



**VALORACIÓN DE EMPRESA EL PUERTO DE LIVERPOOL S.A.
Mediante Flujo De Caja Descontados**

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

**Alumno: Rodrigo Provoste Nuñez
Profesor Guía: Mauricio Alejandro Jara Bertin**

Santiago, Abril 2017

Contenido

CAPITULO 1. METODOLOGIA	4
1.1 Modelo de Descuento de Dividendos	5
1.2 Método de Flujos de Caja Descontados	5
CAPITULO 2. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	9
2.1 Regulación.....	11
2.3 Mayores Accionistas	13
2.4 Descripción de Empresas Comparables	14
2.4.1 Comportamiento de la Industria a Nivel Nacional.....	15
2.4.2 Competencia.....	18
CAPITULO 3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	25
CAPITULO 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	27
4.1 Deuda Financiera	27
4.3 Valor Económico de la empresa.....	28
4.4 Estimación de Estructura de Capital.....	28
CAPITULO 5. ESTIMACION DE COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	29
5.1 Beta de la acción.....	29
5.2 Costo de capital de la empresa	29
5.2.1 Costo de la deuda y tasa de impuestos	30
5.2.2 Beta de la Deuda (B_b)	31
5.2.3 Beta de la Acción (B_pC/D)	32
5.2.4 Beta patrimonial (B_pS/D).....	32
5.2.5 Beta patrimonial (B_pC/D)	32
5.2.6 Costo Patrimonial (K_p)	33
5.2.7 Costo de capital (K_0)	33
CAPITULO 6: ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	34
6.1.1 Análisis de Crecimiento	34
6.1.2. Análisis de Participación de Ventas por Segmento.....	36
6.1.3. Análisis de Crecimiento de Ventas por Segmento	37
6.1.4. Análisis de la Industria	38
6.1.5 Análisis Económico	39

6.2	Análisis de Costos de Operación	40
6.2.1	Costo de Ventas:	40
6.2.2	Gastos de Administración:	41
6.3	Análisis de Cuentas no operacionales.....	43
6.4	Análisis de Activos	44
6.4.1	Clasificación de Activos	44
6.4.2	Activos no operacionales	45
CAPITULO 7. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS		47
7.1	Proyección de Ingresos de Explotación	47
7.2	Costos de Operación.....	51
7.3	Resultado no operacional	53
7.4	Utilidad del Ejercicio.....	54
CAPITULO 8. VALORACION POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO.....		55
8.1	Ajuste de Estado de Resultado.....	55
8.2	Inversión de Reposición.....	55
8.3	Inversiones en Activo Fijo	55
8.4	Inversiones en Capital de Trabajo.....	56
8.5	Deuda Financiera	57
8.6	Proyección de Flujo de Caja Libre.....	58
8.7	Valor Terminal	59
8.8	Resumen Valoración.....	59
CAPITULO 9. CONCLUSIONES.....		60
CAPITULO 10. BIBLIOGRAFIA.....		61
Anexos.....		62

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, a través de la estimación del precio de la acción, mediante el método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD.

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, situación de la industria, análisis de la competencia y entorno económico en el cual la compañía lleva a cabo sus operaciones.

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.

Esta información permite obtener un análisis de las políticas de financiamiento del gigante *retailer* Mexicano, junto con un análisis del patrimonio y valor económico, su estructura de capital, estimación de costos de la compañía, continuando con el estudio de las cuentas operacionales, de cuentas no operacionales, comportamientos históricos de crecimiento e ingresos, para finalmente realizar las proyecciones que determinan la base de la valorización según los métodos descritos.

A septiembre de 2016, nuestra estimación para el precio de la acción es de 172,00 MXN por método de FCD. 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.

1.1 Modelo de Descuento de Dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

1.2 Método de Flujos de Caja Descontados

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

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD.

Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

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

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

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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

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

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

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

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

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 México⁵.

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.

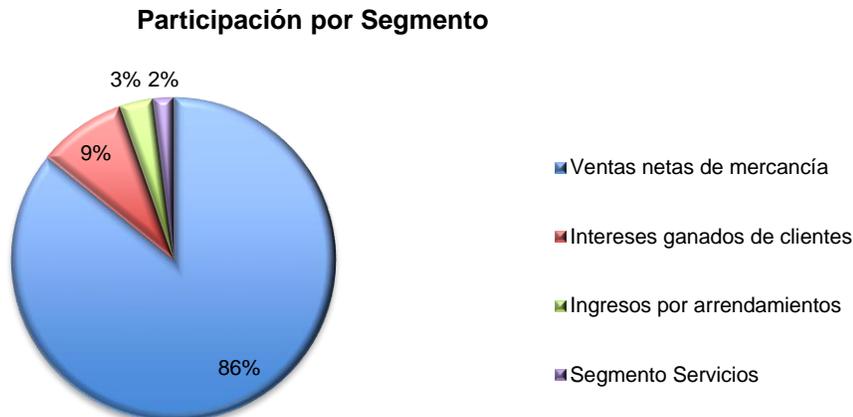
A septiembre de 2016 la Compañía operaba un total de 122 tiendas departamentales, 83 con el nombre de Liverpool, 35 con el nombre de Fábricas de Francia y 4 Duty Free, además de 88 boutiques especializadas. En 2016 iniciaron operaciones 10 tiendas, cuatro con formato Liverpool (Monterrey, Nuevo León; 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

⁵ 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.⁶

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

⁶ Fuente: <https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/informes-anuales/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 Valores⁷, 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 2010.⁸

⁷ Fuente: <http://mexico.smetoolkit.org/mexico/es/content/es/54221/-Sociedades-an%C3%B3nimas-burs%C3%A1tiles-S-A-B->

⁸ 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:⁹

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 Almacenadora 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

⁹ 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.¹⁰

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.

¹⁰ Fuente: <http://elempleado.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%.¹¹

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

¹¹ 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 2016.¹²

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.

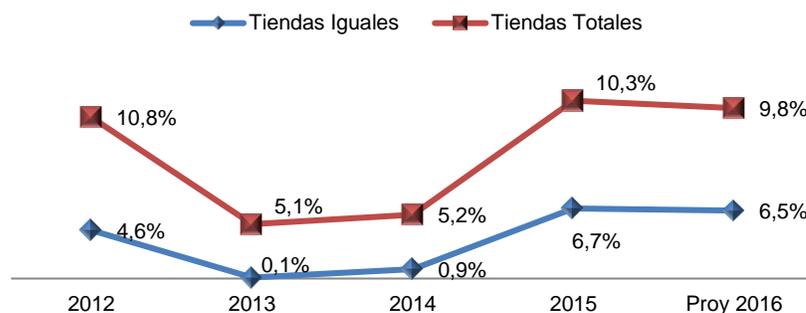
Por su parte, las especializadas, como Zara, Grupo Axo e Isadora, registraron un alza de 5.7%, mientras que los autoservicios (Soriana, Wal-Mart y Chedraui, entre otros) lograron un aumento de 4.8%.

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:

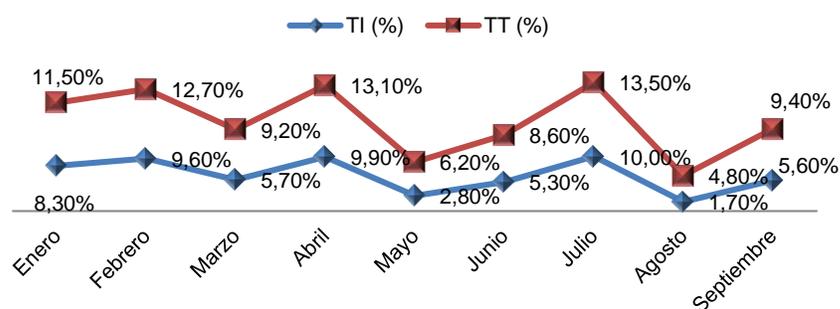
¹² Fuente: <http://www.america-retail.com/mexico/mexico-tiendas-departamentales-recuperaron-sus-ventas-en-septiembre/>

Crecimiento Nominal Anual ANTAD



Cuadro 5: Crecimiento Anual Nominal de Tiendas ANTAD¹³

Crecimiento Nominal 2016



Cuadro 6: Crecimiento Nominal de Tiendas ANTAD¹⁴

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.

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

¹⁴ 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.¹⁵

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:¹⁶

¹⁵ 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 Standing¹⁷. 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

¹⁶ Fuente: Elaboración Propia obtenida de los reportes financieros del Grupo Famsa

¹⁷ 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:¹⁸

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

¹⁸ 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:¹⁹

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

¹⁹ 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:²⁰

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

²⁰ 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:²¹

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

²¹ Fuente: Elaboración Propia obtenida de los reportes financieros del Grupo SACI Falabella

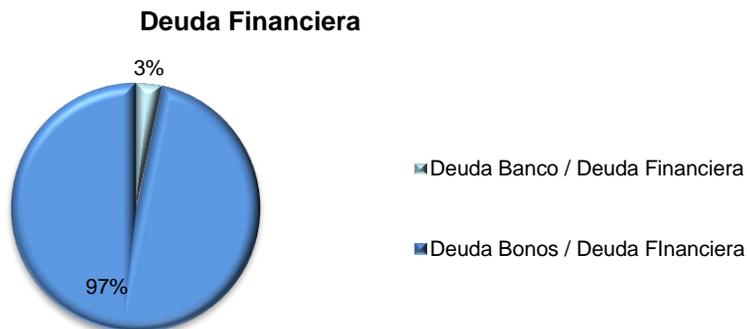
CAPITULO 3. FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

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 IPC²², 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

²² 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: ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

En esta sección se revisará el comportamiento operativo de la compañía, recogiendo información desde sus datos históricos, en paralelo se presentarán algunas de las expectativas económicas más importantes para el sector consumo y país, esto por parte de distintos analistas y entidades acreditadas para ello, como la ANTAD y el Banco de México respectivamente, para continuar con una descripción de la industria y sus proyecciones para los siguientes periodos.

Dentro del análisis se revisarán los costos y gastos de la operación, así como lo no correspondiente a la operación propia del negocio y las cuentas de activos operacionales y no operacionales.

La manera en que se presentará este análisis, será una revisión de las ventas por participación en los distintos segmentos en que opera El Puerto de Liverpool, de este análisis se contempla ponderar los resultados obtenidos para conciliarlos con las proyecciones y estimaciones del mercado, que resulten en datos concretos para estimar una proyección de ingresos para los próximos periodos.

Lo anterior, además de analizar la eficiencia de la compañía y presentar los elementos productivos de las actividades operacionales, será información útil para la estimación de las proyecciones de ventas y resultados del último trimestre del año 2016.

6.1.1 Análisis de Crecimiento

A continuación se presentan los ingresos totales de la compañía en los distintos segmentos donde opera. Los periodos analizados corresponden a una clasificación de las ventas desde los periodos 2012 a Septiembre 2016. Importante mencionar que la compañía mantiene sus operaciones con fuerte presencia en Distrito Federal y en 30 estados de la república de México. Sus segmentos principales son: Venta de Mercancía y Servicios, Intereses (División Crédito) e Inmobiliaria-Arrendamientos.

Para presentar los ingresos de actividades de la operación en el segmento comercial, mostramos sus resultados como una cuenta aparte de la cuenta servicios, a su vez en la cuenta servicios, incorporamos la subcuenta “otros ingresos”, esto para una mejor comprensión de análisis. Podemos mencionar que los ingresos de la compañía están sujetos a fluctuaciones estacionales; los meses donde se concentran los ingresos son; mayo, julio y el último trimestre del año para todos los periodos descritos.

En el año 2015 los ingresos por ventas de mercancías sumaron \$78,547 millones de pesos, un incremento de 12,82% a tiendas totales respecto al ejercicio anterior (Tiendas Totales=Tiendas iguales más las apertura²³), el alza de crecimiento anterior en el segmento había sido de un 9,6%. Esto se puede explicar por un sólido ambiente de consumo y al buen comportamiento económico del país.

Los ingresos de la división crédito también crecen a tasas constantes, exceptuando el año 2015. Esto en gran medida porque el uso de la tarjeta fue mayor, sobre todo en el último trimestre del ejercicio 2015, además de que se emitieron en el año 3.9 millones de tarjetas emitidas y se doscientas mil cuentas inactivas.

El segmento inmobiliario proviene principalmente de los arrendamientos de centros comerciales de propiedad de la compañía. La tasa de ocupación promedio de los locales es mayor a un 95% en los periodos descritos.

A continuación se presenta el comportamiento de los ingresos de la compañía en cifras:

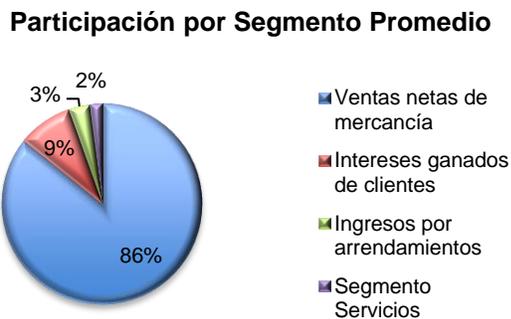
Ingresos de Actividades Ordinarias M\$	2012	2013	2014	2015	sept 2016
Segmento comercial	57.017.252	63.528.386	69.623.101	78.547.671	55.751.700
Segmento crédito	5.352.964	5.809.777	6.169.964	9.029.746	6.765.340
Segmento Inmobiliario	2.115.854	2.579.680	2.734.524	3.020.831	2.239.270
Segmento Servicios	1.760.434	2.187.601	2.499.642	694.641	379.504
Ingresos Consolidados	66.246.504	74.105.444	81.027.231	91.292.889	65.135.814

Cuadro 22: Ingresos de Actividades Operacionales

²³ Fuente: <http://www.antad.net/indicadores/crecimiento-nominal-en-ventas>

6.1.2. Análisis de Participación de Ventas por Segmento

La participación del segmento mercancía es el segmento más preponderante para la compañía, aporta un 86% promedio de los ingresos totales. Al año 2012 la empresa mantenía 99 almacenes y 19 centros comerciales, al año 2016 la cifra alcanza 118 y 25 respectivamente, alza de 19% para almacenes y de 32% para centros comerciales, lo que va en línea con el aumento de ingresos por este concepto.



Los intereses ganados de clientes representan un 9% de los ingresos totales de la compañía en promedio, la cartera de clientes ha mantenido un crecimiento constante en torno al 9%. Como mencionamos anteriormente, al año

2015 la cartera fue depurada y se emitieron nuevas tarjetas, para el año 2015 los pagos realizados con tarjeta representaba un 45,6%, al año 2016 se estima que al menos un 50% de las ventas sean generadas con ese medio de pago.

Los ingresos por arrendamientos tienen un peso relativo menor a los segmentos mercancía e intereses, en promedio el segmento alcanza un 3,4%. Los ingresos se obtienen principalmente por arrendamientos recibidos, al tercer trimestre del año 2016 se observó una mejora considerable año contra año, producto de nuevos derechos por aperturas de nuevos centros comerciales.

Ingresos de Actividades Ordinarias M\$	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
Ventas netas de mercancía	86,07%	85,73%	85,93%	86,04%	85,6%	85,9%
Intereses ganados de clientes	8,08%	7,84%	7,61%	9,89%	10,4%	8,8%
Ingresos por arrendamientos	3,19%	3,48%	3,37%	3,31%	3,4%	3,4%
Segmento Servicios	2,66%	2,95%	3,08%	0,76%	0,6%	2,0%
Total de ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Cuadro 23: Participación de Ingresos de Actividades Operacionales

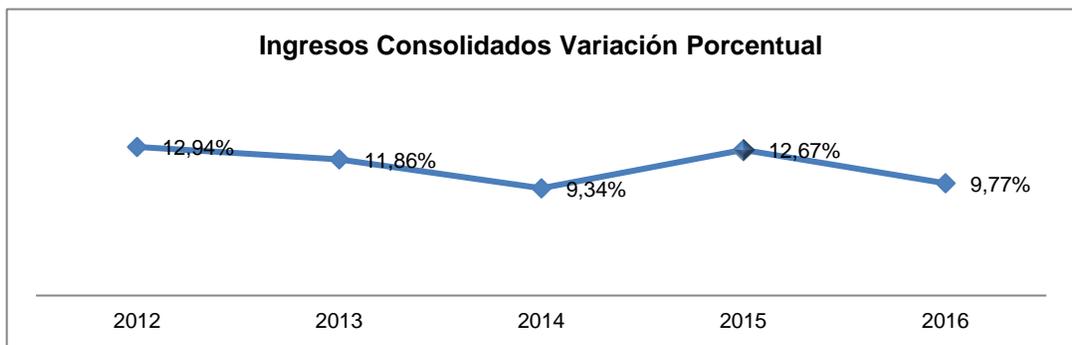
6.1.3. Análisis de Crecimiento de Ventas por Segmento

Los ingresos consolidados de la compañía han crecido en promedio, un 11,3% para los todos los periodos analizados. Los años 2014 y 2016 (proyectado), crecieron bajo el promedio, la razón de este menor crecimiento en estos periodos se debe principalmente a factores relativos al país, como niveles de inflación más altos (4,08% en 2014; 3,36% 2016), que disminuyen el poder adquisitivo de los clientes, condiciones adversas para el mercado como devaluación del peso frente al dólar y algunos riesgos relativos como sobreoferta de tiendas departamentales en México.²⁴

Variación % Ingresos	2012	2013	2014	2015	2016 Proy	Promedios
Segmento comercial	12,06%	11,42%	9,59%	12,82%	9,2%	11,0%
Segmento crédito	16,94%	8,53%	6,20%	46,35%	15,3%	18,7%
Segmento Inmobiliario	22,23%	21,92%	6,00%	10,47%	14,0%	14,9%
Ingresos Consolidados	12,94%	11,86%	9,34%	12,67%	9,8%	11,3%

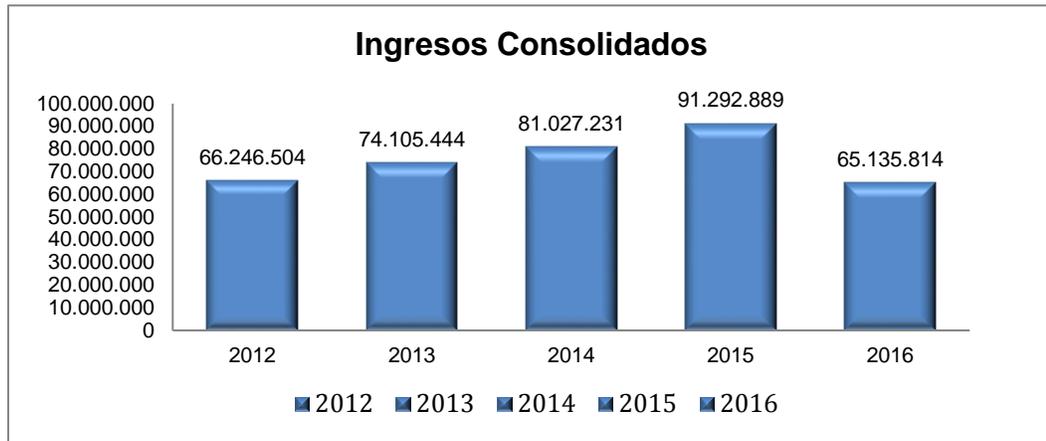
Cuadro 23: Variación de Ingresos de Actividades Operacionales por Segmento

Por otra parte la variación de ingresos muestra crecimientos en línea con los planes de expansión de la compañía, dicho lo anterior y como ejemplo, al cierre del año 2016 la empresa debe concreta su plan de inversiones con la apertura de 10 nuevos almacenes, la adquisición de las tiendas de ropa Suburbia en México y la intención de tomar participación de la empresa retailer Chilena Ripley Corp. S.A.



Cuadro 23: Variación de Ingresos de Actividades Operacionales Consolidado Porcentual

²⁴ Fuente: <https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/informes-anales/Informe-anual-2014-CNBV.pdf>



Cuadro 24: Variación de Ingresos de Actividades Operacionales Consolidado en Cifras

Como muestra el cuadro 22, los ingresos consolidados en el periodo 2012 a 2016 crecen en promedio un 11,32%. El segmento que ha presentado mayor crecimiento es crédito con un crecimiento de 18,7%, y un peso relativo de un 8,8%, explicado, entre otros factores, por el aumento en la cartera de clientes del año 2015. Lo sigue el segmento ventas minoristas que se mantiene en torno a un 11%, con un peso relativo de 86% promedio, lo sigue el segmento inmobiliario con un 15% promedio y una cuota relativa de un 3,4%.

Para los ingresos consolidados del año 2016, se proyectaron ingresos al cuarto trimestre de acuerdo a la participación histórica que ha mantenido el periodo en los distintos años, este se encuentra en un 35%. Para mayor información revisar capítulo 7.

6.1.4. Análisis de la Industria

Las cifras publicadas por la ANTAD al 30 de septiembre del 2016, proyectan un crecimiento de ventas, en términos nominales, de 6.5% a tiendas iguales (Tiendas con más de un año de operación, que son comparables con periodos anteriores). Tomado el dato entregado por la ANTAD, las ventas de la industria crecen en promedio un 3,8%, misma medición de la ANTAD, ventas a tiendas totales (mismas tiendas, más nuevas aperturas), los niveles de venta crecen en promedio un 8,2%.²⁵

²⁵ Fuente: <http://www.antad.net/indicadores/crecimiento-nominal-en-ventas>

Crecimiento Nominal Industria Antad	2012	2013	2014	2015	2016
TI	4,60%	0,10%	0,90%	6,70%	6,5%

Cuadro 25: ANTAD, Crecimiento Nominal de la Industria²⁶

6.1.5 Análisis Económico

De acuerdo a cifras macroeconómicas se proyecta que el crecimiento del PIB de México será de 2,3% para el año 2016 respecto al año 2015 y 1,6% para el 2017. La expansión de la actividad económica depende ahora completamente del consumo privado según la entidad, ya que debido a la debilidad en las inversiones y exportaciones, estos sectores ya no contribuyen al crecimiento. Una mayor competitividad externa, tras una sustancial devaluación del peso mexicano respecto al dólar estadounidense, aún no ha resultado en un impulso en la demanda externa. Las fuertes relaciones verticales de suministro entre los fabricantes de Estados Unidos y México llevaron a que la reciente debilidad en la producción industrial en Estados Unidos se haya transferido a la industria manufacturera y a las exportaciones mexicanas²⁷. Por otra parte, la inflación en el país se ha mantenido estable en torno a un 3,4% como promedio de los últimos 5 años (2012 – 2015).

Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB	4,00%	1,40%	2,30%	2,60%	2,3%
Inflación	3,57%	3,97%	4,08%	2,13%	3,4%

Cuadro 25: Indicadores Económicas de PIB e Inflación, 2012 - 2016

²⁶ Fuente: <http://www.antad.net/indicadores/crecimiento-nominal-en-ventas>

²⁷ Fuente: <http://www.datosmacro.com/pib/mexico>; <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/expectativas-de-los-especialistas/%7BCF34D987-02F1-E7CB-96D3-9B472F753F18%7D.pdf>

A continuación se presentan algunos Indicadores de crecimiento e inflación para México²⁸:

Indicadores	e2017	e2018	e2019	e2020
Crecimiento del PIB	1,60%	2,28%	2,54%	2,81%
Inflación	4,13%	3,59%	3,53%	3,65%

Cuadro 26: Expectativas Económicas de PIB e Inflación, 2017 - 2020

6.2 Análisis de Costos de Operación

6.2.1 Costo de Ventas:

Para Liverpool el costo de ventas tiene dos principales ítems:

- Costo distribución y logístico: Son los costos involucrados en el proceso de almacenar y transportar productos desde los proveedores hacia los clientes.
- Costo de mercancía: Es el costo del inventario que el negocio ha vendido a los clientes; por ser una compañía comercializadora representa el mayor gasto unitario.

En la tabla se muestra ambos costo como porcentaje de las ventas para los años 2012 a sep 2016, se observa baja variabilidad en el tiempo representando como promedio para el periodo de un 1.74 % y 57.75% para los costos logística y mercancías respectivamente.

²⁸ Fuente: <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/expectativas-de-los-especialistas/%7BCF34D987-02F1-E7CB-96D3-9B472F753F18%7D.pdf>

Por ser un retail mantiene una estructura de costos variable de ventas, con un promedio de 59.5% y una desviación standard del 0.13%.

Costo de ventas	2012	2013	2014	2015	2016	Prom.2012-Sep 2016	DS
Costo distribución y logístico	1,63%	1,65%	1,71%	1,72%	2,01%	1,74%	0,15%
Costo de mercancía	58,04%	57,91%	57,77%	57,59%	57,46%	57,75%	0,23%
Total costo de ventas	59,67%	59,56%	59,48%	59,31%	59,47%	59,50%	0,13%

Cuadro 27: Costos de Ventas

6.2.2 Gastos de Administración:

Se denominan gastos de administración a aquellos contraídos en el control y la dirección de una organización, pero no directamente identificables con la financiación, la comercialización, o las operaciones de producción.

El Gasto de administración está compuesto por los siguientes ítems:

- **Remuneraciones y beneficios al personal:** sueldos y gratificaciones, comisiones a vendedores y otras remuneraciones
- **Depreciación y amortización:** Tanto la depreciación como la amortización, hacen referencia al desgaste o agotamiento que sufre un activo en la medida que con su utilización contribuye a la generación de los ingresos de la empresa
- **Reparaciones y mantenimiento:** Son las erogaciones que se producen con el objeto de "reparar" o reponer la capacidad de uso de un bien. La reparación es necesaria en los casos en que se producen daños a los bienes por algún accidente o hecho fortuito. Se carga al resultado del ejercicio en el que se produce el hecho que origina la reparación

- **Provisión de deterioro de cartera de crédito:** La Compañía registra una provisión por deterioro de su cartera de créditos cuando éstos superan los 90 días de no haber recibido el pago exigible, y se incrementa el saldo de esta provisión con base en el análisis individual de cada cuenta y de los resultados de la evaluación del comportamiento de la cartera y la estacionalidad del negocio. Los incrementos a esta provisión se registran dentro de los gastos de administración en el estado de resultados. La metodología utilizada por la Compañía para determinar el saldo de esta provisión se ha aplicado consistentemente durante al menos los últimos diez años e históricamente ha sido suficiente para cubrir los quebrantos de los próximos doce meses por créditos irrecuperables.
- **Arrendamientos:** gasto por arriendo de oficinas y puntos de ventas.
- **Servicios Contratados:** Es el Gasto de servicios de apoyo a la operación como, servicios profesionales, asesorías, servicios de casino y otros .
- **Energía Eléctrica y suministros:** Es el gasto por servicios básicos y suministros necesarios para mantención de locales de ventas.

Similar a los gastos de ventas, los gastos de administración presentan una baja variabilidad (1.56%), y representan en promedio (2012 – sep. 2016), un 29.67% de las ventas.

Total Gastos de administración	2012	2013	2014	2015	2016	Prom.2012-Sep 2016	DS
Remuneraciones y beneficios al personal	10,98%	11,13%	11,11%	11,07%	12,36%	11,33%	0,58%
Servicios contratados	3,23%	3,23%	3,45%	3,73%	3,72%	3,47%	0,25%
Depreciación y amortización	2,21%	2,29%	2,36%	2,28%	2,72%	2,37%	0,20%
Reparaciones y mantenimiento	1,69%	1,78%	1,65%	1,95%	2,16%	1,85%	0,21%
Provisión de deterioro de cartera de crédito	1,63%	2,21%	2,67%	2,15%	2,95%	2,32%	0,51%
Arrendamientos	0,99%	0,93%	0,96%	1,03%	1,26%	1,03%	0,13%
Energía eléctrica y suministros	1,05%	1,04%	1,02%	0,76%	0,75%	0,93%	0,15%
Otros	3,52%	3,60%	3,82%	3,85%	3,56%	3,67%	0,15%
Total Gastos de administración	25,29%	26,22%	27,04%	26,82%	29,48%	26,97%	1,56%

Cuadro 28: Costos y Gastos Operacionales

6.3 Análisis de Cuentas no operacionales

Los ítems de gastos no operacionales de Liverpool son los siguientes

- **Fluctuación cambiaria:** En esta cuenta se encuentran las diferencias de cambio generadas por la operación y que no están cubiertas con derivados.

- **Costos de financiamiento:** Son los intereses pagados por instrumentos de financiamiento, en su mayoría Bonos.

- **Rendimiento sobre las inversiones:** En esta cuenta se encuentran los rendimientos de las inversiones de excedentes de caja, principalmente las inversiones se realizan en instrumentos gubernamentales.

- **Participación en los resultados de asociadas:** Las asociadas son todas las entidades sobre las que la Compañía ejerce influencia significativa pero no control, generalmente estas entidades son aquellas en las que se mantiene una participación de entre 20% y 50% de los derechos a voto , la sociedades son las siguientes:
 - RFH: es una compañía privada que opera una cadena comercializadora de muebles y aparatos electrodomésticos.

 - Moda Joven Sfera México: tiendas especializadas en ropa y accesorios.

 - Centros comerciales Angelópolis en la ciudad de Puebla: Plaza Satélite en el Estado de México y Galerías Querétaro en la ciudad de Querétaro.

6.4 Análisis de Activos

Resultado No Operacional	2012	2013	2014	2015	sep-16
Costos de financiamiento	-985	-1.089	-1.165	-970	-751
Rendimientos sobre inversiones	201	182	202	259	235
Fluctuación cambiaria – neta	13	-38	-85	-168	0
Participación en los resultados de asociadas	415	510	496	699	540
Total Resultado No Operacional	-357	-435	-552	-179	24
Total Resultado No Operacional / Ingreso Total	-0,5%	-0,6%	-0,7%	-0,2%	0,0%

Cuadro 29: Resultado No Operacional

6.4.1 Clasificación de Activos

A Continuación se muestra la clasificación de Operacional o no Operacional de los activos de Liverpool

Activos	Clasificación
ACTIVOS CIRCULANTES	
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	No Operacional
Instrumentos financieros derivados	No Operacional
Cuentas por Cobrar	Operacional
Otras Cuentas por Cobrar	Operacional
Inventarios	Operacional
Activos Biológicos Circulantes	Operacional
Otros Activos Circulantes	Operacional
ACTIVOS NO CIRCULANTES	
Cuentas por Cobrar	Operacional
Instrumentos financieros derivados	No Operacional
Propiedades, Plantas y Equipos	Operacional
Propiedades de Inversión	No Operacional
Intangibles	No Operacional
Activos por Impuestos diferidos	Operacional
Beneficios a los empleados - Neto	No Operacional

Cuadro 30: Clasificación de cuentas operacionales y no operacionales

6.4.2 Activos no operacionales

Efectivo y equivalentes de efectivo: El efectivo y equivalentes de efectivo incluyen el efectivo disponible, depósitos bancarios en cuentas de cheques, depósitos bancarios en moneda extranjera e inversiones en valores a corto plazo, de gran liquidez, fácilmente convertibles en efectivo, con vencimientos menores a 28 días a partir de la fecha de su adquisición y sujetos a riesgos poco importantes de cambios en valor.

Intangibles: Corresponden a la activación de gastos por desarrollo de sistemas y Las licencias adquiridas para el uso de programas, software y otros sistemas son capitalizadas al valor de los costos incurridos para su adquisición y preparación para usarlas:

Propiedades de Inversión: Corresponde a Inversiones en acciones de asociadas, Las asociadas son todas las entidades sobre las que la Compañía ejerce influencia significativa pero no control, generalmente estas entidades son aquellas en las que se mantiene una participación de entre 20% y 50% de los derechos a voto , la sociedades son las siguientes

Instrumentos Financieros derivados: La Compañía utiliza instrumentos financieros derivados (“IFD”) de cobertura con la finalidad de reducir el riesgo de movimientos

Adversos en las tasas de interés de su deuda a largo plazo e incrementos inflacionarios en México y para asegurar la certeza en los flujos de efectivo que pagará para cumplir con las obligaciones contraídas. Los principales instrumentos usados son los swaps de tasa de interés. Los instrumentos financieros derivados se reconocen inicialmente a su valor razonable en la fecha en que se celebra el contrato

del instrumento financiero derivado y son medidos subsecuentemente a su valor razonable. El método para reconocer la utilidad o pérdida de los cambios en los valores razonables de los instrumentos financieros derivados depende de si son designados como instrumentos de cobertura, y si es así, la naturaleza de la partida

que se está cubriendo. La Compañía únicamente cuenta con instrumentos financieros derivados de cobertura de flujos de efectivo.

Beneficios a Empleados:

- Pensiones y prima de antigüedad: la compañía tiene plan de beneficios definidos y un plan de pensiones de beneficios definidos es un plan que define el monto de los beneficios por pensión que recibirá un empleado a su retiro.
- Bono anual para retención de ejecutivos: Algunos ejecutivos de la Compañía reciben un bono anual de retención calculado como porcentaje de su remuneración anual y dependiendo del grado de cumplimiento en las metas establecidas para cada funcionario al inicio del año.
- Otros beneficios a los empleados por separación voluntaria o despido la compañía otorga un beneficio al personal que después de 20 años de servicio termina su relación laboral, ya sea por despido o separación voluntaria.

CAPITULO 7. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

A continuación se presentara la metodología que se utilizó para la proyección de los Estados de Resultados para los periodos 2016 a 2020.

La sección considera la estimación del cuarto trimestre del año 2016, a través de los ingresos obtenidos por la compañía para cada trimestre, en los últimos cinco periodos.²⁹

Lo anterior, con el objetivo de obtener una tasa de crecimiento que relacione las variables de expectativas macroeconómicas y de crecimiento de la industria. Se considera relevante estimar las cifras de ventas con un criterio que considere estadísticas de capacidad productiva, que van en línea con las políticas de ventas y crecimiento de la empresa.

Este análisis cuantitativo, a partir de datos históricos y de las previsiones de evolución del mercado, se considera un buen proxi para conocer el tamaño y volumen de la demanda.

Se considera en la proyección, el escenario más probable de evolución de ingresos de ingresos operacionales, en primera instancia, para luego estimar las cifras de los EERR para los años 2017 a 2020.

7.1 Proyección de Ingresos de Explotación

Para proyectar los ingresos de explotación del último trimestre del año 2016, se consideraron los ingresos históricos de la compañía para cada trimestre:

Ingresos de Actividades Ordinarias M\$	2012	2013	2014	2015	2016 Proy
1er Trimestre	18,50%	18,70%	18,10%	18,58%	18,5%
2do Trimestre	23,10%	23,50%	24,10%	24,17%	23,7%
3er Trimestre	23,90%	23,30%	22,50%	21,49%	22,8%
4to Trimestre	34,50%	34,50%	35,30%	35,75%	35,0%

Cuadro 31: Resultado Operacional por Trimestre, Periodos 2012 a 2016

²⁹ Fuente: <https://www.elpuertodeliverpool.mx/anual.html>

Como se puede observar, los ingresos de la compañía de cada 4° trimestre, en los años 2012 a 2015, representan en promedio un 35% de los ingresos anuales. Este dato fué relevante para estimar la proyección del último trimestre del año 2016, dado que a través de esa proporción de ingresos trimestrales, se pudo determinar las ventas, que dicho sea de paso, mantuvieron un peso relativo igual al promedio.

Como análisis posterior, se obtuvo que los en los primeros tres trimestres de cada año generan un 65% de los ingresos anuales. Por otra parte se concluyó que, en los periodos octubre-diciembre de los años 2012 a 2016, se generan un 53,85% de los ingresos acumulados de enero a septiembre (mismo periodo), dicho de otro modo, los ingresos de los 4°tos trimestres de cada año, representan para la compañía poco más de la mitad de los ingresos acumulados hasta el 3° trimestre, lo que va en línea con la estacionalidad de las ventas que genera la empresa³⁰. Por tanto, el factor a utilizar para proyectar los ingresos operacionales del 4° trimestre del año 2016, es 1.5385.

Ingresos de operación: \$M	4to trimestre 2016 Proy
Ventas netas de mercancía	30.022.290
Intereses ganados de clientes	3.643.136
Ingresos por arrendamientos	1.205.847
Servicios	204.363
Total de ingresos	35.075.636

Cuadro 32: Resultado Operacional, 4° Trimestre 2016

Con datos históricos de crecimiento de ventas e inflación del país, se obtuvo el crecimiento real de ingresos para los años 2012 a 2016. Posterior se realizó un ajuste de variación del crecimiento real de la empresa respecto al PIB de los mismos años. El ajuste obtenido fue de 3.42, en promedio para los cuatro años analizados, dicho factor que relaciona las variaciones de crecimiento de la compañía respecto al crecimiento porcentual del producto interno bruto de México, se utilizó de base para estimar las ventas de los periodos 2017 a 2020.

³⁰ Fuente: Revisar mención en capítulo 6, Análisis de Crecimiento, página 34

Años	Liverpool Crecimiento Nominal	PIB	Relación Variables	Inflación	Tasa de Crecimiento Real
2012	12,94%	4,00%	2,34	3,6%	9,4%
2013	11,86%	1,40%	5,64	4,0%	7,9%
2014	9,34%	2,30%	2,29	4,1%	5,3%
2015	12,67%	2,60%	4,05	2,1%	10,5%
2016	9,77%	2,30%	2,79	3,4%	6,4%
Promedio	11,32%	2,52%	3,42	3,42%	7,89%

Cuadro 33: Datos históricos de crecimiento de ventas e inflación del país

En la última encuesta de expectativas económicas del Banco de México, se obtuvieron los datos esperados de inflación y PIB para los años 2017 a 2020³¹ según analistas del mercado financiero local, el PIB crecería un 2,62% y la inflación estaría en torno a un 3,7% promedio. Considerando la elasticidad, entre crecimiento real de la empresa y PIB Mexicano histórico, e incorporando el crecimiento esperado para el país en los próximos años, la tasa promedio de crecimiento nominal que se espera para la compañía es de un 11,47%. La tasa de crecimiento nominal de la compañía, ha sido de un 11,32% en promedio, considerando la estimación de ventas del último periodo del año 2016

Proyección	PIB	Liverpool Crecimiento Ajustado	Liverpool Crecimiento Nominal	Liverpool Crecimiento Proyectado
2017	1,60%	5,47%	9,60%	10,46%
2018	2,28%	7,80%	11,39%	11,35%
2019	2,54%	8,69%	12,22%	11,77%
2020	2,81%	9,61%	13,26%	12,29%
Promedios	2,62%	7,90%	11,62%	11,47%

Cuadro 34: Tasas de Crecimiento Proyectado

Como se puede apreciar en cuadro anterior, el crecimiento promedio proyectado para los años 2017-2020 de 11,47%, es consistente con el crecimiento histórico de la

³¹ Fuente <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/expectativas-de-los-especialistas/%7BCF34D987-02F1-E7CB-96D3-9B472F753F18%7D.pdf>

compañía de 11,32%. Que se haya mantenido proyectado constante el crecimiento, obedece a que la inflación esperada sería más alta, lo que mermaría el poder adquisitivo del consumidor, pero también a que el crecimiento ajustado utilizado para la proyección, obedece al perfil conservador de la estimación.

Para estimar la proyección de los ingresos operativos, se utilizaron los pesos relativos

\$M	4to T 2016	2017Proy	2018Proy	2019Proy	2020Proy
Ventas netas de mercancía	30.022.290	94.746.256	105.503.440	117.919.586	132.412.353
Intereses ganados de clientes	3.643.136	11.497.239	12.802.599	14.309.269	16.067.933
Servicios	204.363	644.941	718.166	802.683	901.336
Ingresos por arrendamientos	1.205.847	3.805.488	4.237.551	4.736.246	5.318.349
Total de ingresos	35.075.636	110.693.926	123.261.756	137.767.785	154.699.972

a cada segmento con la tasa de crecimiento obtenida de los datos históricos, esto con el objeto de determinar las cifras de venta.

Cuadro 35: Ingresos Proyectados, Periodos 2017-2010.

De acuerdo a la estimación de ingresos anuales, se proyecta que el segmento comercial, dominante en ingresos, mantiene su participación en torno a un 86% promedio, similar al peso relativo histórico. Por otra parte el segmento crédito, sube su promedio de participación en 160 puntos base, moviéndose de un 8,8% a un 10,39% proyectado, siendo el segmento que más crece de acuerdo a la proyección, en línea con los nuevos hábitos de compra de los clientes, (según datos de la Asociación Mexicana de Internet, AMIPCI, del año 2013 a 2014 el comercio electrónico en México tuvo un crecimiento de 34%, del año 2014 al 2015 el crecimiento fue de un 59%).³² El segmento inmobiliario mantiene participación de 3,44%, lo propio el segmento servicios con un 0,6%.

³² Fuente: <http://expansion.mx/tecnologia/2016/11/08/mexico-registro-mas-de-257-000-mdp-en-ventas-por-internet-en-2015>

Ingresos de Actividades Ordinarias	2017	2018	2019	2020
Segmento comercial	85,59%	85,59%	85,59%	85,59%
Segmento crédito	10,39%	10,39%	10,39%	10,39%
Segmento Inmobiliario	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%
Segmento Servicios	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%
Ingresos Consolidados	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Cuadro 36: Participación Proyectada por Segmento, Periodos 2017-2010

7.2 Costos de Operación

Dado que la proporcionalidad de los costos respecto a las ventas presenta muy baja variabilidad en el periodo estudiado, la proyección de los costos de operación se realizara en base al porcentaje promedio del total de los costos sobre las ventas , lo anterior tienen una mayor relevancia en proyección dado que la industria del retail generalmente fija sus precios de venta sumando un porcentaje de margen constante sobre los costos , por lo que la proporción asignada en relación al precio de ventas no presentaría mínima variación.

Los gastos e ventas proyectados son del 59.5% sobre ventas, o que generaría un margen bruto del 40.5%.

Costo de ventas	Promedio
Costo distribución y logístico	1,74%
Costo de mercancía	57,75%
Total costo de ventas	59,50%

Cuadro 37: Costos de Venta

Costo de Venta	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Total Costo de Ventas \$M	20.886	65.859	73.337	81.968	92.042
Costo de ventas/Ingresos	59,55%	59,50%	59,50%	59,50%	59,50%
Beneficio Bruto \$M	14.190	44.834	49.925	55.800	62.658
% Margen	40,45%	40,50%	40,50%	40,50%	40,50%

Cuadro 38: Costos de Venta y Margen de Ventas

Por el lado de los gastos operacionales la proporción sobre las ventas proyectadas es del 26.97 %, esto incluye el gasto de depreciación y amortización el cual es de 2.37% sobre las ventas.

Gastos Operacionales	Promedio
Remuneraciones y beneficios al personal	11,33%
Servicios contratados	3,47%
Depreciación y amortización	2,37%
Reparaciones y mantenimiento	1,85%
Provisión de deterioro de cartera de crédito	2,32%
Arrendamientos	1,03%
Energía eléctrica y suministros	0,93%
Otros	3,67%
Gastos Operacionales	26,97%

Cuadro 39: Proyección de Gastos Operacionales

Gastos Operacionales	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Depreciación y amortización	605	2.628	2.926	3.270	3.672
Gastos de Administración y Ventas	7.219	27.229	30.320	33.888	38.053
GAV/Ingresos	22,31%	26,97%	26,97%	26,97%	26,97%
Gastos Operacionales	7.824	29.856	33.246	37.159	41.726

Cuadro 40: Gastos Operacionales Sobre Venta

7.3 Resultado no operacional

Fluctuación cambiaria neta

Las diferencias por tipo de cambio se proyectaron como un promedio de los años 2012-2016, lo anterior se basa en el bajo porcentaje que representan sobre las ventas y en las coberturas de riesgo cambiario que la empresa toma.

Participación en los resultados de asociadas: se estimó como la ganancia estimada para el 2016, esta no se incrementara con las ventas bajo el supuesto que no crecerá la inversión en asociadas.

Costos de financiamiento

Al proyectar crecimiento en las ventas también proyectamos un crecimiento en el activo que genera las ventas, y por consecuencia crecerá el patrimonio y/o la deuda que financia el crecimiento. Por lo anterior proyectamos los gastos financieros asumiendo un crecimiento en el activo y manteniendo la estructura deuda patrimonio objetivo.

La proyección de activos se realizó en base a la rotación de activos promedio (2012 – 2015) el que fue del 78%.

	2012	2013	2014	2015	Promedio
Rotación de Activos	78%	78%	78%	79%	78%

Cuadro 41: Rotación de Activos Históricos

Asumiendo una rotación de activos de 0.78 se proyectó el activo total, se determinó la deuda financiera proyectada considerando una estructura Deuda patrimonio objetivo, multiplicando la deuda financiera por la tasa Kb obtuvimos la deuda financiera.

\$MM	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Activos Totales	128.476	141.915	157.250	175.755	197.356
Endeudamiento Financiero	19.517	21.559	23.888	26.699	29.981
Costos de financiamiento	1.612	1.781	1.973	2.205	2.476

Cuadro 42: Proyección de Activos

Gastos no operacionales \$MM	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Costos de financiamiento	-861	-1.781	-1.973	-2.205	-2.476
Rendimientos sobre inversiones	127	338	376	420	472
Fluctuación cambiaria – neta	0	-61	-61	-61	-61
Participación en los resultados de asociadas	291	831	831	831	831
Resultado no operacional	-444	-674	-828	-1.016	-1.235

Cuadro 43: Proyección Gastos No Operacionales

7.4 Utilidad del Ejercicio

Considerando los supuestos anteriores, se procede a calcular la utilidad Neta para los periodos proyectados:

\$MM	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Utilidad Antes de Impuestos	5.922	14.580	16.158	17.969	20.083
Impuesto a la renta	1.573	3.872	4.291	4.772	5.333
Utilidad del Ejercicio	4.349	10.708	11.867	13.197	14.749

Cuadro 44 : Proyección de Utilidad del Ejercicio

CAPITULO 8. VALORACION POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

8.1 Ajuste de Estado de Resultado

Para obtener el Flujo de Caja Bruto se debe trabajar desde el ítem resultado operacional del Estado de Resultado. Los ajustes son los siguientes:

- Excluir movimientos contables que no correspondan a ingresos y egresos efectivos.
- Excluir flujos de efectivo originados por flujos no operacionales de carácter transitorio.

Flujo de Caja \$MM	dic-16	2017e	2018e	2019e	2020e
Ganancias/Perdida	4.707	11.203	12.475	13.943	15.657
Ajustes EERR:	0	0	0	0	0
(+) Depreciación de Activo Fijo y Amortización de Intangibles	605	2.628	2.926	3.270	3.672
(+) Costo financieros después de impuestos	637	1.317	1.459	1.631	1.831
(-) Participación en las ganancias de asociadas	-215	-614	-614	-614	-614
(+) Diferencia de Cambio	0	45	45	45	45
Flujo de Caja Bruto	5.734	14.578	16.291	18.275	20.591

Cuadro 45: Flujo de Caja Bruto

8.2 Inversión de Reposición

La inversión de reposición se realiza para reponer el desgaste de los activos con el propósito de que estos mantengan su capacidad productiva, la inversión en reposición no considera incrementos en la capacidad del activo

Por lo anterior estimamos como gasto de reposición el monto den depreciación y amortización.

8.3 Inversiones en Activo Fijo

Estas inversiones contempla la adquisición de activos los cuales incrementaran la capacidad productiva de la compañía, estas inversiones están separada de la inversión en reposición cuya finalidad es mantener la productividad de los activos existentes.

En el cuadro se muestra el incremento del activo fijo en relación a las ventas 2013-2016, en promedio el monto invertido en nuevo activo fijo representaba el 4.5% de las ventas.

\$MM	2013	2014	2015	2016	Promedio
Incremento valor activo fijo	4.727	3.018	2.451	3.462	
Ingresos por Ventas	66.247	74.105	81.027	91.293	
Inv. Nuevo Activo Fijo / Ventas	7,136%	4,073%	3,025%	3,792%	4,5%

Cuadro 46: Inversión de Activo Fijo 2013-2016

Luego para estimar la proyección de Inversión en activo fijo, calculamos el porcentaje promedio de los índices obtenidos, el cual aplicamos a las ventas proyectadas para el periodo 2016 al 2020. A continuación se muestra los resultados:

\$MM	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Ingresos por Ventas	30.022	94.746	105.503	117.920	132.412
Nuevas Inversiones	611	2.448	2.440	2.417	2.379

Cuadro 47 Proyección de Inversión de Activo Fijo

8.4 Inversiones en Capital de Trabajo

Corresponde a la inversión en capital de trabajo operativo neto el que se define como la diferencia entre activos y pasivos corrientes que no devengan intereses. La forma de cálculo es la siguiente:

CTON = Existencias + Cuentas por Cobrar + Valores Negociables - (Proveedores + Acreedores Comerciales + Cuentas por Pagar).

Con el CTON calculado se despeja la relación que hay entre estas y las ventas anuales para el periodo 2012 a 2016. La relación despejada es el RCTON que en promedio nos dio un 16.98% de las ventas

Inversión en Capital de Trabajo \$MM	2012	2013	2014	2015	sep-16
Cientes y otras cuentas por cobrar	17.562	21.437	21.050	22.763	21.425
Inventarios	10.558	11.422	11.754	13.850	18.139
Proveedores y otras cuentas por pagar	16.236	17.926	20.017	23.758	23.433
CTON	11.884	14.932	12.787	12.854	16.131
Ingresos por Ventas	66.247	74.105	81.027	91.293	65.136
CTON %	17,9%	20,2%	15,8%	14,1%	24,8%

Cuadro 48: Capital de Trabajo

El RCTON en base al promedio histórico sobre las ventas proyectadas, obteniendo el lo utilizamos para la proyección que estimará el capital de trabajo utilizado, y así poder estimar las inversiones necesarias en capital de trabajo las que se definan con la siguiente formula:

$$\text{Inversión en capital de Trabajo} = \text{RCTON} - (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

Inversión Capital de trabajo	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Ingresos por Venta	101.800	113.880	128.619	145.266	164.067
Inversión en Capital de Trabajo	1.885	2.299	2.597	2.933	1.408

Cuadro 49: Proyección de Capital de Trabajo

8.5 Deuda Financiera

Se considera el costo de financiamiento según deuda financiera proyectada y tasa de interés de Kb.

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Endeudamiento Financiero	19.517	21.559	23.888	26.699	29.981
Costos de financiamiento	1.612	1.781	1.973	2.205	2.476

Cuadro 49: Proyección Deuda Financiera

8.6 Proyección de Flujo de Caja Libre

Para calcular el Flujo de Caja se incluyeron las inversiones inversión de Reposición, Activo fijo y Capital de Trabajo.

Flujo de Caja (Millones de \$ Mexicanos)	dic-16	2017e	2018e	2019e	2020e
Ganancias/Perdida	4.707	11.203	12.475	13.943	15.657
Ajustes EERR:					
(+) Depreciación de Activo Fijo y Amortización de Intangibles	605	2.628	2.926	3.270	3.672
(+) Costo financieros después de impuestos	637	1.317	1.459	1.631	1.831
(-) Participación en las ganancias de asociadas	-215	-614	-614	-614	-614
(+) Diferencia de Cambio	0	45	45	45	45
Flujo de Caja Bruto	5.734	14.578	16.291	18.275	20.591
(-) Inversión de Reposición	-605	-2.628	-2.926	-3.270	-3.672
(-) Inversión en Capital Fijo	-611	-2.448	-2.440	-2.417	-2.379
(-) Aumento o disminución en Capital de Trabajo	-445	-2.135	-2.464	-2.876	0
Flujo de Caja Libre	4.073	7.368	8.461	9.711	14.540
Valor Terminal					323.036
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	4.073	7.368	8.461	9.711	337.576

Cuadro 49: Flujo de Caja libre

8.7 Valor Terminal

EL Puerto de Liverpool es una empresa que ha estado constantemente en crecimiento con un incremento promedio de las ventas del 11.32% anual durante el periodo en estudio, es por esto que el valor terminal se estimó como un valor de perpetuidad con crecimiento.

Para estimar el crecimiento futuro de la compañía se estimó la tasa histórica de la rentabilidad operacional de la empresa y la tasa de retención para inversiones como la relación entre la inversión neta y el flujo de caja bruto.

El crecimiento estimado es del 6%³³

$$K_1 = \frac{(Inversion - Depreciacion + \Delta CTON)}{(Flujo de Caja Bruto - Depreciacion)} = 51.6\%$$

$$K_2 = \frac{RON * (1 - tc)}{(Valor Libro Activos - Otros Activos)^{t-1}} = 11.1\%$$

$$K_1 * K_2 = 6.2\%$$

8.8 Resumen Valoración

En la tabla se presenta el resumen de la valoración por el método de flujos de caja descontados:

RESUMEN DE VALORACIÓN MM\$	
Valor de los Activos Operacionales	231.690
Activos Prescindibles	27.857
Exceso o Déficit de WK	-1.420
Valor de la Empresa	258.126
Deuda Financiera	-27.558
Valor Patrimonio Económico	230.568
Número de Acciones al 30 Septiembre 2016	1.342.196.100
Valor de la acción al 30 de Septiembre 2016	203
Valor de la acción proyectada	172

Cuadro 50: Resumen Valoración

³³ Se detalla cálculo en Anexos.

CAPITULO 9. CONCLUSIONES

Nuestra estimación arrojó un precio de la acción mediante FCD de 172 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.

El Puerto de Liverpool, segunda compañía de almacenes en participación de ventas del mercado local, seguirá creciendo a una tasa de 11,47% los próximos cuatro años según nuestras estimaciones.

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, de acuerdo a las estrategias que adopte estimamos que en el futuro seguirá reteniendo flujos, de acuerdo nuestra proyección estima que la compañía retendrá en promedio un 51% de sus flujos de efectivo de manera constante para nuevas inversiones.

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

CAPITULO 10. 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 cpx 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