



VALORACIÓN EL PUERTO DE LIVERPOOL, S.A.B. DE C.V. Mediante Métodos de Múltiplos

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

**Alumno: Jonathan Acosta Leiva
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

Santiago, Mayo 2018

DEDICTORIA

Quisiera dedicar este trabajo, y el título que éste conlleva, a Daniela Margarita Valenzuela, mi compañera de vida, la mujer que amo, la madre de mis hijos, quien siempre ha creído en mí, apoyando mis decisiones, comprendiendo el desafío y empujándome a seguir cuando las fuerzas y las ganas me abandonaban. A ella, que se encargó de suplir mi falta por motivos de estudio o trabajo y solucionó las cosas para que pudiera enfocarme en sacar adelante este postgrado.

A mi señora madre, María Leiva Hormazabal y mi padre, Osvaldo Fuentes Leiva, quienes me acompañaron a lo largo de toda mi carrera de pregrado y quienes aún hoy, a pesar de la distancia y de lo que pueda estar pasando, siguen siempre a mi lado. A ellos quienes nunca se han rendido, incluso en las peores circunstancias de la vida.

A Vicente y Matías, porque no me cabe duda que ellos también pueden lograrlo.

A mi mejor amigo, Juan Luis Palma Fuenzalida, quien siempre ha estado ahí para decirme que “sí”, por el solo hecho de creer en mí, para decirme que si se puede y demostrarlo siempre con hechos.

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo es fruto del apoyo de muchas personas.

Agradecerles a mi Daniela Margarita y a mis papás, que sin ellos seguramente todo hubiera sido distinto para mí.

A mi compañero del “día a día”, Ricardo Vidal Acevedo, compañero de trabajo y de estudio, la persona con quien he sacado este postgrado adelante, trasnochando u olvidando los domingos por tener que entregar algún informe que demandó este curso.

Y a todos aquellos que de una u otra forma, sumaron para poder sacar esto adelante.

Índice

RESUMEN EJECUTIVO	5
1. METODOLOGÍA	7
1.1. Método de Valoración por Múltiplos o Comparables.	7
1.2. Descripción Metodología de Valoración.	8
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	11
2.1. Descripción de la empresa	11
2.2. Descripción de la Industria	13
2.3. Análisis Estratégico Comercial	14
2.4. Propiedad – Administración	18
2.5. Estructura de Capital – Deuda Financiera	18
2.6. Estructura de Capital - Patrimonio Económico	25
2.7. Estructura de Capital Objetivo	25
3. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA	26
3.1. Costo de la deuda	27
3.2. Beta de la deuda	28
3.3. Beta de la acción	29
3.4. Beta patrimonial sin deuda	30
3.5. Beta patrimonial con deuda	31
3.6. Costo patrimonial	31
3.7. Costo de capital	32
4. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	33
4.1. Análisis de Crecimiento	33
4.2. Análisis de Costos de Operación	36
4.3. Análisis de Cuentas No Operacionales	37
4.4. Análisis de Activos	38
5. VALORACIÓN DE EMPRESA POR MULTIPLOS	42
5.1. Valoración de la Empresa por Múltiplos	42

CONCLUSIONES	48
ANEXOS	50
ANEXO 1: Output de estimación Beta	50
ANEXO 2: Bibliografía	53

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 Rwaac (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 Múltiplos o Comparables.

Es un método rápido y fácil para calcular el valor de una empresa, puede ser usado tanto para empresas que no transan en bolsa, como para comparar las que sí lo hacen. La idea general es que el factor característico de la empresa (utilidad pura, ventas por unidades de negocio, etc.), sean multiplicados por un coeficiente, el Múltiplo. Éste representaría lo que la empresa pueda ganar por la magnitud de las ventas por unidades de negocio o lo que un inversionista paga por las utilidades futuras de una empresa de similares características.

Este modelo de valoración, busca igualar la empresa en estudio al promedio de las empresas similares que se transan en bolsa; asume que existe un mercado eficiente, donde toda la información es conocida y analizada de una forma óptima, teniendo las empresas en bolsa una buena valoración.

Para valorar una empresa con este método, los pasos a seguir serían los siguientes:

- a. Analizar la empresa en estudio, ahondando en sus características principales, como procedencia de los ingresos, tamaño del negocio, participación de mercado, historia, etc.
- b. Seleccionar empresas de la competencia que transan en bolsa y que de acuerdo a ciertos criterios sean “parecidas” a nuestra empresa estudiada.
- c. Se seleccionan los múltiplos que se calcularán de acuerdo a las características de la empresa en estudio, ya que para distintos rubros o tamaños de empresa, entre otros, existen múltiplos que funcionarán de mejor forma.
- d. Se calculan los múltiplos seleccionados anteriormente para las empresas que queden después del filtro, luego se toman estos datos y se limpian, sacando los valores extremos y las empresas con pérdidas, ya que éstas no tienen sentido para estos datos.
- e. Así, los múltiplos que quedan se agrupan generando un dato representativo para la empresa. Esta agrupación en la mayoría de los casos es un promedio simple, siendo en

alguna oportunidad (a criterio del analista), un promedio ponderado por tamaño o por otra dimensión cualitativa.

- f. Hasta acá, tenemos un dato final, esto es, un número al cual se debe llegar en la ecuación. Luego, se tiene algo de la forma:

$$M = f(X_1 \dots X_n)$$

Donde M es el dato final que se calculó y la función es la ecuación del múltiplo dependiente de variables conocidas y desconocidas de la empresa en estudio, para así despejando el dato desconocido se tendrá el valor de la empresa.

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.

Financiamiento Vía Bonos de la Empresa.

El objetivo es conocer al tipo de emisión de bonos que emite la empresa, identificando los bonos vigentes que tiene la empresa y generando un detalle de las características técnicas de éstos. (Ficha, Inscripción y Tablas de Desarrollo).

Estructura de Capital de la Empresa.

El objetivo es estimar la Estructura de Capital Objetivo de la empresa en estudio, para lo cual analizamos los EEEF anuales de la empresa (de preferencia los EEEF Consolidados), teniendo

un horizonte mínimo de cinco años de historia. Por otra parte, es importante ordenar y/o reclasificar los EEEF bajo Norma Chilena y bajo Norma IFRS, respectivamente, de manera tal que sean comparables.

Estimación del Costo de Capital.

Primero se debe estimar el Beta Patrimonial de la empresa, utilizando el modelo de mercado. En segundo lugar, se estima el Costo de Capital de la Empresa, utilizando la estructura de capital objetivo antes estimada.

Valoración de la empresa por Múltiplos.

En esta etapa el objetivo es construir múltiplos de valoración de empresas, que permitirán realizar de manera rápida una comparación con empresas similares a través de Múltiplos, donde éstos servirán para compararlos con los de otras empresas y razonar su magnitud y diferencias.

Cuadro 01: Ejemplos de Múltiplos más utilizados

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	SIGLA
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD)	P/E
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA	EV/EBITDA
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT	EV/EBIT
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY	P/BV
	ENTERPRISE VALUE TO BOOK RATIO	EV/BV
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO	P/S
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO	EV/S

Esta metodología consiste en seleccionar compañías que cuentan con una naturaleza de negocio similar y sometido en lo posible, a los mismos riesgos asociados, ya sea por su operación, ubicación geográfica, mix de negocios, entre otras variables.

Recomendación

Finalmente, todos los pasos descritos anteriormente nos permiten hacer una recomendación fundada de la situación y desempeño de la compañía, respecto a sí misma, y a sus comparables; y concluir si es un buen momento para mantener, comprar o vender la acción.

Ya señalábamos, que dado los múltiplos superiores que presenta la industria, existe un margen importante de crecimiento para Liverpool, por ello, creemos que el valor de las acciones de la compañía están Sub Valoradas.

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 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 02: 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%
Total	1.342.196.100	100,0%

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 03: Deuda Financiera en Millones de pesos mexicanos

Cifras en Millones de pesos Mexicanos	2013	2014	2015	2016	2017 ¹
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:

¹ Situación al 30 de Junio de 2017

Cuadro 04: Deuda Bono Serie 08

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie 08
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 05: Deuda Bono Serie 10

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie 10
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 06: Deuda Bono Serie 10 U

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie 10 U
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 07: Deuda Bono Serie 12 2

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie 12 2
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 08: Deuda Bono 144 RegS Senior Note 24

	<i>Observaciones</i>
Bono	144 Reg S SENIOR NOTE 24
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 09: Deuda Bono 144 RegS Senior Note 26

	<i>Observaciones</i>
Bono	144 Reg S SENIOR NOTE 26
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 10: Patrimonio económico en millones de pesos mexicanos.

Cifras en Millones de pesos Mexicanos	2013	2014	2015	2016	2017²
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 11: Estructura de capital objetivo

	2013	2014	2015	2016	2017³	E. Objetivo⁴
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/P	0,732	0,652	0,623	0,815	0,827	0,821

² Situación al 30 de Junio de 2017

³ Situación al 30 de Junio de 2017

⁴ 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 12: Supuestos

Supuestos	%
Tasa libre de riesgo ⁵	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).

⁵ Información extraída del Banco Central de México, [http:// www.banxico.org.mx/](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 (que resume los valores calculados en el cuadro 24) y otros parámetros que determinaremos más adelante, procederemos a determinar la tasa de costo de capital.

Cuadro 13: 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 ⁶ 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 (β_b).

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

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

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

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

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

$$\beta_b = 0,0763$$

⁶ 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.

σ_m^2 : Es la varianza de los retornos del índice del mercado.

β_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 14: 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:

$$k_p = r_f + \beta_p^{c/d} \cdot (r_m - r_f)$$
$$k_p = r_f + \beta_p^{c/d} \cdot PMR$$
$$k_p = 0,0672 + 0,8064 \cdot 0,0793$$
$$k_p = 0,1311$$
$$k_p = 13,12\%$$
$$k_p = 12,95\%$$

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 15: 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%
Totales	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 16: 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%
Consolidados	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 17: Crecimiento anual de la industria

Crecimiento de la industria	2013	2014	2015	2016	2017 e
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 presento 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 concluyo 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 18: 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 19: Costos y Gastos de Operación Anuales

Costos y Gastos de Operación (Cifras en millones de pesos Mexicanos)	2013	2014	2015	2016	jun-17
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
Total costo de ventas	44.134	48.194	54.149	60.108	29.768
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
Total gastos de operación	19.431	21.906	24.489	26.927	15.207
Total costos y gastos	63.565	70.100	78.638	87.035	44.975

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 20: Cuentas no operacionales Anuales

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

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 21: 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
Inversiones contabilizadas utilizando método de la Participación	No Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional
Plusvalía	No Operacional
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 MÚLTIPLOS

5.1. Valoración de la Empresa por Múltiplos

En primer lugar se escogen los múltiplos a utilizar para el cálculo de la valoración, esta selección se realiza de acuerdo a las características particulares de Liverpool y al sector predominante en el cual se desarrolla. De entre la serie de múltiplos necesarios, hemos descartado, por ejemplo, los que incluyen los metros cuadrados utilizados (como ventas por metro cuadrado) característicos del sector retail, o los basados en número de usuarios (como ingresos o costos por clientes) distintivos del sector telecomunicaciones.

Dado que Liverpool es una empresa de consumo masivo e inmobiliario, con un foco estratégico como proveedor de productos para la familia, los múltiplos escogidos tienen que ver con los ingresos y utilidades de las empresas que conforman el grupo; a saber:

- **Múltiplos de ganancias:**
 - P/E – Price Earnings ratio.
 - EV/EBITDA – Enterprise value to EBITDA.
 - EV/EBIT – Enterprise value to EBITD.

- **Múltiplos de valor libro:**
 - P/BV – Price to book Equity
 - EV/BV - Value to book Ratio

- **Múltiplos de ingresos:**
 - P/S – Price to sales ratio
 - EV/S – Enterprise value to sales ratio

Para determinar los múltiplos de Liverpool, se utilizó la información presentada en los capítulos anteriores, más los valores obtenidos en fuentes públicas tales como, la bolsa de valores mexicana y sitios proveedores de información financiera del mercado, resultando los valores que presentamos a continuación:

Cuadro 22: Indicadores de Liverpool en pesos mexicanos

ITEM CONTABLE	2017 (a Junio)
UTILIDAD POR ACCIÓN	2.23
EBITDA	7,077,634,620
EBIT	6,164,287,000
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	61.19
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	111.79
VENTAS POR ACCIÓN	37.67
VENTAS	50,554,533,000

Luego, se calcularon los múltiplos seleccionados para las empresas comparables escogidas, que en nuestro caso fueron “comparables internacionales”, por el nivel de riesgo similar que presentaban, y tasas de crecimiento parecidas. Para las compañías consideradas comparables internacionales, se tomaron como información fuente sus respectivos estados financieros, e información publicada desde el año 2016 al 2017 (al 30 de junio de ambos años), obtenida a través de los estados financieros publicados en la bolsa de valores mexicana, ampliamente utilizada para este tipo de estudios; cuyos valores se presentan en los siguientes cuadros:

Cuadro 23: Price-earning ratio de la industria a junio de 2016 y 2017

PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	2016	2017
Grupo Famsa SAB de CV	4.59	13.19
Grupo Palacio de Hierro SAB de CV	107.83	81.36
Grupo Sanborns SAB de CV	13.82	15.17
Wal-Mart de México SAB de CV	30.89	47.98
INDUSTRIA	39.29	39.43

Cuadro 24: Enterprise value to Ebitda de la industria a junio de 2016 y 2017

ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	2016	2017
Grupo Famsa SAB de CV	38.48	45.84
Grupo Palacio de Hierro SAB de CV	38.91	21.13
Grupo Sanborns SAB de CV	17.91	16.18
Wal-Mart de México SAB de CV	30.83	27.36
INDUSTRIA	31.53	27.63

Cuadro 25: Enterprise value to Ebit de la industria a junio de 2016 y 2017

ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	2016	2017
Grupo Famsa SAB de CV	39.91	32.51
Grupo Palacio de Hierro SAB de CV	59.49	29.88
Grupo Sanborns SAB de CV	20.88	18.52
Wal-Mart de México SAB de CV	39.86	35.07
INDUSTRIA	40.04	29.00

Cuadro 26: Price to Book Equity de la industria a junio de 2016 y 2017

PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2016	2017
Grupo Famsa SAB de CV	0.43	0.67
Grupo Palacio de Hierro SAB de CV	2.27	1.33
Grupo Sanborns SAB de CV	1.72	1.55
Wal-Mart de México SAB de CV	5.25	5.29
INDUSTRIA	2.42	2.21

Cuadro 27: Value to book ratio de la industria a junio de 2016 y 2017

VALUE TO BOOK RATIO	2016	2017
Grupo Famsa SAB de CV	0.76	0.87
Grupo Palacio de Hierro SAB de CV	1.58	1.04
Grupo Sanborns SAB de CV	1.24	1.11
Wal-Mart de México SAB de CV	2.98	2.89
INDUSTRIA	1.64	1.47

Cuadro 28: Price to Sales ratio de la industria a junio de 2016 y 2017

PRICE TO SALES RATIO (PS)	2016	2017
Grupo Famsa SAB de CV	116.61	154.04
Grupo Palacio de Hierro SAB de CV	3.706.09	2.493.55
Grupo Sanborns SAB de CV	198.51	203.55
Wal-Mart de México SAB de CV	591.34	624.57
INDUSTRIA	1.153.14	868.93

De este modo, los valores promedios de la industria a utilizar en la valorización se presentan en el siguiente cuadro:

Cuadro 29: Resumen de Múltiplos de la Industria

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANACIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	51.73	30.65	41.19
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	31.53	27.63	29.58
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	40.04	29.00	34.52
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.42	2.21	2.31
	VALUE TO BOOK RATIO	1.64	1.47	1.56
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,153.14	868.93	1,011.03
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3.19	2.82	3.00

Con los promedios obtenidos de las empresas comparables para cada múltiplo seleccionado, mediante las ecuaciones respectivas, se aplicaron éstos al valor de Liverpool correspondiente a cada múltiplo.

Teniendo en cuenta la cantidad de 1.342.196.100 acciones en el mercado al 30 de junio de 2017, los valores de la empresa y valor de la acción en base a múltiplos de la Industria se presenta en el siguiente cuadro:

Cuadro 30: Parámetros de la empresa en pesos mexicanos al 30 de junio

TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO:	Valor de Empresa 2017 en \$MX	Valor Acción 2017 en \$MX
MÚLTIPLOS DE GANACIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	23,696,547,146	18.48
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	209,349,412,876	155.98
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	212,763,352,774	158.52
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	190,094,734,856	141.63
	VALUE TO BOOK RATIO	233,510,192,204	173.98
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	36,027,705,361	26.84
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	151,879,422,754	113.16
	PROMEDIO		112,65

Los valores anteriores comparados el precio de la acción al 30 de junio de 2017, dan cuenta en que el precio de la acción podría estar sobrevalorada.

Una de las ventajas de este modelo es que nos permite obtener una aproximación rápida y sencilla del valor de una Compañía; valorización que debe ser analizada en términos relativos al desempeño histórico de la empresa consigo misma, y con respecto a la industria a la que pertenece.

A priori, podemos decir que la Industria se transa con múltiplos en rangos similares a los de Liverpool, considerando que el último año los precios de la acción han ido a la alza, es muy probable que en el corto plazo el valor de la acción se ajuste a la baja. Cabe recordar que Liverpool es una compañía única en productos integrados para la familia, mientras sus competidores difieren en sus áreas de negocio.

Por esta razón, consideramos que dado el actual precio de mercado de la acción, éstas se encontrarían levemente SOBREVALORADAS respecto de sus comparables.

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 encontrarían levemente *SOBRE VALORADAS*, 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 ² 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 ² 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

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

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	0.82330641	0.16932982	4.8621465	4.42301E-06	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>