



# **VALORACIÓN EL PUERTO DE LIVERPOOL, S.A.B. DE C.V. Mediante Métodos de Flujos de Caja Descontado**

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

**Alumno: Ricardo Vidal Acevedo  
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

**Santiago, Mayo 2018**

## **AGRADECIMIENTOS**

Quisiera dedicar este trabajo a mis hijas Josefa y Florencia quienes durante este proceso de mi vida, fueron un pilar fundamental, reconfortando mis días con una sonrisa infinita cuando más lo necesitaba.

A mi esposa Sandra, toda mi más alta gratitud, fundamentalmente por la paciencia, comprensión, sabiduría y apoyo incondicional durante este complejo camino a pesar de la distancia.

## Índice

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	5
<b>1. METODOLOGÍA</b>	7
1.1. Método de Valoración por Flujo de Caja Descontado o Cash Flow.	7
1.2. Descripción Metodología de Valoración.	8
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA</b>	14
2.1. Descripción de la empresa	14
2.2. Descripción de la Industria	16
2.3. Análisis Estratégico Comercial	17
2.4. Propiedad – Administración	21
2.5. Estructura de Capital – Deuda Financiera	21
2.6. Estructura de Capital - Patrimonio Económico	28
2.7. Estructura de Capital Objetivo	28
<b>3. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA</b>	29
3.1. Costo de la deuda	30
3.2. Beta de la deuda	31
3.3. Beta de la acción	32
3.4. Beta patrimonial sin deuda	33
3.5. Beta patrimonial con deuda	34
3.6. Costo patrimonial	34
3.7. Costo de capital	35
<b>4. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA</b>	36
4.1. Análisis de Crecimiento	36
4.2. Análisis de Costos de Operación	39
4.3. Análisis de Cuentas No Operacionales	40
4.4. Análisis de Activos	41
<b>5. VALORACIÓN DE EMPRESA POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO</b>	45
5.1. Proyección de Ingresos de Operación	45
5.2. Proyección de Costos de Operación	48

5.3.	Proyección de Resultado No Operacional	49
5.4.	Utilidad del Ejercicio	50
6.	<b>PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE</b>	51
6.1.	Determinación del Capex	51
6.2.	Inversión en Capital de Trabajo	52
7.	<b>VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN</b>	54
7.1.	Exceso de Capital de trabajo	54
7.2.	Determinación de Activos prescindibles	55
7.3.	Calculo de Valoración económica al 30 de junio de 2017	55
	<b>CONCLUSIONES</b>	56
	<b>ANEXOS</b>	58
	ANEXO 1: Output de estimación Beta	58
	ANEXO 2: Bibliografía	61

## RESUMEN EJECUTIVO

EL PUERTO DE LIVERPOOL (en adelante “LIVERPOOL”) es la cadena de almacenes departamentales de mayor cobertura en México, ligado directamente a la industria del retail. Los almacenes departamentales LIVERPOOL tienen un formato que ofrece una amplia gama de productos para toda la familia, servicio personalizado y ubicaciones estratégicas para brindar una experiencia de compra completa. Gracias a su renovada estrategia, posee una fuerte presencia que le permite beneficiarse de la bonanza del sector y sin la volatilidad de corto plazo del activo subyacente.

La directa relación entre el comportamiento bursátil de la Compañía y la inversión en el sector retail en México, abren la puerta para un camino ascendente en los resultados de sus principales filiales - considerando que se prevé un incremento en la inversión de corto plazo.

El objetivo de esta Tesis (Actividad Formativa Equivalente) ha sido estimar el valor económico de la Compañía LIVERPOOL. Para ello hemos utilizado el modelo de Valoración por Flujo de Caja Futuros Descontados, y el método de Valoración por Múltiplos.

En primer término, realizamos un breve análisis de la industria relevante, donde encontramos los determinantes claves que nos permiten hacer una buena estimación, para luego centrarnos en el análisis de LIVERPOOL, las áreas de negocios, análisis financiero de los últimos años, comparables de algunos indicadores financieros a junio 2017 con sus principales competidores.

Luego de analizada la situación de la Compañía, se realiza la proyección de los flujos futuros para un horizonte de 5 años, flujos que son descontados mediante el método del *Rwacc* (costo de capital promedio ponderado) obteniendo el valor de la acción de LIVERPOOL.

En nuestra visión acerca del valor de las acciones de la Compañía, consideramos que éstas se encuentran *Sobrevaloradas*, con un precio al 30 de junio de \$ 131,10 pesos mexicanos.

En forma paralela, destacamos una estimación P/U 2017(e) en 17,66x y EV/EBITDA en 155,8x. Actualmente la Industria se transa con múltiplos en rangos superiores a LIVERPOOL, lo que abre una ventana adicional para un ajuste al alza ante comparables internacionales. Cabe

considerar que LIVERPOOL es una Compañía única en retail que se focaliza en facilitar a las familias una selección de productos y servicios para el vestuario y el hogar que superen sus expectativas de calidad, moda, valor y atención, dentro de un ambiente agradable, mientras que competidores difieren en sus áreas de negocio.

## 1. METODOLOGÍA

### 1.1. Método de Valoración por Flujo de Caja Descontado o Cash Flow.

Es el método más usado por los analistas para valorar una empresa, ya sea que esté o no listada en bolsa, por ello se considera el más versátil, preciso y el que da más información acerca de éstas. A diferencia de otros sistemas o modelos de valoración, este método conlleva un trabajo más arduo a consecuencia de la serie de datos intermedios que se deben generar.

El método de Flujo de Caja Descontado (FCD) se basa en la proyección de los flujos que la empresa generará a futuro, esto es los ingresos menos egresos, traídos a valor presente a una tasa que represente el riesgo de éstos. Por lo expuesto, existen dos grandes problemas a resolver, a saber: proyectar correctamente los flujos y calcular la tasa que se aplicará a éstos para traerlos a valor presente.

Pues bien, estos flujos proyectados tienen un plazo en el tiempo, no se pueden proyectar cien años y traerlos a tasa de cien años, por lo general se toman plazos que pueden ser 3, 5, 10 años, o lo que se estime conveniente dada las características particulares de la empresa en estudio, su madurez, estabilidad o rubro, luego de este tiempo se debe definir si a la empresa se le dará un valor de venta o se proyectarán flujos perpetuos a una tasa de crecimiento constante y una tasa de descuento a definir.

Dado lo anterior, existen algunas previsiones que se deben tomar en consideración, al momento de elegir una empresa para valorarla a través de este método (FCD).

- a. **Empresas con activos que no generan flujos.** Producto que este método evalúa la capacidad de la empresa de obtener flujos, ésta no considera el hecho de que tenga propiedades o maquinaria que no utiliza, tampoco licencias o marcas que no estén generando dividendos.
- b. **Falta de Información.** Al elegir una empresa que no está abierta a bolsa, ésta tiene menos información disponible, lo que conlleva a evaluar de una forma no óptima el riesgo de ésta, y por consiguiente la tasa a la que se descontarán sus flujos.

- c. **Empresas con posibilidad de quiebra.** Existe una delgada línea donde la quiebra se hace efectiva, verla de una forma clara es complejo, además estas empresas tendrán en general años con flujos negativos, algo más difícil de predecir.
- d. **Empresas cíclicas.** En estos casos será difícil proyectar la magnitud en la que los flujos de la empresa se moverán, ya que éstos dependen en parte de la trayectoria económica de los países donde están sus operaciones.

## **1.2. Descripción Metodología de Valoración.**

El objetivo es mostrar la metodología que se utilizará para valorar una empresa que se transa en bolsa. La metodología se compone de distintos pasos, que detallamos más adelante

Primero debemos conocer acerca de la empresa a valorizar, analizar sus políticas financieras, sus operaciones, negocios, rubro en el que se encuentra, además se debe realizar una descripción de la industria e identificación de empresas comparables, en el caso que no existan en México, se pueden buscar empresas comparables en E.U.A.. Con lo anterior, se tendrá la mayor cantidad de información posible para conocer el funcionamiento de la empresa en detalle.

### **Etapa I: Recolección de información.**

En esta etapa se debe realizar un Análisis Operacional del Negocio e Industria, con el objetivo de analizar financieramente el negocio, dadas las características de la industria.

#### **Análisis de Crecimiento:**

Calcular las tasas de crecimiento reales de las ventas (ingresos) de la empresa, por tipo de producto, región o la clasificación que realice la empresa. Calcular las tasas de crecimiento reales de la industria y sus perspectivas de crecimiento.

**Análisis de Costos de Operación:**

Explicar en qué consisten los costos de operación de la empresa. Detallar éstos según la clasificación que utiliza la empresa, separando en cada uno de ellos la depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.

**Análisis de Cuentas No Operacionales:**

Se debe identificar si alguna de las cuentas no operacionales (que no pertenecen al negocio principal) en el Estado de Resultados, son de carácter recurrente.

**Análisis de Activos:**

Clasificar los activos de la empresa, como operacionales y no operacionales; además se debe explicar en qué consisten cada uno de los activos no operacionales que posee la empresa.

**Etapa II: Construcción del Flujo de Caja.**

El objetivo es construir un Estado de Resultados (EERR) proyectado, en base a Estados Financieros (EEFF) históricos.

**Proyección de Ingresos de Operación:** En base a las tasas de crecimiento históricas y proyecciones de la industria donde se encuentra la empresa, proyectar cada ítem de ingresos por tipo de producto o servicio.

**Proyección de Costos de Operación:** Se debe hacer la distinción, según la información recopilada de la empresa, entre los costos de explotación y gastos de administración y ventas, así como aquellos costos que son fijos y cuáles son variables de ventas.

**Proyección Resultado No Operacional:** Se debe indicar si existen cuentas del resultado no operacional que son flujo recurrente de la empresa, si es así, éstas deben ser proyectadas en base a algún supuesto conservador. El resto de las cuentas que no sean un flujo recurrente, deben proyectarse constantes a partir del año de valoración.

**Cálculos Finales:** Calcular la Ganancia Antes de Impuestos; para el pago de impuestos, hay que considerar que si éstas tienen pérdidas acumuladas al último año real, debe ser considerado en su base tributable del año siguiente, para finalmente calcular la Ganancia o Pérdida.

### **Etapa III: Valorar la Empresa a partir del Flujo de Caja.**

Se debe proyectar un Flujo de Caja Libre (FCL) anual, con un horizonte recomendado de 5 años. Ajustando el EERR de acuerdo a las proyecciones estimadas. En el caso de la Depreciación del ejercicio y Amortización de intangibles: se debe ajustar con el valor de la depreciación y amortización del último año real, dejándolo constante para todos los años en proyección.

Estimar la Inversión de Reposición, las Nuevas Inversiones (activo fijo) en base al CAPEX de la empresa, si no está disponible, se puede realizar una proyección en función de las inversiones históricas realizadas por la empresa. Estimar la Inversión en Capital de Trabajo, señalando si existe un déficit o exceso de capital de trabajo. Luego, identificar los Activos Prescindibles de la empresa y registrar la deuda financiera de la empresa, ambos ítems deben ser al último año real de los EEFF. Finalmente se procede a realizar una valoración económica del precio de la acción en base al método de Flujos de Caja Descontados.

#### **Algunas consideraciones prácticas:**

- La empresa opera en un 100% de eficiencia.
- Los flujos permanentes de las empresas no sólo vienen de lo operacional (Ej. Resultado en empresas relacionadas).
- La valoración de empresas que no transan sus acciones en bolsa, es más compleja.
- En empresas del sector financiero (bancos, instituciones financieras, empresas de leasing y Cía. de seguros) se requiere obtener el valor presente del Flujo de Caja de los Accionistas.
- No toma en cuenta la capacidad que tiene la empresa de hacer frente a los pagos de la deuda en cada momento del tiempo.
- Al aplicar el WACC (tasa de descuento) a los FCL, esta tasa trae incorporado el ahorro tributario que la deuda conlleva.
- Para determinar los FCL, se supone que existen partidas que se consideran antes o después de impuesto, el criterio para esta consideración, es que si estas partidas no

operacionales son permanentes se deben considerar antes de impuesto, ya que el efecto tributario debe ser permanente para la empresa.

Resumiendo, para valorar una empresa por Flujos de Caja Descontados necesitamos:

- **Flujos de Caja Esperados:** Proyección EERR, en general para los próximos 3 a 5 años.
- **Valor Terminal de los Activos:** Definición correcta del flujo permanente, aquel que corresponde al siguiente flujo de caja después del último año en proyección.
- **Activos Prescindibles:** Identificar si la empresa posee activos que no pertenecen a su negocio principal, pero que tienen valor de mercado por sí solos (Ej. Valores negociables, inversión en empresas relacionadas, terrenos, etc.).
- **Política de Inversión (oportunidades de crecimiento):** Proyección de las inversiones en activo fijo, en reposición de activos actuales y en capital de trabajo.
- **Tasa de Costo de Capital:** Es la tasa a la que los flujos proyectados se traerán a valor presente y representa, tal como la sigla lo muestra, el costo promedio que tiene la empresa en captar todos los recursos que necesita para su funcionamiento. Conocer el Riesgo operacional del negocio (beta desapalancado), estructura de endeudamiento objetivo e información de mercado (Rf., PRM, TC.).

**Cuadro 01: Estructura de Flujo de Caja Libre (FCL), bajo Norma IFRS.**

Concepto	
+	Ingresos de actividades ordinarias
-	Costo de ventas
=	<b>Ganancia bruta</b>
-	Costos de distribución
-	Gastos de administración
+	Otros ingresos, por función
-	Otros gastos, por función
+ / -	Otras ganancias (pérdidas)
+	Ingresos financieros
-	Costos financieros
+	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación
+ / -	Diferencias de cambio
+ / -	Resultados por unidades de reajuste
=	<b>Ganancia (pérdida) Antes de Impuestos</b>
-	Gastos por impuestos a las ganancias
=	<b>Ganancia (pérdida)</b>

**Cuadro 02: Ajustes al Flujo de Caja Libre (FCL), bajo Norma IFRS.**

Concepto	
+	Depreciación del Activo Fijo
+	Amortización de Activos Intangibles
-	Otros ingresos, por función (después de impuestos)
+	Otros gastos, por función (después de impuestos)
+ / -	Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)
-	Ingresos financieros (después de impuestos)
+	Costos financieros (después de impuestos)
-	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de impuestos)
+ / -	Diferencias de cambio
+ / -	Resultados por unidades de reajuste
=	<b>Flujo de Caja Bruto</b>
-	Inversión en Reposición
-	Nuevas inversiones en activo fijo
+ / -	Aumentos (disminuciones) en capital de trabajo
=	<b>Flujo de Caja Libre (FCL) <sup>1</sup></b>

<sup>1</sup> Sí y solo sí, el flujo de caja de estas empresas no es recurrente.

## **2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA**

### **2.1. Descripción de la empresa**

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 31 estados de la República Mexicana. Al 30 de junio de 2017, la Compañía operaba un total de 126 tiendas departamentales, 89 con el nombre de Liverpool, 37 con el nombre de Fábricas de Francia y dos Duty Free además de 112 boutiques especializadas y 122 tiendas con el nombre de Suburbia.

La compañía otorga financiamiento a sus clientes a través de “Tarjeta de Crédito Liverpool” con la cual los clientes pueden comprar exclusivamente en tiendas de la compañía y “Liverpool Premium Card” con la que pueden adquirir bienes y servicios tanto en tiendas, como en cualquiera de los establecimientos afiliados mundialmente al sistema VISA.

El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V. es una Compañía tenedora de acciones de empresas subsidiarias y afiliadas. La Compañía es independiente y no pertenece a ningún grupo corporativo, pero sí está compuesta por una sociedad controladora (PULLISA) y Sub controladora (OPELISA).

#### **A. Subsidiarias de PULISA**

- ***Operadora Liverpool S.A de CV*** (Participación: 100%): Subtenedora de Distribuidora Liverpool S.A de CV y otras empresas que operan en las tiendas departamentales. Es la principal accionista y encargada de las actividades del área comercial junto con otras 9 operadoras. Estas operadoras tienen a su cargo el funcionamiento de los 14 almacenes en la Zona Metropolitana de la Ciudad de México, así como de los 60 almacenes Liverpool, de los 23 Fábricas de Francia y los 6 Duty Free ubicados en todo México.

- ***Bodega Liverpool S.A de CV y Almacenadora Liverpool S.A de CV*** (Participación: 99%): Encargadas de almacenamiento y distribución de mercaderías.
- ***Servicios Liverpool S.A de CV*** (Participación: 99%): Prestación de servicios de asesoría y administración de las subsidiarias de la compañía.
- ***Compañías Inmobiliarias:*** Desarrollo de proyectos comerciales, particularmente centros comerciales.

#### **B. Subsidiarias de OPELISA**

- ***Distribuidora Liverpool S.A de C.V (DILISA)*** (Participación 99,9%): Comercializadora e importadora, encargada de la operación de tarjetas de crédito, con la cual se otorga financiamiento a los clientes.
- ***Tiendas departamentales Liverpool México S.A de C.V*** (Participación 99,9%): Operadora de almacenes e inmobiliaria.
- ***Operadora Comercial Liverpool S.A de C.V*** (Participación 99,0%): Operadora de almacenes.
- ***Operadora de Nuevos Formatos S.A de C.V*** (Participación 99,98%): Operadora de Boutiques especializadas.

#### **C. Compañías importadoras de mercancías:**

- ***Service Trading S.A de C.V*** (Participación 99,9%)
- ***Importadora Globastic S.A de C.V*** (Participación 99,0%)
- ***Importaciones Factum S.A de C.V*** (Participación 99,0%)
- ***Corporación Gromeron S.A de C.V*** (Participación 99,8%): Empresa Controladora de Opelisa.

## 2.2. Descripción de la Industria

Liverpool opera principalmente en el segmento departamental y autoservicio, dentro de los cuales encontramos a los siguientes competidores:

- Grupo Famsa SAB de CV
  - Grupo Palacio de Hierro SAB de CV
  - Grupo Sanborns SAB de CV
  - Wal-Mart de México SAB de CV
- a) **Grupo Famsa SAB de CV:** Compañía fundada en 1970 en Monterrey, México. Se ha consolidado como una empresa pública líder en el sector minorista, enfocada a satisfacer diversas necesidades de consumo, financiamiento y ahorro de las familias. Ha desarrollado un portafolio sólido de negocios complementarios basados en el crédito al consumo y el ahorro, a través de sus tres unidades de negocio: Famsa México, Banco Ahorro Famsa y Famsa USA. Opera una amplia red de 352 tiendas con 288 sucursales bancarias en 25 estados de México, así como 49 tiendas en 5 de los estados con mayor población hispana en los Estados Unidos. La compañía cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores desde noviembre de 2001.
- b) **Grupo Palacio de Hierro SAB de CV:** Es una empresa que opera 22 tiendas departamentales de Lujo en México. Actualmente, opera 13 tiendas departamentales, 2 outlets, 2 tiendas dedicadas exclusivamente al hogar, 3 La Boutique Palacio y 149 Boutiques Free Standing. 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.
- c) **Grupo Sanborns SAB de CV:** Es subsidiaria de Grupo Carso, S.A.B. de C.V. La Entidad es tenedora de un grupo de empresas con domicilio principal de sus negocios en la Ciudad de México, y se dedica principalmente a la operación de tiendas y

restaurantes, incluyendo una cadena de tiendas departamentales, boutiques de alta costura, tiendas Sanborns, la distribución y venta de productos de la marca Apple de última generación, una red de venta de música grabada y video, una cadena de tiendas departamentales de lujo, distribución de cosméticos y perfumes de la región, una cadena de restaurantes de comida tradicional, una cadena de cafeterías industriales, y a la administración y arrendamiento de dos centros comerciales.

- d) **Walmart de México SAB de CV:** Esta emisora abre su primera tienda en el año 1958 en ciudad de México, bajo el nombre de tienda Aurrerá. En 1977 inicia cotización en la Bolsa Mexicana de Valores y en 1991 firma un convenio de asociación con Walmart Stores Inc., tomando el control de la empresa en 1997 por medio de una oferta pública de compra de acciones. Opera 457 unidades comerciales en México (un total de 3.066 en centro américa), con tiendas de autoservicio, clubes de precios con membresía, tiendas de ropa y farmacias.

### **2.3. Análisis Estratégico Comercial**

Durante el año 2016 se anunció la intención de asociación en Ripley Corp S.A. y la adquisición de Suburbia, ambas oportunidades únicas que coinciden con la estrategia trazada y ejecutada de manera disciplinada y consistente en enfocar las acciones en el cliente, crecer en negocios que conocidos y generar valor para sus inversionistas.

Ripley Corp S.A. representa una asociación de valor agregado. Sus líneas de negocio son paralelas a las de Liverpool al contar en Chile y Perú con 70 almacenes departamentales, 13 centros comerciales, además de opciones de crédito al consumo. Al cierre del ejercicio se había hecho la solicitud a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en Chile para obtener el visto bueno y realizar dicha operación.

La adquisición de Suburbia representa la aceleración de la estrategia para contar con una operación diferente enfocada en un mercado distinto. Esta cadena ocupa una posición de liderazgo en un segmento en expansión por la solidez de la marca, su amplia presencia geográfica a través de 122 almacenes ubicados en todo México, así como un portafolio de reconocidas marcas propias. Como parte de la transacción se incorporarán las divisiones de

operación de tiendas, compras, planeación comercial, diseño de producto, mercadotecnia y cadena de abastecimiento junto con su centro de distribución. Se presentó la solicitud de aprobación formal a la Comisión Federal de Competencia en México.

Atentos a las preferencias del consumidor, a sus hábitos de compra y a su estilo de vida, se lanzó una versión actualizada de la página de ventas por internet, la cual incorpora herramientas con información en tiempo real sobre la disponibilidad de artículos por ubicación, así como el seguimiento al estado del pedido y la fecha de entrega programada. Adicionalmente, se ofrecen servicios como viajes, seguros, descarga de libros y entrega de flores. Esto es un reflejo del esfuerzo de los últimos años para mantenernos a la vanguardia e integrar los canales virtuales a los almacenes tradicionales. Más de 119 millones de visitas se registraron en [liverpool.com.mx](http://liverpool.com.mx) en 2016.

Las ventas en medios electrónicos se incrementaron 61% durante el año 2016. La preferencia por la modalidad de Click & Collect, que comprende la entrega de la mercancía en almacén tras ordenarla por internet, contabiliza ya el 30% de las ventas totales por este canal. El crecimiento de esta última opción es el resultado de la adaptación al estilo de vida del consumidor moderno, quien selecciona la compra por medios digitales teniendo a flexibilidad de contar con la mercancía en el lugar que mejor le convenga.

Asimismo, las redes sociales se han convertido en herramientas de comunicación fundamentales para la época. Liverpool tiene muy clara esta idea y ha conformado sus plataformas sociales en función de lo más importante: el servicio a nuestros clientes, cumpliendo el objetivo de adaptarse a nuevas oportunidades de mercado. Sus cuentas son esencialmente un canal de atención, estilo de vida y comunicación de promociones.

Durante 2016, las publicaciones recibieron más de 565 millones de vistas, 116% por encima del año anterior. Cada vez son más las personas que se unen a la gran comunidad de Liverpool en las redes sociales; para el cierre de 2016 se alcanzó 4.1 millones de seguidores, lo cual significó un incremento del 51% con respecto a 2015.

El proyecto de tabletas electrónicas para vendedores brinda al cliente gran agilidad en el pago de las mercancías, encontrando los artículos que busca ya que se ofrece un catálogo más amplio al que se encuentra en el piso de ventas.

La compañía ofrece una buena oportunidad de invertir en industrias con fuerte potencial de expansión, destacando por:

**Diversificación de ingresos:** La compañía posee una cartera balanceada de negocios, los cuales ostentan altas participaciones de mercado y una adecuada diversificación geográfica e industrial, tendencia que se ha consolidado en los últimos períodos, especialmente a través de adquisiciones sinérgicas con las actuales operaciones.

**Sólida posición de mercado e imagen de marca:** El tamaño, experiencia e imagen de seriedad que se ha forjado a través de los años, la distinguen como una empresa de calidad. Además, por ejercer el control en casi todas sus filiales, minimizan los problemas de agencia. A la vez, el capital humano que ha formado la compañía, es especialmente favorable en momentos como el actual, donde hay escasez de mano de obra calificada, sobre todo en los desafíos que representará la expansión en el sector de los próximos años.

**Posicionamiento de nuevos productos y mercados:** Actualmente la compañía tiene sus operaciones en México, pero sus canales de distribución y venta por internet le permite llegar a clientes que traspasan la frontera mexicana.

**Posibilidades de seguir creciendo a nivel internacional:** La compañía tiene en carpeta diversos proyectos, siendo el más importante el fortalecer su liderazgo a nivel internacional en este segmento.

De igual manera, importante será indicar algunos factores de riesgo; a saber:

**Variabilidad de los ingresos:** La compañía está presente en negocios cíclicos, los cuales se ven afectados ante situaciones de crisis, cambios en las condiciones económicas/políticas. Las grandes inversiones suelen dilatarse y por ende, los negocios de sus filiales, ligadas al sector inmobiliario, son los primeros afectados

**Competitividad de la industria:** Los sectores donde se desenvuelven cada una de sus filiales, tienen fuerte presión ante una mayor competitividad en la industria.

**Precio y disponibilidad:** El costo de los productos ocasiona volatilidad en los flujos de la compañía, los cuales tienen un traspaso a clientes finales, aumentando los niveles de capital de trabajo de la compañía en períodos de volatilidad.

**Regulaciones:** La compañía está expuesta a regulaciones por parte de la autoridad mexicana, cualquier cambio en el sistema tributario puede afectar los resultados de sus negocios.

**Liquidez:** El riesgo de liquidez representa el riesgo de que LIVERPOOL a nivel de la matriz o de sus sociedades filiales no posea los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones financieras. Las fuentes de financiamiento de la sociedad matriz son los dividendos que recibe de sus sociedades filiales y otras fuentes de financiamiento externo como créditos bancarios y bonos emitidos.

**Tipo de cambio:** El resultado de la compañía se ve afectado por desalineamientos entre las monedas funcionales de sus filiales.

## 2.4. Propiedad – Administración

**Cuadro 03: Principales Accionistas del Grupo Liverpool al 30 de junio de 2017.**

Accionista	Número de acciones	Porcentaje de participación (%)
Banco Nacional de México, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex-Trust No. 15228-3	278.772.661	20,8%
Banco INVEX, S.A., Institución de Banca Múltiple, INVEX Grupo Financiero-Trust No. 0327	217.169.450	16,2%
UBS-ZURICH	123.165.000	9,2%
Banco Nacional de México, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex-Trust No. 504288-5	109.114.664	8,1%
Banco INVEX, S.A., Institución de Banca Múltiple, INVEX Grupo Financiero-Trust No. 0387	101.169.450	7,5%
BBVA Bancomer Servicios, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer-Trust No. 25078-7	76.047.567	5,7%
Pictet Bank & Trust Limited	59.617.452	4,4%
Scotiabank Inverlat S. A., Institución de Banca Múltiple -Trust No. 11033735	36.839.656	2,7%
Pictec and Cie	5.617.040	0,4%
Citiacciones Flexible, S. A. de C. V. Sociedad de Inversión de Renta Variable	13.761.238	1,0%
Banco Credit Suisse (México), S. A., Institución de Banca Múltiple	1.880.072	0,1%
Otros	319.041.850	23,9%
<b>Total</b>	<b>1.342.196.100</b>	<b>100,0%</b>

## 2.5. Estructura de Capital – Deuda Financiera

Tomando en cuenta los Estados financieros de El Puerto de Liverpool S.A., desde el año 2013, hasta el 30 de junio de 2017, se determinó la deuda financiera de la compañía, considerando que constituyan efectivamente préstamos corrientes y no corrientes.

Cabe hacer presente que no se efectuó la conversión de pesos Mexicanos a U.F., toda vez que esta unidad de cuenta es usada en Chile, y la compañía en análisis, no utiliza citada medida.

**Cuadro 04: Deuda Financiera en Millones de pesos mexicanos**

Cifras en Millones de pesos Mexicanos	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>2</sup>
Deuda Financiera	12.921	13.343	14.096	30.571	29.241

A continuación se presentan las emisiones de deuda de LIVERPOOL al 30 de Junio de 2017:

<sup>2</sup> Situación al 30 de Junio de 2017

**Cuadro 05: Deuda Bono Serie 08**

	<i>Observaciones</i>
Bono	<b>Serie 08</b>
Nemotécnico	LIVEPOL 08
Fecha de Emisión	5 de septiembre de 2008
Valor Nominal (VN o D)	1.000 millones mexicanos
Moneda	Peso Mexicano
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	24 de agosto de 2018
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	9,36%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	21
Periodo de Gracia	Sin periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	Pago de deuda, capital de trabajo y usos corporativos generales
Clasificación de Riesgo	S&P MX AAA– FITCH AAA(MEX)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	9,36%
Precio de venta el día de la emisión.	1.000.000
Valor de Mercado	Valor de Mercado: 100% Valor más reciente transado: 105,08% (sobre la par) Tasa: 6,84%

**Cuadro 06: Deuda Bono Serie 10**

	<i>Observaciones</i>
Bono	<b>Serie 10</b>
Nemotécnico	LIVEPOL 10
Fecha de Emisión	01 de junio de 2010
Valor Nominal (VN o D)	2.250 millones mexicanos
Moneda	Peso Mexicano
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	19 de mayo de 2020
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	8,53%
Periodicidad	Semestral (20 periodos de 182 días)
Número de pagos (N)	21
Periodo de Gracia	Sin periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	Capital de trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores en inversiones de capital.
Clasificación de Riesgo	S&P MX AAA– FITCH AAA(MEX)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	UDIS: 8,53%
Precio de venta el día de la emisión.	2.250.000.000
Valor de Mercado	Valor de Mercado: 100% Valor más reciente transado: 105,422% (sobre la par) Tasa: 6,98%

**Cuadro 07: Deuda Bono Serie 10 U**

	<i>Observaciones</i>
Bono	<b>Serie 10 U</b>
Nemotécnico	LIVEPOL 10 U
Fecha de Emisión	1 de junio de 2010
Valor Nominal (VN o D)	750 millones mexicanos
Moneda	Peso Mexicano
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	19 de mayo de 2020
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	4,22%
Periodicidad	Semestral (20 periodos de 182 días)
Número de pagos (N)	21
Periodo de Gracia	Sin periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	Los fondos serán destinados para usos corporativos, los cuales incluyen capital de trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores, así como inversiones de capital.
Clasificación de Riesgo	S&P MX AAA– FITCH AAA(MEX)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	UDIS: 4,22%
Precio de venta el día de la emisión.	750.000.000
Valor de Mercado	Valor de Mercado: 100% Valor más reciente transado: Tasa:(Información no encontrada)

**Cuadro 08: Deuda Bono Serie 12 2**

	<i>Observaciones</i>
Bono	<b>Serie 12 2</b>
Nemotécnico	LIVEPOL 12 2
Fecha de Emisión	29 de marzo 2012
Valor Nominal (VN o D)	1.900 millones de pesos mexicanos
Moneda	Peso Mexicano
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	17 de marzo de 2022
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	7,64%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	22
Periodo de Gracia	Sin periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	Los fondos serán destinados para usos corporativos, los cuales incluyen capital de trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores, así como inversiones de capital.
Clasificación de Riesgo	S&P MX AAA– FITCH AAA(MEX)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	UDIS: 7,64%
Precio de venta el día de la emisión.	1.900.000.000
Valor de Mercado	Valor de Mercado: 100% Valor más reciente transado: Tasa: (Información no encontrada)

**Cuadro 09: Deuda Bono 144 RegS Senior Note 24**

	<i>Observaciones</i>
Bono	<b>144 Reg S SENIOR NOTE 24</b>
Nemotécnico	144 Reg S SENIOR NOTE 24
Fecha de Emisión	Octubre del 2014
Valor Nominal (VN o D)	300 millones de dólares americanos
Moneda	Dólares americanos
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	Octubre del 2024
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	3,95%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	21
Periodo de Gracia	Sin periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	Los fondos serán destinados para usos corporativos, los cuales incluyen capital de trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores, así como inversiones de capital.
Clasificación de Riesgo	S&P BBB+ FITCH BBB+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	4,158%
Precio de venta el día de la emisión.	295.227.850
Valor de Mercado	Valor de Mercado: 98,41% (Bajo la par) Valor más reciente transado: 103% (Sobre la Par); Tasa: (Información no encontrada)

**Cuadro 10: Deuda Bono 144 RegS Senior Note 26**

	<i>Observaciones</i>
Bono	<b>144 Reg S SENIOR NOTE 26</b>
Nemotécnico	144 Reg S SENIOR NOTE 26
Fecha de Emisión	Septiembre del 2016
Valor Nominal (VN o D)	750 millones de dólares americanos
Moneda	Dólares americanos
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	Septiembre del 2026
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	3,875%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	21
Periodo de Gracia	Sin periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	Los fondos serán destinados para usos corporativos, los cuales incluyen capital de trabajo, financiamiento de cartera de crédito, pago a proveedores, así como inversiones de capital.
Clasificación de Riesgo	S&P BBB+ FITCH BBB+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	3,875%
Precio de venta el día de la emisión.	750 millones de dólares americanos
Valor de Mercado	Valor de Mercado: Valor más reciente transado: Tasa: (Información no encontrada)

## 2.6. Estructura de Capital - Patrimonio Económico

La compañía registra 1.144.750.000 acciones Serie 1 y 197.446.100 acciones Serie C, ambas suscritas y pagadas. Al 30 de junio de 2017, la acción cerró con un precio de 143,17 pesos mexicanos, cifra más baja en comparación a la registrada durante los cierres de cada año en análisis.

Se determinó el patrimonio económico de la empresa mediante el producto del número total de acciones en circulación y el precio de la acción al cierre de cada período.

**Cuadro 11: Patrimonio económico en millones de pesos mexicanos.**

<b>Cifras en Millones de pesos Mexicanos</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017<sup>3</sup></b>
Patrimonio Económico	200.081	198.444	282.009	200.725	192.162

## 2.7. Estructura de Capital Objetivo

Luego de obtener la deuda financiera y el patrimonio económico, la estructura de capital objetivo es la siguiente:

**Cuadro 12: Estructura de capital objetivo**

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017<sup>4</sup></b>	<b>E. Objetivo<sup>5</sup></b>
B/V	0,422	0,395	0,384	0,449	0,453	0,451
P/V	0,578	0,605	0,616	0,551	0,547	0,549
<b>B/P</b>	<b>0,732</b>	<b>0,652</b>	<b>0,623</b>	<b>0,815</b>	<b>0,827</b>	<b>0,821</b>

<sup>3</sup> Situación al 30 de Junio de 2017

<sup>4</sup> Situación al 30 de Junio de 2017

<sup>5</sup> Corresponde a la estructura de los últimos dos años

### 3. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

Para estimar la tasa de costo patrimonial, comenzaremos con los siguientes supuestos, los cuales tienen un sustento teórico.

**Cuadro 13: Supuestos**

Supuestos	%
Tasa libre de riesgo <sup>6</sup>	6,72%
Premio por riesgo	7,93%

Al escoger el activo libre de riesgo, tenemos certeza respecto de los pagos que realizará. Por consiguiente, éste cumple con la condición fundamental de ausencia de “riesgo de no-pago” asociado a sus flujos. Esto implica la razón de considerar un instrumento de renta fija respaldado por el estado, en este caso un Bono a 10 años emitido por el banco central mexicano, ya que éste tiene la capacidad de emitir dinero para cumplir con sus compromisos. Adicionalmente consideramos el instrumento de mayor plazo, considerando que la tasa de descuento que necesitamos obtener será a perpetuidad, por lo tanto es una tasa indexada a nuestro horizonte de evaluación.

Por otro lado, el valor de la tasa del instrumento escogido corresponde al último valor de mercado a la fecha de referencia del estudio de la tasa de costo de capital, es decir al 30 de junio de 2017, puesto que dicho valor efectivamente representa el costo de oportunidad pertinente a esa fecha, conforme a la definición de costo de capital.

Respecto al premio por riesgo, se consideró en un 7,93% (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran a enero de 2017)

---

<sup>6</sup> Información extraída del Banco Central de México, <http://www.banxico.org.mx/>.

Con los supuestos de la tasa libre de riesgo y premio por riesgo más la estructura de capital calculada anteriormente y otros parámetros que determinaremos más adelante, procederemos a determinar la tasa de costo de capital.

**Cuadro 14: Estructura de deuda**

Resumen cálculos anteriores	%
Tasa de impuestos	24,64%
Tasa de impuestos (Largo plazo)	35,00%
P/V (2015-2017)	57,15%
B/V (2015-2017)	42,85%
B/P (2015-2017)	75,15%
P/V (Objetivo)	54,91%
B/V (Objetivo)	45,09%
B/P (Objetivo)	82,10%

### 3.1. Costo de la deuda

El costo de la deuda será el valor de mercado que tienen los instrumentos de deuda emitidos por LIVERPOOL a la fecha de valoración o a la fecha más cercana de la valoración, para nuestro caso utilizamos la tasa de la Yield to Maturity del bono a más largo plazo cotizado en el mercado, que para este caso es el 144 Reg S SENIOR NOTE 24 con fecha de vencimiento octubre del año 2024.

Según información del mercado el costo de la deuda es 7,325%.

$$k_b = 0,07325$$

### 3.2. Beta de la deuda

Para conocer el beta de la deuda, utilizaremos una aproximación al modelo CAPM<sup>7</sup> en el cual sustituiremos la ecuación original  $E(r_i) = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$  por  $k_b = r_f + \beta_b \cdot (r_m - r_f)$ .

Luego en el modelo, conociendo el costo de la deuda ( $k_b$ ), la prima por riesgo ( $r_m - r_f$ ) y la tasa libre de riesgo ( $r_f$ ) podemos obtener el beta de la deuda ( $\beta_b$ ).

La siguiente ecuación presenta el cálculo del beta de la deuda:

$$k_b = r_f + \beta_b \cdot (r_m - r_f)$$

$$k_b = r_f + \beta_b \cdot PMR$$

$$\beta_b = \frac{k_b - r_f}{PMR}$$

$$\beta_b = \frac{0,07325 - 0,0672}{0,0793}$$

$$\beta_b = 0,0763$$

---

<sup>7</sup> Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, 19 (3), 425-442

### 3.3. Beta de la acción

El Beta indica la sensibilidad del retorno de la acción de LIVERPOOL con respecto a la variación en el retorno del mercado. Un beta mayor que uno representa un activo que amplifica los movimientos del mercado, mientras que un beta positivo menor a uno corresponde a un activo que sigue la dirección del mercado, pero con menor intensidad. El beta por lo tanto mide el riesgo sistemático del activo, que depende de las características individuales del activo en la medida que se correlacionan con el conjunto de activos que conforman el portafolio de mercado.

Se dice entonces que el riesgo sistemático (beta) es no diversificable, pues corresponde a un riesgo que no puede eliminarse por medio de una diversificación del portafolio. Existe además el riesgo no-sistemático, que es específico a la empresa. Este riesgo no es remunerado por el mercado.

Se plantea entonces que el beta representa riesgo de la acción de LIVERPOOL y lo mediremos de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$\beta_i = \frac{COV(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$$

Donde,

$COV(r_i, r_m)$ : Es la covarianza entre los retornos del precio de la acción de LIVERPOOL y los retornos del índice del mercado.

$\sigma_m^2$ : Es la varianza de los retornos del índice del mercado.

$\beta_i$ : es el beta de la acción de LIVERPOOL y desde ahora en adelante lo representaremos con el símbolo  $(\beta_p^{c/d})$ .

Se consideraron 102 retornos semanales (precio de cierre día viernes), desde el 1 Julio de 2011 al 30 Junio de 2017 de la acción serie C-1. Adicionalmente se trabajó con el IPC de México como proxy de mercado.

**Cuadro 15: Betas de las acción desde el año 2013 al 2017.**

Descripción	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	0.38	0.89	0.82	0.51	0.82
p-value (significancia)	0.000044960	0.000000001	0.000000209	0.000215573	0.000004423
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Por lo tanto el beta de la acción  $(\beta_p^{c/d})$  es el siguiente:

$$(\beta_p^{c/d}) = 0,8233$$

### 3.4. Beta patrimonial sin deuda

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 obtenida a través del método de regresión lineal, el cual consideraba resultados que tributaron a diferentes tasas cuyo promedio 2015 -2017 fue de 24,64 %, la estructura B/P utilizada fue la resultante promedio de los últimos 3 años.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left(1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}\right) - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}}{\left(1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}\right)}$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,8233 + 0,0763 \cdot (1 - 0,2464) \cdot 0,755}{(1 + (1 - 0,2464) \cdot 0,755)}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,5524$$

### 3.5. Beta patrimonial con deuda

Se consideró como estructura de capital objetivo, solo el promedio de los últimos 2 años fundamentado principalmente por los cambios representativos de la deuda financiera que, a contar del año 2016 se incrementó en promedio en un 212%.

Citado incremento es coherente con la estrategia de expansión de la compañía, que concluyó con el proceso de incorporación a Liverpool del 100% de Suburbia a partir del segundo trimestre del 2017.

Al margen de lo anterior, obteniendo el beta patrimonial sin deuda se procedió a apalancarlo con la estructura objetivo de B/P. , utilizando el modelo de Rubinstein (1977) debido a que la deuda es riesgosa y la tasa de impuesto a largo plazo de 35%:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left(1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}\right) - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,5524 \cdot (1 + (1 - 0,35) \cdot 0,821) - 0,0763 \cdot (1 - 0,35) \cdot 0,821$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,8064$$

### 3.6. Costo patrimonial

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

$$k_p = r_f + \beta_p^{c/d} \cdot (r_m - r_f)$$

$$k_p = r_f + \beta_p^{c/d} \cdot PMR$$

$$k_p = 0,0672 + 0,8064 \cdot 0,0793$$

$$k_p = 0,1311$$

$$k_p = 13,12\%$$

### 3.7. Costo de capital

Finalmente, conociendo el costo de la deuda ( $k_b$ ), el costo patrimonial ( $k_p$ ), la tasa de impuesto ( $t_c$ ) y la estructura de deuda objetivo, obtenemos la tasa de costo de capital ( $k_{wacc}$ ) o ( $k_0$ ).

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

$$k_{wacc} = 0,1311 \cdot 0,5491 + 0,07325 \cdot 0,4508 \cdot (1 - 0,35)$$

$$k_{wacc} = 0,0935$$

$$k_{wacc} = 9,349\%$$

#### **4. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA**

LIVERPOOL es un grupo económico altamente reconocido con una destacada trayectoria, con un crecimiento sostenido y consistente en el volumen de negocios que gestiona; ha demostrado en los últimos años una capacidad de gestión líder y eficaz desarrollando exitosamente planes de crecimiento orgánico e inorgánico; destacando las siguientes cualidades:

- Foco Estratégico en consumo masivo
- Liderazgo en las áreas de negocio que participa
- Conservador perfil financiero

##### **4.1. Análisis de Crecimiento**

El Puerto de Liverpool clasifica su negocio en 3 divisiones de acuerdo a su operación como sigue:

División comercial: Cuenta con 4.500 proveedores de tamaño diverso, comprende una amplia gama de productos, donde categoriza los departamentos de Muebles y Multimedia, Hogar, Damas, Caballeros, Infantiles y Cosméticos. La dependencia de materias primas no es relevante para la compañía ya que esta no es productora de bienes sino que de su comercialización.

División Inmobiliaria: Representa una fuerte fuente de ingresos, pero principalmente complementa a la División Comercial por brindar centros comerciales para los almacenes departamentales. Se ocupa de realizar obras de ampliación y remodelación, además de arrendar cerca de 2000 espacios comerciales a inquilinos.

División crédito: Se encuentra centrada en la otorgación de créditos a los clientes por la adquisición de mercancías, bienes o servicios utilizando la tarjeta de crédito que otorgo la compañía.

De acuerdo a la información obtenida de los estados financieros, la compañía presenta una representación constante por división:

**Cuadro 16: Crecimiento anual por área de negocio**

Representación por área	2013	2014	2015	2016	jun-17
Área Comercial	89%	89%	87%	88%	87%
Área inmobiliaria	3%	3%	3%	3%	3%
Área Créditos	8%	8%	10%	9%	10%
<b>Totales</b>	100%	100%	100%	100%	100%

En complemento de lo anterior, se logró determinar por segmento, las tasas reales de crecimiento interanual, desde los años 2013 a junio de 2017, que se presentan a continuación:

**Cuadro 17: Tasas reales de crecimiento**

Tasas de crecimiento interanual	2013	2014	2015	2016	jun-17
Área Comercial	11,8%	9,7%	9,9%	10,9%	18,0%
Área inmobiliaria	21,9%	6,0%	10,5%	5,2%	4,3%
Área Créditos	8,5%	6,2%	46,4%	3,7%	8,7%
<b>Consolidados</b>	11,86%	9,34%	12,67%	10,02%	16,57%

Es posible apreciar según los antecedentes de históricos, que El Puerto de Liverpool presenta un incremento promedio de un 10,9%.

Excluyendo la fluctuación del año 2014, cuyo bajo crecimiento se encuentra fundamentado por la coyuntura de un entorno altamente competitivo, una actividad promocional intensa y una economía desacelerada, el promedio determinado de crecimiento real de las ventas fue de 11,52% entre los años 2013-2016.

Es preciso destacar que en promedio el Área Comercial, que representa en promedio un 88%, presenta tasas de crecimientos estables, a diferencia del Área Inmobiliaria y de Créditos que presentan mayores fluctuaciones.

## Análisis de la Industria

Según la Asociación Nacional de Tiendas Departamentales (ANTAD), se espera un crecimiento nominal de las ventas de un 4,2% para el año 2017, y las tasas de crecimiento históricas son las que se detallan:

**Cuadro 18: Crecimiento anual de la industria**

<b>Crecimiento de la industria</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017 e</b>
Crecimiento Nominal de Ventas (TI)	0,10%	0,90%	6,70%	6,50%	4,20%

Como es posible apreciar la industria desde el año 2015 presenta y proyecta bajas de crecimiento principalmente por:

- a) Desarrollo del tipo de cambio peso y dólar.
- b) Mayor competencia entre las cadenas.
- c) Problemas de seguridad pública.
- d) Debilidades del mercado interno.
- e) Presiones inflacionarias.
- f) Inestabilidad económica internacional.
- g) Incremento del comercio informal.
- h) Alto endeudamiento de los consumidores.

No obstante lo anterior, el Puerto de Liverpool presentó durante el año 2016 un Market Share del 16,8% a nivel Latino América en tiendas departamentales, seguido de Falabella con un 15,3% y se Ripley con un 7,6%.

Es preciso señalar que el 4 de abril del año 2017, El Puerto de Liverpool concluyó la transacción para adquirir el 100% de Suburbia, lo que al sumar ambas participaciones de mercado, permitiría a la compañía acumular cerca de una cuarta parte (24,4%), del mercado latinoamericano en tiendas departamentales.

## Entorno Económico

Considerando que existen factores económicos que influyen en el comportamiento de las ventas, el entorno económico de México, se estima un crecimiento del PIB de 1,8% para el año 2017 (0,5% menor que el año anterior) y un 2,1% para el año 2018.

**Cuadro 19: Proyecciones de crecimientos anuales**

Indicadores	2013	2014	2015	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Crecimiento PIB	1,44%	2,14%	2,55%	2,30%	1,80%	2,10%	2,30%	2,50%	2,70%
Inflación	3,97%	4,08%	2,13%	3,36%	6,31%	3,84%	3,55%	3,55%	3,55%

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, para el año 2017, las proyecciones de crecimiento económico PIB e inflación presentan, significantes fluctuaciones. Para el caso del crecimiento la contracción se encuentra marcada, principalmente por los cambios en las políticas fiscales, comerciales y migratorias de Estados Unidos. Para el caso de la inflación representa para el año 2017 una de las más altas registradas desde el año 2009, las cuales se encuentran principalmente incrementadas por los precios del transporte y del combustible.

No obstante lo anterior proyecciones del FMI y Banco Central, proyectan para años posteriores una estabilización de ambos indicadores respectivamente.

### 4.2. Análisis de Costos de Operación

**Costo de Ventas:** Corresponde al Costo de Mercaderías más costo de importación, fletes, maniobras, embarque, almacenaje en aduanas y bodegas, rebajando el valor de las devoluciones respectivas. Se agrega dentro de este grupo el Gasto de Distribución, que son todos los desembolsos en que incurre la Compañía para hacer llegar sus productos desde las plantas de almacenaje, hasta el punto de venta.

**Gastos de Administración:** Este grupo incluye como principales factores, los gastos de personal, administrativos, de tecnologías de información y depreciación relacionadas con estrategias de crecimiento, incluyendo la apertura de nuevas tiendas, boutiques y centros comerciales.

**Cuadro 20: Costos y Gastos de Operación Anuales**

<b>Costos y Gastos de Operación (Cifras en millones de pesos Mexicanos)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>jun-17</b>
Costo de Mercaderías	42.915	46.806	52.575	58.201	28.764
Gasto de Distribución	1.219	1.388	1.574	1.907	1.004
<b>Total costo de ventas</b>	<b>44.134</b>	<b>48.194</b>	<b>54.149</b>	<b>60.108</b>	<b>29.768</b>
Remuneraciones y beneficios al personal	8.250	9.006	10.109	11.134	6.062
Energía eléctrica y suministros	771	823	696	687	480
Servicios contratados	2.391	2.796	3.404	3.787	2.222
Otros	2.669	3.095	3.514	3.316	1.725
Depreciación y amortización	1.700	1.910	2.086	2.616	1.438
Provisión de deterioro de cartera de créditos	1.640	2.162	1.779	1.877	1.592
Reparaciones y mantenimiento	1.322	1.336	1.960	2.338	661
Arrendamientos	687	779	941	1.173	1.027
<b>Total gastos de operación</b>	<b>19.431</b>	<b>21.906</b>	<b>24.489</b>	<b>26.927</b>	<b>15.207</b>
<b>Total costos y gastos</b>	<b>63.565</b>	<b>70.100</b>	<b>78.638</b>	<b>87.035</b>	<b>44.975</b>

### 4.3. Análisis de Cuentas No Operacionales

A partir de las cuentas no operacionales del EERR para los años 2013 a Junio-2017, se revisan dichas cuentas para verificar si los flujos son de carácter recurrente o no. De ser recurrentes se proyectarán según su comportamiento histórico sí y sólo sí, se pudieran adjudicar a algún activo de la empresa, si no es así, entonces aunque sean flujo recurrente se proyectarán constantes a partir del 2017.

En el caso de nuestra empresa financiada con deuda, los costos financieros a pesar de ser un flujo recurrente, no los proyectamos porque no son adjudicables a activos sino más bien a pasivos.

Para los efectos del flujo de caja libre, el tratamiento de todas las cuentas no operacionales correspondientes a la fecha de valoración se proyectaron constantes.

**Cuadro 21: Cuentas no operacionales Anuales**

<b>Resultado No Operacional (Cifras en Millones de pesos Mexicanos)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>jun-17</b>
<b>Gastos de Financiamiento</b>	<b>-1.089</b>	<b>-1.165</b>	<b>-970</b>	<b>-1.266</b>
<b>Ingresos por Intereses / Inversiones - No Operativo</b>	<b>654</b>	<b>613</b>	<b>791</b>	<b>-354</b>
<b>Ingresos por Interés - No Operativo</b>	<b>182</b>	<b>202</b>	<b>259</b>	<b>276</b>
Ingresos por Inversión - No Operativo	510	496	699	298
Fluctuación Cambiaria	-38	-85	-168	-928
<b>% Resultado No Operacional - Ingresos totales</b>	<b>-0,59%</b>	<b>-0,68%</b>	<b>-0,20%</b>	<b>-3,20%</b>

El detalle de las Cuentas no operacionales es el siguiente:

- a) Gastos de Financiamiento: Representan los gastos financieros asociados a la deuda de la compañía.
- b) Rendimiento sobre las Inversiones
- c) Fluctuación cambiaria
- d) Participación en resultados asociadas: Corresponde a la participación de la compañía en comercializadoras del Grupo UNICOMER CO.Ltda y Moda Joven Sfera México S.A. de C.V, adicionalmente la participación en centros comerciales ANGENÓPOLIS.

#### **4.4. Análisis de Activos**

Importante resulta la diferenciación de los activos de la empresa, entre operacionales y no operacionales. Los activos corrientes son netamente operacionales, no obstante, los no corrientes pueden constituir Activo Prescindible, a no ser que sean operacionales en la medida que constituyan capital de trabajo. Para identificarlos hemos dado lectura a las Notas de los Estados Financieros.

**Cuadro 22: Clasificación de los activos de la empresa a junio-2017**

ACTIVOS	
Activos corrientes	Clasificación
Efectivo y equivalentes al efectivo	Operacional
Otros activos financieros, corrientes	Operacional
Otros activos no financieros, corrientes	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	Operacional
Inventarios	Operacional
Activos por impuestos corrientes	Operacional
Activos no corrientes mantenidos para la venta	Operacional
Activos no corrientes	Clasificación
Otros activos financieros, no corrientes	Operacional
Otros activos no financieros, no corrientes	Operacional
Derechos por cobrar, no corrientes	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	Operacional
<b>Inversiones contabilizadas utilizando método de la Participación</b>	<b>No Operacional</b>
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional
<b>Plusvalía</b>	<b>No Operacional</b>
Propiedades, planta y equipo	Operacional
Activos por impuestos, no corrientes	Operacional
Activos por impuestos diferidos	Operacional

Respecto de los activos clasificados como no operacionales (no corrientes), hemos identificado algunos de ellos que son Activos Prescindibles, ya que no están destinados al negocio principal de la compañía y no generan flujo operacional: Inversiones contabilizadas utilizando método de la Participación y la Plusvalía; a saber:

Detalle de los activos no operacionales:

**Inversiones:** Corresponde a inversiones en asociadas, del grupo UNICOMER, donde la compañía posee el 50% del capital, pero no posee control conjunto debido a que no se cumplen los requisitos para ejercerla como tal, bajo IFRS, ejerce solo influencia significativa, además se

incluyen otras inversiones como Moda Jóvenes Sfera México S.A. de C.V. con el 49%, y otros centros comerciales de Angelópolis.

**Propiedades de Inversión:** La empresa es propietaria de centros comerciales en los que mantiene a tiendas propias y arrendados a terceros, constituyendo solo esta última propiedades de inversión.

**Intangibles:** Las actividades de desarrollo de sistemas y programas de cómputo involucran el plan o diseño y la producción de un software o sistema de cómputo nuevo o sustancialmente mejorado. Los gastos de desarrollo de programas son capitalizados únicamente cuando se cumplen los siguientes criterios:

- Técnicamente es posible completar el programa de cómputo para que esté disponible para su uso.
- La administración tiene la intención de terminar el programa de cómputo y usarlo; Se tiene la capacidad para usar el programa de cómputo.
- Es demostrable que el programa de cómputo generará probables beneficios económicos futuros.
- Se cuenta con los recursos técnicos, financieros y otros recursos necesarios para completar el desarrollo del programa de cómputo que permita su uso.
- El gasto relacionado con el desarrollo del programa de cómputo se puede medir de manera confiable.
- 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.
- Los costos incurridos en el desarrollo de programas de cómputo reconocidos como activos se amortizan con base en sus vidas útiles estimadas, reconocidas en gastos de administración, las que fluctúan entre cinco (en el caso de licencias y derechos) y diez años (en el caso de nuevos desarrollos informáticos).

**Otros Activos no circulantes:** Consideran una agrupación de cuentas, la primera dice relación con Instrumentos financieros derivados, objeto reducir el impacto de variables de riesgo y de esta manera dar certidumbre de los flujos de efectivos de obligaciones contraídas por la compañía. La segunda considera beneficios a los empleados y cargos diferidos netos, las cuales corresponden al valor de las obligaciones con los empleados por beneficios adquiridos por los conceptos de pensiones, prima por antigüedad y beneficios por despido.

## 5. VALORACIÓN DE EMPRESA POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Es necesario construir EERR proyectado, en base a EEFF históricos. La proyección de un EERR anual para los años 2017 al 2021.

### 5.1. Proyección de Ingresos de Operación

Para la estimación de los Ingresos de Operación se consideraron las tasas de crecimientos históricas de El Puerto de Liverpool, Crecimiento económico y crecimiento de las Ventas (TI) informadas por ANTAD. Todas las variables consideradas abarcaron un periodo comprendido entre el año 2013 y 2016.

Con estos antecedentes, se logró determinar la unidad de sensibilidad que sostuvo la Compañía respecto del crecimiento económico.

**Cuadro 23: Crecimiento de Operación Anuales**

Años	ANTAD	LIVERPOOL	PIB	Elasticidad Promedio	Años	Inflación	Crecimiento real Liverpool
2013	0,10%	11,86%	1,44%	5,24	2013	3,97%	7,54%
2014	0,90%	9,34%	2,14%	2,35	2014	4,08%	5,03%
2015	6,70%	12,67%	2,55%	3,95	2015	2,13%	10,07%
2016	6,50%	10,02%	2,10%	3,03	2016	3,36%	6,37%
Promedio	4,43%	11,52%	2,06%	3,64	Promedio	3,15%	7,99%

Determinado el impacto promedio, o grado de variación respecto del PIB, y dadas las proyecciones señaladas por el FMI, se determinaron las tasas de crecimiento para los años 2017 al 2021.

**Cuadro 24: Proyección de Ingresos de Operación Anuales**

Proyección	PIB	LIVERPOOL crecimiento real	LIVERPOOL crecimiento nominal
2017	1,80%	6,56%	9,71%
2018	2,10%	7,65%	10,80%
2019	2,30%	8,38%	11,53%
2020	2,50%	9,11%	12,26%
2021	2,70%	9,83%	12,99%
Promedio	2,28%	8,30%	11,46%

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, se determinó una tasa de crecimiento promedio bajo un criterio conservador, 11,46%. Lo anterior si se compara con el promedio histórico del 11,52%.

Cabe hacer presente que para las determinaciones promedios históricas de Liverpool, no se consideró el año 2014, dado que presentó una fluctuación relevante producto de la coyuntura de un entorno altamente competitivo y una actividad promocional intensa asociada a la estrategia de la compañía.

Producto de la reciente adquisición del cien por ciento de Suburbia, cuya transacción fue concretada el 04 de abril del año 2017, la información financiera de El Puerto de Liverpool presenta a contar del segundo trimestre del año 2017, representativos cambios, principalmente en lo relativo al Segmento Comercial. Como antecedente para la compañía en citado trimestre los ingresos totales crecieron un 23,1%, de forma acumulada las ventas crecieron un 16,6%.

Por todo lo anterior, se hace necesario ajustar las tasas de crecimiento proyectadas anteriormente, integrando el peso específico de Suburbia en el Puerto de Liverpool, dado los antecedentes disponibles reportados durante el segundo trimestre del año 2017 y que a continuación se detallan:

**Cuadro 25: Ventas segundo trimestre 2017**

<b>Ventas 2 Trimestre 2017,excluyendo Suburbia</b>	23.092	100%
<b>Ventas 2 Trimestre 2017 Suburbia en Liverpool</b>	3.395	15%
<b>Ventas totales 2 Trimestre 2017 Liverpool</b>	26.487	115%

Como se puede apreciar en el detalle anterior, respecto de las ventas base, Suburbia incremento en un 15% las ventas del Área Comercial, por lo tanto, se consideró bajo una tesis conservadora y en el entendido que los procesos debieran tender a la sinergia, ajustar los Ingresos Operacionales previamente determinados del Área Comercial, en citado porcentaje. Lo anterior a excepción del año 2017, dado que por la fecha de la transacción, citada área se verá afectada en  $\frac{3}{4}$  del impacto total.

Adicionalmente, si bien la compañía presentaba porcentajes de participación por segmentos constantes, dada la integración de Suburbia, se proyectó con la nueva estructura participativa: Comercial 89%, Inmobiliaria 3%, Créditos 9%.

La proyección de Ingresos Operacionales desde el año 2017 al año 2021 es la siguiente:

**Cuadro 26: Proyección de Ingresos de Operación Anuales por área**

<b>Clasificación</b>	<b>2016</b>	<b>2017 e</b>	<b>2018 e</b>	<b>2019 e</b>	<b>2020 e</b>	<b>2021 e</b>
Área Comercial (Base)	87.897	96.431	106.848	119.168	133.776	151.150
Área Comercial incluyendo Suburbia	n/a	107.066	122.558	136.690	153.446	173.375
Área inmobiliaria	3.179	3.488	3.865	4.310	4.839	5.467
Área Créditos	9.365	10.274	11.384	12.697	14.253	16.104
Totales: Con integración de Suburbia	100.442	120.828	137.807	153.697	172.539	194.947
Var.% integrando Suburbia		20,30%	14,05%	11,53%	12,26%	12,99%

## 5.2. Proyección de Costos de Operación

Tras la reciente incorporación de Suburbia, los gastos de operación crecieron 24.3% durante el 2 trimestre año 2017 y 18.8% en el acumulado. La transacción explica casi el 65% del incremento durante el trimestre. Los principales factores detrás de este resultado ex Suburbia son: a) nuevos almacenes y boutiques; b) remodelaciones de tiendas y centros comerciales, principalmente Perisur, Galerías Monterrey y Plaza Satélite; c) la provisión de cuentas incobrables; d) la iniciativa estratégica de Omnicanal; e) el impacto de la devaluación del peso frente al dólar, especialmente en los gastos de informática; y, f) el incremento en las tarifas eléctricas. Además, en este trimestre se reconocieron los gastos de una vez (banco de inversión, auditores y abogados) relativos a la adquisición de Suburbia y el proyecto con Ripley (\$153 millones de pesos en total).

Respecto de la proyección de los Costos de Operación se estimó conveniente, dada la integración de Suburbia, considerar como porcentaje sobre las ventas, la nueva estructura que se desprende del segundo trimestre año 2017.

Adicionalmente y considerando que la nueva estructura de costo de ventas, incluye gastos reconocidos por única vez asociados a la integración de Suburbia, se determinó deducirlos para la determinación del porcentaje de los costos sobre las ventas proyectado para los años 2018 al 2021.

La proyección de los costos de ventas para los años 2017 al 2021 es la que sigue:

**Cuadro 27: Proyección de costos de ventas anuales**

Costo de Venta	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Total Costo de Ventas	-\$ 60.108	-\$ 71.471	-\$ 81.825	-\$ 91.259	-\$ 102.447	-\$ 115.752
Costo de ventas/ingresos	59,84%	59,15%	59,38%	59,38%	59,38%	59,38%
<b>Beneficio Bruto</b>	\$ 40.333	\$ 49.357	\$ 55.983	\$ 62.438	\$ 70.092	\$ 79.195
% Margen	40,16%	40,85%	40,62%	40,62%	40,62%	40,62%

Los gastos de administración y ventas, para el año 2016 resultaron estar en torno al 24.2% sobre los ingresos, sin embargo esta estructura cambio con el ingreso de Suburbia, proyectándose

hacia el futuro, de acuerdo a los resultados del 2do. trimestre del 2017, en un 23,96% sobre los ingresos proyectados.

**Cuadro 28: Proyección de gastos operacionales anuales**

<b>Gastos Operacionales</b>	<b>2016</b>	<b>2017 e</b>	<b>2018 e</b>	<b>2019 e</b>	<b>2020 e</b>	<b>2021 e</b>
Depreciación y amortización	-\$ 2.616	-\$ 3.437	-\$ 3.920	-\$ 4.372	-\$ 4.908	-\$ 5.546
Gastos de Administración y ventas	-\$ 24.311	-\$ 28.955	-\$ 33.024	-\$ 36.832	-\$ 41.347	-\$ 46.717
GAV/ ingresos	-24,20%	-23,96%	-23,96%	-23,96%	-23,96%	-23,96%
<b>Gastos Operacionales</b>	<b>-\$ 26.927</b>	<b>-\$ 32.392</b>	<b>-\$ 36.944</b>	<b>-\$ 41.204</b>	<b>-\$ 46.255</b>	<b>-\$ 52.263</b>

Para el cálculo de la Depreciación y Amortización proyectada; se utilizaron los resultados obtenidos con la nueva estructura con la que cuenta la empresa después del ingreso de Suburbia, determinando para esto un ratio promedio de depreciación sobre los ingresos por ventas. Lo anterior, permite proyectar la depreciación de los activos fijos para los próximos años, considerando para ello solo los activos depreciables. Esto entrego como resultado estimar una depreciación del 2,84% sobre los ingresos por ventas.

### **5.3. Proyección de Resultado No Operacional**

Para la determinación del Resultado No Operacional, se proyectó en base al año 2016, a excepción de la cuenta Fluctuación cambiaria y de acuerdo a las siguientes consideraciones:

Dada la incorporación de Suburbia, el gasto neto de intereses sufrió un incremento acumulado al segundo trimestre del año 2017 respecto a la misma fecha del año anterior, por tal motivo se estimó conveniente efectuar un ajuste al registro del año 2016, bajo un criterio conservador que considere dicho incremento a la base contemplada.

Para el caso de la fluctuación cambiaria, dada la volatilidad histórica, se consideró un promedio entre los años 2013 y 2016.

La proyección del Resultado No Operacional para los años 2017 al 2021 es la siguiente:

**Cuadro 29: Proyección de gastos no operacionales anuales**

<b>Gasto no operacional</b>	<b>2016</b>	<b>2017 e</b>	<b>2018 e</b>	<b>2019 e</b>	<b>2020 e</b>	<b>2021 e</b>
Ingresos por Intereses e inversiones	1.051	1.046	1.046	1.046	1.046	1.046
Utilidad de inversión/ Ingresos			-	-	-	-
costo de Financiamiento	-1.344	-2.102	-2.102	-2.102	-2.102	-2.102
Diferencia de cambio	750	-928	115	115	115	115
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>457</b>	<b>-1.984</b>	<b>- 941</b>	<b>-941</b>	<b>-941</b>	<b>-941</b>

#### 5.4. Utilidad del Ejercicio

Considerando los antecedentes obtenidos, con los supuestos indicados se procede a calcular la utilidad e impuestos proyectados.

Para el caso del impuesto se aplicó la tasa impositiva vigente con la actual estructura, que incluye a Suburbia.

**Cuadro 30: Proyección de la utilidad del ejercicio anual**

<b>Millones de Pesos Mexicanos</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Utilidad Antes de Impuestos	13.863	14.981	18.097	20.292	22.895	25.991
Impuesto a la renta*	- 3.673	- 3.691	- 4.459	- 5.000	- 5.641	- 6.404
Utilidad del Ejercicio	10.190	11.290	13.638	15.292	17.254	19.587

## 6. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

### 6.1. Determinación del Capex

El flujo de Inversión consolidado tuvo un resultado negativo, en el cual destaca la inversión en Activo Fijo consolidado (Capex) que alcanzó los MX\$53.1 millones. Destaca el Capex de Propiedades, mobiliario y equipo MX\$35.4.

En el cuadro se muestra el activo fijo en relación a las ventas, que en promedio entre los años 2011- 2016 fue de un 56%.

**Cuadro 31: Cálculo de la variación del Capex**

CAPEX MM\$	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos	58.657	66.246	74.106	81.028	91.293	100.441
Propiedades de inversión	10.102	12.360	14.234	15.641	16.305	17.594
Propiedades, mobiliario y equipo	22.319	24.490	29.054	30.390	35.463	35.463
Como % de las ventas	55,3%	55,6%	58,4%	56,8%	56,7%	52,8%
					<b>Promedio</b>	<b>56%</b>

Luego para estimar la proyección de inversión en activo fijo, se aplicó el porcentaje promedio de los índices obtenidos a las ventas proyectadas para el período 2017-2021.

**Cuadro 32: Proyección de Inversión en Capex**

CAPEX	Jun 2017	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
Ingresos	50.555	120.828	137.807	153.697	172.539	194.947
Activo Fijo Proyectado	60.988	67.593	77.092	85.981	96.521	109.056
Nueva Inversión Activo Fijo Proyectada	-	6.605	9.499	8.889	10.540	12.535

## 6.2. Inversión en Capital de Trabajo

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

$$\text{CTON} = \text{Existencias} + \text{Cuentas por Cobrar} + \text{Valores Negociables} - (\text{Proveedores} + \text{Acreedores Comerciales} + \text{Cuentas por Pagar}).$$

El RCTON promedio para los años 2014- 2016 fue de un 17,3% sobre las ventas

**Cuadro 33: Calculo capital de trabajo y proyección.**

Cifras en MM\$	2014	2015	2016	Promedio	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
Activo Corriente Neto	41.474	48.736	71.182						
Pasivo Corriente Neto	23.521	26.245	34.198						
CTON (ajustado)	15.424	16.436	14.992	15.617	20.929	23.871	26.623	29.887	33.768
Ventas	81.028	91.293	100.441		120.828	137.807	153.697	172.539	194.947
RCTON (% ventas)	19,0%	18,0%	14,9%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
CTON (días de ventas año)	69	66	54	63	63	63	63	63	63

En base al promedio histórico RCTON, y considerando las ventas proyectadas se procedió a determinar las inversiones en capital de trabajo de la siguiente forma:

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

**Cuadro 34: Inversión en Capital de Trabajo Proyectada 2017 – 2021**

Cifras en MM\$	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
Inversión Capital de Trabajo	2.941	2.752	3.264	3.881	0

**Cuadro 35: Calculo del Flujo de caja libre**

Estado de Resultados por Función Consolidado	MM\$ 2.016	MM\$ Jul - Dic. 2017	MM\$ 2018	MM\$ 2019	MM\$ 2020	MM\$ 2021	MM\$ 2022 - ∞
Ingresos ordinarios	87.897	55.740	106.848	119.168	133.776	151.150	151.150
Intereses ganados de clientes	9.365	5.352	11.384	12.697	14.253	16.104	16.104
Ingresos por arrendamientos	3.179	1.942	3.865	4.310	4.839	5.467	5.467
Ingreso Suburbia (*)	0	7.239	15.711	17.522	19.670	22.225	22.225
Costo de ventas	(60.108)	(41.702)	(81.825)	(91.259)	(102.447)	(115.752)	(115.752)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>40.333</b>	<b>28.571</b>	<b>55.983</b>	<b>62.438</b>	<b>70.092</b>	<b>79.195</b>	<b>79.195</b>
GAV	(26.927)	(17.185)	(36.944)	(41.204)	(46.255)	(5.263)	(52.263)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>13.406</b>	<b>11.386</b>	<b>19.038</b>	<b>21.234</b>	<b>23.837</b>	<b>26.932</b>	<b>26.932</b>
% Margen Operacional		20,4%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
Ingresos financieros	1.051	472	1.046	1.046	1.046	1.046	1.046
Costos financieros	(1.344)	(836)	(2.102)	(2.102)	(2.102)	(2.102)	(2.102)
Diferencias de cambio	750	(0)	115	115	115	115	115
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	<b>13.863</b>	<b>11.021</b>	<b>18.097</b>	<b>20.292</b>	<b>22.895</b>	<b>25.991</b>	<b>25.991</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	(3.673)	(2.713)	(4.459)	(5.000)	(5.641)	(6.404)	(6.404)
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>10.190</b>	<b>8.308</b>	<b>13.638</b>	<b>15.292</b>	<b>17.254</b>	<b>19.587</b>	<b>19.587</b>
<b>Ajustes al EERR:</b>		<b>MM\$ jul - dic 2017</b>	<b>MM\$ 2018</b>	<b>MM\$ 2019</b>	<b>MM\$ 2020</b>	<b>MM\$ 2021</b>	<b>MM\$ 2022 - ∞</b>
Depreciación y Amortización		1.999	3.920	4.372	4.908	5.546	5.546
Ingresos financieros		-355	-788	-788	-788	-788	-788
Costos financieros		630	1.584	1.584	1.584	1.584	1.584
Diferencias de cambio + / -		0	-115	-115	-115	-115	-115
<b>Flujo de caja bruto</b>		<b>10.582</b>	<b>18.239</b>	<b>20.346</b>	<b>22.843</b>	<b>25.814</b>	<b>25.814</b>
Inversión en Reposición		-1.999	-3.920	-4.372	-4.908	-5.546	0
CAPEX		-6.605	-9.499	-8.889	-10.540	-12.535	0
Inversión en Capital de Trabajo		-2.941	-2.752	-3.264	-3.881	0	0
<b>Flujo de caja libre</b>		<b>-963</b>	<b>2.068</b>	<b>3.821</b>	<b>3.513</b>	<b>7.732</b>	<b>25.814</b>
<b>Valor Terminal</b>						<b>276.115</b>	
<b>Flujo de caja libre + valor terminal</b>		<b>-963</b>	<b>2.068</b>	<b>3.821</b>	<b>3.513</b>	<b>283.847</b>	
<b>Valor presente flujos de caja operacional</b>		<b>-881</b>	<b>1.730</b>	<b>2.922</b>	<b>2.457</b>	<b>181.556</b>	

## 7. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

### 7.1. Exceso de Capital de trabajo

Cuadro 36: Cálculo del exceso de capital de trabajo.

Cifras en MM\$	2017 jun	2017 E
Activo Corriente Neto	51.840	
Pasivo Corriente Neto	32.518	
CTON (ajustado)	18.325	20.929
Ventas	50.555	120.828
RCTON (% ventas)	36,2%	17,3%
RCTON (días de ventas año)	65	62

Cuadro 37: Exceso de capital de trabajo.

	Cifras en MM\$
Exceso (Déficit) Capital de Trabajo proyectado	-2.604

## 7.2. Determinación de Activos prescindibles

**Cuadro 38: Activos prescindibles al 30 de junio de 2017**

Activos no corrientes	MM\$
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la Participación	7.681
Valores negociables Nivel 1	12.337
<b>Total Activos Prescindibles</b>	<b>20.018</b>

## 7.3. Calculo de Valoración económica al 30 de junio de 2017

**Cuadro 39: Valorización Económica al 30 de junio 2017.**

Ítems	MM\$
Valor Presente Flujo de Caja Operacional	187.784
Exceso (déficit) Capital de Trabajo	- 2.604
Activos Prescindibles	20.018
<b>Valor Económico de los Activos</b>	<b>205.198</b>
Menos: Deuda Financiera (Junio 2017)	- 29.241
<b>Patrimonio Económico El Puerto de Liverpool</b>	<b>175.957</b>

Total acciones emitidas y pagadas :	1.342.196.100
Precio Mercado (jun-2017)	143,17
<b>Valor de la acción al 30 de junio</b>	<b>131,10</b>
Upside potencial	<b>-8%</b>

## CONCLUSIONES

El trabajo se concentró en la aplicación práctica de dos metodologías de Valoración de Empresas, una a través de los Flujos de Caja Descontados (FCD), y la otra en Base a Múltiplos, permitiéndonos realizar la estimación del precio accionario como del valor de mercado de LIVERPOOL.; tarea que en su primera etapa implicaron la recolección de información pública disponible, presentaciones corporativas, cobertura de analistas financieros, y clasificaciones de riesgo.

De vital importancia resultó ser la calidad de la información recogida, el análisis e interpretación de ésta, más aún, cuando sabemos que nos encontramos con la aplicación de las Normas IFRS en los Estados Financieros; requiriendo con ello un trabajo adicional con dicha información para permitir la comparabilidad entre ambas normas financieras. Si consideramos el efecto amplificador de los cálculos intermedios de estos métodos, debemos aplicar cierta rigurosidad en su determinación, ya que cualquier inconsistencia puede generar desviaciones importantes al final del trabajo, no obstante, a pesar de ser rigurosos, siempre obtendremos una aproximación del valor de la empresa.

Cada metodología desarrollada presentó algunas limitantes, en el caso de los FCD - según su enunciado - este método fue aplicado sin considerar tasa de crecimiento para la empresa, es decir, asumimos perpetuidad sin crecimiento a partir del año 2022, situación que finalmente afecta la tasa de descuento (mayor a la que se obtiene si restamos el crecimiento). A su vez, para la valoración en Base a Múltiplos, la elección de las empresas comparables, a pesar de pertenecer al mismo sector, sus diferencias de tamaño tienden a sesgar el resultado final.

Con todo, nuestra visión de los métodos de valoración aplicados, nos permiten concluir que la valoración por Múltiplos, funciona como un buen complemento de la valoración de FCD, el primero es de fácil confección, dado que los parámetros necesarios para generar su análisis, resultan ser conceptos estándares para las empresas; el segundo en cambio, estructura la información financiera de manera rigurosa, de acuerdo a la empresa objetivo, recogiendo algunas particularidades que pueden ser relevantes.

Finalmente, debemos reconocer que los actores del mercado que manejen más hábilmente todas estas técnicas de valoración y su información de respaldo, tendrán un mejor desempeño en las áreas de su competencia. Así, nuestra visión acerca del valor de las acciones de LIVERPOOL S.A., desde la perspectiva de ambos modelos de valoración - se encontraría *sobrevaloradas*, determinando un precio de la acción de \$ 131,10 pesos mexicanos al 30 de junio de 2017.

## ANEXOS

### ANEXO 1: Output de estimación Beta

Resumen año 2013								
<u>Estadísticas de la regresión</u>								
Coefficiente de c	0.39619179							
Coefficiente de d	0.15696793							
R <sup>2</sup> ajustado	0.14836556							
Error típico	0.02029673							
Observaciones	100							
<u>ANÁLISIS DE VARIANZA</u>								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	0.00751701	0.00751701	18.24706064	4.496E-05			
Residuos	98	0.04037183	0.00041196					
Total	99	0.04788884						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0.0047577	0.00203067	-2.3429149	0.021155103	-0.0087875	-0.0007279	-0.0087875	-0.0007279
	0.37631144	0.08809494	4.27165783	4.49601E-05	0.2014899	0.55113298	0.2014899	0.55113298

Resumen año 2014								
<u>Estadísticas de la regresión</u>								
Coefficiente de c	0.55793358							
Coefficiente de d	0.31128987							
R <sup>2</sup> ajustado	0.30433321							
Error típico	0.02529455							
Observaciones	101							
<u>ANÁLISIS DE VARIANZA</u>								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	0.02862975	0.02862975	44.74697905	1.3496E-09			
Residuos	99	0.06334159	0.00063981					
Total	100	0.09197134						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0.0022755	0.00251739	-0.9039135	0.368235578	-0.0072705	0.00271954	-0.0072705	0.00271954
	-0.028061259	0.89313649	0.13351682	6.68931828	1.34958E-09	0.62821016	1.15806283	0.62821016

Resumen año 2015									
<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de c	0.4913832								
Coefficiente de d	0.24145745								
R^2 ajustado	0.23371722								
Error típico	0.02596882								
Observaciones	100								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
	Grados de libertad	de cuadrado de los cuadrados	F	Valor crítico de F					
Regresión	1	0.02103736	0.02103736	31.19512622	2.0897E-07				
Residuos	98	0.06608922	0.00067438						
Total	99	0.08712658							
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%	
Intercepción	-0.000688	0.00260097	-0.2645021	0.791948527	-0.0058495	0.00447358	-0.0058495	0.00447358	
	-0.063678726	0.82139967	0.14706562	5.58525973	2.08973E-07	0.52955274	1.1132466	0.52955274	1.1132466

Resumen año 2016									
<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de c	0.36543477								
Coefficiente de d	0.13354257								
R^2 ajustado	0.12451697								
Error típico	0.02574133								
Observaciones	98								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
	Grados de libertad	de cuadrado de los cuadrados	F	Valor crítico de F					
Regresión	1	0.00980406	0.00980406	14.79598013	0.00021557				
Residuos	96	0.06361115	0.00066262						
Total	97	0.07341521							
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%	
Intercepción	-0.0018966	0.00260073	-0.7292611	0.46761749	-0.007059	0.0032658	-0.007059	0.0032658	
	0.008750911	0.51309349	0.13339042	3.84655432	0.000215573	0.2483156	0.77787138	0.2483156	0.77787138

Resumen año 2017								
<i>Estadísticas de la regresión</i>								
Coefficiente de c	0.44084813							
Coefficiente de d	0.19434707							
R^2 ajustado	0.18612612							
Error típico	0.0332025							
Observaciones	100							
ANÁLISIS DE VARIANZA								
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F			
Regresión	1	0.02606139	0.02606139	23.64046862	4.423E-06			
Residuos	98	0.10803578	0.00110241					
Total	99	0.13409718						
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0.00380295	0.00332241	1.14463393	0.255148729	-0.0027903	0.01039617	-0.0027903	0.01039617
-0.01301224	<b>0.82330641</b>	0.16932982	4.8621465	<b>4.42301E-06</b>	0.48727688	1.15933593	0.48727688	1.15933593

## **ANEXO 2: Bibliografía**

ASWATH DAMODARAN: "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", Second Edition (2002).

CARLOS MAQUIEIRA V.: Finanzas Corporativas Teorías y Prácticas. Chile: Editorial Andrés Bello, 2009.

J. FRED WESTON; EUGENE F. BRIGHAM: Fundamentos de administración financiera. México: McGraw-Hill, 1994.

LAWRENCE J. GITMAN. Principios de Administración Financiera. México: Pearson Educación, 2003.

MARK GRINBLATT; SHERIDAN TITMAN: Mercados Financieros y Estrategia Empresarial. Mc Graw-Hill, 2003.

WILLIAM F. SHARPE: Capital asset prices (1964): A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, 19 (3), 425-442

### **Sitios Web**

<http://www.elpuertodeliverpool.mx>

<http://www.damodaran.com>

<http://www.banxico.org.mx>

<https://www.bmv.com.mx>