



**VALORACIÓN DE EMPRESA EL PUERTO DE LIVERPOOL S.A.
Mediante Múltiplos**

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

**Alumno: Juan Andrés Hellwig Canales
Profesor Guía: Mauricio Alejandro Jara Bertin**

Santiago, Abril 2017

Contenido

CAPITULO 1. METODOLOGIA.....	3
1.2 Método de múltiplos.....	4
CAPITULO 2. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	6
2.1 Regulación.....	8
2.3 Mayores Accionistas	10
2.4 Descripción de Empresas Comparables	11
2.4.1 Comportamiento de la Industria a Nivel Nacional	12
2.4.2 Competencia	15
CAPITULO 3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	22
CAPITULO 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	24
4.1 Deuda Financiera	24
4.3 Valor Económico de la empresa.....	25
4.4 Estimación de Estructura de Capital.....	25
CAPITULO 5. ESTIMACION DE COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	26
5.1 Beta de la acción.....	26
5.2 Costo de capital de la empresa	26
5.2.1 Costo de la deuda y tasa de impuestos	27
5.2.2 Beta de la Deuda (Bb).....	28
5.2.3 Beta de la Acción (BpC/D)	29
5.2.4 Beta patrimonial (BpS/D)	29
5.2.5 Beta patrimonial (BpC/D).....	29
5.2.6 Costo Patrimonial (Kp).....	30
5.2.7 Costo de capital ($K0$)	30
CAPITULO 6. VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA POR MULTIPLOS	31
6.1 Valores para la industria.....	31
6.2 Indicadores para la Empresa.....	33
6.3 Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria.....	34
Capítulo 7.0 CONCLUSIONES.....	36

RESUMEN EJECUTIVO

El puerto de Liverpool S.A.B. de C.V, es una compañía que opera una cadena de tiendas departamentales, inscrita en la Bolsa Mexicana de Valores, con fuerte presencia en Ciudad de México y en 30 estados de la República Mexicana. El objetivo de este informe es realizar una valorización económica de la empresa, obteniendo una estimación del precio de la acción, a través del método de valorización por Múltiplos.

Para presentar este informe se pondrá a disposición del lector, un análisis detallado de la situación financiera de la compañía. Esta contempla; descripción de la empresa y la Industria; descripción del financiamiento de la empresa; estimación de la estructura de capital de la empresa; estimación del costo patrimonial y del costo de capital de la empresa; finalmente la valoración de la empresa por el método de múltiplos.

El periodo a analizar para estimar el precio de la acción, abarca una ventana de tiempo desde Enero 2012 a Septiembre 2016, en dicho periodo se analizará información relevante, obtenida desde reportes de auditores externos e informes financieros de la compañía y la industria.

A septiembre de 2016, nuestra estimación para el precio de la acción es de 179,5 MXN por método de múltiplos comparables. El precio de la acción de la compañía, al mismo periodo, se sitúa en 203,24 MXN. El EBITDA acumulado presentado en los EEFF a septiembre de 2016 es de 15.649 millones, con un margen EBITDA de 15,61% y un crecimiento acumulado en ventas de 12,4% en lo que va del año.

CAPITULO 1. METODOLOGIA

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 fondos¹. 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 comparables².

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.

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

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

1.2 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 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 ellos³:

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.

³ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

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

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

CAPITULO 2. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V. es una empresa mexicana que opera tiendas departamentales enfocadas al consumidor de ingreso medio y alto, y que tiene su sede en la Ciudad de México. Su negocio principal es operar en México las tiendas departamentales Liverpool y fábricas de Francia, además de las recién compradas Suburbia.

Además, también ofrece crédito a través de sus tarjetas Liverpool y recibe ingresos por arrendamiento de espacio en centros comerciales. Es la segunda empresa con mayores ventas en el sector de tiendas departamentales en México⁴.

El Puerto de Liverpool, S. A. B. de C. V. y sus compañías subsidiarias, operan una cadena de tiendas departamentales fundada en 1847, que vende una amplia variedad de productos como ropa y accesorios para caballero, damas y niños, artículos para el hogar, muebles, cosméticos y otros productos de consumo. La Compañía se encuentra inscrita en la Bolsa Mexicana de Valores y tiene una importante presencia en la Ciudad de México y en 30 estados de la República Mexicana.

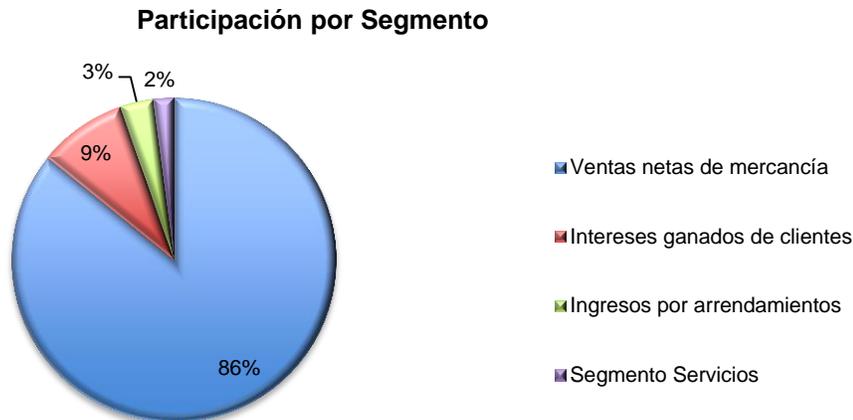
A septiembre de 2016 la Compañía operaba un total de 122 tiendas departamentales, 83 con el nombre de Liverpool, 35 con el nombre de Fábricas de Francia y 4 Duty Free, además de 88 boutiques especializadas. En 2016 iniciaron operaciones 10 tiendas, cuatro con formato Liverpool (Monterrey, Nuevo León; Tampico, Tamaulipas; Hermosillo, Sonora y Zamora Michoacán) y 6 con el formato fábricas de Francia (Los Mochis en Sinaloa, Tijuana en Baja California, 2 en el Estado de México, (Nicolás Romero y Tecámac), Tuxtepec en Oaxaca y Uriangato en Guanajuato, además de 20 boutiques especializadas. En tanto, en 2015 iniciaron operaciones 7 nuevas tiendas, 2 en el Estado de México, con el formato Liverpool (Coacalco y Tlalnepantla) y 5 con el formato fábricas de Francia (Chimalhuacán, Zumpango, Texcoco en el Estado de

⁴ Fuente: https://es.wikipedia.org/wiki/El_Puerto_de_Liverpool

México, Cuautla en Morelos, y Salamanca en Guanajuato), así como 24 boutiques especializadas.

La Compañía otorga financiamiento a sus clientes a través de la “Tarjeta de Crédito Liverpool”, con la cual los clientes pueden comprar exclusivamente en las tiendas de la Compañía. Adicionalmente, la Compañía opera la tarjeta de crédito “Liverpool Premium Card (“LPC”), con la cual, los tarjetahabientes pueden adquirir bienes y servicios tanto en las tiendas y boutiques de la cadena como en cualquiera de los establecimientos afiliados mundialmente al sistema VISA.⁵

Adicionalmente, la Compañía administra, es socia, accionista o copropietaria en centros comerciales y mantiene participación en 25 de ellos, mediante los cuales arrienda espacios comerciales a inquilinos dedicados a una amplia variedad de negocios. En 2015 inició operaciones el centro Comercial Galerías Polanco.



Cuadro 1: Participación por Segmento a Septiembre 2016; El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V

⁵ Fuente: <https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/informes-anales/ia2016/assets/pdf/liverpool-2016-esp.pdf>

2.1 Regulación

El Puerto de Liverpool es regulada principalmente por la Bolsa Mexicana y de valores: Ley de Mercado y de valores, su clave de cotización es LIVEPOOL.

El Puerto de Liverpool, S. A. B. de C. V es una persona moral formada por dos o más personas físicas o morales que adopta la modalidad de la sociedad anónima común pero de una forma especializada, ya que emite y comercializa sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores⁶, lo cual implica un mayor valor de las mismas para sus accionistas y una estructura financiera tal que le permite optimizar costos financieros, obtener liquidez inmediata, modernizarse, crecer, entre otros. Esta modalidad también garantiza los derechos de los accionistas minoritarios y la revelación de la información a todo el público.

La empresa está sometida al generales de la ley de impuesto a la renta, ley del impuesto empresarial a tasa única, la ley del impuesto al valor agregado, la ley del impuesto especial sobre producción y servicios, ley del impuesto a los depósitos en efectivo, ley general de asociaciones mercantiles y materia de importación a la ley aduanera.

De conformidad con las modificaciones a las reglas para compañías públicas y otros participantes del Mercado de Valores Mexicanos, emitidas por la Comisión Nacional bancaria y de valores el 27 de enero de 2009, la Compañía está obligada a preparar sus estados financieros a partir del ejercicio 2012, utilizando como marco normativo contable las IFRS, sin embargo, la compañía eligió adoptar de manera anticipada las IFRS a partir del 1 de enero de 2010.⁷

⁶ Fuente: <http://mexico.smetoolkit.org/mexico/es/content/es/54221/-Sociedades-an%C3%B3nimas-burs%C3%A1tiles-S-A-B->

⁷ Fuente: <https://www.elpuertodeliverpool.mx/anual.html>

2.2. Filiales

Las subsidiarias son todas las entidades (incluyendo las entidades estructuradas), sobre las cuales El Puerto de Liverpool 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 desconsolidadas desde la fecha en que se pierde el control.

Al 30 de septiembre de 2016 y al 31 de diciembre de 2015 se tenía la siguiente participación en subsidiarias.⁸

Compañía	Participación	Actividad
Operadora Liverpool, S. A. de C. V.	100%	Subtenedora de Distribuidora Liverpool, S.A. de C. V. y otras empresas que operan las tiendas departamentales.
Bodegas Liverpool, S. A. de C. V. y Almacenedora Liverpool, S. A. de C. V.	99.99%	Almacenamiento y distribución de Mercancías.
Servicios Liverpool, S. A. de C. V.	99.99%	Prestación de servicios de asesoría y administración a las subsidiarias de la Compañía.
Nueve compañías inmobiliarias	99.93%	Desarrollo de proyectos inmobiliarios, particularmente centros comerciales.

**Cuadro 2: Participación de El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V
En subsidiarias a Septiembre 2016**

Por otra parte están las empresas asociadas, que son todas aquellas entidades sobre las que la compañía ejerce influencia significativa pero no de 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

⁸ Fuente: <https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/comunicados-prensa/2016/Comunicado-Prensa-3T16.pdf>

compañía en las asociadas incluye el crédito mercantil (neto de cualquier pérdida acumulada por deterioro, si lo hubiera) identificado al momento de la adquisición.

2.3 Mayores Accionistas

La Compañía tiene identificado a un grupo de control integrado aproximadamente por 10 personas no consideradas como gran público inversionista, quienes en su conjunto detentan 80.897.219 títulos de acciones serie 1 y 11.314.218 títulos de acciones de serie C-1, sumando un 6.87% del total de acciones en circulación. Adicionalmente, 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 2016 y 31 de Diciembre de 2015. Existen dos tipos de acciones. Las acciones serie 1, con derecho a voto y las acciones C-1, sin derecho a voto.

Accionistas	N° de acciones	% de Participación
Banco Nacional de México, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex-Trust No. 15228-3	278.772.661	20,80%
Banco INVEX, S.A., Institución de Banca Múltiple, INVEX, Grupo Financiero-Trust No. 0327	217.169.450	16,20%
UBS-ZURICH	123.165.000	9,20%
Banco Nacional de México, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex-Trust No. 504288-5	109.114.664	8,10%
Banco INVEX, S.A., Institución de Banca Múltiple, INVEX, Grupo Financiero-Trust No. 0387	101.169.450	7,50%
BBVA Bancomer Servicios, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer-Trust No. 25078-7	76.047.567	5,70%
Pictet Bank & Trust Limited	59.617.452	4,40%
Scotiabank Inverlat S. A., Institución de Banca Múltiple-Trust No. 11033735	36.839.656	2,70%
Pittec and Cie 5,434,000 0.4	5.617.040	0,40%
Citiacciones Flexible, S. A. de C. V. Sociedad de Inversión de Renta Variable	13.761.238	1,00%
Banco Credit Suisse (México), S. A., Institución de Banca Múltiple	1.880.072	0,10%
Otros	319.041.850	23,90%
Total	1.342.196.100	100%

Cuadro 3: Estructura Societaria Liverpool

2.4 Descripción de Empresas Comparables

El sector de *retail*, o de ventas al menudeo en México, es el duodécimo mercado más grande a nivel mundial con ventas por 365,000 millones de dólares y se estimó que llegaría a tener ventas por hasta 428,000 millones de dólares en el año 2016, de acuerdo con el más reciente estudio de Accenture, empresa de consultoría en negocios, tecnología y outsourcing.⁹

De forma adicional, el estudio reveló también que una mejora en el uso y nivel de adopción de una práctica colaborativa sólida e integral podría generar beneficios en el margen operativo de las empresas que operan en este sector equivalentes a 48,000 millones de pesos, lo que representaría una mejora para detallistas y fabricantes de entre 0.5 a 1.5 puntos porcentuales en dicho margen.

Sin embargo, el valor del ticket promedio en los establecimientos que operan en el sector de ventas minoristas no ha recuperado aún los niveles de precios previos a la crisis del 2008, por lo cual Accenture hace énfasis en la importancia de impulsar una mayor colaboración entre los socios comerciales.

La división del retail en México corresponde a moda y accesorios, seguida por comercios de bienes perecederos y tiendas departamentales.

El consumidor también ha cambiado, como consecuencia de la mayor competencia, teniendo ahora un perfil más informado, exigente y con mayor poder. Dentro de los cambios del consumidor se encuentra un mayor ingreso promedio por hogar, un mayor acceso a crédito que aumenta la facilidad para adquirir bienes y servicios, el acceso a nuevos medios de información y ahora el atributo a tomar en cuenta para las compras ya no es solamente el precio, sino que depende también de la categoría del producto.

⁹ Fuente: <http://el EMPRESARIO.MX/actualidad/retail-mexico-crecera-17-2016>

2.4.1 Comportamiento de la Industria a Nivel Nacional

Según cifras de la ANTAD en septiembre de 2016, las ventas, en términos nominales a unidades iguales, considerando todas aquellas tiendas que tienen más de un año de operación, mostraron una variación de 5.6%.¹⁰

A tiendas totales, que incorporan las tiendas abiertas en los últimos 12 meses, el crecimiento fue de 9.4% respecto al mismo mes de 2015.

Las ventas acumuladas al noveno mes de 2016 ascendieron a \$1,071.3 mil millones de pesos.

La asociación Nacional de tiendas de Autoservicio y departamentales de México (ANTAD), determino a Diciembre de 2015 un total de tiendas retail de 49.259, de las cuales un 11,6% pertenece a tiendas de autoservicio, un 4,4% a tiendas departamentales y un 83,9% a tiendas especializadas.



Cuadro 4: Participación de Tiendas Retail 2015 ANTAD

¹⁰ Fuente: <http://www.antad.net/documentos/ComPrensa/2016/SEPTIEMBRE2016.pdf>

La Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) informó que sus ventas se recuperaron a septiembre de 2016.¹¹

En ese mes del año, las ventas en términos nominales a unidades iguales, considerando todas aquellas tiendas que tienen más de un año de operación, mostraron una variación de 5.6%.

En tiendas totales, que incorporan las tiendas abiertas en los últimos 12 meses, el crecimiento fue de 9.4% respecto al mismo mes de 2015. Las ventas acumuladas al noveno mes de 2016 ascendieron a \$1.071,3 mil millones de pesos.

Por tipo de tienda, las cadenas departamentales (incluidas Sears, Palacio de Hierro y Liverpool) retomaron el liderazgo del sector en septiembre al crecer 7.9% en ventas a tiendas comparables, con lo que revirtieron la disminución de 1.1% de agosto.

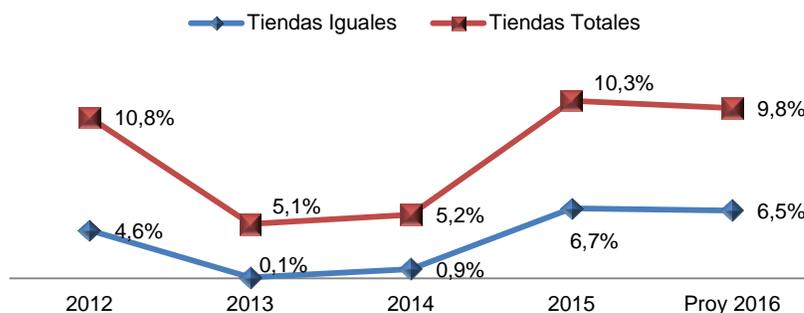
Por su parte, las especializadas, como Zara, Grupo Axo e Isadora, registraron un alza de 5.7%, mientras que los autoservicios (Soriana, Wal-Mart y Chedraui, entre otros) lograron un aumento de 4.8%.

En agosto las ventas en tiendas de la ANTAD, con más de un año de operación mostraron una variación de 1.7%, su peor desaceleración comparadas con diciembre de 2014 cuando reportaron ventas por 1.3%.

A continuación se muestra el crecimiento nominal del sector retail segmentado en tiendas iguales (tiendas históricas) y tiendas totales (incluye apertura de nuevas tiendas), según ANTAD:

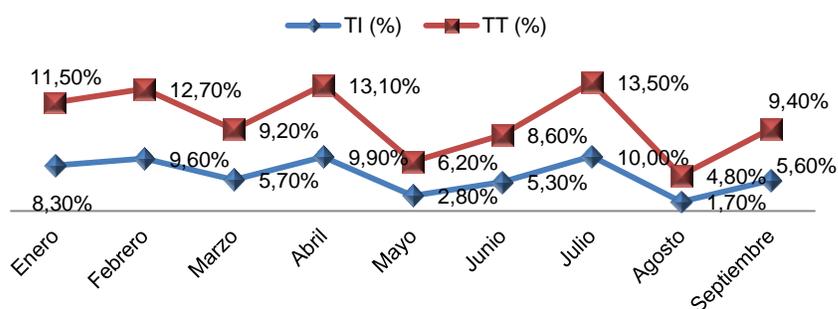
¹¹ Fuente: <http://www.america-retail.com/mexico/mexico-tiendas-departamentales-recuperaron-sus-ventas-en-septiembre/>

Crecimiento Nominal Anual ANTAD



Cuadro 5: Crecimiento Anual Nominal de Tiendas ANTAD¹²

Crecimiento Nominal 2016



Cuadro 6: Crecimiento Nominal de Tiendas ANTAD¹³

CRECIMIENTO NOMINAL

Variación porcentual que no descuenta el efecto inflacionario de un periodo, con respecto a otro del año anterior.

VENTAS A TIENDAS IGUALES (TI)

Son las ventas de las tiendas que tienen más de un año de operación y que son comparables contra periodos anteriores.

VENTAS A TIENDAS TOTALES (TT)

Se refiere a todas las tiendas, incluyendo las aperturas de los últimos doce meses. Es decir las Tiendas Iguales más las aperturas

El 2016, si bien no ha sido un año fácil para el sector, debido a la volátil situación económica a nivel global y los cambios en los hábitos del consumidor, entre otros factores, han contribuido a que las principales cadenas reporten un menor crecimiento.

¹² Fuente: <http://www.antad.net/indicadores/crecimiento-nominal-en-ventas>

¹³ Fuente: <http://www.antad.net/indicadores/crecimiento-nominal-en-ventas>

Dentro de los factores que han afectado el crecimiento de la industria en el año podemos mencionar la desaceleración en el consumo de los mexicanos, como factor relevante, y la volatilidad del peso frente al dólar que han tenido que absorber los *retailers*.

Pese a lo anterior, la industria seguirá con planes de expansión para el año 2017, ya que algunas compañías han informado de fusiones y adquisiciones. Este año se dieron cambios con Sorina que compró gran parte de Grupo Comercial Mexicana (marca y tiendas), Femsá compró a Unilever la línea AdeS y amplió operaciones de Oxxo en Colombia y Chile, misma región en la que Liverpool busca su expansión con la adquisición de Ripley.

2.4.2 Competencia

La competencia para la Compañía Liverpool es muy diversa y depende en gran parte de la línea de productos que comercialice, la localización geográfica de sus puntos de ventas y el nivel de ingresos de los consumidores potenciales. El segmento del mercado al que primordialmente sirve la compañía, también es atendido por otras tiendas departamentales y por algunas cadenas de tiendas de autoservicio, con presencia nacional o regional y por un número ilimitado de comercios independientes y tiendas especializadas que tienen un área de influencia local. La competencia principal se concentra en los establecimientos de la Zona Metropolitana del Distrito Federal y está representada por; Almacenes El Palacio de Hierro, Sears, Sanborns y Suburbia. (Filial de la compañía) principalmente, así como algunos almacenes de autoservicio para algunos productos en particular.

La compañía, continuando con su plan de expansión, actualmente prepara una adquisición de las tiendas Ripley, con esto Liverpool iría por el 100% de las acciones de Ripley, pero declarará exitosa su OPA si logra al menos el 25,5% de la compañía

Chilena. El precio acordado entre ambas firmas sería de \$ 520 por acción, lo que implica una valorización de la compañía minorista Chilena de US\$ 1.256 millones.¹⁴

El pasado jueves 11 de agosto, Liverpool adquirió la cadena especializada en venta de ropa y enseres familiares Suburbia, por la que pagó alrededor de 19,000 millones de pesos a Walmart México y Centroamérica.

2.4.3 Análisis Competencia

Grupo Famsa SAB de CV

Grupo Famsa es una empresa mexicana líder en el sector minorista con más de 45 años de experiencia en el mercado, enfocada en satisfacer diversas necesidades de consumo y de servicios financieros básicos de las familias, a través de una plataforma de negocios integral y flexible, compuesta por tres unidades de negocios:

- Famsa México: responsable de operar más de 380 tiendas de ventas al menudeo en México.
- Banco Famsa: creado en 2007 para brindar un portafolio complementario de servicios financieros a los clientes del negocio de ventas al menudeo.
- Famsa USA, opera una red de 26 tiendas de venta al menudeo en los Estados Unidos, enfocada en atender a la creciente comunidad hispana

A continuación se presentan algunos Indicadores Financieros de la Compañía:¹⁵

¹⁴ Fuente: <http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2016/09/20/impugnan-compra-ripley-parte-liverpool>

FAMSA SAB de CV	sep-15	sep-16
VENTAS \$MM	16.013	17.402
UTILIDAD NETA \$MM	298	342
EBITDA \$MM	1.581	1.581
EBIT \$MM	1.108	1.053
PATRIMONIO \$MM	10.739	8.789
PRECIO ACCIÓN \$MM	13	8
NÚMERO DE ACCIONES	562.102.202	562.102.202
Capitalización Bursátil \$MM	7.026	4.665
VALOR LIBRO ACCIÓN (PTB)	10.739	8.789
EV \$MM	31.352	33.396
DEUDA FINANCIERA NETA \$MM	25.867	30.828
Caja \$MM	1.542	2.097

Cuadro 7: Indicadores Famsa SAB de CV

Grupo Palacio de Hierro SAB de CV

Grupo Palacio es una de las cadenas de tiendas departamentales más grandes del país. Actualmente, opera 13 tiendas departamentales, 2 outlets, 2 tiendas dedicadas exclusivamente al hogar, 3 La Boutique Palacio y 149 Boutiques Free Standing¹⁶. Su estrategia de mercado está dirigida a los grupos de consumidores de nivel socioeconómico alto, medio-alto y medio, a los cuales ofrece una amplia variedad de mercancía, que incluye artículos de reconocidas marcas mexicanas y extranjeras, tales como ropa de caballeros, damas y niños, zapatos, cosméticos, perfumes, accesorios, joyería, enseres domésticos, muebles, juguetes, discos, libros y artículos deportivos. Otra actividad adicional, a lo ya mencionado, es el manejo de su propia Tarjeta de Crédito. Opera en tres unidades de negocios:

- **División Comercial:** Las actividades que desempeña esta división están directamente asociadas con diez empresas filiales del Grupo, las cuales tienen la encomienda del funcionamiento adecuado de 13 tiendas departamentales, 2 outlets, 2 tiendas dedicadas exclusivamente al hogar, 3 La Boutique Palacio, 149 boutiques y los restaurantes de cada una de las tiendas, además de los 2

¹⁵ Fuente: Elaboración Propia obtenida de los reportes financieros del Grupo Famsa

¹⁶ Fuente: <http://www.soytotalmentepalacio.com/informe-anual>

restaurantes independientes y 3 bistro, las agencias de viajes de cada una de las tiendas, además de las 4 sucursales independientes y 1 clínica de belleza.

- **División Inmobiliaria:** Las actividades que desempeña esta división están directamente asociadas con doce empresas filiales del Grupo, las cuales tienen la encomienda de construir, diseñar y realizar las obras de remodelación y ampliación de las tiendas, restaurantes, boutiques y centros comerciales. Otra de sus funciones es el arrendamiento de los locales comerciales de los inmuebles de los cuales tienen propiedad. Es importante mencionar que la División Inmobiliaria es un importante complemento a la División Comercial.
- **División Crédito:** constituye un segmento de negocio muy importante para la operación y rentabilidad de la emisora. Asimismo, establece una sinergia con la operación de la División Comercial al administrar el manejo de la tarjeta de crédito Palacio, misma que es de gran importancia para el impulso del consumo de productos de sus almacenes.

A continuación se presentan algunos Indicadores de la Compañía:¹⁷

Palacio de Hierro SAB de CV	sep-15	sep-16
VENTAS \$MM	24.627	29.801
UTILIDAD NETA\$MM	678	861
EBITDA \$MM	1.412	1.916
EBIT \$MM	1.196	1.419
PATRIMONIO \$MM	16.760	17.609
PRECIO ACCIÓN \$MM	55	58
NÚMERO DE ACCIONES	377.832.983	377.832.983
Capitalización Bursátil \$MM	20.781	21.729
VALOR LIBRO ACCIÓN (PTB)	16.760	17.609
EV \$MM	25.139	30.741
DEUDA FINANCIERA NETA \$MM	4.904	9.661
Caja \$MM	546	649
DEP Y AMORT \$MM	734	1.055

Cuadro 8: Indicadores Palacio de Hierro SAB de CV

¹⁷ Fuente: Elaboración Propia obtenida de los reportes financieros del Grupo Palacio de Hierro

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 menudeo en México. La Compañía cuenta con un portafolio único de formatos incluyendo tiendas departamentales, especializadas, de electrónica y entretenimiento, conveniencia, de lujo y restaurantes; con marcas altamente reconocidas tales como Sears, Sanborns, iShop-Mixup, eduMac, Dax, Sanborns Café y Saks Fifth Avenue. Grupo Sanborns cuenta con presencia en 54 ciudades de México, 431 tiendas y una superficie de venta de más de un millón 115 mil metros cuadrados, ofreciendo una propuesta de valor amplia para sus clientes, los cuales incluyen a más de 3.5 millones de tarjetahabientes

A continuación se presentan algunos Indicadores de la Compañía:¹⁸

SANBORNS SAB de CV	sep-15	sep-16
VENTAS \$MM	43.790	46.300
UTILIDAD NETA \$MM	3.384	4.600
EBITDA \$MM	4.285	5.685
EBIT \$MM	4.741	6.438
PATRIMONIO \$MM	28.296	29.406
PRECIO ACCIÓN \$MM	27	22
NÚMERO DE ACCIONES	2.312.864.408	2.302.396.987
Capitalización Bursátil \$MM	62.632	50.353
VALOR LIBRO ACCIÓN (PTB)	28.296	29.406
EV \$MM	64.787	54.736
DEUDA FINANCIERA NETA \$MM	4.938	5.500
Caja \$MM	2.784	1.117
DEP Y AMORT \$MM	901	1.085

Cuadro 9: Indicadores Grupo Sanborns SAB de CV

¹⁸ Fuente: Elaboración Propia obtenida de los reportes financieros del Grupo Sanborns

Walmart de México SAB de CV:

Wal-Mart de México S.A.B. de C.V. es una cadena comercial que opera 2.087 unidades comerciales distribuidas en 109 ciudades a nivel nacional, incluyendo tiendas de autoservicio, tiendas de ropa, supermercados, tiendas de descuento, bodegas, hipermercados, clubes de precios con membresías, restaurantes y un banco. Es subsidiaria de Wal-Mart Stores Inc. y tiene operaciones en Centro y Sudamérica.

A finales del año 2011, su red incluía 2101 establecimientos comerciales en México y 621 en cinco países de Centroamérica (Guatemala, Honduras, El Salvador, Nicaragua y Costa Rica). Sus operaciones incluyen otros establecimientos comerciales como Superama, Sam's Club, Bodega Aurrera, y anteriormente Suburbia.

Es el mayor empleador privado de México (más de 200 mil empleos a fines de 2011)^{4 5} y la tercera compañía más importante (tras Pemex y América Móvil), considerando su volumen de ventas.

A continuación se presentan algunos Indicadores de la Compañía:¹⁹

WalMart de México SAB de CV	sep-15	sep-16
VENTAS \$MM	515.731	472.893
UTILIDAD NETA\$MM	31.428	28.301
EBITDA \$MM	47.460	45.904
EBIT \$MM	37.106	37.237
PATRIMONIO \$MM	152.329	151.821
PRECIO ACCIÓN \$MM	42	43
NÚMERO DE ACCIONES	17.461.402.631	17.461.402.631
Capitalización Bursátil \$MM	724.823	743.507
VALOR LIBRO ACCIÓN (PTB)	152.329	151.821
EV \$MM	720.056	732.413
DEUDA FINANCIERA NETA \$MM	13.737	13.698
Caja \$MM	18.503	24.791
DEP Y AMORT \$MM	2.658	2.455

Cuadro 10: Indicadores Walmart de México SAB de CV

¹⁹ Fuente: Elaboración Propia obtenida de los reportes financieros del Grupo Walmart de Mexico

SACI Falabella

Compañía que tiene 126 años de trayectoria, se ha convertido en líder del retail en América Latina. Mantiene presencia en Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil y Uruguay. El negocio de la Compañía está compuesto por la venta de una variada gama de productos incluyendo la venta al detalle de vestuario, accesorios, productos para el hogar, electrónica, de belleza y otros. Además de lo anterior, mantiene unidades de negocios a través de la venta al por menor y por mayor de productos para la construcción y el mejoramiento del hogar, incluyendo materiales de construcción, ferretería, herramientas, accesorios para la cocina, baño, jardín y decoración, así como alimentos a través del formato de supermercados, operando también el segmento inmobiliario a través de la construcción, administración, gestión, explotación, arriendo y subarriendo de locales y espacios en centros comerciales del tipo “mall”, el que se caracteriza por entregar una oferta integral de bienes y servicios en centros comerciales de clase mundial, participando con los principales operadores comerciales presentes en los países donde opera.

Además, participa en otros negocios que apoyan su negocio central como los servicios financieros (CMR, corredores de seguros y banco) y la manufactura de textiles (Mavesa).

A continuación se presentan algunos Indicadores de la Compañía:²⁰

SACI Falabella	sep-15	sep-16
VENTAS \$MM	7.719	8.625
UTILIDAD NETA \$MM	397	637
EBITDA \$MM	952	1.156
EBIT \$MM	726	902
PATRIMONIO \$MM	4.408	4.778
PRECIO ACCIÓN \$MM	4	5
NÚMERO DE ACCIONES	2.434	2.434
Capitalización Bursátil \$MM	10.500	11.739
VALOR LIBRO ACCIÓN (PTB)	4.408	4.778
EV \$MM	12.798	14.277
DEUDA FINANCIERA NETA \$MM	2.910	3.006
Caja \$MM	612	468
DEP Y AMORT \$MM	226	254

Cuadro 11: Indicadores SACI Falabella de Chil

²⁰ Fuente: Elaboración Propia obtenida de los reportes financieros del Grupo SACI Falabella

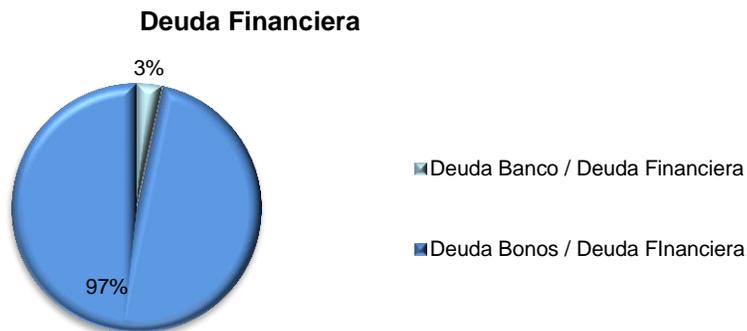
CAPITULO 3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Para analizar la estructura de financiamiento, se consideró la información histórica de la empresa desde el año 2012 al 30 Septiembre de 2016.

A la fecha, la deuda financiera está compuesta en un 100% por pasivos no corrientes, de los cuales un 3.34% corresponde a deuda bancaria y un 96.66% a emisión de certificados bursátiles.

Deuda de la Empresa \$M	2012	2013	2014	2015	jul-05	Prom. 2012 -Sept 2016
Endeudamiento total	35.580.143	40.109.572	40.861.696	44.141.674	59.968.902	44.132.397
Préstamos de instituciones financieras	921.456	2.932.584	921.456	921.456	921.456	1.323.682
Emisión de certificados bursátiles	12.000.000	12.000.000	12.422.420	13.174.610	26.636.727	15.246.751
Endeudamiento Financiero	12.921.456	14.932.584	13.343.876	14.096.066	27.558.183	16.570.433

Cuadro 12: Estructura Deuda financiera



Cuadro 13: Proporción de la Estructura Deuda financiera

La deuda en bonos está compuesta por las siguientes emisiones vigentes al 30/09/2016, para el caso del bono USP3691NBF61 fue colocado el 6/10/2016 pero ya estaba registrado en los estados financieros al 30/09/2016. Todos los bonos emitidos son del tipo bullet.

Serie	Monto colocado	Moneda	Fecha Emisión	Tasa Cupón	Vencimiento
Serie 08	1.000.000.000	Pesos mexicano	02-09-2018	9,36%	ago-18
Serie 10	2.250.000.000	Pesos mexicano	01-06-2010	8,53%	may-20
Serie 10U	750.000.000	UDIS	01-06-2010	4,22%	may-20
Serie 12	2.100.000.000	Pesos mexicano	29-03-2012	TIIE 28+ 0,35%	mar-17
Serie 12-2	1.900.000.000	Pesos mexicano	29-03-2012	7,64%	mar-22
USP3691NBE96,	6.185.820.000	DÓLAR	01-10-2014	3,95%	oct-24
USP3691NBF61	15.464.550.000	DÓLAR	06-10-2016	3,85%	oct-26

Cuadro 14: Descripción de Bonos Vigentes

CAPITULO 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1 Deuda Financiera

La deuda financiera corresponde a toda la deuda que devengan intereses, para el caso de Liverpool está compuesta por emisión de bonos y deuda bancaria.

Deuda Financiera MM\$	2012	2013	2014	2015	sep-16
Prestamos que devengan intereses	12.921	14.933	13.344	14.096	27.558

Cuadro15: Préstamos que devengan Intereses, Deuda Financiera

4.2 Patrimonio Económico de la Empresa

Para su cálculo se multiplica el número de acciones suscritas por su valor bursátil al 30-09-2016, la empresa posee dos series de acciones, la 1 que da derecho a sus dueños a voto, y la serie C-1 sin derecho a voto.

Patrimonio Económico	2012	2013	2014	2015	sep-16
Número total de Acciones (Serie 1)	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000
Número total de Acciones (Serie C)	197.446.100	197.446.100	197.446.100	197.446.100	197.446.100
Precio acción serie 1 al 30-09-2016	135	153	153	232	203
Precio acción serie C1 al 30-09-2016	136	149	148	210	203
Patrimonio Económico MM\$	181.297	204.294	204.339	306.873	272.788

Cuadro16: Patrimonio Económico de la Empresa

4.3 Valor Económico de la empresa

El valor económico de la empresa está determinado por la suma del capital económico más la deuda financiera a valor, a la suma anterior se resta la caja.

$$\text{Patrimonio Económico} = N^{\circ} \text{ acciones} \times \text{Precio de mercado de acción}$$

Valor Económico	2012	2013	2014	2015	sep-16
Deuda Financiera (B)	12.921	14.933	13.344	14.096	27.558
Patrimonio Económico (P)	181.297	204.294	204.339	306.873	272.788
Caja	2.910	1.618	5.891	8.583	5.352
Valor Económico (B)+ (P)	191.308	217.609	211.792	312.386	294.994

Cuadro17: Valor Económico de la Empresa

4.4 Estimación de Estructura de Capital

La estructura de capital objetivo se determinó en base al promedio enero 2014 – sept.2016, la estructura histórica de la empresa presenta baja variabilidad (DS máxima de 2.8%), la empresa se financia en su mayor parte con recurso propios (93.37%).

Estructura de Capital	2012	2013	2014	2015	sep-16	Prom. 2012- Sept. 2016
B/V	6,7%	6,8%	6,1%	4,4%	9,2%	6,63%
P/V	93,3%	93,2%	93,9%	95,6%	90,8%	93,37%
B/P	7,1%	7,3%	6,5%	4,6%	10,1%	7,13%

Cuadro 18: Estructura de Capital

%	Mínimo	Máximo	Mediana	DS
B/V	4,4%	9,2%	6,1%	2,4%
P/V	90,8%	95,6%	93,9%	2,4%
B/P	4,6%	10,1%	6,5%	2,8%

Cuadro 19: Estadísticos estructura de Capital

La estructura de capital objetivo para la valoración es la siguiente:

- Porcentaje de Deuda Financiera: 6.63%
- Porcentaje de Capital:93.37%

CAPITULO 5. ESTIMACION DE COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1 Beta de la acción

Para determinar el costo patrimonial de la empresa, se calculó el beta anualmente de la acción para el periodo Septiembre 2012 a Septiembre 2016 a través de una regresión lineal. Las variables para el análisis fueron la acción de El Puerto de Liverpool y el IPC²¹, además se usaron los retornos semanales con un periodo de acumulación de dos años (N= 104).

A continuación se describe el modelo de la regresión lineal:

$$R_{Liverpool} = \alpha + \beta_i R_{IPC} + \varepsilon$$

La presencia bursátil de la acción de puerto de Liverpool alcanzo el 100 % durante todo el periodo en estudio (la acción se transo en todas las sesiones de la bolsa mexicana de valores).

El estadístico p-value para todos los periodos es 0, con esto se valida el análisis ya que la hipótesis nula (beta es igual a 0) es rechazada, y se infiere que beta no es cero.

Análisis de Regresión	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	0,20	0,50	0,79	0,69	0,68
p-value (significancia)	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Cuadro 20: Análisis de regresión

5.2 Costo de capital de la empresa

²¹ El índice de precios y cotizaciones (IPC) es elaborado diariamente por la Bolsa Mexicana de valores con base en los resultados de la sesión cotidiana, y tomando como referencia las 35 emisoras principales de los distintos sectores de la economía

Para la estimación del costo de capital de la empresa, se tomaron como supuestos las siguientes variables:

- Tasa libre de riesgo Bono del tesoro a 10 años: 6.03% (Fuente: Banco Central de México al 30 de Septiembre 2016).
- Premio por Riesgo de Mercado: 9.5% (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran al 30 de Septiembre 2016)

5.2.1 Costo de la deuda y tasa de impuestos

A septiembre 2016 Livepool posee 7 bonos emitidos, los dos últimos emitidos en USD. No encontramos la YTM de estos ya que fueron objeto de una oferta privada a inversionistas institucionales calificados en los Estados Unidos de América, de conformidad con la Regla 144A en donde se atenúan las restricciones de reventa y se favorece que las empresas públicas o privadas puedan hacer colocaciones privadas entre grandes inversionistas en Estados Unidos, esto a cambio de que estos títulos puedan adquirirse en oferta privada sólo por inversionistas institucionales y calificados. La regla 144a permite a los emisores no estadounidenses no registrarse ante la SEC, no se requiere la divulgación pública de la información financiera. Para evitar riesgos cambiarios, la compañía decidió contratar un *cross currency swap* para cubrir el 100% de los cupones y el principal de los bonos. El Cross Currency Swap (CCS) es un contrato entre dos partes en el cual se intercambia un flujo de capital e intereses en una divisa, por otro flujo de capital e intereses en otra divisa a un tipo de cambio prefijado al vencimiento. Permite intercambiar un flujo futuro asociado a una moneda por otro asociado a una moneda diferente, eliminando así la incertidumbre de fluctuación del tipo de cambio, paridades y/o las tasas asociadas a dicho flujo y moneda.

La tasa cupón del último bono emitido (colocado al 6/16/2016) es de 3.875% a un plazo de 10 años

Para determinar el Costo de la Deuda (k_b), convertimos la tasa en dólares a moneda mexicana mediante la fórmula de paridad de tasas, obteniendo una tasa en pesos mexicanos del 8.43%. Para el tipo de cambio futuro utilizamos el valor según contrato futuro a un año con vencimiento en septiembre 2017 transado en el CME cuya clave es MQU17.

$$\text{Forward rate}_{\text{mex}} = \text{Spot rate}_{\text{mex}} \times \frac{(1 + \text{interest rate}_{\text{mex}})}{(1 + \text{interest rate}_{\text{usa}})}$$

Tasa de impuestos

La tasa de impuestos efectiva de Liverpool es del 26.56% promedio en los últimos 5 ejercicios con una desviación estándar del 0.59%.

2012	2013	2014	2015	sep-16	Promedio 2014 -2016	Promedio 2012-2016	DS
27,6%	25,9%	26,5%	26,2%	25,5%	26,1%	26,6%	0,6%

Cuadro 21: Tasa de Impuestos Efectiva

5.2.2 Beta de la Deuda (B_b)

El beta de la deuda se obtiene mediante CAPM y la tasa del Costo de la deuda K_b

$$K_b = R_f + PRM \times B_b$$

$$8,26\% = 6.03\% + 9.5\% \times B_b$$

$$B_b = 0,2346$$

5.2.3 Beta de la Acción ($B_p^{C/D}$)

El beta de la acción a Septiembre del 2016 se obtuvo mediante el método de regresión lineal de la acción serie C-1 y los retornos del IPC.

$$B_p^{C/D} = 0,6793$$

5.2.4 Beta patrimonial ($B_p^{S/D}$)

Se desapalancó el beta patrimonial con deuda utilizando la fórmula de Rubinstein, para esto se tuvo que determinar en primer lugar el beta de la deuda, el beta patrimonial fue obtenido a través del método de regresión lineal, el cual consideraba resultados que tributaron a diferentes tasas cuyo promedio 2014 -2016 fue de 26.05 %, la estructura B/P utilizada fue el promedio del periodo en estudio.

$$B_p^{C/D} = B_p^{S/D} \times \left(1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right) - B_b \times (1 - t_c) \times \frac{B}{P}$$

$$0.6793 = (1 + (1 - 0.2605) * 0.1) * B_p^{S/D} - (1 - 0.2605) * 0.1 * 0.2346$$

$$B_p^{S/D} = 0.6572$$

5.2.5 Beta patrimonial ($B_p^{C/D}$)

Una vez obtenido el beta patrimonial sin deuda debemos apalancarlo con la estructura objetivo de B/P para poder utilizarlo en obtención de las tasas de costo de capital.

$$B_p^{C/D} = B_p^{S/D} \times \left(1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right) - B_b \times (1 - t_c) \times \frac{B}{P}$$

$$B_p^{C/D} = 0,6572 \times (1 + (0,739) \times 0,0713) - 0,0234 \times (0,734) \times 0,0713$$

$$B_p^{C/D} = 0,6793$$

5.2.6 Costo Patrimonial (K_p)

Utilizando CAPM, determinamos el costo patrimonial con deuda, se considera, la tasa libre de riesgo y el premio por riesgo.

$$K_p = R_f + (E(R_m) - R_f) \times B_p^{C/D}$$

$$K_p = 6,03\% + (9,5\%) \times 0,6793$$

$$K_p = 12,48\%$$

5.2.7 Costo de capital (K_0)

Para estimar el costo de capital de la empresa se considerando la estructura de capital objetivo promedio de los últimos dos años, la tasa de deuda, el costo patrimonial y la tasa de impuestos.

$$K_0 = K_p \times \frac{P}{V} + K_b(1 - t_c) \times \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 12,48\% \times 0,9337 + 8,26\%(0,734) \times 0,0663$$

$$K_0 = 12,06\%$$

CAPITULO 6. VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA POR MULTIPLOS

A través de este método estimamos el valor de la Empresa comparándola con el valor de otras empresas de iguales características (mismo industria y ubicadas en la misma región) y cuya información financiera, contable y de mercado se encuentra a libre disposición, todas las empresas consideradas cotizan en bolsa. Las empresas que cumplen con las características descritas se definen como Empresas comparables, y en base a su información financiera se elaboraron múltiplos lo que utilizaremos para valorar La compañía.

Listado de Empresas Comparables utilizadas:

- Famsa SAB de CV
- Palacio de Hierro SAB de CV
- Sanborns SAB de CV
- Walmart de México SAB de CV
- SACI Falabella

6.1 Valores para la industria

Para determinar los valores de la industria se ha obtenido información de las Empresas comparables mencionadas, las fuentes utilizadas son las memorias anuales y reportes trimestrales auditados.

A continuación se muestran los principales múltiplos obtenidos de la empresa comparables para los periodos Sept 2015 y Sept 2016, para cada periodo en estudio se consideró la actividad de 4 trimestres.

Múltiplos Industria		Famsa		Palacio de Hierro		Sanborns		WalMart de México		SACI Falabella	
Tipo de Múltiplo	Múltiplos	sep-15	sep-16	sep-15	sep-16	sep-15	sep-16	sep-15	sep-16	sep-15	sep-16
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	23,58	13,64	30,65	25,24	18,51	10,95	23,06	26,27	26,42	18,43
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	19,83	21,12	17,80	16,04	15,12	9,63	15,17	15,96	13,44	12,35
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	28,30	31,72	21,02	21,66	13,67	8,50	19,41	19,67	13,44	12,35
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,65	0,53	1,24	1,23	2,21	1,71	4,76	4,90	2,38	2,46
	VALUE TO BOOK RATIO	0,9	0,9	1,19	1,15	2,03	1,60	4,45	4,57	1,83	1,89
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,44	0,27	0,84	0,73	1,43	1,09	1,41	1,57	1,36	1,36
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,96	1,92	1,02	1,03	1,48	1,18	1,40	1,55	1,66	1,66

Cuadro51: Múltiplos Empresas Comparables

En base a la tabla anterior hemos obtenido el promedio de cada múltiplo para la industria la que está compuesta por las empresas comparables.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	sep-16	sep-16	Promedio	Media Armónica
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	24,44	18,90	21,67	19,73
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	16,21	14,91	15,56	
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	20,50	18,65	19,58	
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,22	2,17	2,19	
	VALUE TO BOOK RATIO	2,14	2,02	2,08	
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,03	1,00	1,02	
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,46	1,46	1,46	

Cuadro 52: Promedio Múltiplos Industria

6.2 Indicadores para la Empresa

En tabla de muestra los indicadores para la Puerto de Liverpool más relevantes para uso en múltiplos de acuerdo a la información contenida en los Estados Financieros.

ITEM CONTABLE	2016 Septiembre	Expresado en
UTILIDAD POR ACCIÓN	8,65	\$
EBITDA	15.649	\$MM
EBIT	13.313	\$MM
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	74.936	\$MM
VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA	241.981	\$MM
VENTAS POR ACCIÓN	85,39	\$
VENTAS ANUALES	97.754	\$MM

Cuadro 53: Indicadores Empresa

Los múltiplos calculados en base a los estados financieros para Puerto de Liverpool son los siguientes:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016 Septiembre
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	23,56
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	15,46
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	18,18
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3,11
	VALUE TO BOOK RATIO	2,78
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,39
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,48

Cuadro 54: Indicadores Empresa

6.3 Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria

Los múltiplos utilizados y su definición se muestran en tabla, estos se dividen en 3 tipos: Múltiplos de Ganancias, Múltiplos de Valor Libro y Múltiplos de Ingresos.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA*
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT**
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of Equity
	VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues

Cuadro 55: Definición de cálculo de Múltiplos

Para llegar al valor de la acción se deben tomar los múltiplos de ganancia o de valor Libro y despejar el valor del patrimonio el que se divide por el número de acciones, también es posible obtenerlo desde el múltiplo PRICE-EARNING RATIO. Para llegar al valor del Patrimonio debemos tener presente lo siguiente:

Valor Empresa = Patrimonio Económico + Deuda Financiera – Caja.

En tabla se muestra el valor obtenido del patrimonio y/o valor de la empresa para Puerto de Liverpool, y el valor de la acción obtenida, el promedio del valor de la acción obtenido es de 179.48

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	187,54
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	243.555,58	215.997,40	195,86
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	260.611,41	233.053,22	210,76
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	164.226,31	143,45
VALUE TO BOOK RATIO	202.282,38		159,81
Promedio precios			179,483

Cuadro 56: Determinación de Precio de Acción según Múltiplos

Capítulo 7.0 CONCLUSIONES

Nuestra estimación arrojó un precio de la acción, a través del Método de Múltiplos Comparables de 179,5 MXN.

La industria ha crecido en el periodo de estudio, a una tasa del 3,76% en ventas a tiendas iguales, y las proyecciones estiman que el crecimiento será de 4,2% al año 2017. Algunos de los factores que podrían afectar la industria, son las incertidumbres en la volatilidad del peso Mexicano, las expectativas del comportamiento de la economía, la mayor competencia entre cadenas y mayor debilidad del mercado interno, no obstante lo anterior se prevé que el sector seguirá gozando de un crecimiento sostenido.

La estructura de capital objetivo de la compañía se mantendrá en torno al 6,6% de deuda y 93,3% de Capital, por consiguiente nuestro costo de capital se mantendrá constante en torno al 12,06%.

El valor económico de la compañía seguirá aumentando de acuerdo a las nuevas estrategias de crecimiento que adopte, principalmente por fusiones y adquisiciones en estudio, por lo que se espera que seguirá siendo una empresa fuerte en inversión, lo que afectaría positivamente a los flujos futuros de la compañía.

Con lo anterior, creemos que la compañía está en un muy buen escenario para seguir generando valor a accionistas e inversionistas.

Capítulo 8. BIBLIOGRAFIA

1. Maquieira, Carlos (2010) Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica. Editorial Andrés Bello. 3° Edición.
2. Memoria El Puerto de Liverpool 2013
3. Memoria El Puerto de Liverpool 2014
4. Memoria El Puerto de Liverpool 2015
5. Memoria El Puerto de Liverpool Junio 2016

Anexos

- Estados Financieros 2012- Sep 2016:

Balance Consolidado (\$M)	2012	2013	2014	2015	Sept -2016
Activo circulante:					
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.910.124	1.618.060	5.891.468	8.583.219	5.352.237
Cartera de créditos a corto plazo – neto	17.561.620	21.436.709	21.049.700	22.762.580	36.889.430
Impuesto al valor agregado por recuperar – neto	994.584	1.043.057	1.087.202	1.319.231	254.496
Impuesto sobre la renta a favor	402.997	814.611	-	-	-
Otras cuentas por cobrar – neto	920.354	597.059	730.511	916.278	886.320
Inventarios	10.558.247	11.421.969	11.754.464	13.849.931	18.139.121
Instrumentos financieros derivados		7.759	-	-	-
Pagos anticipados	520.160	617.387	960.909	1.304.704	675.770
Total Activo Circulante	33.868.086	37.556.611	41.474.254	48.735.943	62.197.374
Activo Fijo y No Circulantes					
Otros activos no financieros no circulantes					1.207.360
Cartera de créditos a largo plazo – neto	6.389.578	6.744.558	7.645.307	7.981.563	8.109.053
Otras cuentas por cobrar a largo plazo – neto	172.117	141.132	198.409	210.664	218.367
Instrumentos financieros derivados	318.364	312.114	800.127	1.516.534	2.429.095
Inversión en acciones de asociadas	4.007.211	4.616.854	5.027.798	5.633.502	6.201.083
Intangibles – neto	1.503.847	1.793.911	2.068.661	2.321.350	2.514.530
Propiedades de inversión – neto	12.360.087	14.233.786	15.641.205	16.305.027	17.560.914
Propiedades, mobiliario y equipo – neto	26.490.563	29.054.263	30.390.283	31.924.823	33.937.790
Beneficios a los empleados - Neto		483.675	192.213	164.020	
Impuesto sobre la renta diferido			89.860	207.695	535.801
Total Activo Fijo	51.241.767	57.380.293	62.053.863	66.265.178	72.713.993
Total Activo	85.109.853	94.936.904	103.528.117	115.001.121	134.911.367
Pasivo a corto plazo:					
Proveedores	10.288.069	11.454.374	12.949.987	15.210.743	15.727.454
Provisiones	1.501.543	1.282.636	1.905.755	2.665.966	2.379.276
Ingresos diferidos	1.480.314	1.541.032	1.624.620	1.760.558	1.858.730
Acreedores	4.446.520	5.189.318	5.161.021	5.881.751	5.326.622
Préstamos de instituciones financieras		2.011.128			
Emisión de certificados bursátiles		4.000.000			
Impuesto sobre la renta por pagar	-	-	1.879.462	724.583	0
Instrumentos financieros derivados		147.983	-		
Total Pasivo Circulante	17.716.446	25.626.471	23.520.845	26.243.601	25.292.082

Pasivo a largo plazo:					
Proveedores y otras cxp a largo plazo					2.817.394
Préstamos de instituciones financieras a largo plazo	921.456	921.456	921.456	921.456	921.456
Emisión de certificados bursátiles a largo plazo	12.000.000	8.000.000	12.422.420	13.174.610	26.636.727
Instrumentos financieros derivados	341.237	120.599	118.350	102.050	
Beneficios a los empleados	398.645	355.459	441.616	526.405	605.690
Impuesto sobre la renta diferido	4.202.359	5.085.587	3.437.009	3.173.552	3.695.553
Total Pasivo Largo Plazo	17.863.697	14.483.101	17.340.851	17.898.073	34.676.820

Capital contable:					
Capital social	3.374.282	3.374.282	3.374.282	3.374.282	3.374.282
De años anteriores	37.919.186	42.645.852	50.258.797	57.021.978	
Del ejercicio	7.197.700	7.701.930	7.763.480	9.210.729	
Reservas de capital	1.036.515	1.102.919	1.266.684	1.247.202	
Capital atribuible la controladora	49.527.683	54.824.983	62.663.243	70.854.191	74.936.739
Participación no controladora	2.027	2.349	3.178	5.256	5.730
Total Patrimonio	49.529.710	54.827.332	62.666.421	70.859.447	74.942.469

Total Pasivo	85.109.853	94.936.904	103.528.117	115.001.121	134.911.371
---------------------	-------------------	-------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Estado de Resultados (\$M)	2012	2013	2014	2015	Sept.2016
-----------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	------------------

Ingresos de operación:					
Ventas netas de mercancía	57.017.252	63.528.386	69.623.101	78.547.671	55.751.700
Intereses ganados de clientes	5.352.964	5.809.777	6.169.964	9.029.746	6.765.340
Ingresos por arrendamientos	2.115.854	2.579.680	2.734.524	3.020.831	2.239.270
Servicios	1.760.434	2.187.601	2.499.642	694.641	379.504
Total de ingresos	66.246.504	74.105.444	81.027.231	91.292.889	65.135.814

Costo de ventas	39.526.608	44.134.370	48.193.962	54.148.772	38.736.650
Costo distribución y logístico	1.079.855	1.219.388	1.388.150	1.574.054	1.308.110
Costo de mercancía	38.446.753	42.914.982	46.805.812	52.574.718	37.428.540
Gastos de administración	16.756.502	19.430.810	21.906.321	24.488.810	19.205.119
Remuneraciones y beneficios al personal	7.273.801	8.250.091	9.005.541	10.109.489	8.049.271
Servicios contratados	2.139.793	2.390.845	2.796.258	3.403.823	2.420.625
Depreciación y amortización	1.462.907	1.700.245	1.910.298	2.086.042	1.773.796
Reparaciones y mantenimiento	1.116.724	1.322.163	1.335.852	1.779.286	1.408.931
Provisión de deterioro de cartera de crédito	1.076.930	1.640.312	2.161.867	1.959.842	1.922.116
Arrendamientos	657.533	686.824	778.710	940.569	817.950
Energía eléctrica y suministros	697.806	771.380	823.246	695.906	490.548
otros	2.331.008	2.668.950	3.094.549	3.513.853	2.321.882
Costos y gastos totales	56.283.110	63.565.180	70.100.283	78.637.582	57.941.769

Otros ingresos – Neto	342.682	295.818	186.358		
Utilidad de operación	10.306.076	10.836.082	11.113.306	12.655.307	7.194.045

Costos de financiamiento	-985.129	-1.088.892	-1.164.789	-970.015	-750.936
Rendimientos sobre inversiones	200.660	181.983	201.761	259.016	235.116
Fluctuación cambiaria – neta	12.776	-38.236	-84.589	-167.534	
Participación en los resultados de asociadas	414.941	510.011	495.850	699.290	539.912

Utilidad Antes de Impuestos	9.949.324	10.400.948	10.561.539	12.476.064	7.218.137
Impuestos a la utilidad	2.750.744	2.698.115	2.797.179	3.263.165	1.841.382
Utilidad Neta Consolidada	7.198.580	7.702.833	7.764.360	9.212.899	5.376.755

- **Calculo crecimiento Perpetuo:**

Inversiones	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
Depreciación	1.282.746	1.462.907	1.700.245	1.910.298	2.086.042	1.773.796	
Inversión	4.266.682	7.005.157	4.727.463	3.018.189	2.451.051	3.462.034	
incremento cton	1.874.587	906.085	3.048.615	-2.144.949	66.650	3.276.598	
Inversión Neta	4.858.523	6.448.335	6.075.833	-1.037.058	431.659	4.964.836	

Flujo de Caja Bruto - Depreciación

RON Después de Impuestos	6.793.517	7.587.333	7.977.524	8.181.616	9.316.837	5.296.256	
(+) Depreciación de Activo Fijo y Amortización de Intangibles	1.282.746	1.462.907	1.700.245	1.910.298	2.086.042	1.773.796	
(+) Costo financieros después de impuestos	-623.777	-725.252	-801.642	-857.518	-714.125	-552.839	
(-) Participación en las ganancias de asociadas	304.727	414.941	510.011	495.850	699.290	539.912	
(+) Diferencia de Cambio	-7.669	12.776	-38.236	-84.589	-167.534	0	
Flujo de Caja Bruto	8.387.645	9.373.327	9.931.164	10.368.993	11.250.180	7.082.979	
Depreciación	1.282.746	1.462.907	1.700.245	1.910.298	2.086.042	1.773.796	
Flujo de Caja Bruto - Depreciación	7.104.899	7.910.420	8.230.919	8.458.695	9.164.138	5.309.183	

K1 **68,383%** **81,517%** **73,817%** **-12,260%** **4,710%** **93,514%** **51,614%**

RON Después de Impuestos **6.793.517** **7.587.333** **7.977.524** **8.181.616** **9.316.837** **5.296.256**

Activo Operacional	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACTIVO TOTAL	68.137.087	73.023.060	85.109.853	94.936.904	103.528.117	115.001.121
Efectivo y equivalentes de efectivo	6.825.518	2.565.515	2.910.124	1.618.060	5.891.468	8.583.219
Intangibles – neto	745.622	927.142	1.503.847	1.793.911	2.068.661	2.321.350
Propiedades de inversión – neto	8.721.059	10.102.793	12.360.087	14.233.786	15.641.205	16.305.027
Instrumentos financieros derivados	170.662	240.100	318.364	312.114	800.127	1.516.534
Beneficios a los empleados - Neto	0	0	0	483.675	192.213	164.020
Activo Operacional	51.674.226	59.187.510	68.017.431	76.495.358	78.934.443	86.110.971

K2 **13,147%** **12,819%** **11,729%** **10,696%** **11,803%** **6,151%** **11,057%**

K1*K2 **6,207%**

- **Flujo de caja neto Perpetuo:**

Flujo Perpetuo	2021e
Ganancias/Perdida	18.033
Ajustes EERR:	
(+) Depreciación de Activo Fijo y Amortización de Intangibles	3.672
(+) Costo financieros después de impuestos	2.106
(-) Participación en las ganancias de asociadas	-614
(+) Diferencia de Cambio	45
Flujo de Caja Bruto	23.242
(-) Inversión de Reposición	-3.672
Flujo de Caja Libre	19.570

- **Activos Prescindibles:**

Activos Prescindibles	\$MM
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.352
Intangibles – neto	2.515
Propiedades de inversión – neto	17.561
Instrumentos financieros derivados	2.429
Beneficios a los empleados - Neto	0
	27.857