inversiones de corto plazo: 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 reportos sobre instrumentos gubernamentales.

Inversión en empresas relacionadas: Las relacionadas 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. La participación de la Compañía en las utilidades o pérdidas posteriores a la adquisición de las asociadas se reconoce en el estado de resultados y su participación en los otros resultados integrales de las asociadas, se reconoce en las otras partidas de la utilidad integral.

Otros Activos: Incluyen Impuesto al valor agregado, pagos anticipados a proveedores, Instrumentos derivados, Intangibles, beneficios a los empleados e impuesto a la renta diferidos.

CAPITULO 4. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

4.1 Proyección de ingresos de operación

La proyección de los ingresos operacionales de la compañía se focaliza en el rubro con mayor peso relativo, que en este caso corresponde a la venta de mercaderías, que en promedio durante el periodo de estudio es de un 86%. Según los análisis realizados de las tasas de crecimiento, tanto de la misma organización como la industria según ANTAD, así como las variables macro y microeconómicas estudiadas, estimamos un crecimiento real del 12% en promedio para el periodo 2019 - 2023, pero de manera escalonada decreciente. Se estima que los ingresos por arrendamiento, servicios y otros se mantienen constantes. Las tasas de crecimiento estimado por año son las siguientes:

Proyección de Tasas de crecimiento de Ventas Puerto de Liverpool (%)

Ítem de Ingreso	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas netas de mercadería	14%	13%	11%	11%	11%
Intereses ganados de clientes	14%	13%	11%	11%	11%
Ingresos por arrendamientos	5%	5%	5%	5%	5%
Servicios y otros	20%	20%	20%	20%	20%

Tabla 18 "Tasas de proyección de ingresos Liverpool"

Proyección de Ingresos por Venta Puerto de Liverpool (MM\$)

Ítem de Ingreso	Tasa \bar{X} Crecimiento	2019 2Q	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas netas	12%	63.133	154.510	174.596	193.801	215.120	238.783
Intereses clientes	12%	6.597	13.436	15.183	16.853	18.707	20.764
Ingresos arrend.	5%	1.740	3.646	3.828	4.020	4.221	4.432
Servicios y otros	20%	-	1.402	1.683	2.019	2.423	2.908
Total Ingresos		71.469	172.994	195.290	216.693	240.470	266.887

Tabla 19 "Proyección de ingresos por venta de Liverpool (MM\$)"

La tasa de crecimiento real del 12% promedio estimada para los próximos 5 años, se determinó principalmente por el aumento del ingreso por ventas que es una consecuencia del incremento de los metros cuadrados debido a la apertura de nuevas tiendas.

En virtud de lo anterior, se realizó un estudio con la información de los metros cuadrados de las tiendas Liverpool y Suburbia al 31 de diciembre de 2017. Luego para el año 2018, se consideró las nuevas aperturas de tiendas, con los metros cuadrados promedio por tienda, para realizar un cálculo de la estimación de ingresos por metro cuadrado. La estimación se refleja en el siguiente recuadro:

Año	Ingresos Proyectados x MTS 2 (MM\$)				
	2019	2020	2021	2022	2023
Liverpool	100.448	103.523	106.598	109.673	112.748
Fábricas de Francia	16.471	16.471	16.471	16.471	16.471
Suburbia	20.224	21.200	22.176	23.152	24.129
Totales	137.143	141.194	145.246	149.297	153.348

Tabla 20 "Proyección de ingresos por MTS 2 de Liverpool (MM\$)"

Los nuevos metros cuadrados aportan al crecimiento estimado del orden del 6% real. Por otro lado, en la estimación no se encuentran consideradas las tiendas denominadas "galerías", en donde en la última memoria presentada en 2018 considera 27 centros comerciales. Adicionalmente, la empresa declara que las tiendas hoy llamadas "Fabricas de Francia", se transformarán en tiendas Liverpool o Suburbia en el futuro, con el objetivo de rentabilizar aún más el metro cuadrado.

Otro componente relevante del crecimiento estimado del comercio electrónico, estimando que sustentarán el crecimiento a 5 años, aportando del orden del 40% - 50% del EBITDA. Finalmente, la Compañía declara como objetivo mejorar su margen bruto y flujo operativo, lo cual será a través de la mejora de los costos de distribución mediante la construcción de un nuevo centro logístico en "Hueuetoca", el cual centralizará las operaciones de los tres centros de distribución actuales del Estado de México.

Si comparamos las tasas de crecimiento de la industria de Liverpool y la industria, de acuerdo con la información de ANTAD, el Puerto de Liverpool ha crecido; en promedio, a una tasa más alta que la industria, por lo que estimamos que esta situación permanecerá durante el periodo de la estimación de los flujos, pero no perdiendo de vista la situación macroeconómica del país, lo cual sensibiliza el crecimiento.

Cuadro de tasas de crecimiento de la industria según ANTAD vs Liverpool

Empresa	2015	2016	2017	2018	2019
Industria (ANTAD)	8,2%	8,0%	7,9%	7,6%	6,3%
Liverpool	12,8%	11,4%	22,6%	11,1%	9,0%

Tabla 21 "Tasas de crecimiento de la Industria vs Liverpool"

Del punto de vista de las variables económicas que sustentan la proyección realizada de un crecimiento promedio del 12% real durante los siguientes 5 años de la empresa, se estudiaron las variables que el Banco de México estimo con una mayor ponderación, que impactan directamente en el desempeño económico del país.

La primera variable es el crecimiento del PIB del país donde se aprecia que en el periodo de estudio histórico tiende a la baja, lo que se traduce en una disminución de la tasa de crecimiento estimada para la compañía. Esta disminución del PIB se traduce en una disminución en la actividad económica del país, aumentando el indicador de desempleo, disminuyendo la renta per cápita de los habitantes del país:

Año	Crecimiento PIB	Inflación	Tasa de Desempleo	Paridad PMX/USD
2015	3,3%	2,1%	4,0%	16,9%
2016	2,9%	3,4%	3,4%	17,8%
2017	2,1%	6,8%	3,4%	19,2%
2018	2,5%	4,8%	3,6%	19,0%
2019 E	0,5%	3,3%	3,6%	19,9%
2020 E	1,4%	3,5%	3,7%	20,4%

Tabla 22 "Datos Económicos de México al 30 de junio 2019" (Banco de México)

4.2 Proyección costo de venta y gastos por administración

Se observa que la razón del costo de ventas se mantiene estable en torno al 60% de las ventas de la empresa en los últimos 4 años, por lo que consideramos utilizar un criterio prudencial y mantener la razón del costo de venta:

Proyección costo de venta MM\$

Detalle	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Ventas M	63.133	174.596	193.801	215.120	238.783
Costo de venta M	37.756	104.758	116.281	129.072	143.270
Ratio Costo/Ventas	60%	60%	60%	60%	60%

Tabla 23 "Proyección de costo de venta de Liverpool (MM\$)"

Se observa que el gasto por administración y ventas se mantiene constante en torno al 27% del total de ventas durante el periodo en análisis (2015 a 2019), siendo las remuneraciones al personal la con mayor participación dentro del rubro. Para los efectos de la estimación, se mantendrá la estructura histórica mencionada:

Proyección gasto de administración y ventas MM\$

Detalle	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Remuneraciones al personal	7.807	16.579	18.404	20.430	22.678
Servicios contratados	2.744	10.239	11.942	13.795	15.809
Depreciación y amortización	2.317	3.450	3.539	3.629	3.722
Provisión de deterioro créditos	2.236	3.436	3.518	3.602	3.688
Reparación y mantenimiento	1.082	1.938	1.968	1.998	2.029
Arrendamientos	268	2.166	2.196	2.227	2.258
Energía eléctrica y suministros	668	1.292	1.303	1.314	1.324
Otros	1.944	4.378	4.530	4.687	4.850
Total Gastos	19.067	43.477	47.399	51.681	56.359
% / VTAS	30%	27%	27%	27%	27%

Tabla 24 "Proyección de gastos de Administración y Venta de Liverpool (MM\$)"

4.3 Proyección resultado no operacional

Considerando la tendencia histórica de las partidas no operacionales, se observa un aumento en los intereses pagados o devengados en torno al 2,8% en promedio durante el periodo 2015-2019. Lo cual hace sentido, ya que la empresa financia sus operaciones de dos fuentes: reinversión de parte significativa de las utilidades y contratación de financiamiento.

Los intereses ganados y utilidad (pérdida) cambiaria, ha aumentado en promedio un 0,5% y 0,9% respectivamente. En último lugar, la utilidad generada en la participación en relacionadas se ha dejado constante, bajo el supuesto de que la participación en otras empresas no tendrá cambios significativos.

No Operacionales MM\$	2015	2016	2017	2018	2019 2Q
Intereses Ganados	259	335	682	836	428
Intereses Pagados o Devengados	-970	-1.344	-7.138	-4.151	-1.816
Utilidad (Pérdida) cambiaria	-168	750	3.472	1.513	-22
Total Costo Financiero	-879	-259	-2.984	-1.801	-1.410
Participación sociedades	699	716	628	626	384
Total	-179	457	-2.356	-1.175	-1.025
% sobre ventas	-0,20%	0,45%	-1,93%	-0,87%	-1,62%

Tabla 24 "Proyección de partidas No Operacionales de Liverpool (MM\$)"

4.4 Ganancia antes de impuesto

Para la proyección de la utilidad neta se mantendrá el incremento histórico del 9%, la cual se ve potenciada por la estrategia omicanal implementada, la que va a la vanguardia en el rubro del retail, incorporando el comercio electrónico para mantener participación en el mercado. Durante el segundo semestre de 2019 se observa un incremento de 5,6% de los ingresos⁵, con un aumento del subgrupo retail de un 8,1%⁶. Lo anterior se refuerza con el consistente crecimiento que ha tenido la empresa sobre el ANTAD:

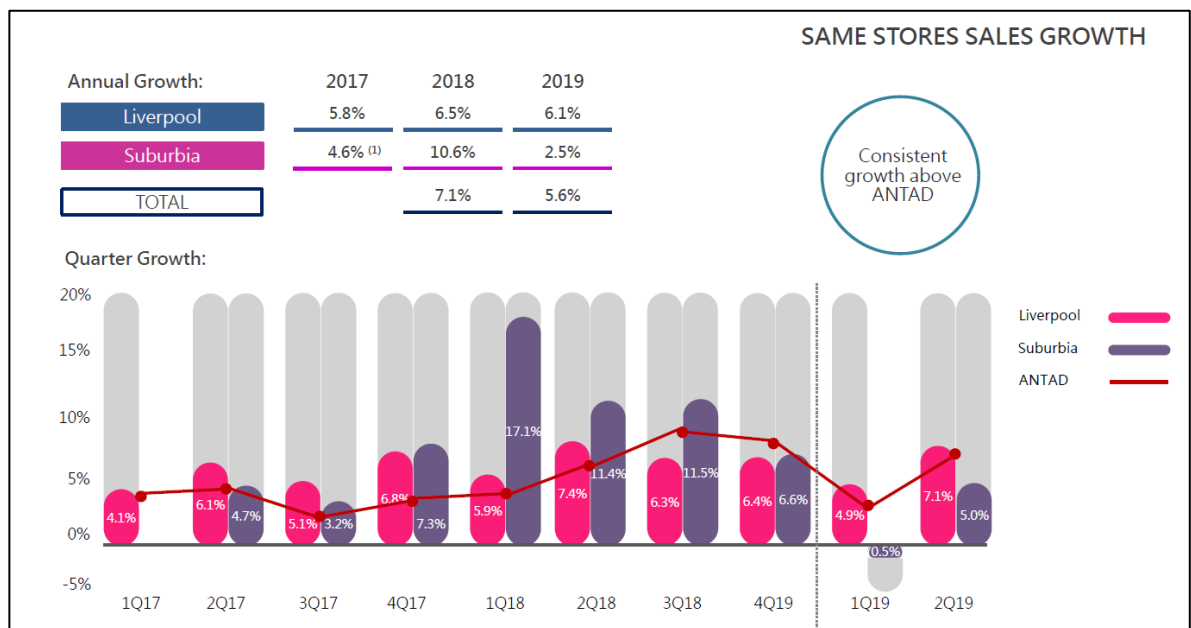


Ilustración 1 Fuente: Liverpool Corporate info. 2019.

⁵ Ingresos Liverpool + Suburbia + Digital. Liverpool Corporate info. Sep 2019.

⁶ Ingresos Liverpool + Suburbia. Liverpool Corporate info. Sep 2019.

En consecuencia, se estima la proyección de las utilidades de la siguiente forma:

Proyección de ganancia antes de impuesto MM\$	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Ingresos proyectados	63.133	174.596	193.801	215.120	238.783
Costos de Ventas proyectado	37.756	104.758	116.281	129.072	143.270
Gasto Operacionales proyectado	19.067	47.141	52.326	58.082	64.471
Margen Operacional	6.310	22.697	25.194	27.966	31.042
Gasto No Operacionales proyectado	-1.003	-950	-843	-737	-633
Utilidad Antes de impuestos proy.	5.307	21.747	24.352	27.229	30.409

Tabla 25 "Proyección de ingresos antes de impuestos de Liverpool (MM\$)"

4.5 Calcular pago de impuestos

Si bien México posee unas de las tasas más altas de impuesto a la renta dentro de la OCDE, alcanzando al 30% de las utilidades, al descontar los beneficios fiscales llegaría al 17,3%, lo cual se encuentra avalado por el estudio realizado por la Universidad Calgary⁷. Otro estudio realizado por PwC y el Banco Mundial estiman la tasa impuesto efectiva en 25,6%⁸.

En virtud de lo expuesto, estimamos de manera conservadora una tasa promedio de 20% la cual supondremos constante durante en el periodo proyectado:

⁷ Fuente: El economista.com.mx <https://www.eleconomista.com.mx/economia/Tasa-efectiva-en-Mexico-difícil-de-estimar-por-deducciones-20180102-0109.html>

⁸ Fuente: El economista.com.mx <https://www.eleconomista.com.mx/economia/Tasa-efectiva-en-Mexico-difícil-de-estimar-por-deducciones-20180102-0109.html>

Proyección utilidad neta MM\$	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Ingresos proyectados	63.133	174.596	193.801	215.120	238.783
Costos de Ventas proyectado	37.756	104.758	116.281	129.072	143.270
Gasto Operacionales proyectado	19.067	47.141	52.326	58.082	64.471
Margen Operacional	6.310	22.697	25.194	27.966	31.042
Gasto No Operacionales proyectado	-1.003	-950	-843	-737	-633
Utilidad Antes de impuestos proy.	5.307	21.747	24.352	27.229	30.409
Impuesto	1.305	4.349	4.870	5.446	6.082

Tabla 26 “Proyección de utilidad neta, para cálculo de impuesto de Liverpool (MM\$)”

4.6 Calcular ganancia o pérdida

El segundo trimestre del 2019 la compañía presenta un crecimiento en los ingresos comerciales del orden del 8,7%, influenciado por crecimiento de las ventas en las tiendas Liverpool (7,1%) y Suburbia (5%). En cuanto las ventas a crédito subieron un 19,9% con respecto al mismo periodo del año anterior, lo que deja un crecimiento acumulado del semestre en 20,9% para el rubro de ventas a crédito.

En consideración de lo anterior, se estima que las ventas de la compañía debiesen mantener el mismo ritmo de crecimiento, considerando el aporte que generará las ventas de las nuevas tiendas, considerando que al segundo semestre de 2019 la tarjeta de crédito Suburbia cerró con 470.000 cuentas nuevas y un portafolio neto de más de \$800.000.000 de pesos mexicanos⁹.

El estado de resultado proyectado para el periodo a valorizar es el siguiente, considerando que para el periodo del 2019, sólo se proyecta el segundo semestre:

⁹ Información financiera Trimestral de El Puerto de Liverpool.

Resultado Proyectado MM\$	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Ingresos proyectados	63.133	174.596	193.801	215.120	238.783
Costos de Ventas proyectado	37.756	104.758	116.281	129.072	143.270
Margen de Contribución Proyectado	19.067	47.141	52.326	58.082	64.471
% Margen de contribución sobre Ventas	30%	27%	27%	27%	27%
Gasto Operacionales proyectado	19.067	47.141	52.326	58.082	64.471
Margen Operacional	6.310	22.697	25.194	27.966	31.042
% Margen Operacional sobre Ventas	10%	13%	13%	13%	13%
Depreciación y amortización	2.317	3.450	3.539	3.629	3.722
Ebitda	8.627	26.148	28.733	31.595	34.763
% Ebitda sobre Ventas	14%	15%	15%	15%	15%
Gasto No Operacionales proyectado	-1.003	-950	-843	-737	-633
Utilidad Al proyectada	5.307	21.747	24.352	27.229	30.409
Tasa de Impuesto	20%	20%	20%	20%	20%
Impuesto	1.305	4.349	4.870	5.446	6.082
Utilidad Neta	4.002	17.398	19.481	21.783	24.327
% Utilidad Neta sobre Ventas	6%	10%	10%	10%	10%

Tabla 27 "Proyección del resultado de Liverpool (MM\$)"

CAPITULO 5. VALORACION DE LA EMPRESA POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

En el siguiente capítulo efectuará la valorización de El Puerto de Liverpool de acuerdo con la técnica de flujos de caja descontados. La cual consta en proyectar los flujos futuros a partir del estado de resultado y obtener el valor presente de dichos flujos. Como se descontarán los flujos de caja, estos deben ser descontados a la tasa de costo promedio ponderado de la Compañía (WACC).

La metodología por flujos de caja descontados se basa en las proposiciones de Modigliani y Miller del año 1961, que se refiere al impacto que tiene una política de dividendos en el valor de la empresa.

En definitiva, para realizar la valoración es necesario obtener el valor presente de los flujos de caja libre que son generados a partir de los activos que posee actualmente la compañía y el valor actual neto de las oportunidades de crecimiento futuro de la empresa, esto quiere decir todas las inversiones que se traducirán en el pilar para el crecimiento de los flujos.

En virtud de lo mencionado, la fórmula es la siguiente:

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

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 ρ es el equivalente a nuestro K_o determinado, es decir la tasa de costo de capital promedio ponderado (WACC).

La estructura para llegar al flujo de caja libre es la siguiente:

- = Ganancias (Pérdida) del Estado de Resultado
- + Depreciación 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)**

5.1 Ajustes al Estado de Resultados según proyecciones

Considerando el Estado de Resultados proyectado del capítulo anterior, se deben ajustar las partidas que no representan un desembolso de caja, que son parte de operaciones y no recurrentes.

Flujo de Caja Bruto Proyectado del Puerto de Liverpool (MM\$)

Detalle proyección	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Ganancia del Ejercicio	4.002	17.398	19.481	21.783	24.327
Depreciación y Amortización	2.317	3.450	3.539	3.629	3.722
Costo Financiero desp. /Impto.	1.816	3.966	3.876	3.789	3.703
Ingreso Financiero desp. /Impto.	-428	-845	-849	-853	-857
Diferencia de Cambio	-	-1.541	-1.555	-1.569	-1.583
Inversión en Sociedades	-384	-630	-630	-630	-630
Flujo de Caja Bruto	7.322	21.798	23.862	26.149	28.682

Tabla 28 "Flujo de Caja Bruto de Liverpool (MM\$)"

5.2 Estimación de inversión en reposición de activos fijos

A continuación, corresponde determinar el costo de reposición el cual tiene directa relación con la depreciación por el uso de los activos de Propiedad, Planta y Equipo, donde el valor de la depreciación corresponde a la reposición por la mantención o reposición de los activos a través del tiempo.

Depreciación histórica	2015	2016	2017	2018	2019 2Q
Depreciación y amortización	2.086	2.616	3.423	3.364	2.317
Ingresos reales	91.293	100.442	122.168	135.535	63.133
Depreciación sobre ventas	2%	3%	3%	2%	4%

Tabla 28 "Depreciación histórica de Liverpool (MM\$)"

Depreciación Proyectada	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Depreciación y amortización	2.317	3.450	3.539	3.629	3.722
Ingresos proyectados	63.133	174.596	193.801	215.120	238.783
Depreciación sobre ventas	4%	2%	2%	2%	2%

Tabla 29 "Depreciación proyectada de Liverpool (MM\$)"

Se observa que el promedio de depreciación sobre ventas desde el año 2015 al 2019 2Q es de aproximadamente 3%, lo que va en línea con la estimación de los ingresos en la Compañía (incremento), por lo que el porcentaje se mantiene en promedio para la proyección desde 2019 2Q al 2023.

Una vez obtenido el dato de la depreciación proyectada, es posible calcular la inversión en reposición de activos, considerando las inversiones históricas en propiedades, mobiliarios y equipos, pero sin considerar el efecto parcial del dato del 2019, ya que considera solo un semestre. El porcentaje promedio de reposición es de 58,35%:

Inversión en reposición Activo Fijo

Detalle proyección	2015	2016	2017	2018	2019 2Q
Inversión Prop., Mob y Equipos neto	3.220	5.395	5.807	5.499	3.395
% Mejoras sobre Inversión en A. Fijo	13,34%	10,65%	39,21%	0,67%	3,00%
Depreciación y amortización	2.086	2.616	3.423	3.364	2.317
% Depreciación sobre Inversión AF	64,78%	48,49%	58,95%	61,18%	68,24%
Promedio	58,35%				

Tabla 30 "Proyección de inversión en reposición de Activo Fijo de Liverpool (MM\$)"

El porcentaje de reposición calculado sobre la depreciación es considerado como el monto destinado a reponer los activos generadores de flujo que se han desgastado dentro de la operación normal de la Compañía. En consecuencia, como es un monto de reposición, no genera aumento de la capacidad de generación de flujos.

5.3 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Considerando el porcentaje de reposición promedio histórico, se obtiene la depreciación e inversión en reposición proyectada:

Proyección para FCD (MM\$)

Detalle proyección	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Depreciación Proyectada	2.317	3.450	3.539	3.629	3.722
Inversión en reposición	1.352	2.013	2.065	2.117	3.722

Tabla 31 "Proyección de depreciación e inversión en reposición de Liverpool (MM\$)"

5.4 Nuevas inversiones de activos fijos (CAPEX)

Continuando los pasos para calcular el Flujo de Caja Libre, corresponde realizar el cálculo de las nuevas inversiones en activo fijo de la compañía, que es pilar de crecimiento de los ingresos proyectados. Es importante considerar que la composición del CAPEX es la suma de la mantención en los activos fijos y la expansión, es decir, las nuevas inversiones.

El cálculo para llegar a las nuevas inversiones en CAPEX, se realiza de la diferencia de la cuenta de activo del balance de Propiedad, Mobiliario y Equipo Neto del año t, menos año t-1, más la amortización y depreciación del año t. En el siguiente cuadro, se realiza el cálculo, para luego obtener una tasa promedio de CAPEX histórico del periodo 2015 al primer semestre 2019, que en definitiva son los nuevos ingresos en activo fijo sobre venta.

Cálculo del CAPEX del Puerto de Liverpool (MM\$)

Detalle	2015	2016	2017	2018	2019 2Q
Propiedades, Mobiliario y Eq. Neto	31.925	35.464	43.856	47.115	59.709
Variación Activos Inmovilizados	1.535	3.539	8.392	3.259	12.594
CAPEX	1.535	3.539	8.392	3.259	12.594
Ingresos por Venta	91.293	100.442	122.168	135.535	63.133
% CAPEX Ingresos por Venta	1,70%	3,50%	6,90%	2,40%	19,90%
Promedio	3,60%				

Tabla 32 "Cálculo del Capex de Liverpool (MM\$)"

De acuerdo con el cálculo de la tabla anterior, el CAPEX sobre ingresos por venta promedio es de un 3,6%, el cual se utiliza en el siguiente cuadro, para obtener las nuevas inversiones de Liverpool, en el periodo proyectado de ventas del 2019 al 2023. Para no sesgar el cálculo, no se considera el porcentaje del segundo trimestre (2Q) del 2019, ya que como no es un año completo, no es comparables con los otros ejercicios.

Luego de calcular el porcentaje de inversión en activo fijo sobre ventas en cada periodo, se suma la inversión en reposición para llegar a las nuevas inversiones por cada uno de los periodos.

Nuevas Inversiones Tasa 3,6% Sobre Ingresos (MM\$)

Detalle	2019 2Q	2020	2021	2022	2023
Ingresos por Venta Proy.	71.469	195.290	216.693	240.470	266.887
Inversión en Activo Fijo 3,6%	2.587	7.069	7.843	8.704	9.660
Inversión en Reposición	-1.352	-2.013	-2.065	-2.117	-3.722
Total Nuevas Inversiones	1.235	5.055	5.779	6.586	5.938

Tabla 33 “Nuevas inversiones de Liverpool Tasa 3,6% sobre ventas (MM\$)”

5.5 Inversión en Capital de Trabajo

Como concepto teórico de “Capital de Trabajo”, hablamos de activos corrientes, clasificados con conversión a un plazo máximo de 1 año, menos el pasivo corriente, que considera mismo plazo. Es importante señalar que dicho capital de trabajo es netamente operativo, por lo tanto, no generan intereses. En el siguiente cuadro se realiza el cálculo histórico del CTON para cada periodo, y el resultado se pesa sobre ventas, para luego con el promedio, que en este caso corresponde a un 14%, determinar en el siguiente cuadro, la proyección de capital de trabajo operativo neto, por periodo del 2019 al 2023.

Cálculo del CTON del Puerto de Liverpool (MM\$)

Detalle	2019 2Q	2018	2017	2016	2015
(+) Clientes y Cuentas por Cobrar	24.292	27.340	25.771	23.557	22.763
(+) Inventario	22.967	20.673	18.486	16.127	13.850
(-) Proveedores y Cuentas por Pagar	24.670	26.261	34.248	29.440	16.971
(=) CTON	22.589	21.752	10.009	10.245	19.641
Ingresos por Venta	63.133	135.535	122.168	100.442	91.293
RCTON Histórico	35,8%	16,0%	8,2%	10,2%	21,5%
RCTON Días	130,6	58,6	29,9	37,2	78,5
RCTON Promedio	14,0%				

Tabla 34 “Cálculo del Capital de Trabajo Neto de Liverpool (MM\$)”

Para cálculo del promedio del CTON no se considera el 2Q del año 2019, esto debido a que la base de información que son los EEFF, están en base a un cierre semestral, por tanto, las cuentas contables con que se determina el cálculo no están en su totalidad, y tampoco están las provisiones necesarias.

Cálculo de Inversión Capital de Trabajo MM\$

Detalle	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos por Venta Proyectados	172.994	195.290	216.693	240.470	266.887
CTON Proyectado	24.200	27.319	30.313	33.639	37.334
Inversión en CTON	3.119	2.994	3.326	3.695	-

Tabla 35 "Cálculo de Inversión en Capital de Trabajo de Liverpool (MM\$)"

5.6 Estimación de exceso de Capital de Trabajo

Para poder realizar este cálculo, es necesario contar con el CTON sobre ventas, el que al segundo trimestre de 2019 es de un 35,8%, con 130,6 días, el cual está por sobre el promedio histórico del 14% con 51 días, por lo tanto, se deduce la existencia de un déficit de capital de trabajo de acuerdo con el siguiente cálculo:

Exceso de capital de trabajo (MM\$)

Detalle	MM\$
Observado junio 2019	22.589
Estimado a diciembre 2019 (-)	24.200
Déficit de capital de trabajo (=)	-1.611

Tabla 36 "Cálculo de Exceso de Capital de Trabajo de Liverpool (MM\$)"

5.7 Activos Prescindibles de la Empresa

Por definición, los activos prescindibles de una Compañía no generan flujos de caja operacional neto, por lo tanto, es necesario identificarlos y determinar un valor de liquidación para cada uno de ellos. Por lo general, son considerados como activos

prescindibles los bienes raíces no utilizados, exceso de caja y valores negociables, entre otro. Para el caso de Liverpool, los activos prescindibles identificados al 30 de junio 2019 son los siguientes:

Activos Prescindibles de la Empresa (MM\$)

Detalle	Saldo 30-06-2019
Efectivo y equivalentes de efectivo	10.953
Inversión en asociadas	8.417
Inversión en propiedades	21.333
Otros	28.691
Total	69.394

Tabla 37 "Activos prescindibles de Liverpool (MM\$)"

5.8 Deuda financiera de la empresa

A continuación, se muestra la deuda que genera intereses y que se compone principalmente por préstamos de banco y forma parte del valor de liquidación de la empresa.

Deuda Financiera	2019 2Q
Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes	31.866

Tabla 38 "Deuda financiera de Liverpool (MM\$)"

5.9 Valoración económica por flujos de caja descontados

Con la información obtenida en los pasos descritos anteriormente, es posible realizar la valorización económica mediante los flujos de caja descontados siguiendo la siguiente formula:

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

Cabe mencionar que el valor presente de los flujos los calcularemos sin considerar un crecimiento. La tasa de descuento utilizada será la WACC calculada para Liverpool, que en este caso es $k_o = 13,36\%$

A continuación se presenta el cuadro de la valorización económica por flujos de caja para El Puerto de Liverpool en el periodo del segundo semestre del 2019 al año 2024:

Valorización económica (MM\$)

Detalle	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	2Q					
Ganancia del Ejercicio	4.002	17.398	19.481	21.783	24.327	24.327
Depreciación y Amortización	2.317	3.450	3.539	3.629	3.722	3.722
Costo Financiero Desp./Impto.	1.816	3.966	3.876	3.789	3.703	3.703
Ingreso Financiero Desp./Impto.	-428	-845	-849	-853	-857	-857
Diferencia de Cambio	-	-1.541	-1.555	-1.569	-1.583	-1.583
Inversión en Sociedades	-384	-630	-630	-630	-630	-630
Flujo de Caja bruto	7.322	21.798	23.862	26.149	28.682	28.682
Inversión en reposición	-1.352	-2.013	-2.065	-2.117	-3.722	-3.722
Inversión en activo fijo	-1.235	-5.055	-5.779	-6.586	-5.938	
Capital de trabajo	-3.119	-2.994	-3.326	-3.695	-	
Flujo de caja Libre	1.616	11.736	12.693	13.749	19.022	24.960
Valor Terminal					186.866	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	1.616	11.736	12.693	13.749	205.887	

Tabla 39 "Valoración económica de Liverpool (MM\$)"

Tasa Costo Capital		13,36%				
Periodos	1	2	3	4	5	
Flujos descontados	1.518	9.133	8.714	8.327	109.998	
Valor Presente diciembre 2018 MM\$	137.690					
Valor Activos operacionales a junio 2019 MM\$	146.597					
Activos Prescindibles (+)	69.394					
Déficit capital de trabajo (-)	1.611					
Deuda Financiera (-)	31.866					
Patrimonio económico junio 2019	182.514					
Cantidad acciones	1.342.196.100					
Valor Acción a junio 2019	135,98					
Valor real al 28 de junio 2019	106,87					
Diferencia en precio	29,11					
Diferencia porcentual	27,24%					

Tabla 40 "Valoración del precio de la acción de Liverpool"

El valor de la acción a junio de 2019 se obtiene al dividir el valor económico de Liverpool por el número de acciones emitidas a la fecha. El precio por acción obtenido es de \$135,98, lo que de acuerdo con el precio de mercado, indicaría que la acción se encuentra subvaluada en un 27,24%.

5.10 Análisis de sensibilidad del precio de la acción frente a la variación de la tasa WACC y de las ventas

Una vez obtenido el precio de la acción mediante el método de flujos de cajas descontados, elaboramos un análisis de sensibilidad del precio de la acción de El Puerto de Liverpool frente a la variación de la tasa WACC y de las ventas. A saber:

Tasa de Descuento (%)	Precio de la acción (\$)	Variación de precio acción (%)
12,56%	\$139,16	2,34%
12,76%	\$138,35	1,74%
12,96%	\$137,55	1,15%
13,16%	\$136,76	0,57%
13,36%	\$135,98	0,00%
13,56%	\$135,19	-0,58%
13,76%	\$134,42	-1,15%
13,96%	\$133,65	-1,71%
14,16%	\$132,90	-2,27%

Se observa que por cada variación de 20 puntos base de la tasa Wacc, el precio de la acción de El Puerto de Liverpool varía en promedio 0,58%.

Del mismo modo, por cada 20 puntos base de variación de los ingresos de la empresa, el precio de la acción varía en promedio 0,18%.

Variación Ingresos (%)	Precio de la acción (\$)	Variación de precio acción (%)
-0,80%	\$134,99	-0,73%
-0,60%	\$135,24	-0,55%
-0,40%	\$135,48	-0,37%
-0,20%	\$135,73	-0,19%
0,00%	\$135,98	0,00%
0,20%	\$136,22	0,17%
0,40%	\$136,46	0,35%
0,60%	\$136,70	0,53%
0,80%	\$136,95	0,71%

CONCLUSIÓN

La valorización de empresas es una técnica que permite saber el valor de la empresa en función de la habilidad de generar flujos de caja, por lo cual existen diversos métodos, en donde el método a utilizar dependerá del sector, tipo y/o tamaño de la empresa a valorizar. En la presente tesis se utilizaron los métodos de flujos de caja descontados y por múltiplos para valorizar la empresa de retail mexicana El Puerto de Liverpool. La metodología de flujos de caja descontados es un método sofisticado de valorización, el cual considera factores claves del negocio, como riesgo, crecimiento, flujos de caja, entre otros. Dicho método captura el valor inherente de la empresa, el cual no ha sido afectado por las variaciones relativas del mercado, lo cual permite obtener estimaciones con mayor precisión en el largo plazo. Una desventaja del método de flujos de caja descontados es la necesidad de realizar estimaciones, los cuales por naturaleza no son precisos, además de no poder prever fluctuaciones futuras en el mercado. En cuanto a los múltiplos, si bien es una técnica que permite realizar cálculos con mayor rapidez y comparar compañías del mismo sector, no siempre los resultados representan el valor real de las compañías.

Como resultado de la valorización por flujos de caja descontados, se obtuvo un valor de \$135,98; el cual se encuentra un 27,24% sobre el valor de mercado al 28 de junio de 2019. El precio de la acción durante el último semestre de 2019 se mantuvo con tendencia a la baja, cerrando el año a \$96,11, lo que puede ser explicado por el decremento de 0,5% del PIB de México durante el último trimestre del año, sumado a la baja del 48,2% en la creación de empleos formales en comparación con el año 2018. Además de considerar un menor dinamismo en el crédito de consumo, con un decremento de 2,4% en términos reales en comparación con el año anterior. Lo mencionado, afecta directa e indirectamente la proyección del crecimiento de las ventas, lo cual afecta el resultado de la valorización.

BIBLIOGRAFIA

https://www.bmv.com.mx/docs-pub/visor/visorXbrl.html?docins=../ifrsxbrl/ifrsxbrl_939935_2019-02_1.zip#/visorXbrl

EEFF Grupo FAMSA <http://www.grupofamsa.com/en/fundamentales>

EEFF grupo Sanborns <http://www.gsanborns.com.mx/cifras-relevantes.html>

EEFF Palacio de Hierro <https://www.inbursa.com/storage/GPH.pdf>

Pablo Fernandez, Introducción a la valorización de empresas.

<https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>

Ranking empresas retail. <https://www.merca20.com/socios-comerciales-de-mexico/>

Perspectiva retail mexicano 2019. <https://www.forbes.com.mx/de-favorable-a-estable-la-perspectiva-del-retail-para-2019/>

José J. Vidarte, El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa.

https://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja_josevidarte.pdf