



VALORIZACIÓN DE EL PUERTO DE LIVERPOOL

Mediante el Método de Flujo de Caja Descontado

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN
FINANZAS

Alumnos: Daniel Di Prima Barros.
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín.
Santiago, Enero de 2019

Dedicatoria y Agradecimientos

Dedico esta tesis y el título que esto conlleva, a mi esposa Mariana y a mi hijo Giuseppe, son el motor de mi vida y mi fuente de felicidad.

Quiero agradecer a los profesores Mauricio Jara y Marcelo González, quienes siempre tuvieron la buena disposición de ayudarme ante consultas e inquietudes en el desarrollo de esta tesis .

Agradecer a los profesores Máximo Errázuriz y Mario Inostroza, de quienes más aprendí de finanzas.

Agradecer a la Universidad de Chile, me llevó la mejor de las impresiones de esta casa de estudios.

Agradecer a mi familia, a mi esposa, a mi hijo, a mi papá, a mi hermana, a mis cuñados(as), sobrinos(as), los quiero mucho.

Agradecer a mis compañeros de trabajo en Salcobrand, gracias por su amistad.

Agradecer a mis compañeros del Magíster, a la Pao, al Guille, la Vale, Daniel, Frederik y a todo el grupo, tuve la oportunidad de compartir con grandes personas.

Y porque nó, agradecer también a Eduardo Bonvallet, gran futbolista y comunicador de este país a quién escuchaba en la radio y cuyas frases motivacionales las tengo incorporadas en mi ADN. “Si vas a hacer algo en tu vida, simplemente hazlo y sé el mejor!!!, aunque no lo seas”.

Tabla de Contenidos

Resumen Ejecutivo	5
Capítulo 1: Metodología	6
1.1 Principales Métodos de Valoración.	6
1.2 Modelo de descuento de dividendos	7
1.3 Método de Flujos de Caja Descontados	8
1.4 Método de Múltiplos	10
1.4.1 Múltiplos de Ganancias	11
1.4.2 Múltiplos de Valor Libro	11
1.4.3 Múltiplos de Ventas	12
1.4.4 Múltiplos Relativos	12
1.4.5 Principales Múltiplos Utilizados por Industria	12
Capítulo 2: Descripción de la Empresa e Industria	14
2.1 Empresa	14
2.2 Filiales o Subsidiarias	15
2.3 Negocio Comercial	16
2.4 Inmobiliaria	17
2.5 Crédito	17
2.6 Ingresos por negocios	18
2.7 Regulación	19
2.8 Mayores Accionistas	20
2.9 Descripción de Empresas Comparables	21
2.9.1 Industria del Retail en México Competencia	22
2.9.2 Empresas Comparables	23
2.9.2.1 Grupo Palacio de Hierro, S.A.B. de C.V.	24
2.9.2.2 Grupo Sanborns, S.A.B. de C.V.	24
2.9.2.3 Grupo Famsa S.A.B. de C.V.	25
2.9.2.4 Walmart de México, S.A.B. de C.V.	26
2.9.2.5 Comparativo Empresas Comparables	27
Capítulo 3: Financiamiento de la Empresa	29
3.1 Descripción del Financiamiento de la Empresa	29
Capítulo 4: Estructura de Capital de la Empresa	31
4.1 Deuda Financiera del Puerto de Liverpool	31

4.2 Patrimonio Económico de la Empresa	31
4.3 Valor Económico de la Empresa	32
4.4 Estructura de Capital Histórico	32
4.5 Estimación Estructura de Capital Objetivo	33
Capítulo 5: Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa.	34
5.1 Beta de la acción o patrimonial (β_p c/d)	34
5.2 Costo de Capital de la Empresa	35
5.2.1 Tasa Libre de Riesgo, PRM y Tasa de Impuestos	35
5.2.2 Costo de la deuda (K_b)	36
5.2.3 Beta de la deuda (β_b)	37
5.2.4 Beta de la acción (β_p c/d)	37
5.2.5 Beta patrimonial sin deuda(β_p s/d) (Desapalancamiento)	37
5.2.6 Beta patrimonial con deuda(β_p c/d) (Apalancamiento)	38
5.2.7 Costo Patrimonio (K_p)	39
5.2.8 Costo de Capital (K_o)	39
Capítulo 6: Análisis Operacional del Negocio y la Industria	41
6.1 Análisis de Ingresos	41
6.1.1 Análisis de Ingresos del Puerto de Liverpool	41
6.1.2 Análisis de la Industria	43
6.1.3 Análisis Económico	44
6.2 Análisis de Costos de Operación y Gastos	46
6.3 Análisis de Cuentas No Operacionales	47
6.4 Análisis de Activo	48
6.4.1 Clasificación del Activo	48
6.4.2 Descripción de Activos No Operacionales	49
Capítulo 7: Proyección de Estado de Resultados	51
7.1 Proyección de Ingresos de Explotación	51
7.1.1 Proyección de Ingreso del segundo semestre de 2018.	51
7.1.2 Proyección de Ingreso del año 2019 a 2023	52
7.2 Proyección de Costos de Explotación y Gastos de Administración y Ventas.	54
7.2.1 Proyección de Costos y Gastos del segundo semestre de 2018	54
7.2.2 Proyección de Costos y Gastos del año 2019 a 2023	56
7.3 Proyección de Resultado Operacional y EBITDA	59
7.4 Proyección de Resultado No Operacional	60
7.5 Proyección del Resultado Neto o Utilidad	60

Capítulo 8: Valoración por Flujo de Caja Descontado	62
8.1 Ajuste de Estado de Resultado	62
8.2 Inversión de Reposición	62
8.3 Inversión en Activos Fijos	64
8.4 Inversión en Capital de Trabajo	65
8.5 Deuda Financiera	67
8.6 Proyección del Flujo de Caja Libre	67
8.7 Valor Terminal	68
8.8 Resumen de Valoración	69
Capítulo 9: Conclusiones	70
Capítulo 10: Bibliografía	71
Capítulo 11: Anexos	72
1. Descripción de Bonos	72
2. Informativo de Evento Relevante - Prepago de Crédito	78
2. Informativo de Evento Relevante - Contrato de Compraventa de Energía Solar.	79
3. Regresión Lineal	80
4. Estados Financieros auditados	81
5. Activos Prescindibles	85
6. Datos Macroeconómicos	85

Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como objetivo realizar una valoración de la acción de El Puerto de Liverpool a través del método de Flujo de Caja Descontado. La valoración se realizó con la información disponibles al 30 de junio de 2018.

El Puerto de Liverpool S.A.B, de C.V. es una empresa mexicana perteneciente a la industria del *retail*, siendo el principal actor dentro de las tiendas por departamento (55% de participación). En 2017 adquirió Suburbia, *retailer* especializado en ropa que era de propiedad de Walmex, y para ello emitió un bono de MMUS\$ 750 (MM\$ 14.768), duplicando su deuda financiera y modificando la estructura de capital objetivo de la empresa. Dentro del grupo incorpora filiales que permiten tener una integración con el negocio inmobiliario y del crédito al consumo, permitiendo rentabilizar la venta de sus productos y diversificando sus ingresos.

En este informe se expone detalladamente la situación financiera de la empresa y su forma de financiamiento, su estructura y costo de capital. Para valorar el precio de la acción a través de flujo de caja descontado se proyectaron los estados financieros del Puerto de Liverpool, en pesos mexicanos nominales, desde el segundo semestre de 2019 hasta el año 2023, obteniéndose los flujos de caja libre y descontándolos a valor presente a través de la tasa de descuento WACC de la empresa, estimada en 13,72% nominal. Como resultado de la valoración se obtuvo un precio de la acción de \$101,36, con una desviación del -21,3% respecto del precio de mercado de \$128,72.

El menor precio obtenido se podría explicar por considerar un escenario más conservador en la valoración, en cuanto está no considero crecimiento, en términos reales, de los flujos de caja libre perpetuos asociados al cálculo del valor terminal.

Capítulo 1: Metodología

1.1 Principales Métodos de Valoración.

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos.¹ Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de investigación utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.²

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

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

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

1.2 Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

Donde:

$DPA = \text{Dividendos por Acción}$

$Kp = \text{Rentabilidad exigida a las acciones}$

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

$$\text{Valor de la Acción} = DPA_1/(Kp - g)$$

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

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

1.3 Método de Flujos de Caja Descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

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

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos

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

operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

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

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

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

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

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

1.4 Método de Múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Además tal como indica Fernández, muchas veces este método es utilizado como segunda etapa de la valoración, después de usar otro método de valoración⁵.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes: identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

⁵ Fernández, Pablo. “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, First edition (2002), Academic Press 145p.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁶:

1.4.1 Múltiplos de Ganancias

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

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

1.4.2 Múltiplos de Valor Libro

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

⁶ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

1.4.3 Múltiplos de Ventas

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

1.4.4 Múltiplos Relativos

Este tipo de múltiplos explican poco por sí solos y es por ello que necesitan ser puestos en contexto. Hay básicamente tres valoraciones relativas⁷:

- Respecto a la historia de la empresa
Múltiplo asociado a la historia = múltiplo/promedio del múltiplo de los últimos años.
- Respecto al mercado
Múltiplo asociado al mercado = múltiplo de la empresa/múltiplo del mercado
- Respecto a la industria
Múltiplo asociado a la industria = múltiplo de la empresa/múltiplo de la industria

Este múltiplo es más apropiado que las otras dos comparaciones. Sin embargo, un problema es que cuando la industria está sobrevalorada, todas las empresas en ella están sobrevaloradas⁸.

1.4.5 Principales Múltiplos Utilizados por Industria

Luego de exponer una variada muestra de múltiplos, a continuación se presentan los múltiplos más utilizados según la industria⁹:

⁷ Fernández, Pablo. “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, First edition (2002), Academic Press 151p.

⁸ Fernández, Pablo. “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, First edition (2002), Academic Press 152p.

⁹ Fernández, Pablo. “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, First edition (2002), Academic Press 153p.

Most Commonly Used Multiples in Different Industries

Industry	Subsector	Most commonly used multiples
Automobiles	Manufactures	P/S
	Components	P/CE relative and P/S
Banks		P/BV
Base materials	Paper	P/BV
	Chemicals	EV/EBITDA, EV/S, and P/CE
	Metals and mining	P/LFCF and EV/EBITDA
Building and construction		P/LFCF, EV/FCF, PER, and EV/EBITDA
Business services		EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER, and PER to growth
Capital goods	Engineering	PER, EV/EBITDA, and EV/S
	Defense	PER, EV/EBITDA, and EV/S
Food, drink, and tobacco	Food Producers	EV/EBITDA and EV/CE
	Brewers and pubs	ROCE, PER to growth, and PER relative
	Alcoholic beverages	EV/EBITDA
	Tobacco	ROCE
Healthcare		PER, PER relative to S&P, and EV/EBITDA
Insurance		P/AV
Leisure		EV/EBITDA
Media		PER relative and EV/EBITDA
Oil and Gas	Integrated	PER and EV/CE
Real estate		P/FAD, EV/EBITDA, and P/NAV
Retail and consumer goods	Clothing	PER relative to market and sector, EV/EBITDA
	Food	PER relative
	Luxury goods	PER, PER to growth, EV/S, and EV/E to EBITDA growth
Technology	Software, equipment, and semiconductors	PER and PER relative
Telecom		EV/E to EBITDA growth, EV/S, and P/customer
Transport	Air	EV/EBITDA
	Travelers through road	P/S
Utilities		PER and P/CE

Cuadro 1: Multiplos por Industria.

Fuente: Fernández, Pablo. "Valuation Methods and Shareholder Value Creation", First edition (2002).

Capítulo 2: Descripción de la Empresa e Industria

2.1 Empresa

El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V.¹⁰, es una empresa fundada en 1847 por J.B. Ebrard, la cual con sus 171 años de historia se ha transformado en una de las compañías de retail más grande de México. A través de sus filiales 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.¹¹ Entre los formatos de tiendas por departamento se cuenta con las tiendas Liverpool enfocadas en cliente de segmento socioeconómico medio alto del tipo A-B-C, tiendas “Fábricas de Francia” enfocadas en segmentos socioeconómicos medio bajo del tipo C-D y las tiendas “Suburbia”, especializada en ropa de moda. A esto se complementan las tiendas “Liverpool Duty Free” ubicadas en aeropuertos y su negocio de tiendas Boutique especializadas que operan bajo los nombres “Aeropastale”, “Banana Republic”, “Chico’s”, “Sfera”, “GAP”, “Pottery Barn”, “West Elm” y “Williams-Sonoma” entre otras.

El negocio del retail lo complementan y rentabilizan a través del negocio financiero e inmobiliario. La Compañía otorga financiamiento a sus clientes a través de la “Tarjeta de Crédito Liverpool”, con la cual los clientes pueden comprar exclusivamente en las tiendas de la Compañía. Adicionalmente, la Compañía opera la tarjeta de crédito “Liverpool Premium Card (LPC)”, con la cual, los tarjetahabientes pueden adquirir bienes y servicios tanto en las tiendas y boutiques de la cadena como en cualquiera de los establecimientos afiliados mundialmente al sistema VISA. Adicionalmente, la Compañía administra, es socia, accionista o copropietaria en centros comerciales y mantiene participación en 27 de ellos, mediante los cuales arrienda espacios comerciales destinados a una amplia variedad de negocios.¹²

¹⁰ La sigla S.A.B. de C.V significa Sociedad Anónima Bursátil de Capital Variable, régimen de capital que adoptan las empresas que cotizan en bolsa mexicana de valores.

¹¹ https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/informes-anuales/Liverpool_IA17_ESP.pdf (Informe Anual / Nota 1 - Información General)

¹² https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/informes-anuales/Liverpool_IA17_ESP.pdf (Informe Anual / Nota 1 - Información General)

La Compañía se encuentra inscrita en la Bolsa Mexicana de Valores y tiene presencia en toda la República Mexicana.¹³

2.2 Filiales o Subsidiarias

Las filiales son todas las entidades sobre las cuales el Grupo tiene control. Al 31 de diciembre de 2017 y al 30 de junio de 2018 se tenía la siguiente participación en subsidiarias¹⁴:

Compañía	Participación	Actividad
Operadora Liverpool. S. A. de C. V.	100,00%	Subtenedora de Distribuidora Liverpool. S. A. de C. V. y otras empresas que operan las tiendas departamentales
Bodegas Liverpool. S. A. de C. V. y Almacenadora Liverpool. S. A. de C. V.	99.99%	Almacenamiento y distribución de mercancías
Servicios Liverpool. S. A. de C. V.	99.99%	Prestación de servicios de asesoría y administración a las subsidiarias de la Compañía
Banlieue. S. A. de C. V.	99.99%	Tenedora de Suburbia. S. de R. L. de C.V. y otras empresas prestadoras de servicios e inmobiliarias
Diez compañías inmobiliarias	99.93%	Desarrollo de proyectos inmobiliarios, particularmente centros comerciales

Cuadro 2: Filiales del Puerto de Liverpool.

Fuente: Elaboración Propia - Informe trimestral junio 2018.

¹³ https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/informes-anuales/Liverpool_IA17_ESP.pdf (Informe Anual / Nota 1 - Información General)

¹⁴ https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/informes-trimestrales/2018/XBRL-2TLivepol_2018.pdf (Consolidación)

2.3 Negocio Comercial

Liverpool y Fábricas de Francia, son tiendas por departamento dirigidos a satisfacer las necesidades de toda la familia. Algunos de los departamentos que ofrecen estos formatos son: Tecnología, Damas, Caballeros, Infantiles, Hogar, Muebles y Cosméticos. Tiendas Liverpool está enfocada en un segmento de clientes socioeconómico medio-alto, mientras que Fábricas de Francia en un segmento medio-bajo. Al 30 de Junio de 2018 poseen 131 tiendas departamentales, 90 bajo el formato de Liverpool y 41 bajo el formato de Fábricas de Francia, distribuidas a lo largo de la República Mexicana. Con la adquisición de Suburbia el el 4 de abril de 2017, en una transacción de compra al grupo Walmex en MMUS\$ 810, el grupo tomó el control de una cadena de almacenes especializados en ropa de moda, con 124 almacenes ubicados en prácticamente todo el país.¹⁵ Se complementa su negocio comercial con 117 tiendas especializadas Boutique al 30 de Junio de 2018, que operan bajo nombres “Aeropostale”, “Banana Republic”, “Chico’s”, “Sfera”, “GAP”, “Pottery Barn”, “West Elm” y “Williams-Sonoma” entre otras y tres tiendas Liverpool Duty Free, que operan en aeropuertos de México.

En el gráfico 1 se muestra la evolución del número de tiendas en los últimos años desde 2014 al 30 de Junio de 2018.

¹⁵ <https://www.elpuertodeliverpool.mx/negocio.html>

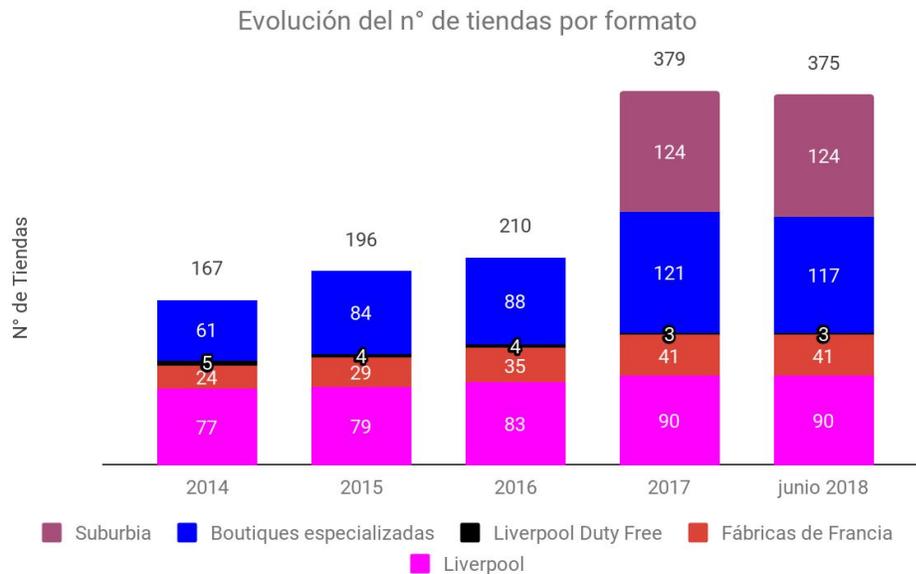


Gráfico 1: Evolución del n° de tiendas por tipo.

Fuente: Elaboración propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

2.4 Inmobiliaria

El Puerto de Liverpool opera y es dueña de 26 centros comerciales en un área rentable de más de 480.000 m2. Cuenta con más de 1.500 arrendatarios registrando altas tasas de ocupación y más de 100 millones de visitantes al año.¹⁶

2.5 Crédito

Liverpool fue el primer emisor de tarjetas de crédito no bancarias en la República Mexicana. Este instrumento representa la fuente de pago más importante para la empresa. Cuenta con 4,4 millones de tarjetahabientes. Tarjetas Liverpool y Fábricas de Francia. son aceptadas en los dos formatos de negocio y la Tarjeta Liverpool Premium Card (VISA), ofrece la posibilidad de ser aceptada en millones de establecimientos a nivel mundial.¹⁷

¹⁶ <https://www.elpuertodeliverpool.mx/negocio.html>

¹⁷ <https://www.elpuertodeliverpool.mx/negocio.html>

2.6 Ingresos por negocios

Los ingresos de la empresa se explican principalmente por las ventas de mercancía en sus distintos formatos, con un 89% de los ingresos totales a junio de 2018. En tanto que los intereses ganados por la venta con su tarjeta de crédito llega en torno al 9%, siendo un complemento muy importante para el negocio. Adicionalmente el 3% de los ingresos se componen de los ingresos por arrendamientos inmobiliarios. En el gráfico 2 se presenta la evolución de los ingresos por negocio¹⁸. El crecimiento geométrico promedio es de un 12,4% anual (nominal).

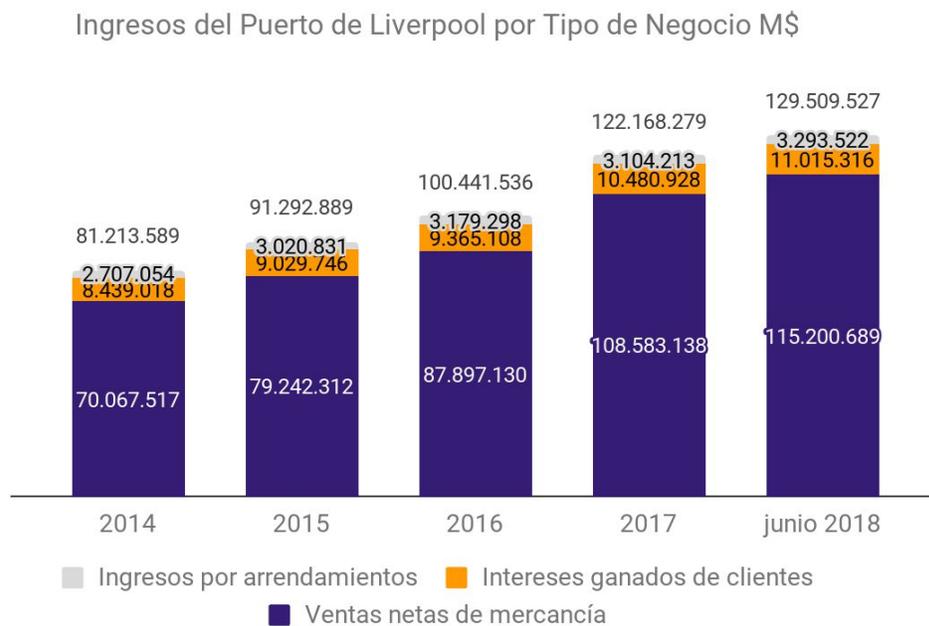


Gráfico 2: Ingresos por Tipo de Negocio.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

¹⁸ El ingreso a Junio de 2018 tiene la venta de 12 meses para efectos de comparación, es decir, la venta a Junio de 2018 se comprende de Julio de 2017 a Junio de 2018.

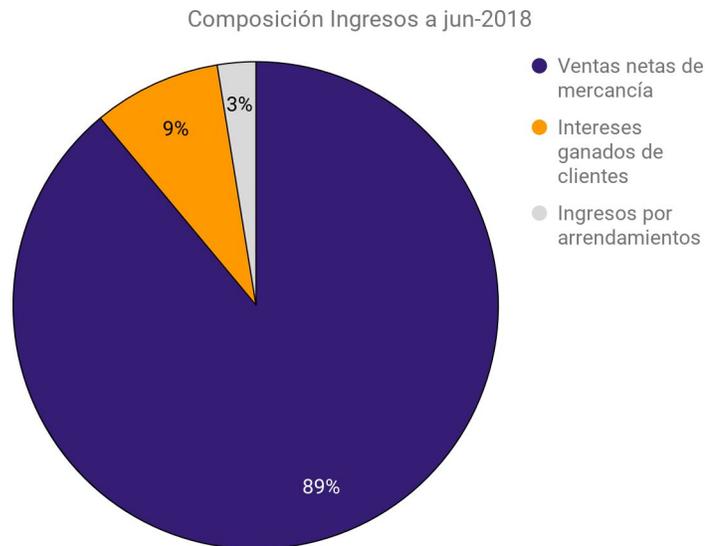


Gráfico 3: Participación de los Ingresos por tipo de Negocio.
Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros de junio de 2018.

2.7 Regulación

El Puerto de Liverpool S.A.B de C.V está regulada tanto por la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), como por el Servicio de Administración Tributaria (SAT), dependiente de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Dado lo anterior, está sujeta a las siguientes leyes

:

- Ley de Mercado y de Valores
- Legislación Fiscal
 - Código Fiscal de la Federación y su Reglamento
 - Ley del Impuesto Sobre la Renta y su Reglamento
 - Ley del Impuesto Empresarial a Tasa Única
 - Ley de Impuesto al Valor Agregado y su Reglamento
- Ley del Impuesto Especial sobre Producción y Servicios

- Debe regirse por el Código de Comercio y las demás leyes mercantiles aplicables, como la Ley General de Sociedades Mercantiles y Ley de Establecimientos Mercantiles del Distrito Federal
- Ley Aduanera.

Desde el año 2012 la compañía está obligada a preparar sus estados financieros utilizando la normativa IFRS. Lo anterior en conformidad con las modificaciones a las reglas para compañías públicas y otros participantes del Mercado de Valores Mexicano.

2.8 Mayores Accionistas

Las sociedades y fideicomisos que se mencionan a continuación mantienen una participación de aproximadamente el 87% de la Serie 1 del capital social de El Puerto de Liverpool, S. A. B. de C.V., al 30 de junio de 2018:

ACCIONISTAS	ACCIONES	PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN
Banco Nacional de México. S. A.. Institución de Banca Múltiple. Grupo Financiero Banamex/Trust No. 15228/3	278.691.361,00	20.8
Banco INVEX. S.A.. Institución de Banca Múltiple. INVEX Grupo Financiero/Trust No. 0327	218.019.750	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	101.178.030	7.5
BBVA Bancomer Servicios. S. A.. Institución de Banca Múltiple. Grupo Financiero BBVA Bancomer/Trust No. 25078/7	76.362.567	5.7

Pictet Bank & Trust Limited	57.137.573	4.4
Scotiabank Inverlat S. A.. Institución de Banca Múltiple/Trust No. 11033735	36.839.656	2.7
Banco Credit Suisse (México). S. A.. Institución de Banca Múltiple	18.097.934	1.3
Pittec and Cie	5.617.040	0.4
Citiacciones Flexible. S. A. de C. V. Sociedad de Inversión de Renta Variable	3.151.182	0.2
Otros	314.821.343	23.5
TOTAL	1.342.196.100	100

Cuadro 3: Accionista del Puerto de Liverpool.

Fuente: Informe Trimestral 2T 2018.

No existe participación accionaria individual de los miembros del consejo de administración o principales funcionarios de la Compañía que sea superior al 1% del total de las acciones representativas del capital social de la Compañía. Tampoco se registran personas físicas o morales que sean accionistas beneficiarios del 5% o más del total de acciones con derecho a voto de la Compañía¹⁹.

2.9 Descripción de Empresas Comparables

La industria del retail en México es una de las que tiene mayor madurez en la región. Entre 1970 y 1990, los proyectos de centros comerciales fueron desarrollados por las tiendas departamentales, bajo el formato de super regional centers. Después en los 90, se comenzaron a desarrollar modelos innovadores desarrolladas en su mayoría por compañías familiares. No fue sino hasta los primeros años de este siglo, con la llegada de los fondos de inversión, que la industria comenzó a institucionalizarse; lo que le ha permitido colocarse como una de las más sofisticadas del mundo. La apertura de la economía mexicana desde su incorporación a la Organización Mundial de Comercio (OMC) y la creación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), ponen a este país como uno de los que presentan un mejor

¹⁹ <https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/informes-anales/Informe-Anual-LIVER-17-VF.pdf>, pag 73.

ambiente de negocios para los desarrolladores, inversionistas y retailers extranjeros. La reducción de los aranceles a los productos chinos en 2011, en especial a los textiles y calzado, fue el detonador para la entrada de muchas nuevas marcas europeas y americanas.

La división del retail en México corresponde a moda y accesorios, seguida por comercios de bienes perecederos y tiendas departamentales. El consumidor también ha cambiado, como consecuencia de la mayor competencia, teniendo ahora un perfil más informado, exigente y con mayor poder. Dentro de los cambios del consumidor se encuentra un mayor ingreso promedio por hogar, un mayor acceso al crédito aumentando la facilidad para adquirir bienes y servicios y el acceso a nuevos canales de compra de la mano del ecommerce, que cada vez toma más terreno dentro de la omnicanalidad.

2.9.1 Industria del Retail en México Competencia

La industria del retail en México es muy competitiva y fragmentada. De acuerdo a información publicada por la ANTAD (Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales) la industria del retail la componen tiendas de autoservicio (principalmente supermercados), retailers especialistas (en las que se encuentran farmacias y mueblerías) y tiendas por departamento, en las que compete el grupo Liverpool. Adicionalmente la industria se complementa con tiendas de marcas internacionales como H&M y Zara, boutiques, boutiques de diseñador, outlets e e-commerce. De acuerdo a información publicada por la ANTAD existen 17 tiendas por departamento que aportan cerca de 2.373 tiendas distribuidos en 6.324.258 m² a lo largo del México. El Grupo El Puerto de Liverpool lo conforman 3 de las 17 tiendas departamentales publicadas por la ANTAD, las tiendas Liverpool, Fábricas de Francia y Suburbia.



Figura 1: Tiendas por departamento de México.

Fuente: ANTAD.

Sin embargo, quienes compiten directamente con El Puerto de Liverpool son las tiendas por departamento el Grupo El Palacio del Hierro S.A.B de C.V, Grupo Sanborns S.A.B de C.V y Grupo Famsa S.A.B de C.V, empresas que apuntan a un segmento de cliente similar y que además tienen información financiera pública ya que su acción se transa en el mercado de valores Mexicanos.

2.9.2 Empresas Comparables

La competencia de El Puerto de Liverpool es muy diversa y puede depender de la línea de productos, la ubicación geográfica y el nivel de ingresos de los consumidores potenciales. El segmento del mercado al que principalmente apunta, también es atendido por otras tiendas departamentales y por algunas cadenas de tiendas de autoservicio, con presencia nacional o regional y por un número ilimitado de comercios independientes y tiendas especializadas que tienen un área de influencia local.

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

- Grupo Palacio de Hierro, S.A.B. de C.V.
- Grupo Sanborns, S.A.B. de C.V.

- Grupo Famsa, S.A.B. de C.V.
- Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V.

2.9.2.1 Grupo Palacio de Hierro, S.A.B. de C.V.

Empresa de tienda departamental de lujo en México. Actualmente. Su grupo objetivo de consumidores es el 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. También posee un negocio financiero con su propia Tarjeta de Crédito.

La empresa tiene las siguientes líneas de negocio con sus respectivos ingresos:

Producto	División	2015	2016	2017
Ropa y Calzado	Comercial	11.754.333	12.924.011	15.264.854
Enseres Mayores y Línea Blanca	Comercial	1.359.924	1.484.199	1.212.552
Mercancías Generales	Comercial	11.302.035	15.051.646	14.085.716
Inmobiliarios	Inmobiliaria	546.196	586.799	609.384
Intereses	Crédito	1.055.004	1.113.841	1.339.692
Ingresos totales del Grupo \$M		26.017.492	31.160.496	32.512.198

Cuadro 4: Ingresos por Negocio de Grupo Palacio de Hierro.

Fuente: Elaboración Propia - Informe Anual 2017 Grupo El Palacio del Hierro.

2.9.2.2 Grupo Sanborns, S.A.B. de C.V.

Grupo Sanborns es una empresa líder en el mercado de venta al menudeo en México. Su portafolio de formatos incluye tiendas departamentales, especializadas, de lujo y tiendas-restaurante, con marcas altamente reconocidas tales como: Sears, Sanborns iShop-Mixup, eduMac, Saks Fifth Avenue, DAX y Sanborns Café. Grupo Sanborns es la principal subsidiaria de Grupo Carso, contribuyendo con alrededor del 50% de los ingresos y la utilidad de operación consolidadas.

M\$	2015	2016	2017
Ventas Totales	44.413.058	47.593.847	49.768.427

Cuadro 5: Ingresos Grupo Sanborns.

Fuente: Elaboración Propia - Informe Anual 2017 Grupo Sanborns.

Sus ingresos provienen de las siguientes líneas de negocio:

Formato	Número de tiendas	Superficie de venta (m2)	% de ventas	Productos
Sears	95	837.009	47%	Moda, línea blanca y electrodomésticos, muebles, mejora del hogar y electrónicos.
Sanborns	170	261.714	26%	Libros, revistas, salud y belleza, farmacia, electrónicos, juguetes, música, videos, joyería, fotografía, teléfonos celulares, dulces y regalos. Servicio de bar y restaurante.
iShop/Mixup	117	40	21%	Productos Apple y accesorios relacionados, música, videos, películas y videojuegos.
Otros	56	71	6%	Perfumería y cosméticos. Comida mexicana tradicional accesible. Ropa de alta calidad y accesorios. Centros comerciales. Plataforma de comercio electrónico
Total	438	1.209.440	100%	

Cuadro 6: Participación por Línea de Negocio de Grupo Sanborns.

Fuente: Elaboración Propia - Informe Anual 2017 Grupo Sanborns.

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

Grupo Famsa es una empresa mexicana líder en el sector minorista, enfocada en satisfacer diversas necesidades de consumo y de servicios financieros básicos de las familias, compuesta por tres unidades de negocios:

- Famsa México, responsable de operar más de 376 tiendas de ventas al menudeo en México.
- Banco Famsa, creado en 2007 para brindar un portafolio complementario de servicios financieros a los clientes del negocio de ventas al menudeo.
- Famsa USA, opera una red de 22 tiendas de venta al menudeo en los Estados Unidos, enfocada en atender a la creciente comunidad hispana.

Sus ingresos por líneas de negocio son:

Ventas netas por negocio	2014	2015	2016	2017
Famsa México	13.007	14.239	15.157	15.605
Famsa USA	1.745	2.027	2.265	1.831
Otros negocios	801	941	1020	1030
Operaciones intersegmentos	-701	-830	-898	-912
Total ventas netas consolidadas MMS	14.856	16.377	17.544	17.554

Cuadro 7: Ingresos por Línea de Negocio de Grupo Famsa.

Fuente: Elaboración Propia - Informe Anual 2017 Grupo Famsa.

2.9.2.4 Walmart de México, S.A.B. de C.V.

Fundada 1958 en ciudad de México, bajo el nombre 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. Wal-Mart de México es una cadena comercial que opera 2.087 unidades comerciales distribuidas en 109 ciudades a nivel nacional, incluyendo tiendas de autoservicio, supermercados, tiendas de descuento, bodegas, hipermercados, clubes de precios con membresías, restaurantes y un banco. Es subsidiaria de Wal-Mart Stores Inc. y tiene operaciones en Centro y Sudamérica. Es el mayor empleador privado de México y la tercera compañía más importante considerando su volumen de ventas.

Ingresos Walmex	2014	2015	2016	2017
Ventas Netas	485.864	472.46	528.571	569.367
% de crecimiento vs. año anterior, U. Totales	11	11	12	8
% de crecimiento vs. año anterior, U. Iguales	9	9	10	6
Otros Ingresos	3.503	3.451	3.813	3.898
% de crecimiento vs. año anterior	5	NA	11	2
Total Ingresos \$MM	489.367	475.911	532.384	573.265
% de crecimiento vs. año anterior	11	NA	12	8

Cuadro 8: Ingresos Walmart México.

Fuente: Elaboración Propia - Informe Anual 2017 Walmart México.

2.9.2.5 Comparativo Empresas Comparables

A continuación se presenta un cuadro comparativo de ingresos, utilidades, activos, pasivos y capital contable de las empresas comparables de El Grupo del Puerto de Liverpool.

jun-18 \$M	LIVEPOL ²⁰	GPH ²¹	GFAMSAA ²²	GSNBRB1 ²³	WALMEX ²⁴	TOTAL COMPARABLES
Total Ingresos	57.895.781	14.771.753	9.333.903	23.262.204	291.720.927	396.984.568
Utilidad de la Operación	5.612.142	1.533.045	712.195	1.930.207	21.760.951	31.548.540
Utilidad	3.718.460	1.041.614	161.056	1.448.107	16.309.120	22.678.357
Total Activos	162.743.536	35.371.657	47.613.579	45.507.774	286.762.810	577.999.356
Total Pasivos	70.653.465	14.341.668	40.197.153	13.905.584	137.831.427	276.929.297
Total Capital Contable	92.090.071	21.029.989	7.416.426	31.602.190	148.931.383	301.070.059

jun-18 [%]	LIVEPOL	GPH	GFAMSAA	GSNBRB1	WALMEX	TOTAL
Total Ingresos	14,58%	3,72%	2,35%	5,86%	73,48%	100,00%

²⁰ LIVEPOL nemotécnico de El Puerto de Liverpool.

²¹ GPH nemotécnico del Grupo Palacio de Hierro.

²² GFAMSAA nemotécnico del Grupo Famsa.

²³ GSNBRB1 nemotécnico del Grupo Sanborns.

²⁴ WALMEX nemotécnico de Walmart de México.

Utilidad de la Operación	17,79%	4,86%	2,26%	6,12%	68,98%	100,00%
Utilidad	16,40%	4,59%	0,71%	6,39%	71,91%	100,00%
Total Activos	28,16%	6,12%	8,24%	7,87%	49,61%	100,00%
Total Pasivos	25,51%	5,18%	14,52%	5,02%	49,77%	100,00%
Total Capital Contable	30,59%	6,99%	2,46%	10,50%	49,47%	100,00%

Cuadro 9: Ingresos y Participación de Empresas Comparables.

Fuente: Elaboración Propia - Informes Trimestrales 2T 2018.

Distribución Ingresos de Tiendas por Departamento

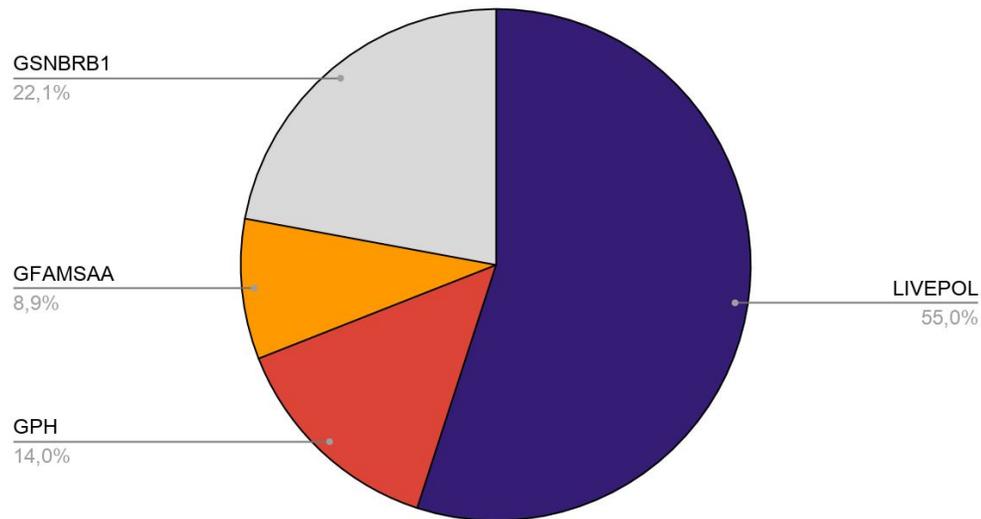


Gráfico 4: Participación de Mercado en Tiendas por departamento.

Fuente: Elaboración Propia - Informes Trimestrales junio 2018 empresas comparables.

Tal como se observa en el gráfico anterior, se puede deducir que El Puerto de Liverpool es el líder en participación de mercado, en cuanto a tiendas por departamento. Walmart México es el líder indiscutido en cuanto a ingresos por ventas. Sin embargo, su negocio es el menos comparable al ser principalmente un supermercadista. Al meterlo en la figura, Liverpool ocupa la segunda posición en participación de mercado.

Capítulo 3: Financiamiento de la Empresa

3.1 Descripción del Financiamiento de la Empresa

Al analizar los estados financieros, desde el año 2014 a junio de 2018, se aprecia que la deuda financiera de la empresa se compone de préstamos otorgados por instituciones bancarias y emisión de certificados bursátiles (bonos), siendo esta última su principal fuente de financiamiento. En el gráfico 5 se aprecia la evolución de la deuda financiera del 2014 a jun-2018. Al mes de junio de 2018 el 100% de la deuda financiera de la empresa se compone de Bonos.

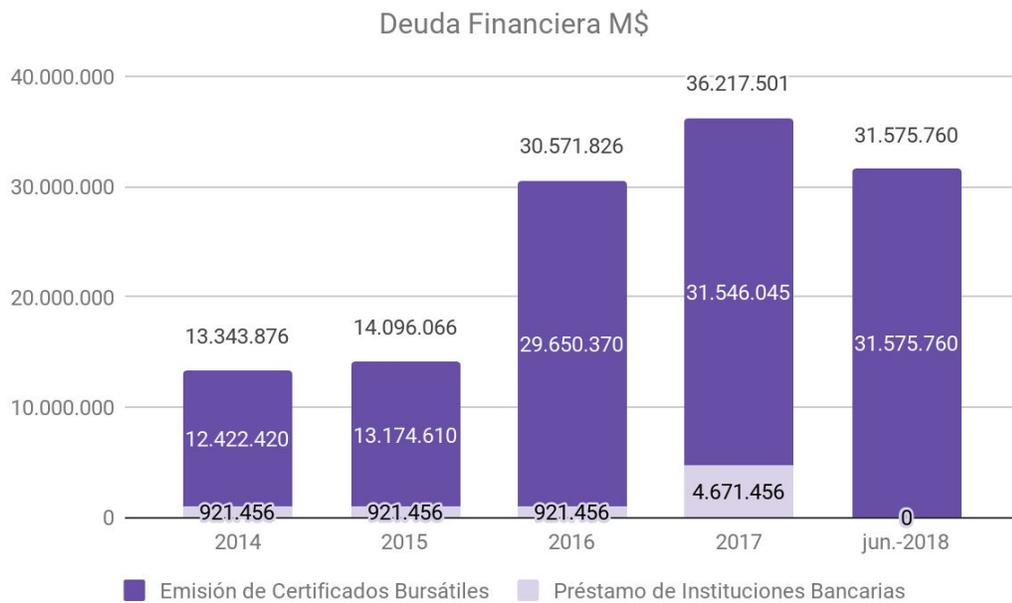


Gráfico 5: Deuda financiera por tipo.

Fuente: Elaboración propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio 2018.

El incremento de la deuda financiera entre los años 2015 y 2016 se explica por la emisión de bono en Estados Unidos en 2016 por MM\$ 750 (MM\$ 14.768) para la adquisición de la empresa Suburbia.

La descripción de los bonos vigentes de la empresa al 30 de junio de 2018 se muestran en el cuadro 10. Todos los bonos son de tipo bullet, con pago de interés de forma semestral.

Clave de emisión	Fecha Emisión	Fecha Vencimiento	País de Colocación	Tipo de Bono	Periodicidad	Tasa de interés cupón	Monto colocado
LIVEPOL 08	5/9/2008	24/08/2018	México	Bullet	Semestral	9.36%	\$1.000.000.000
LIVEPOL 10-U	1/6/2010	19/05/2020	México	Bullet	Semestral	4.22%	\$750.000.000
LIVEPOL 10	1/6/2010	19/05/2020	México	Bullet	Semestral	8.53%	\$2.250.000.000
LIVEPOL 12-2	29/03/2012	17/03/2022	México	Bullet	Semestral	7.64%	\$1.900.000.000
283837AA0	2/10/2014	2/10/2024	Estados Unidos	Bullet	Semestral	3.95%	US\$ 300.000.000
283837AB8	6/10/2016	6/10/2026	Estados Unidos	Bullet	Semestral	3.875%	US\$ 750.000.000
LIVEPOL 17-2	25/08/2017	19/08/2022	México	Bullet	Semestral	TIE a 28 días + 0.25 pts.	\$1.500.000.000
LIVEPOL 17	25/08/2017	13/08/2027	México	Bullet	Semestral	7.94%	\$3.500.000.000

Cuadro 10: Descripción de Bonos Vigentes al 30 de junio de 2018.

Fuente : Elaboración Propia - Informe financiero trimestral de junio de 2018.

Capítulo 4: Estructura de Capital de la Empresa

La estructura de capital de la empresa corresponde a la composición de financiamiento que tiene la empresa entre deuda financiera y capital.

4.1 Deuda Financiera del Puerto de Liverpool

La deuda financiera de la empresa corresponde a la deuda que devenga intereses, corresponde a la deuda financiera bancaria y la deuda compuesta por la emisión de Bonos.

Deuda Financiera	2014	2015	2016	2017	jun.-2018
Préstamo de Instituciones Bancarias	921.456	921.456	921.456	4.671.456	0
Emisión de Certificados Bursátiles	12.422.420	13.174.610	29.650.370	31.546.045	31.575.760
Deuda Financiera \$M	13.343.876	14.096.066	30.571.826	36.217.501	31.575.760

Cuadro 11: Deuda Financiera por tipo.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a Junio de 2018.

4.2 Patrimonio Económico de la Empresa

Para el cálculo del patrimonio económico se utiliza el número de acciones suscritas por el precio al cierre del periodo. La empresa posee dos series de acciones, la serie 1 que da derecho a sus dueños a voto y la serie C-1, sin derecho a voto.

Patrimonio Económico (P)	2014	2015	2016	2017	jun.-2018
n° acciones Serie 1	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000	1.144.750.000
n° acciones Serie C-1	197.446.100	197.446.100	197.446.100	197.446.100	197.446.100
Precio acción \$ Serie 1	153,00	239,00	166,00	127,80	130,00
Precio acción \$ Serie C-1	147,48	213,18	149,55	124,30	127,44
Patrimonio Económico (P) \$M	204.266.101	315.686.810	219.556.564	170.841.600	173.980.031

Cuadro 12: Deuda Financiera por tipo.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

4.3 Valor Económico de la Empresa

El Valor Económico de la empresa se compone de la suma del Patrimonio Económico y la Deuda Financiera²⁵. En el cuadro 13 se muestra el Valor Económico de la Empresa.

Valor de la Empresa (V)	2014	2015	2016	2017	jun.-2018
Deuda Financiera (B)	13.343.876	14.096.066	30.571.826	36.217.501	31.575.760
Patrimonio Económico (P)	204.266.101	315.686.810	219.556.564	170.841.600	173.980.031
Valor de la Empresa (V) \$M	217.609.977	329.782.876	250.128.390	207.059.101	205.555.791

Cuadro 13: Valor Económico de la Empresa.

Fuente:Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

4.4 Estructura de Capital Histórico

En el cuadro 14 se muestra el cálculo de Estructura de Capital de la empresa. La estructura de capital de la empresa presenta variabilidad a lo largo de los años, en los años 2014 y 2015 el ratio B/V se presenta claramente bajo el 7%, en tanto que en los años 2016 en adelante el indicador se aprecia sobre los dos dígitos, alcanzando un máximo de 17,5% en 2017. El alza es claramente una consecuencia del alza de la deuda financiera para el financiamiento de la adquisición de la empresa Suburbia.

Estructura de Capital	2014	2015	2016	2017	jun.-2018	promedio 2014-jun.2018
B/V	6,1%	4,3%	12,2%	17,5%	15,4%	11,1%
P/V	93,9%	95,7%	87,8%	82,5%	84,6%	88,9%

²⁵ Por simplicidad se asume que la Deuda Financiera está a valores de Mercado, es decir, que los bonos transan a la Par.

B/P	6,5%	4,5%	13,9%	21,2%	18,1%	12,9%
-----	------	------	-------	-------	-------	-------

Cuadro 14: Estructura de Capital Histórico.

Fuente: Elaboración Propia.

4.5 Estimación Estructura de Capital Objetivo

Para la estimación de la estructura de capital objetivo de largo plazo se tomó el promedio de la estructura de capital de los años 2014 y 2015 exclusivamente. Se entiende que la estructura de los años 2016, 2017 y 2018 son reflejo del mayor apalancamiento financiero para la compra de la empresa Suburbia. Según un hecho esencial²⁶ informado por la empresa a la Bolsa de Valores Mexicana el 21 de diciembre de 2017 en el cual informa del prepago de deuda financiera bancaria dado el *“compromiso de la empresa por reducir el apalancamiento proveniente de la adquisición de Suburbia y regresar a los niveles de deuda que típicamente ha mantenido lo antes posible”*

Estructura de Capital objetivo	2014	promedio	
		2015	2014-2015
B/V_obj	6,1%	4,3%	5,2%
P/V_obj	93,9%	95,7%	94,8%
B/P_obj	6,5%	4,5%	5,5%

Cuadro 15: Estructura de Capital Objetivo.

Fuente: Elaboración propia.

Por lo tanto, la estructura de capital objetivo a utilizar en la valoración es la siguiente:

- B/V = 5,20%.
- P/V = 94,80%.
- B/P = 5,49%.

²⁶

<https://www.elpuertodeliverpool.mx/docs/eventos-relevantes/2017/EVENTO-RELEVANTE-2017-12-21-Prepago-a-prestamo-sindicado.pdf>

Capítulo 5: Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa.

5.1 Beta de la acción o patrimonial ($\beta_{p\ c/d}$)

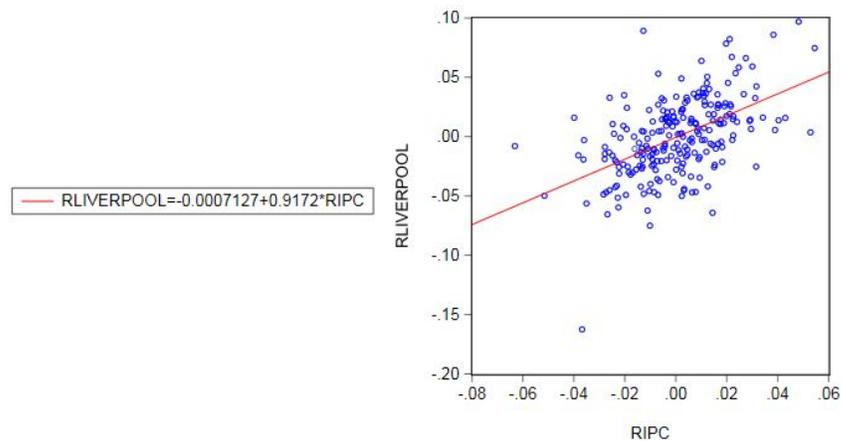
Se estimó el Beta del Patrimonio o de la acción ($\beta_P^{C/D}$) a través del modelo de regresión simple de mercado. La variable dependiente es el retorno del precio de acción de Liverpool, mientras que la variable independientes es el retorno del Indicador Mexicano IPC, principal índice bursátil de la Bolsa Mexicana de Valores Mexicana.

$$R_{Liverpool} = \alpha + \beta * R_{IPC} + \epsilon$$

Se estimó el beta del patrimonio al 31 de junio del año 2018 utilizando datos semanales desde el año 2014. La razón por la cual se consideró utilizar cuatro años de datos y no dos, que es lo usual, es por el hecho que el beta de los últimos dos años no es representativo del riesgo de Liverpool de largo plazo. Hace dos años, en 2016, la empresa duplicó su leverage o endeudamiento financiero por la adquisición de Suburbia en 2017. La compañía ha declarado que su objetivo de largo plazo es volver a su leverage anterior a la adquisición. Por lo anterior es que consideramos más prudente considerar al menos cuatro años de historia.

En el cuadro 16 se muestra el resultado de la regresión lineal, el resultado es un estimador del beta de la acción de la acción de Liverpool de 0,92, adicionalmente se aprecia un p-value o significancia de 2,2E-16, prácticamente 0, indicando que el estimador es estadísticamente significativo. La acción tiene una presencia bursátil del 100% por lo que no presenta problemas de liquidez.

Análisis de Regresión		jun.-2018
Beta de la Acción		0,9172
p-value (significancia)		2,20E-16
Presencia Bursátil (%)		100%



Cuadro 16: Regresión Lineal Retorno de Liverpool vs Retorno IPC.

Fuente: Elaboración Propia.

5.2 Costo de Capital de la Empresa

5.2.1 Tasa Libre de Riesgo, PRM y Tasa de Impuestos

Para la estimación del costo de capital de la empresa se tomaron los siguiente supuestos:

- Tasa Libre de riesgo (r_f) = 7,60% , correspondiente a la TIR o YTM al 30 de junio de 2018 de bono del gobierno mexicano a 10 años (Fuente: Thomson Reuters).
- Premio por Riesgo de Mercado (PRM) = 7,42%, según información publicada por Damodaran al mes de junio de 2018.²⁷
- Tasa de impuestos (t_c) = 25,68%, promedio del impuesto efectivo de los años 2014 al 2018, tal como se indica en el cuadro 17. El Gobierno Mexicano no ha indicado cambio

²⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> : Archivo *ctrypremJuly18*

en los impuestos para los años próximo, por lo se considerara el mismo valor para tasa de impuesto objetivo o de largo plazo (t_{c_obj}).

Tasa de Impuestos	2014	2015	2016	2017	jun.-2018	promedio
tc	26,48%	26,16%	26,86%	23,22%	25,68%	25,68%

Cuadro 17: Impuestos efectivos pagados por la empresa.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

5.2.2 Costo de la deuda (K_b)

Para determinar el costo de la deuda (k_b), se tomó en consideración la TIR o YTM del Bono de más largo plazo emitido por el Puerto de Liverpool. Tal como se aprecia en el cuadro 10, el bono de más largo plazo es el bono con clave de emisión LIVEPOL17, con fecha de vencimiento el 13 de agosto de 2027. Según información publicada por ThomsonReuters, la TIR al 30 de junio de 2018 es de 8,72%, tal como muestra el gráfico 6.

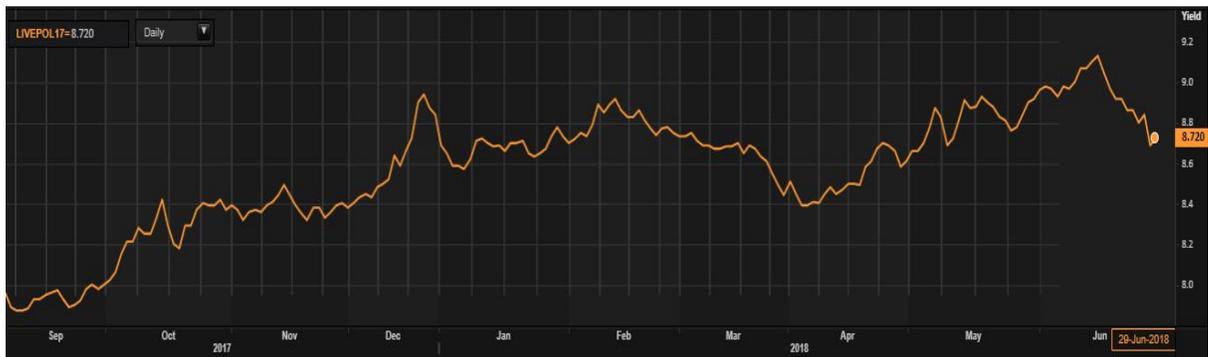


Gráfico 6: Evolución de TIR o YTM de bono LIVEPOL17.

Fuente: Thomson Reuters.

5.2.3 Beta de la deuda (β_B)

El Beta de la deuda (β_B) se obtiene mediante modelo CAPM.

$$k_B = r_F + PRM * \beta_B \Rightarrow$$

$$\beta_B = \frac{k_B - r_F}{PRM}$$

$$\beta_B = \frac{8,72\% - 7,60\%}{7,42\%}$$

$$\beta_B = 0,1509.$$

5.2.4 Beta de la acción (β_P c/d)

El Beta de acción del Puerto del Liverpool al 30 de junio de 2018 es de 0,9172 tal como se indicó en el cuadro 16.

$$\beta_P^{C/D} = 0,9172.$$

5.2.5 Beta patrimonial sin deuda (β_P s/d) (Desapalancamiento)

Para obtener el Beta patrimonial sin deuda (o del rubro) se procedió a desapalancar mediante la ecuación de Rubenstein.

$$\beta_P^{C/D} = \beta_P^{S/D} * [1 + (1 - t_c) * (\frac{B}{P})] - \beta_B * (1 - t_c) (\frac{B}{P})$$

- $\beta_P^{C/D} = 0,9172$; corresponde valor estimado de la regresión lineal del modelo de mercado entre el retorno de acción de Liverpool y el retorno del IPC, de la BMV, utilizando datos desde Enero de 2014 a junio de 2018.
- $t_c = 25,68\%$, corresponde al impuesto promedio del 2016 a junio de 2018, fechas utilizadas para el cálculo del Beta de la acción.
- $\frac{B}{P} = 12,85\%$, corresponde a la estructura de capital promedio del 2014 a junio de 2018, fechas utilizadas para el cálculo del Beta de la acción.
- $\beta_B = 0,1509$, correspondiente al Beta asociado a la deuda al 30 de junio de 2018.

$$0,9172 = \beta_P^{S/D} * [1 + (1 - 25,68\%) * 12,85\%] - 0,1509 * (1 - 25,68\%) * 12,85\% \Rightarrow$$

$$\beta_P^{S/D} = 0,8504.$$

5.2.6 Beta patrimonial con deuda ($\beta_P^{C/D}$) (Apalancamiento)

El Beta patrimonial con deuda se obtiene de la ecuación de Rubenstein, apalancando el $\beta_P^{S/D}$ a la estructura de capital objetivo de largo plazo ($\frac{B}{P}_{obj}$) y la tasa de impuestos de largo plazo objetivo (t_c_{obj}).

- $\frac{B}{P}_{obj} = 5,49\%$.
- $t_c_{obj} = 25,68\%$.

$$\beta_P^{C/D} = \beta_P^{S/D} * [1 + (1 - t_{c_{obj}}) * (\frac{B}{P}_{obj})] - \beta_B * (1 - t_{c_{obj}}) * (\frac{B}{P}_{obj})$$

$$\beta_P^{C/D} = 0,8504 * [1 + (1 - 25,68\%) * 5,49\%] - 0,1509 * (1 - 25,68\%) * 5,49\%$$

$$\beta_P^{C/D} = 0,8790.$$

5.2.7 Costo Patrimonio (k_p)

El costo patrimonial (k_p) se obtuvo mediante el modelo CAPM.

$$k_p = r_f + \beta_P^{C/D} * PRM$$

$$k_p = 7,60\% + 0,8790 * 7,42\%$$

$$k_p = 14,12\%$$

5.2.8 Costo de Capital (k_o)

El costo de capital se calculó mediante el costo promedio ponderado del capital (WACC).

$$k_o = k_p * \frac{P}{V_{obj}} + k_B * \frac{B}{V_{obj}} * (1 - t_{c_{obj}})$$

$$k_o = 14,12\% * 94,80\% + 8,72\% * 5,20\% * (1 - 25,68\%)$$

$$k_o = 13,72\%$$

Capítulo 6: Análisis Operacional del Negocio y la Industria

6.1 Análisis de Ingresos

6.1.1 Análisis de Ingresos del Puerto de Liverpool

Los Ingresos del Puerto de Liverpool se dividen en tres segmentos, segmento comercial (ingresos por venta de mercadería asociados a Liverpool y Suburbia), segmento financiero (ingresos por intereses) y segmento inmobiliario (ingresos por arrendamientos).

En el cuadro 18 se muestra la evolución de los ingresos desde 2014 a junio de 2018.

Análisis de Ingresos	2014	2015	2016	2017	jun.-2018
Segmento Comercial	70.067.517	79.242.312	87.897.130	108.583.138	50.703.864
Liverpool	70.067.517	79.242.312	87.897.130	96.057.468	43.798.116
Suburbia				12.525.670	6.905.748
Segmento Financiero	8.439.018	9.029.746	9.365.108	10.480.928	5.456.994
Segmento Inmobiliario	2.707.054	3.020.831	3.179.298	3.104.213	1.734.923
Total Ingresos M\$	81.213.589	91.292.889	100.441.536	122.168.279	57.895.781

Cuadro 18: Evolución de ingresos por segmentos.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

Cabe destacar la incorporación de Suburbia por parte de Liverpool en el segundo trimestre de 2017²⁸, por lo que se generaron ingresos adicionales por Suburbia en el segundo, tercer y cuarto trimestre de 2017.

En el cuadro 19 se muestra el crecimiento del ingreso, se aprecia un crecimiento de los ingresos de 21,6% en 2017 respecto de 2016 como consecuencia del ingreso de Suburbia a las operaciones de Liverpool en el segundo trimestre de 2017. Ya en el año 2018 el crecimiento acumulado al mes de Junio de 2018 es menor, alcanzando un crecimiento del 14,5%, esto porque Suburbia ya se encuentra en la “base” del año 2017 en los últimos tres trimestres.

Análisis del Crecimiento	2015	2016	2017	jun.-2018
Crec. Segmento Comercial	13,1%	10,9%	23,5%	15,0%
Crec. Liverpool	13,1%	10,9%	9,3%	7,6%
Crec. Suburbia				103,4%
Crec. Segmento Financiero	7,0%	3,7%	11,9%	10,9%
Crec. Segmento Inmobiliario	11,6%	5,2%	-2,4%	12,2%
Crec. Total Ingresos %	12,4%	10,0%	21,6%	14,5%

Cuadro 19: Evolución de crecimientos por segmento.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

En el gráfico 7 se muestra la composición del ingreso, el cual es estable en sus líneas de negocios. A junio de 2018 se tienen la siguiente composición de los Ingresos Totales, 88% del segmento comercial (Liverpool y Suburbia), 9% del segmento financiero y 3% de segmento inmobiliario.

²⁸ Ingreso de Suburbia a las operaciones del Puerto de Liverpool el día 4 de Abril de 2017. (Fuente: Memoria Anual 2017).

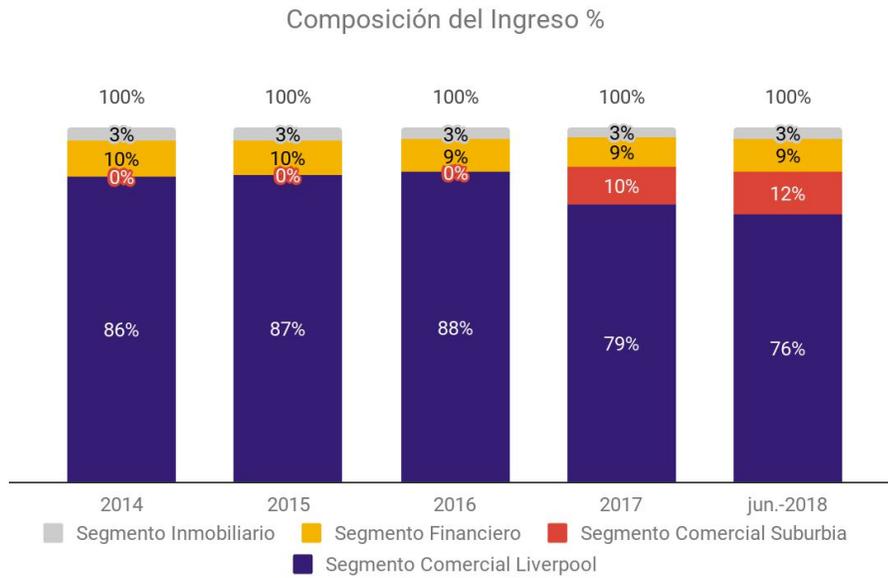


Gráfico 7: Evolución de la composición de ingreso por segmento.

Fuente: Elaboración propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

Al 30 de junio de 2018 , del 88% de los ingresos del segmento Comercial , un 12% es por Venta de Mercadería de Suburbia y 76% Venta de Mercadería de Liverpool. (gráfico 8)

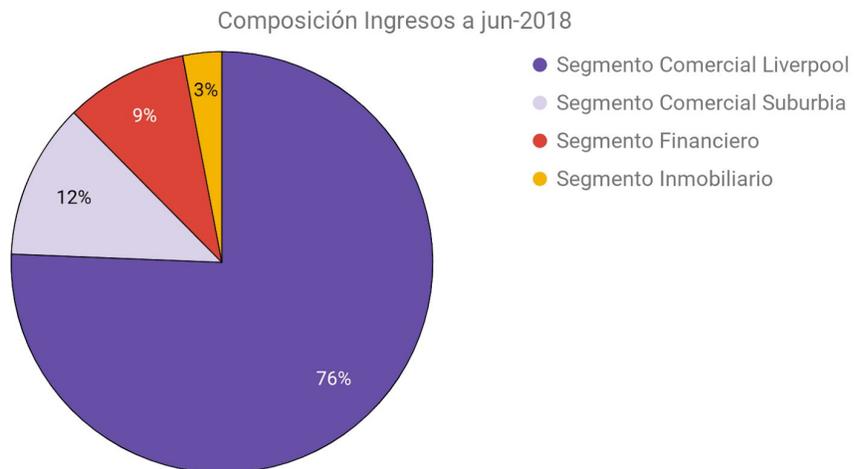


Gráfico 8: Composición % del ingreso por segmento a junio de 2018.

Fuente: Elaboración propia - Informes financieros trimestrales de junio de 2018.

6.1.2 Análisis de la Industria

Tal como se mencionó en la introducción, la ANTAD (Asociación Nacional de Tiendas de autoservicio y departamentales) agrupa a los principales *retailers* Mexicanos. En el gráfico 9 se aprecia una comparación del crecimiento de los ingresos de la ANTAD con los del Puerto de Liverpool. En los años 2014 y 2015 el crecimiento se aprecia con valores muy similares, en tanto que para 2017 y 2018 el crecimiento de Liverpool se ve incrementado por la incorporación de Suburbia a sus operaciones.

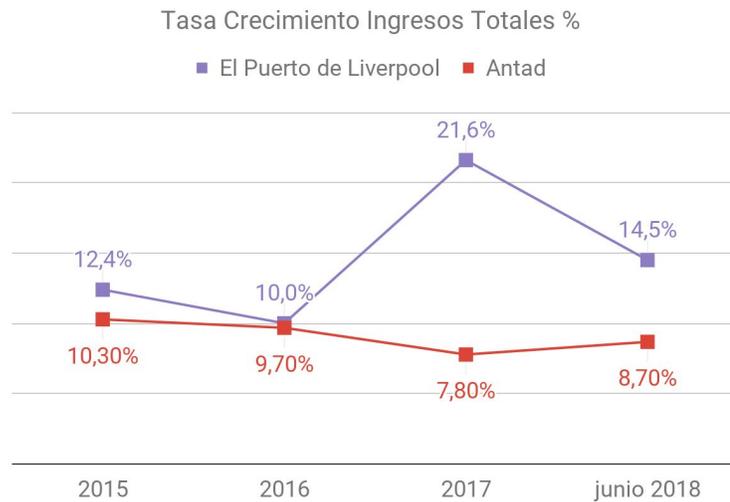


Gráfico 9: Tasa de Crecimiento de Ingresos.

Fuente: Elaboración propia - ANTAD e Informes financieros de Liverpool.

6.1.3 Análisis Económico

México es la segunda economía más grande de Latinoamérica, tanto en indicadores de PIB (US\$ 1,15 Billion) como en PIB per cápita (US\$ 8.903) según cifras al cierre de 2017, cuenta además con una población de 129 millones. El cierre de 2018 se proyecta un crecimiento del PIB del 2,3%, superior al del año 2017, con una inflación más baja llegando al 3,9%²⁹.

²⁹ Datos de Junio de 2018 de encuesta publicada expectativa de los especialistas en economía del sector privado.

Según datos publicados por el banco mundial, el 77,5%³⁰ del PIB se explica por el comercio (gráfico 10). Se calculó un indicador de Crecimiento real de ingreso del Puerto de Liverpool versus crecimiento del PIB, indicador que mide cuantas veces crece Liverpool versus el País. Se obtuvo un promedio de 2,73 veces³¹. (Cuadro 20)



Gráfico 10: El sector comercio como % del PIB.

Fuente: World Bank.

Indicadores	2015	2016	2017	2018e	Promedio*
Crecimiento del PIB	3,3%	2,9%	2,0%	2,3%	
Inflación	2,1%	3,4%	6,8%	3,9%	

<http://www.anterior.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/expectativas-de-los-especialistas/%7B3F1F7349-73C2-69F6-45B6-3F343FD2A56D%7D.pdf>

³⁰

https://datos.bancomundial.org/indicador/NE.TRD.GNFS.ZS?end=2017&locations=MX&name_desc=true&start=2000&view=char

³¹ El promedio excluye el año 2017 por ser un año recurrente por la adquisición de la empresa Suburbia.

Crecimiento Ingresos Nominales					
Liverpool	12,4%	10,0%	21,6%	10,7%	
Crecimiento Ingresos Real Liverpool	10,1%	6,4%	13,9%	6,6%	
x veces Liverpool/PIB	3,08	2,21	6,82	2,90	2,73
* El promedio excluye el año 2017 por ser un año no recurrente					

Cuadro 20: Análisis Económico.

Fuente: Elaboración Propia - Thomson Reuters e Informes financieros de Liverpool.

6.2 Análisis de Costos de Operación y Gastos

El Puerto de Liverpool al ser una empresa dedicada principalmente al retail, los costos de ventas están compuestos por los costos de la mercadería vendida, el costo de distribución y logístico y la merma de inventario generada. Los gastos de administración están compuestos por las remuneraciones, servicios contratados, depreciación y amortización, provisiones por deterioro de la cartera de créditos, reparaciones y mantenimiento, arriendos, suministros básicos y otros. El ítem “Otros” se compone de primas de seguro, gastos de viajes, impuesto predial y otros conceptos menores.

Análisis Costos y Gastos	2014	2015	2016	2017	jun.-2018
Costo de mercancía	-46.805.812	-52.574.718	-57.414.444	-70.150.818	-33.181.505
Costo de distribución y logístico	-1.388.150	-1.574.054	-1.906.627	-2.404.530	-1.330.490
Merma de Inventarios	0	0	-786.735	-832.139	0
Costo de ventas	-48.193.962	-54.148.772	-60.107.806	-73.387.487	-34.511.995
Sueldos y Gratificaciones	-7.216.216	-8.228.438	-8.947.444	-10.864.521	-5.876.445
Comisiones a Vendedores	-1.549.807	-1.682.240	-1.973.150	-2.143.767	-893.972
Otras remuneraciones	-239.518	-198.811	-213.118	-284.659	-175.870
Remuneraciones y beneficios al personal	-9.005.541	-10.109.489	-11.133.712	-13.292.947	-6.946.287
Servicios contratados	-2.796.258	-3.403.823	-3.787.312	-4.694.951	-2.733.763
Depreciación y amortización	-1.910.298	-2.086.042	-2.616.018	-3.423.103	-1.611.384
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-2.161.867	-1.959.842	-2.337.642	-3.081.018	-2.029.828

Reparaciones y mantenimiento	-1.335.852	-1.779.286	-1.877.482	-1.420.770	-880.974
Arrendamientos	-778.710	-940.569	-1.172.568	-2.051.036	-1.176.745
Energía eléctrica y suministros	-823.246	-695.906	-686.721	-1.013.845	-531.493
Otros	-3.094.549	-3.513.853	-3.315.884	-4.571.438	-1.861.170
Gastos de administración \$M	-21.906.321	-24.488.810	-26.927.339	-33.549.108	-17.771.644
Costos y gastos totales \$M	-70.100.283	-78.637.582	-87.035.145	-106.936.595	-52.283.639

Cuadro 21: Evolución de Costos y Gastos.

Fuente:Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

Análisis Costos y Gastos % Ingresos	2014	2015	2016	2017	jun.-2018
Costo de mercancía	-57,6%	-57,6%	-57,2%	-57,4%	-55,1%
Costo de distribución y logístico	-1,7%	-1,7%	-1,9%	-2,0%	-2,3%
Merma de Inventarios	0,0%	0,0%	-0,8%	-0,7%	0,0%
Costo de ventas % Ingresos	-59,3%	-59,3%	-59,8%	-60,1%	-57,4%
Sueldos y Gratificaciones	-8,9%	-9,0%	-8,9%	-8,9%	-11,7%
Comisiones a Vendedores	-1,9%	-1,8%	-2,0%	-1,8%	-2,0%
Otras remuneraciones	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%
Remuneraciones y beneficios al personal	-11,1%	-11,1%	-11,1%	-10,9%	-14,0%
Servicios contratados	-3,4%	-3,7%	-3,8%	-3,8%	-5,0%
Depreciación y amortización	-2,4%	-2,3%	-2,6%	-2,8%	-3,1%
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-2,7%	-2,1%	-2,3%	-2,5%	-2,5%
Reparaciones y mantenimiento	-1,6%	-1,9%	-1,9%	-1,2%	-1,4%
Arrendamientos	-1,0%	-1,0%	-1,2%	-1,7%	-2,6%
Energía eléctrica y suministros	-1,0%	-0,8%	-0,7%	-0,8%	-1,0%
Otros	-3,8%	-3,8%	-3,3%	-3,7%	-3,7%
Gastos de administración % Ingresos	-27,0%	-26,8%	-26,8%	-27,5%	-33,3%
Costos y gastos totales % Ingresos	-86,3%	-86,1%	-86,7%	-87,5%	-90,7%

Cuadro 22: Evolución del % Costos y Gastos sobre los Ingreso.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

6.3 Análisis de Cuentas No Operacionales

Las cuentas no operacionales son:

- Costos financieros: Son los intereses pagados por los instrumentos de financiamiento, especialmente bonos.
- Utilidad cambiaria- neta: En esta cuenta se encuentran las diferencias de cambio generadas por la operación, no cubiertas con derivados.
- Rendimientos sobre inversiones: Corresponde a rendimiento de las inversiones de excedentes de caja, principalmente en instrumentos de gobierno.
- Participación en los resultados de asociadas: Corresponde a la utilidad por la participación accionaria en otras compañías como: Grupo Unicomer Co. Ltd. , cadena comercializadora de muebles y aparatos electrodomésticos con 1.099 tiendas en América y el caribe (50% de participación). Moda Joven Sfera Mexico S.A de C.V, cadena especializada de ropa y accesorios con 45 tiendas en México. (49% de participación). Otras inversiones asociadas en participación en compañías de centros comerciales Angelópolis en la ciudad de Puebla y Galeria Querétaro en la ciudad de Querétaro.

En el cuadro 23 se muestra el Resultado No Operacional histórico desde 2014 a junio de 2018.

Resultado No Operacional	2014	2015	2016	2017	jun.-2018
Costos financieros	-1.164.789	-970.015	-1.344.225	-2.770.722	-1.432.977
Utilidad cambiaria-neta	-84.589	-167.534	749.801	-894.946	18.563
Rendimientos sobre inversiones	201.761	259.016	335.426	681.631	471.054
Participación en los resultados de asociadas	495.850	699.290	715.672	628.030	334.597
Utilidad No Operacional M\$	-551.767	-179.243	456.674	-2.356.007	-608.763

Cuadro 23: Análisis de Cuentas No Operacionales.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a Junio de 2018.

6.4 Análisis de Activo

6.4.1 Clasificación del Activo

En el cuadro 24 se aprecia la clasificación de los activos Operacionales y No Operacionales.

Activos	Clasificación
Activo Circulante	
Efectivo y equivalentes de efectivo	Operacional
Cartera de créditos a corto plazo / Neto	Operacional
Impuesto al valor agregado por recuperar	No operacional
Otras cuentas por cobrar / Neto	Operacional
Instrumentos financieros derivados	No operacional
Inventarios	Operacional
Pagos anticipados	Operacional
Activo No Circulante	
Cartera de créditos a largo plazo / Neto	Operacional
Otras cuentas por cobrar a largo plazo / Neto	Operacional
Instrumentos financieros derivados	No operacional
Inversión en acciones de asociadas	No operacional
Propiedades de inversión / Neto	Operacional
Propiedades, mobiliario y equipo / Neto	Operacional
Intangibles / Neto	Operacional
Impuesto sobre la renta diferido	No operacional

Cuadro 24: Clasificación de Activos.

Fuente: Elaboración propia.

6.4.2 Descripción de Activos No Operacionales

- Impuesto al valor agregado por recuperar: En México el impuesto al valor agregado es del 16%. En los activos se reconoce las recuperaciones del IVA por las compras e inversiones realizadas por Liverpool.

- Instrumentos financieros derivados: La Compañía utiliza Instrumentos Financieros Derivados (IFD) de cobertura con la finalidad de reducir el riesgo de movimientos adversos en las tasas de interés de su deuda a largo plazo e incrementos inflacionarios en México y para asegurar la certeza en los flujos de efectivo que pagará para cumplir con las obligaciones contraídas. Los principales instrumentos usados son los swaps de tasa de interés.
- Inversión en acciones asociadas: La comprende la participación accionaria en otras compañías como: Grupo Unicomer Co. Ltd. , cadena comercializadora de muebles y aparatos electrodomésticos con 1.099 tiendas en América y el caribe (50% de participación). Moda Joven Sfera Mexico S.A de C.V, cadena especializada de ropa y accesorios con 45 tiendas en México. (49% de participación). Otras inversiones asociadas en participación en compañías de centros comerciales Angelópolis en la ciudad de Puebla y Galeria Querétaro en la ciudad de Querétaro.
- Impuesto sobre la renta diferido: Correspondiente a diferencias de impuestos entre la norma financiera y tributaria. Los conceptos que componen los impuestos sobre la renta diferido de los activos son: Pérdidas fiscales por amortizar, provisión por deterioro de la cartera de créditos , provisiones e inventarios.

Capítulo 7: Proyección de Estado de Resultados

7.1 Proyección de Ingresos de Explotación

7.1.1 Proyección de Ingreso del segundo semestre de 2018.

La proyección del ingreso en 2018 no considero crecimientos históricos de años anteriores, pues como se mencionó anteriormente, en el segundo trimestre de 2017 ingresó Suburbia a las operaciones de la empresa, siendo una nueva fuente de ingresos relevantes para la empresa, que al mes de junio de 2018 representa el 12% del ingreso total. Por otra parte, y en menor medida un terremoto en México afectó los ingresos del segmento inmobiliario del cuarto trimestre del 2017. Es por lo anterior, que se consideró un crecimiento diferenciado para los ingresos, tal como se detalla en el Cuadro 25.

Criterio Proyección Crecimiento	II Sem 2018e	Criterio
Crec. Segmento Comercial	7,7%	
Crec. Liverpool	7,6%	Igual al crecimiento acumulado al mes de junio de 2018
Crec. Suburbia	8,3%	Igual al crecimiento del segundo trimestre de 2018
Crec. Segmento Financiero	10,9%	Igual al crecimiento acumulado al mes de junio de 2018
Crec. Segmento Inmobiliario	12,2%	Igual al crecimiento acumulado al mes de junio de 2018
Crec. Total Ingresos %	8,1%	

Cuadro 25: Criterio crecimiento ingreso 2do semestre de 2018.

Fuente: Elaboración propia.

Aplicando los crecimientos estimados se obtuvo la proyección de ingreso para el segundo semestre de 2018. (Cuadro 26)

Proyección de Ingreso	I Sem 2017	II Sem 2017	I Sem 2018	II Sem 2018e
Segmento Comercial	44.086.313	64.496.825	50.703.864	69.481.913
Liverpool	40.690.928	55.366.540	43.798.116	59.594.368
Suburbia	3.395.385	9.130.285	6.905.748	9.887.545
Segmento Financiero	4.922.606	5.558.322	5.456.994	6.161.722
Segmento Inmobiliario	1.545.614	1.558.599	1.734.923	1.749.498
Total Ingresos M\$	50.554.533	71.613.746	57.895.781	77.393.133

Cuadro 26: Proyección de ingreso del 2do semestre de 2018.

Fuente: Elaboración propia.

7.1.2 Proyección de Ingreso del año 2019 a 2023

Los ingresos de los años 2019 a 2023 se modelaron en función de variables macroeconómicas. Tal como se indicó en punto 6.1.3 se obtuvo un promedio de 2,73³² veces en la relación de crecimiento real de ingresos de Liverpool versus el crecimiento del PIB. A partir de la encuesta de perspectivas económicas publicadas por el Banco de México³³ (Banco Central de México) se obtuvo la proyección de las variables macroeconómicas inflación y crecimiento del PIB para los años 2019 a 2023. Luego para cada año se multiplicó el factor de 2,73 veces al crecimiento del PIB estimado, con lo que se obtuvo el crecimiento real estimado de Liverpool. Finalmente, ocupando la ecuación de *Fischer*³⁴ se obtuvo el crecimiento nominal de los ingresos para el Puerto de Liverpool.

³² Se excluyó el cálculo año 2017 por ser un año no recurrente por la incorporación de Suburbia en el segundo trimestre del mismo año.

³³

<http://www.anterior.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/expectativas-de-los-especialistas/%7B3F1F7349-73C2-69F6-45B6-3F343FD2A56D%7D.pdf>

³⁴ Ecuación de Fischer: $(1+r_{\text{nominal}})=(1+r_{\text{real}})*(1+\text{inflación})$

Proyección Crecimiento Ingreso Nominal	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Crecimiento del PIB	2,34%	2,46%	2,58%	2,70%	2,95%
Inflación	3,6%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%
x Liverpool/PIB	2,73	2,73	2,73	2,73	2,73
Crecimiento Ingresos Real Liverpool	6,4%	6,7%	7,0%	7,4%	8,1%
Crecimiento Ingresos Nominales Liverpool	10,3%	10,6%	11,0%	11,3%	12,0%

Cuadro 27: Proyección de Crecimiento del ingreso total del año 2019 a 2023.

Fuente: Elaboración Propia.

La descomposición del ingreso por segmento se hizo según la estimación del año 2018. (Cuadro 28)

Proyección Composición Ingresos 2019e al 2023e	
Ventas netas de mercancía % Ingresos	88,8%
Segmento Comercial Liverpool	76,4%
Segmento Comercial Suburbia	12,4%
Segmento Financiero	8,6%
Segmento Inmobiliario	2,6%
Total Ingresos % Ingresos	100,0%

Cuadro 28: Proyección Composición de ingreso total del año 2019 a 2023.

Fuente: Elaboración Propia.

Finalmente en el cuadro 29 se muestra la proyección de ingresos totales por segmento desde el años 2019 a 2023.

Proyección de Ingresos	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Segmento Comercial	132.511.601	146.580.044	162.640.241	181.012.811	202.742.407
Liverpool	113.996.048	126.098.739	139.914.880	155.720.291	174.413.659

Suburbia	18.515.553	20.481.305	22.725.361	25.292.520	28.328.748
Segmento Financiero	12.810.290	14.170.328	15.722.915	17.499.046	19.599.711
Segmento Inmobiliario	3.841.771	4.249.643	4.715.260	5.247.916	5.877.900
Total Ingresos M\$	149.163.662	165.000.015	183.078.416	203.759.774	228.220.018

Cuadro 29: Proyección de ingreso total del año 2019 a 2023.

Fuente: Elaboración Propia.

7.2 Proyección de Costos de Explotación y Gastos de Administración y Ventas.

7.2.1 Proyección de Costos y Gastos del segundo semestre de 2018

La proyección de costos y gastos del segundo semestre de 2018 se hizo en función del ratio sobre ingreso. El ratio a utilizar fue el del segundo semestre de 2017, ajustado por el crecimiento del ratio al segundo trimestre de 2018, único trimestre de comparación con el año anterior tras el inicio de la operación de Suburbia en abril de 2017.

El ratio del segundo trimestre del 2018 mejoró 0,2 pp a nivel total respecto del segundo trimestre del 2017. (Cuadro 30).

Análisis Costos y Gastos % Ingresos	2017 Q2	2018 Q2	Var pp. 2018Q2/2017Q2
Costo de mercancía	-58,1%	-57,8%	0,3pp
Costo de distribución y logístico	-1,8%	-2,1%	-0,3pp
Merma de Inventarios	0,0%	0,0%	0,0pp
Costo de ventas % Ingresos	-59,9%	-59,9%	0,0pp
Sueldos y Gratificaciones	-8,7%	-9,1%	-0,4pp
Comisiones a Vendedores	-1,7%	-1,7%	0,1pp
Otras remuneraciones	-0,2%	-0,2%	0,0pp
Remuneraciones y beneficios al personal	-10,6%	-11,0%	-0,4pp
Servicios contratados	-4,0%	-3,8%	0,1pp
Depreciación y amortización	-2,6%	-2,4%	0,2pp
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-3,6%	-3,9%	-0,3pp
Reparaciones y mantenimiento	-1,3%	-1,5%	-0,2pp
Arrendamientos	-1,7%	-1,7%	0,0pp
Energía eléctrica y suministros	-0,9%	-0,8%	0,1pp

Otros	-3,2%	-2,6%	0,7pp
Gastos de administración % Ingresos	-27,9%	-27,7%	0,2pp
Costos y gastos totales % Ingresos	-87,8%	-87,5%	0,2pp

Cuadro 30: Análisis del ratio sobre ingresos de costo y gastos.

Fuente:Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

Finalmente el ratio del segundo semestre de 2018 se compone del ratio del segundo semestre de 2017 más una mejora de 0,2 pp a nivel total. (Cuadro 31).

Proyección Costos y Gastos % Ingresos	II Sem 2017	Var pp	II Sem 2018e
Costo de mercancía	-57,8%	0,3pp	-57,5%
Costo de distribución y logístico	-2,0%	-0,3pp	-2,3%
Merma de Inventarios	-1,2%	0,0pp	-1,2%
Costo de ventas % Ingresos	-60,9%	0,0pp	-60,9%
Sueldos y Gratificaciones	-8,2%	-0,4pp	-8,6%
Comisiones a Vendedores	-1,7%	0,1pp	-1,6%
Otras remuneraciones	-0,2%	0,0pp	-0,3%
Remuneraciones y beneficios al personal	-10,1%	-0,4pp	-10,5%
Servicios contratados	-3,5%	0,1pp	-3,3%
Depreciación y amortización	-2,8%	0,2pp	-2,5%
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-2,1%	-0,3pp	-2,4%
Reparaciones y mantenimiento	-1,1%	-0,2pp	-1,3%
Arrendamientos	-1,4%	0,0pp	-1,4%
Energía eléctrica y suministros	-0,7%	0,1pp	-0,7%
Otros	-4,0%	0,7pp	-3,3%
Gastos de administración % Ingresos	-25,6%	0,2pp	-25,4%
Costos y gastos totales % Ingresos	-86,5%	0,2pp	-86,3%

Cuadro 31: Proyección del ratio sobre ingresos de costo y gasto del segundo semestre de 2018.

Fuente: Elaboración propia.

Luego, al multiplicar los ratios de costos proyectados del segundo semestre de 2018 por la venta proyectada se obtienen los costos y gastos (Cuadro 32).

Proyección Costos y Gastos II Sem 2018e	Costos y Gastos %		Costos y Gastos II Sem 2018e
	Ingreso	Ingreso	
Costo de mercancía	-57,5%	77.393.133	-44.495.577
Costo de distribución y logístico	-2,3%	77.393.133	-1.743.473
Merma de Inventarios	-1,2%	77.393.133	-899.294
Costo de ventas \$M	-60,9%	77.393.133	-47.138.345
Sueldos y Gratificaciones	-8,6%	77.393.133	-6.644.304
Comisiones a Vendedores	-1,6%	77.393.133	-1.256.573
Otras remuneraciones	-0,3%	77.393.133	-208.374
Remuneraciones y beneficios al personal \$M	-10,5%	77.393.133	-8.109.251
Servicios contratados	-3,3%	77.393.133	-2.566.504
Depreciación y amortización	-2,5%	77.393.133	-1.964.652
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-2,4%	77.393.133	-1.868.535
Reparaciones y mantenimiento	-1,3%	77.393.133	-983.222
Arrendamientos	-1,4%	77.393.133	-1.104.028
Energía eléctrica y suministros	-0,7%	77.393.133	-508.450
Otros	-3,3%	77.393.133	-2.543.045
Gastos de administración \$M	-25,4%	77.393.133	-19.647.686
Costos y gastos totales \$M	-86,3%	77.393.133	-66.786.031

Cuadro 32: Proyección de costo y gasto del tercer y cuarto trimestre de 2018.

Fuente: Elaboración propia.

7.2.2 Proyección de Costos y Gastos del año 2019 a 2023

Los costos y gastos de 2019 a 2023 también se modelaron en función del ratio sobre ingreso. Dado que el año 2018 es el primer año completo en que la empresa operó con Suburbia, es que consideró el ratio del 2018 como el más representativo para la proyección futura. Adicionalmente se proyectan mejoras específicas en las siguientes cuentas:

- Servicios contratados: Hubo un alza puntual de este gasto en 2017 y 2018 por servicios contratados de transición por la adquisición de Suburbia.³⁵
- Energía eléctrica y suministro: En febrero de 2018 se firmó acuerdo de compra de energía solar de largo plazo con empresa EInova. Se estima una reducción del 15% del ratio de gasto de energía y suministro³⁶.
- Depreciación y Amortización: Se consideró como proyección el ratio promedio de 2014 a 2016 , ya que 2017 está influenciado por el alza de inversiones por la adquisición de Suburbia.

Concepto	2014	2015	2016	2017	2019e a		Criterio Proyección
					2018e	2023 e	
Servicios contratados%							Promedio 2014 a 2016. El alza en 2017 y 2018 fue puntual por adquisición de Suburbia
Vta	-3,4%	-3,7%	-3,8%	-3,8%	-3,9%	-3,6%	
Energía eléctrica y suministros%							Mejora del ratio en 15% por proyecto de eficiencia energética
Vta	-1,0%	-0,8%	-0,7%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	
Depreciación y amortización%							Promedio 2014 a 2016. El alza en 2017 y 2018 fue puntual por adquisición de Suburbia
Vta	-2,4%	-2,3%	-2,6%	-2,8%	-2,6%	-2,4%	

Cuadro 33: Ratio de costo y gastos asociado a cuentas que proyectan disminuciones.

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente en el cuadro 34 se muestra la proyección de ratio de costos y gastos del año 2019 a 2023. El ratio pasó de 88,0% en 2018 a 87,5% en 2019 y 87,4% de 2020 a 2023.

Proyección Costos y Gastos %	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos						
Costo de mercancía	-57,4%	-57,4%	-57,4%	-57,4%	-57,4%	-57,4%
Costo de distribución y logístico	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%
Merma de Inventarios	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%

³⁵ <https://expansion.mx/empresas/2016/08/10/liverpool-adquiere-a-suburbia>

³⁶

<https://elperiodicodelaenergia.com/ienova-firma-un-ppa-a-15-anos-con-la-cadena-liverpool-para-una-plant-a-fotovoltaica-de-125-mw-en-mexico/>

Costo de ventas % Ingresos	-60,4%	-60,4%	-60,4%	-60,4%	-60,4%	-60,4%
Sueldos y Gratificaciones	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%
Comisiones a Vendedores	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%
Otras remuneraciones	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Remuneraciones y beneficios al personal	-11,1%	-11,1%	-11,1%	-11,1%	-11,1%	-11,1%
Servicios contratados	-3,9%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
Depreciación y amortización	-2,6%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-2,9%	-2,9%	-2,9%	-2,9%	-2,9%	-2,9%
Reparaciones y mantenimiento	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Arrendamientos	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
Energía eléctrica y suministros	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Otros	-3,3%	-3,3%	-3,3%	-3,3%	-3,3%	-3,3%
Gastos de administración % Ingresos	-27,7%	-27,2%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%
Costos y gastos totales % Ingresos	-88,0%	-87,5%	-87,4%	-87,4%	-87,4%	-87,4%

Cuadro 34: Proyección del ratio sobre ingresos de costo y gasto del año 2019 a 2023.

Fuente: Elaboración propia.

Luego, al multiplicar el ratio proyectado por los ingresos proyectados, se obtienen los costos y gastos para el periodo de 2019 a 2023. (Cuadro 35)

Proyección Costos y Gastos	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Costo de mercancía	-85.643.366	-94.735.920	-105.115.761	-116.990.108	-131.034.130
Costo de distribución y logístico	-3.389.218	-3.749.043	-4.159.811	-4.629.722	-5.185.495
Merma de Inventarios	-991.523	-1.096.791	-1.216.962	-1.354.435	-1.517.027
Costo de ventas \$M	-90.024.107	-99.581.754	-110.492.534	-122.974.265	-137.736.652
Sueldos y Gratificaciones	-13.804.832	-15.270.459	-16.943.583	-18.857.606	-21.121.358
Comisiones a Vendedores	-2.371.098	-2.622.831	-2.910.205	-3.238.954	-3.627.773
Otras remuneraciones	-423.651	-468.629	-519.974	-578.713	-648.184
Remuneraciones y beneficios al personal	-16.599.580	-18.361.919	-20.373.762	-22.675.273	-25.397.315

Servicios contratados	-5.440.605	-6.018.221	-6.677.614	-7.431.947	-8.324.111
Depreciación y amortización	-3.600.665	-3.982.940	-4.419.335	-4.918.562	-5.509.009
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-4.298.165	-4.754.491	-5.275.422	-5.871.357	-6.576.181
Reparaciones y mantenimiento	-2.055.381	-2.273.596	-2.522.705	-2.807.681	-3.144.728
Arrendamientos	-2.514.680	-2.781.658	-3.086.433	-3.435.091	-3.847.455
Energía eléctrica y suministros	-1.146.596	-1.078.078	-1.196.199	-1.331.327	-1.491.146
Otros	-4.855.896	-5.371.434	-5.959.961	-6.633.225	-7.429.508
Gastos de administración \$M	-40.511.569	-44.622.337	-49.511.430	-55.104.463	-61.719.452
Costos y gastos totales \$M	-130.535.676	-144.204.091	-160.003.964	-178.078.728	-199.456.104

Cuadro 35: Proyección de costos y gastos del año 2019 a 2023.

Fuente: Elaboración propia.

7.3 Proyección de Resultado Operacional y EBITDA³⁷

Tras la proyección de ingresos y costos, es que a continuación se muestra la proyección del Resultado Operacional y EBITDA.

Proyección Resultado Operacional	II Sem 2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos Totales	77.393	149.164	165.000	183.078	203.760	228.220
Costo de Ventas	-47.138	-90.024	-99.582	-110.493	-122.974	-137.737
Margen Bruto	30.255	59.140	65.418	72.586	80.786	90.483
Gastos de Administración	-19.648	-40.512	-44.622	-49.511	-55.104	-61.719
Resultado Operacional \$MM	10.607	18.628	20.796	23.074	25.681	28.764
EBITDA \$MM	12.572	22.229	24.779	27.494	30.600	34.273
Margen Bruto % Ingresos	39,1%	39,6%	39,6%	39,6%	39,6%	39,6%
Resultado Operacional % Ingresos	13,7%	12,5%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
EBITDA % Ingresos	16,2%	14,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Crecimiento Ingresos	8,1%	10,3%	10,6%	11,0%	11,3%	12,0%
Crecimiento Resultado	9,9%	14,9%	11,6%	11,0%	11,3%	12,0%

³⁷ EBITDA = Resultado Operacional - Depreciación - Amortización.

Operacional							
Crecimiento EBITDA	8,0%	12,3%	11,5%	11,0%	11,3%	12,0%	

Cuadro 36: Proyección del Resultado Operacional del segundo semestre de 2018 a 2023.

Fuente: Elaboración propia.

7.4 Proyección de Resultado No Operacional

La proyección del Resultado No operacional para el segundo semestre de 2018 se proyectó igual al doble del resultado no operacional del segundo trimestre de 2018. (última información disponible) y la proyección de los años 2019 a 2023 se proyectó igual a la estimación 2018. El Resultado No Operacional proyectado se muestra en el cuadro 37.

Proyección Resultado No Operacional	2018 Q2	II Sem 2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Costos financieros	-688.744	-1.377.488	-2.810.465	-2.810.465	-2.810.465	-2.810.465	-2.810.465
Utilidad cambiaria-neta	4.654	9.308	27.871	27.871	27.871	27.871	27.871
Rendimientos sobre inversiones	223.085	446.170	917.224	917.224	917.224	917.224	917.224
Participación en los resultados de asociadas	161.105	322.210	656.807	656.807	656.807	656.807	656.807
Utilidad No Operacional M\$	-299.900	-599.800	-1.208.563	-1.208.563	-1.208.563	-1.208.563	-1.208.563

Cuadro 37: Proyección del Resultado No Operacional del año 2019 a 2023.

Fuente: Elaboración propia.

7.5 Proyección del Resultado Neto o Utilidad

Una vez proyectados el Resultado Operacional y Resultado No Operacional es que a continuación se muestra la proyección del estado de resultado completo.

Proyección Estado de Resultado	II Sem 2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos	77.393.133	149.163.662	165.000.015	183.078.416	203.759.774	228.220.018
Costo de ventas	-47.138.345	-90.024.107	-99.581.754	-110.492.534	-122.974.265	-137.736.652
Margen Bruto	30.254.788	59.139.555	65.418.261	72.585.882	80.785.509	90.483.366
Remuneraciones y beneficios al personal	-8.109.251	-16.599.580	-18.361.919	-20.373.762	-22.675.273	-25.397.315
Servicios contratados	-2.566.504	-5.440.605	-6.018.221	-6.677.614	-7.431.947	-8.324.111
Depreciación y amortización	-1.964.652	-3.600.665	-3.982.940	-4.419.335	-4.918.562	-5.509.009
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-1.868.535	-4.298.165	-4.754.491	-5.275.422	-5.871.357	-6.576.181
Reparaciones y mantenimiento	-983.222	-2.055.381	-2.273.596	-2.522.705	-2.807.681	-3.144.728
Arrendamientos	-1.104.028	-2.514.680	-2.781.658	-3.086.433	-3.435.091	-3.847.455
Energía eléctrica y suministros	-508.450	-1.146.596	-1.078.078	-1.196.199	-1.331.327	-1.491.146
Otros	-2.543.045	-4.855.896	-5.371.434	-5.959.961	-6.633.225	-7.429.508
Total Gastos de administración	-19.647.686	-40.511.569	-44.622.337	-49.511.430	-55.104.463	-61.719.452
Utilidad de operación	10.607.102	18.627.986	20.795.925	23.074.452	25.681.045	28.763.914
Costos financieros	-1.377.488	-2.810.465	-2.810.465	-2.810.465	-2.810.465	-2.810.465
Utilidad cambiaria-neta	9.308	27.871	27.871	27.871	27.871	27.871
Rendimientos sobre inversiones	446.170	917.224	917.224	917.224	917.224	917.224
Participación en los resultados de asociadas	322.210	656.807	656.807	656.807	656.807	656.807
Utilidad No Operacional	-599.800	-1.208.563	-1.208.563	-1.208.563	-1.208.563	-1.208.563
Utilidad antes de impuestos	10.007.302	17.419.423	19.587.362	21.865.889	24.472.482	27.555.351
Impuestos a la utilidad	-2.569.912	-4.473.410	-5.030.149	-5.615.288	-6.284.677	-7.076.376
Utilidad neta consolidada \$M	7.437.390	12.946.013	14.557.212	16.250.601	18.187.806	20.478.976

Cuadro 38: Proyección del estado de resultado del año 2019 a 2023.

Fuente: Elaboración propia.

Capítulo 8: Valoración por Flujo de Caja Descontado

8.1 Ajuste de Estado de Resultado

En el siguiente cuadro se presentan los ajustes al estado de resultado para la construcción del flujo de caja bruto a través del método indirecto.

Flujo de Caja Bruto	II Sem 2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Utilidad	7.437.390	12.946.013	14.557.212	16.250.601	18.187.806	20.478.976
+ Depreciación y Amortización	1.964.652	3.600.665	3.982.940	4.419.335	4.918.562	5.509.009
+ Costos financieros (dsp de impuestos)	1.023.744	2.088.721	2.088.721	2.088.721	2.088.721	2.088.721
- Rendimientos sobre inversiones (dsp de impuestos)	-331.592	-681.676	-681.676	-681.676	-681.676	-681.676
+ - Utilidad cambiaria-neta	-9.308	-27.871	-27.871	-27.871	-27.871	-27.871
+ - Participación en los resultados de asociadas	-322.210	-656.807	-656.807	-656.807	-656.807	-656.807
Flujo de Caja Bruto						
M\$	9.762.676	17.269.046	19.262.520	21.392.303	23.828.736	26.710.352

Cuadro 39: Proyección del flujo de caja bruto.

Fuente: Elaboración propia.

8.2 Inversión de Reposición

La inversión en reposición corresponde a las inversiones asociadas a mantener la capacidad productiva de los activos fijos a causa del deterioro de los mismos a lo largo del tiempo. En los estados financieros auditados no se encuentra explícitamente las inversiones por reposición, sin embargo se identificaron conceptos de inversión permanentes en el tiempo, estos son: mobiliario y equipo, mejora de locales arrendados, equipos computacionales, equipos de

transporte e licencias y derechos. Luego se calculó el ratio de inversión de reposición respecto de la depreciación. El promedio del año 2014 a junio de 2018, excluyendo el 2017 por la incorporación de Suburbia, es de un 59,1%, valor que se consideró para la proyección futura tanto para el segundo semestre de 2018, como para los años 2019 a 2023.

Inversión de Reposición	2014	2015	2016	2017	jun.-2018	Promedio*
Mobiliario y Equipo	441.794	416.373	592.640	284.913	234.326	
Mejoras a locales arrendados	340.013	429.469	574.423	2.277.109	81.743	
Equipos Computacionales	240.539	376.694	362.795	479.802	155.576	
Equipos de Transporte	59.187	57.775	60.594	38.805	49.551	
Licencias y Derechos	76.365	86.138	195.680	571.182	155.775	
Inversión de Reposición \$M	1.157.898	1.366.449	1.786.132	3.651.811	676.971	
Depreciación y Amortización \$M	1.910.298	2.086.042	2.616.018	3.423.103	1.611.384	
Inversión de Reposición % Dep y Amort.	60,6%	65,5%	68,3%	106,7%	42,0%	59,1%

* Se excluye en el promedio el año 2017 por ser un año no recurrente por la incorporación de Suburbia.

Cuadro 40: Inversión de reposición histórica.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a Junio de 2018.

Luego, la proyección en inversión de reposición se calculó como la multiplicación entre la proyección de depreciación y amortización del periodo y el 59,1%. En el año 2023 se asume un 100% de depreciación y amortización como inversión de reposición porque no hay inversión de Capex. Este resultado se muestra en el cuadro 41.

Proyección Inversión de Reposición	II Sem 2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Depreciación y Amortización \$M	-1.964.652	-3.600.665	-3.982.940	-4.419.335	-4.918.562	-5.509.009
Inversión de Reposición % Dep y Amort.	59,1%	59,1%	59,1%	59,1%	59,1%	100,0%
Inversión de Reposición \$M	-1.161.140	-2.128.051	-2.353.981	-2.611.897	-2.906.949	-5.509.009

Cuadro 41: Proyección de Inversión de reposición.

Fuente: Elaboración propia.

8.3 Inversión en Activos Fijos

La inversión en activo fijo corresponde a las inversiones que generan un aumento en la capacidad productiva de la empresa, en este caso, inversión en nuevos locales para generación de mayor venta, el mobiliarios asociados a estos, nuevos desarrollos informáticos o incluso inversión por adquisición de nuevos negocios, como fue el caso de la empresa en 2017, cuando adquirió activos fijos e intangibles de Suburbia en 2017 por M\$ 18.577.392.

La inversión promedio de la empresa en activos fijos e intangibles es de un 3,2% de la Ventas, donde para el cálculo se excluyó el año 2017 por ser un año no recurrente por la adquisición de Suburbia. (Cuadro 42).

Inversión en Activo Fijo	2014	2015	2016	2017	jun.-2018	Promedio*
Mobiliario y Equipo	361.468	340.669	484.888	233.111	191.721	
Terrenos	6.414	80.827	108.497	1.955.715	72.815	
Edificios	1.937.372	811.748	1.375.475	1.108.488	566.989	
Obras en proceso	0	706.876	1.835.760	-570.444	1.252.847	
Nuevos Desarrollos Informáticos	564.047	586.171	679.370	467.190	220.933	
Adquisición Suburbia	0	0	0	18.577.392	0	
Bajas	-744.898	-228.418	-437.820	-444.605	-267.693	
Inversión en Activo Fijo \$M	2.124.403	2.297.873	4.046.170	21.326.847	2.037.612	
Ingresos \$ M	81.213.589	91.292.889	100.441.536	122.168.279	57.895.781	

Inversión en Activo						
Fijo % Ingresos	2,6%	2,5%	4,0%	17,5%	3,5%	3,2%

* Se excluye en el promedio el año 2017 , año no recurrente por la incorporación de Suburbia.

Cuadro 42: Inversión en Activos Fijos.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2014 a junio de 2018.

Luego, se proyectó la inversión en capex o activo fijo como la multiplicación entre la proyección de ingresos de cada periodo y el 3,2%. En el año 2023 se asume inversión de Capex de M\$ 0 por proyectarse flujos perpetuos sin crecimiento. La inversión de Capex se muestra en el cuadro 43.

Proyección Inversión en Activo Fijo	II Sem 2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos \$M	77.393.133	149.163.662	165.000.015	183.078.416	203.759.774	228.220.018
Inversión en Activo Fijo % Ingresos	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	0,0%
Inversión en Activo Fijo \$M	-2.453.495	-4.728.744	-5.230.784	-5.803.900	-6.459.535	0

Cuadro 43: Proyección de Inversión en Activos Fijos.

Fuente: Elaboración Propia.

8.4 Inversión en Capital de Trabajo

La inversión en Capital de Trabajo corresponde a la inversión que tiene que hacer la empresa para poder sustentar el crecimiento de ingresos. Se cálculo el Capital de Trabajo Neto Operativo (CTON) como:

$$\text{CTON} = \text{Caja} + \text{Cuentas por cobrar} + \text{Existencias} - \text{Cuentas por pagar.}$$

Luego, es posible expresar el CTON en términos porcentaje o días de venta como:

$$\text{CTON \% Ingresos} = \text{CTON} / \text{Ingresos (12 meses)}$$

$$\text{CTON días} = \text{CTON} / \text{Ingresos (12 meses)} * 365$$

En este caso al tratarse de una empresa de retail se considera la Caja o Efectivo y equivalentes al efectivo como parte del Capital de Trabajo Neto Operativo ya que es el efectivo necesario para poder operar en las tiendas. En el cuadro 44 se aprecia el cálculo del CTON desde 2014 a junio de 2018. Tras la incorporación de Suburbia en el segundo trimestre de 2017 se aprecia una disminución de los días de capital de trabajo, razón por la cual se considero proyectar a futuro días de capital de trabajo de 63 días, en línea con la operación en los últimos dos años.

Capital de Trabajo	2014	2015	2016	2017	jun.-2018	Promedio***
Caja*	5.684.951	6.390.502	7.030.908	8.551.780	9.065.667	
Cuentas por Cobrar	21.780.211	23.678.858	24.650.286	27.953.762	24.296.730	
Existencias	11.754.464	13.849.931	16.127.451	18.486.423	20.634.980	
- Cuentas por Pagar	-19.735.628	-22.853.052	-27.712.859	-34.248.453	-31.355.438	
CTON	19.483.998	21.066.239	20.095.786	20.743.512	22.641.939	
Ingresos**	81.213.589	91.292.889	100.441.536	122.168.279	129.509.527	
CTON % Ingresos	24,0%	23,1%	20,0%	17,0%	17,5%	17,2%
CTON días	88	84	73	62	64	63

* Caja indicada no considera saldos de exceso de caja.

** Los Ingresos indicados a jun-2018 corresponden a los ingresos entre jul-17 a jun-18, un año móvil de ingresos.

***Promedio incluye sólo 2017 y Jun-18. Se aprecia baja el días de CTON a partir del ingreso de Suburbia en 2Q17.

Cuadro 44: Cálculo histórico del Capital de Trabajo Neto Operativo.

Fuente: Elaboración Propia - Informes financieros trimestrales de 2017 a junio de 2018.

Luego se calculó la proyección de CTON como la división entre los ingresos totales proyectados del periodo y 365 días, multiplicado por 63 días. (Cuadro 45). La inversión de CTON en 2023 debiese ser 0 para efectos de proyección perpetua sin crecimiento, pero como estamos trabajando con flujos nominales, los ingresos deben crecer con la inflación, por lo tanto la inversión por M\$ 1.435.360 en 2023 es por crecimiento de ingresos por inflación.

Inversión en Capital de Trabajo	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos	135.288.914	149.163.662	165.000.015	183.078.416	203.759.774	228.220.018

CTON días	63	63	63	63	63	63
CTON M\$	23.311.832	25.702.610	28.431.396	31.546.511	35.110.147	39.324.927
Inversión en CTON \$M	-2.390.778	-2.728.785	-3.115.116	-3.563.635	-4.214.781	-1.435.360

Cuadro 45: Proyección de inversión en CTON.

Fuente: Elaboración Propia.

El déficit o exceso de capital de trabajo corresponde a la diferencia de CTON entre el momento de la valoración , en este caso, junio 2018 y el primer flujo proyectado correspondiente al segundo semestre de 2018 (o cierre de año).

El CTON de junio de 2018 es de M\$ 22.641.939, en tanto que el CTON proyectado del segundo semestre de 2018 es M\$ 23.311.831, es decir, se proyecta un CTON de cierre de año mayor al actual por lo cual se cuenta con un déficit de M\$ 699.893 , monto de inversión a junio de 2018.

Déficit de Capital de Trabajo (Jun-18) = CTON (Jun-18)-CTON (Dic-18)

Déficit de Capital de Trabajo (Jun-18) = M\$ 22.641.939- M\$ 23.311.831.

Déficit de Capital de Trabajo (Jun-18) = - M\$ 699.893

8.5 Deuda Financiera

Se considera el saldo de la deuda financiera al 30 de Junio de 2018 , equivalente a M\$ 31.575.760.

8.6 Proyección del Flujo de Caja Libre

A continuación, se presenta la proyección del flujo de caja libre. El Valor presente de los flujos de caja libre proyectados (incluyendo el valor terminal) al 30 de junio de 2018 es de M\$ 137.806.753, correspondiente al Valor de Activos Operacionales.

Flujo de Caja Libre	II Sem 2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Utilidad	7.437.390	12.946.013	14.557.212	16.250.601	18.187.806	20.478.976
+ Depreciación y Amortización	1.964.652	3.600.665	3.982.940	4.419.335	4.918.562	5.509.009
+ Costos financieros (dsp de impuestos)	1.023.744	2.088.721	2.088.721	2.088.721	2.088.721	2.088.721
- Rendimientos sobre inversiones (dsp de impuestos)	-331.592	-681.676	-681.676	-681.676	-681.676	-681.676
+ - Utilidad cambiaria-neta	-9.308	-27.871	-27.871	-27.871	-27.871	-27.871
+ - Participación en los resultados de asociadas	-322.210	-656.807	-656.807	-656.807	-656.807	-656.807
Flujo de Caja Bruto M\$	9.762.676	17.269.046	19.262.520	21.392.303	23.828.736	26.710.352
+/- Inversión en Capital de Trabajo	-2.390.778	-2.728.785	-3.115.116	-3.563.635	-4.214.781	-1.435.360
- Inversión de Reposición	-1.161.140	-2.128.051	-2.353.981	-2.611.897	-2.906.949	-5.509.009
-Inversión en Activo Fijo	-2.453.495	-4.728.744	-5.230.784	-5.803.900	-6.459.535	0
Flujo de Caja Libre M\$	3.757.262	7.683.466	8.562.639	9.412.870	10.247.471	19.765.983
Valor Terminal \$M						203.364.743
FCL + VT \$M	3.757.262	7.683.466	8.562.639	9.412.870	10.247.471	223.130.726
Vpte (FCL + VT) a jun 2018 \$M	3.523.262	6.335.452	6.208.334	6.001.178	5.744.842	109.993.685

Cuadro 46: Proyección del flujo de caja libre.

Fuente: Elaboración Propia

8.7 Valor Terminal

Se consideró un valor terminal con flujos de caja libre sin crecimiento en términos reales, Esto considera:

- Inversión de Reposición del año 2023 equivalente al 100% de la Depreciación y Amortización.
- Inversión de Capex igual a 0 en el año 2023.
- Crecimiento de los flujo de caja libre (FCL) igual a la inflación. En el cálculo del valor terminal se consideró crecimiento de los FCL por inflación ya que tanto los FCL como la

tasa WACC son nominales. La inflación proyectada de 3,65%³⁸. Lo anterior equivale a no considerar crecimiento del valor terminal en términos reales.

$$VT \text{ (en 2023) } M\$ = \frac{FCL_{2024}}{WACC-g} = \frac{FCL_{2023}*(1+g)}{WACC-g} = \frac{FCL_{2023}*(1+inflación)}{WACC-inflación}$$

$$VT \text{ (en 2023) } M\$ = \frac{19.765.983 * (1+3,65\%)}{13,72\% - 3,65\%}$$

$$VT \text{ (en 2023) } M\$ = 203.364.743$$

8.8 Resumen de Valoración

En el cuadro 47 se muestra el resumen de valoración. Se llega como resultado a un precio de acción teórico de 101,36 al 30 de Junio de 2018. Este precio teórico es menor en \$27,36 o de 21,3% con el precio real de la acción a la misma fecha.

Resumen de Valoración*	
Valor Activos Operacionales	137.806.753
Activos Prescindibles	30.489.825
Exceso o Déficit de Capital de Trabajo	-669.893
Valor de los Activos	167.626.685
Deuda Financiera	-31.575.760
Patrimonio Económico	136.050.925
n° de acciones (M)	1.342.196
Precio de la acción estimado	101,36
Precio de la acción	128,72

* Al 30 de Junio de 2018

Cuadro 47: Resumen de Valoración.

Fuente: Elaboración Propia.

38

<http://www.anterior.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/expectativas-de-los-especialistas/%7B3F1F7349-73C2-69F6-45B6-3F343FD2A56D%7D.pdf>

Capítulo 9: Conclusiones

El Puerto de Liverpool es el *retailer* n°1 en ventas entre las tiendas por departamento de México. Es percibida como una empresa con un apalancamiento financiero bajo en relación a la industria de retail. Hasta antes de la emisión del bono para la adquisición de Suburbia en 2017. su ratio de deuda financiera a ebitda era de 1,0. Tras la emisión duplicó su leverage llegando a un ratio de 1,9. A pesar de esto, la empresa ha declarado abiertamente que su nivel de deuda objetivo es la que ha tenido históricamente. Dado esto, para la valoración por flujo de caja descontado se consideró como estructura de capital objetivo de largo plazo, la estructura de capital previa a la adquisición (B/V igual a 5,2%). La tasa de descuento WACC dio como resultado 13,72%.

La proyección de ingresos del segundo semestre de 2018 se hizo en función de su historia más reciente tras adquisición de Suburbia, en tanto que la proyección de ingreso de los años 2019 a 2023 se hizo en función de variables macroeconómicas. Las proyección de costos y gastos se hizo en función de los ratios de costos y gastos más recientes y se proyectaron mejoras en las cuentas de gastos de depreciación y amortización, servicios contratados y energía eléctrica. El valor terminal consideró crecimiento de los FCL perpetuos únicamente por inflación, equivalente a no considerar crecimiento en términos reales, lo que es es un escenario más conservador de valoración.

La valoración por flujo de caja descontado del Puerto de Liverpool arrojó una estimación de \$101,36, es decir una desviación de -21% por debajo del precio de la acción al 30 de junio de 2018 (\$128,72)..

Capítulo 10: Bibliografía

1. Damodaran, Aswath (2010), Investment Valuation. 2° Edition.
2. Damodaran, Aswath. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002).
3. Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000.
4. Fernández, Pablo. "Valuation Methods and Shareholder Value Creation", First edition (2002), Academic Press.
5. Maquieira, Carlos (2015) Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica. Editorial Thomson Reuters. 1° Edición.
6. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
7. <https://www.elpuertodeliverpool.mx>
 - a. Memoria El Puerto de Liverpool 2014.
 - b. Memoria El Puerto de Liverpool 2015.
 - c. Memoria El Puerto de Liverpool 2016.
 - d. Memoria El Puerto de Liverpool 2017.
 - e. Informe financiero trimestral Marzo de 2018.
 - f. Informe financiero trimestral Junio de 2018.
8. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> : Archivo ctrypremJuly18
9. <http://www.anterior.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/expectativas-de-los-especialistas/%7B3F1F7349-73C2-69F6-45B6-3F343FD2A56D%7D.pdf>
10. <https://data.worldbank.org/>

Capítulo 11: Anexos

1. Descripción de Bonos

Nemotécnico (RIC)	LIVEPOL 08
Fecha de Emisión	5/9/2008
Valor Nominal (VN o D)	\$1.000.000.000
Moneda	pesos mexicanos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	24/08/2018
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	9.36%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Pago de Deuda y Capital de Trabajo.
Clasificación de Riesgo	En fecha de emisión: 1.) mxAAA otorgada por Standard and Poor's (S&P) S.A de C.V . La más alta calidad crediticia. 2.) AAA (mex) por Fitch México S.A de C.V. la más alta calidad crediticia
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	sin información en Thomson Reuters
Precio de venta el día de la emisión.	sin información en Thomson Reuters
Valor de Mercado	sin información en Thomson Reuters

Nemotécnico (RIC)	LIVEPOL 10-U
Fecha de Emisión	1/6/2010
Valor Nominal (VN o D)	\$750.000.000
Moneda	pesos mexicanos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	19/05/2020

Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	4.22%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Financiamiento destinado para usos corporativos generales los cuales incluyen capital de trabajo, financiamiento cartera de crédito, pago proveedores e inversiones en capital
Clasificación de Riesgo	En fecha de emisión: 1.) mxAAA otorgada por Standard and Poor's (S&P) S.A de C.V . La más alta calidad crediticia. 2.) AAA (mex) por Fitch México S.A de C.V. la más alta calidad crediticia
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	sin información en Thomson Reuters
Precio de venta el día de la emisión.	sin información en Thomson Reuters
Valor de Mercado	VM: 99.050 al 30 de Junio de 2018

Nemotécnico (RIC)		LIVEPOL 10
Fecha de Emisión		1/6/2010
Valor Nominal (VN o D)		\$2.250.000.000
Moneda		pesos mexicanos
Tipo de Colocación		Nacional
Fecha de Vencimiento		19/05/2020
Tipo de Bono		Bullet
Tasa Cupón (Kd)		8.53%
Periodicidad		semestral
Número de pagos (N)		20
Periodo de Gracia		0
Motivo de la Emisión		Financiamiento destinado para usos corporativos generales los cuales incluyen capital de trabajo, financiamiento cartera de crédito, pago proveedores e inversiones en capital
Clasificación de Riesgo		En fecha de emisión: 1.) mxAAA otorgada por Standard and Poor's (S&P) S.A de C.V . La más alta calidad crediticia. 2.) AAA (mex) por Fitch México S.A de C.V. la más alta calidad

	crediticia
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	sin información en Thomson Reuters
Precio de venta el día de la emisión.	sin información en Thomson Reuters
Valor de Mercado	VM: 99.800 al 30 de Junio de 2018

Nemotécnico (RIC)		LIVEPOL 12-2
Fecha de Emisión		29/03/2012
Valor Nominal (VN o D)		\$1.900.000.000
Moneda		pesos mexicanos
Tipo de Colocación		Nacional
Fecha de Vencimiento		17/03/2022
Tipo de Bono		Bullet
Tasa Cupón (Kd)		7.64%
Periodicidad		semestral
Número de pagos (N)		20
Periodo de Gracia		0
Motivo de la Emisión	Financiamiento destinado para usos corporativos generales los cuales incluyen capital de trabajo, financiamiento cartera de crédito, pago proveedores e inversiones en capital	
Clasificación de Riesgo	En fecha de emisión: 1.) mxAAA otorgada por Standard and Poor's (S&P) S.A de C.V . La más alta calidad crediticia. 2.) AAA (mex) por Fitch México S.A de C.V. la más alta calidad crediticia	
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)		sin información en Thomson Reuters
Precio de venta el día de la emisión.		sin información en Thomson Reuters
Valor de Mercado		VM: 98.910 al 30 de Junio de 2018

Nemotécnico (RIC)		LIVEPOL 17-2
Fecha de Emisión		25/08/2017
Valor Nominal (VN o D)		\$1.500.000.000

Moneda	pesos mexicanos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	19/08/2022
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	TIE a 28 días + 0.25 pts.
Periodicidad	mensual
Número de pagos (N)	60
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Financiamiento destinado para usos corporativos generales los cuales incluyen capital de trabajo, amortización de deudas con vencimientos durante el 2018, pago a proveedores así como inversiones de capital.
Clasificación de Riesgo	En fecha de emisión: 1.) mxAAA otorgada por Standard and Poor's (S&P) S.A de C.V. La más alta calidad crediticia. 2.) AAA (mex) por Fitch México S.A de C.V. la más alta calidad crediticia
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	sin información en Thomson Reuters
Precio de venta el día de la emisión.	sin información en Thomson Reuters
Valor de Mercado	VM: 100.016 al 30 de Junio de 2018

Nemotécnico (RIC)	LIVEPOL 17
Fecha de Emisión	25/08/2017
Valor Nominal (VN o D)	\$3.500.000.000
Moneda	pesos mexicanos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	13/08/2027
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	7.94%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	0

Motivo de la Emisión	Financiamiento destinado para usos corporativos generales los cuales incluyen capital de trabajo, amortización de deudas con vencimientos durante el 2018, pago a proveedores así como inversiones de capital.
Clasificación de Riesgo	En fecha de emisión: 1.) mxAAA otorgada por Standard and Poor's (S&P) S.A de C.V. La más alta calidad crediticia. 2.) AAA (mex) por Fitch México S.A de C.V. la más alta calidad crediticia
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	sin información
Precio de venta el día de la emisión.	sin información
Valor de Mercado	VM: 94.350 al 30 de Junio de 2018 ; YTM 8,72% al 30 de Junio de 2018

Nemotécnico (RIC)	283837AB8
Fecha de Emisión	6/10/2016
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 750.000.000
Moneda	dólares
Tipo de Colocación	Internacional - Estados Unidos
Fecha de Vencimiento	6/10/2026
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	3.875%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Financiamiento de Inversiones
Clasificación de Riesgo	BBB+ por S&P Long-term Issue Credit Rating y BBB+ por Fitch Long-term Issue Credit Rating
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	YTM: 4.012%
Precio de venta el día de la emisión.	98.881
Valor de Mercado	VM: 90.1884 al 30 de Junio de 2018; YTM 5.360% al 30 de Junio de 2018

Nemotécnico (RIC)	283837AA0
Fecha de Emisión	2/10/2014
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 300.000.000
Moneda	dólares
Tipo de Colocación	Internacional - Estados Unidos
Fecha de Vencimiento	2/10/2024
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	3.95%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Financiamiento de Inversiones
Clasificación de Riesgo	BBB+ por S&P Long-term Issue Credit Rating y BBB+ por Fitch Long-term Issue Credit Rating
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	YTM: 4.158%
Precio de venta el día de la emisión.	98.312
Valor de Mercado	VM: 93.75 al 30 de Junio de 2018

2. Informativo de Evento Relevante - Prepago de Crédito



EVENTO RELEVANTE

LUGAR Y FECHA

Ciudad de México, a 21 de Diciembre de 2017

RAZÓN SOCIAL

El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.

CLAVE DE COTIZACIÓN

LIVEPOL

ASUNTO

Prepago de deuda.

El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V. informa que gracias a la muy sólida posición de caja que tiene al día de hoy resultado del buen comportamiento en las ventas de la temporada, ha tomado la decisión de pagar de forma anticipada la cantidad de \$1,250 millones de pesos que equivalen al 25% del préstamo sindicado que dispuso el pasado mes de marzo del presente.

Lo anterior es el reflejo del compromiso de la empresa por reducir el apalancamiento proveniente de la adquisición de Suburbia y regresar a los niveles de deuda que típicamente ha mantenido lo antes posible.

Una vez aplicado el pago anticipado, la deuda total suma \$34,065 millones de pesos de los cuales \$2,859 vencen durante 2018. Cabe mencionar que el 100% de la deuda de Liverpool es en pesos mexicanos, tiene una composición de 89% en tasa fija, duración promedio de 6.8 años y tasa promedio de 8.0%

RELACIÓN CON INVERSIONISTAS

José Antonio Diego
Enrique Griñán

jadiego@liverpool.com.mx
emgrinang@liverpool.com.mx

(52-55) 9156 1060
(52-55) 9156 1042

2. Informativo de Evento Relevante - Contrato de Compraventa de Energía Solar.



EVENTO RELEVANTE

LUGAR Y FECHA

Ciudad de México, a 28 de Febrero de 2018

RAZÓN SOCIAL

El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.

CLAVE DE COTIZACIÓN

LIVEPOL

ASUNTO

Liverpool anuncia la firma de un contrato de largo plazo de compraventa de energía solar con "IEnova".

El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V. informa que el día de hoy, firmó con una de las subsidiarias de Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V., ("IEnova"), un contrato por un plazo de 15 años de compraventa de energía eléctrica, generada en una nueva central de generación de energía fotovoltaica ubicada en el Estado de Sonora, que entrará en operación en el segundo semestre de 2019. Dicha central, propiedad de "IEnova", tendrá una capacidad de 125 MW y una inversión aproximada de \$130 millones de dólares.

IEnova será responsable de la total implementación del proyecto, incluyendo la obtención de los permisos, la adquisición de los terrenos y derechos de vía, la ingeniería, procura, construcción, financiamiento, operación y mantenimiento.

Esta operación está alineada al firme compromiso de Liverpool por cuidar el medio ambiente a través de la reducción de emisiones de CO₂ y promoción del desarrollo de la infraestructura energética renovable del país.

3. Regresión Lineal

Dependent Variable: RLIVERPOOL				
Method: Least Squares				
Date: 12/23/18 Time: 00:16				
Sample: 1 235				
Included observations: 235				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000713	0.001836	-0.388139	0.6983
RPC	0.917241	0.100320	9.143107	0.0000
R-squared	0.264047	Mean dependent var	-0.000135	
Adjusted R-squared	0.260889	S.D. dependent var	0.032722	
S.E. of regression	0.028131	Akaike info criterion	-4.295391	
Sum squared resid	0.184390	Schwarz criterion	-4.265947	
Log likelihood	506.7084	Hannan-Quinn criter.	-4.283521	
F-statistic	83.59641	Durbin-Watson stat	1.957938	
Prob(F-statistic)	0.000000			

4. Estados Financieros auditados

M\$ NOMINAL					
I.- ESTADO DE RESULTADO	2014	2015	2016	2017	jun.-2018
Ingresos de operación:					
Ventas netas de mercancía	70.067.517	79.242.312	87.897.130	108.583.138	50.703.864
Intereses ganados de clientes	8.439.018	9.029.746	9.365.108	10.480.928	5.456.994
Ingresos por arrendamientos	2.707.054	3.020.831	3.179.298	3.104.213	1.734.923
Total Ingresos	81.213.589	91.292.889	100.441.536	122.168.279	57.895.781
Costo de mercancía	-46.805.812	-52.574.718	-57.414.444	-70.150.818	-33.181.505
Costo de distribución y logístico	-1.388.150	-1.574.054	-1.906.627	-2.404.530	-1.330.490
Merma de Inventarios			-786.735	-832.139	0
Costo de ventas	-48.193.962	-54.148.772	-60.107.806	-73.387.487	-34.511.995
Sueldos y Gratificaciones	-7.216.216	-8.228.438	-8.947.444	-10.864.521	-5.876.445
Comisiones a Vendedores	-1.549.807	-1.682.240	-1.973.150	-2.143.767	-893.972
Otras remuneraciones	-239.518	-198.811	-213.118	-284.659	-175.870
Remuneraciones y beneficios al personal	-9.005.541	-10.109.489	-11.133.712	-13.292.947	-6.946.287
Servicios contratados	-2.796.258	-3.403.823	-3.787.312	-4.694.951	-2.733.763
Depreciación y amortización	-1.910.298	-2.086.042	-2.616.018	-3.423.103	-1.611.384
Provisión de deterioro de cartera de créditos	-2.161.867	-1.959.842	-2.337.642	-3.081.018	-2.029.828
Reparaciones y mantenimiento	-1.335.852	-1.779.286	-1.877.482	-1.420.770	-880.974
Arrendamientos	-778.710	-940.569	-1.172.568	-2.051.036	-1.176.745
Energía eléctrica y suministros	-823.246	-695.906	-686.721	-1.013.845	-531.493
Otros	-3.094.549	-3.513.853	-3.315.884	-4.571.438	-1.861.170

Inventarios	11.754.464	13.849.931	16.127.451	18.486.423	20.634.980
Pagos anticipados	960.909	1.304.704	1.908.003	1.913.794	3.137.402
Total del activo circulante	41.474.254	48.735.943	71.182.669	67.351.290	59.985.589

ACTIVOS NO CIRCULANTES:

Cartera de créditos a largo plazo /

Neto	7.645.307	7.981.563	8.879.363	9.288.273	9.079.591
------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Otras cuentas por cobrar a largo

plazo / Neto	198.409	210.664	224.759	264.681	292.201
--------------	---------	---------	---------	---------	---------

Instrumentos financieros derivados	800.127	1.516.534	4.028.255	3.495.929	2.696.960
------------------------------------	---------	-----------	-----------	-----------	-----------

Inversión en acciones de asociadas	5.027.798	6.481.281	7.228.797	7.414.960	8.051.085
------------------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Propiedades de inversión / Neto	15.641.205	16.305.027	17.594.019	18.922.292	19.741.780
---------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------

Propiedades. mobiliario y equipo /

Neto	30.390.283	31.924.823	35.463.511	43.855.877	45.225.971
------	------------	------------	------------	------------	------------

Intangibles / Neto	2.068.661	2.321.350	2.666.831	16.274.581	16.278.562
--------------------	-----------	-----------	-----------	------------	------------

Impuesto sobre la renta diferido	89.860	207.695	719.297	1.398.238	1.391.797
----------------------------------	--------	---------	---------	-----------	-----------

Beneficios a los empleados / Neto	192.213	164.020			
-----------------------------------	---------	---------	--	--	--

Tota del activo	\$103.528.117	\$115.848.900	\$147.987.501	\$168.266.121	\$162.743.536
------------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

PASIVO A CORTO PLAZO:

Proveedores	12.949.987	15.210.743	19.106.919	22.535.802	19.632.761
-------------	------------	------------	------------	------------	------------

Acreedores	5.161.021	5.881.751	6.678.495	9.652.309	9.613.416
------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Provisiones	1.905.755	2.665.966	3.333.634	2.074.419	2.030.321
-------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Deuda a corto plazo	0	0	2.100.000	2.858.956	1.000.000
---------------------	---	---	-----------	-----------	-----------

Deuda a corto plazo Bancaria				1.858.956	
------------------------------	--	--	--	-----------	--

Deuda a corto plazo Bonos			2.100.000	1.000.000	1.000.000
---------------------------	--	--	-----------	-----------	-----------

Ingresos diferidos	1.624.620	1.760.558	1.927.445	2.060.342	2.109.261
--------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Instrumentos financieros derivados				20.486	21.564
------------------------------------	--	--	--	--------	--------

Impuesto sobre la renta por pagar	1.879.462	724.583	1.052.249	131.435	0
Total del pasivo a corto plazo	23.520.845	26.243.601	34.198.742	39.333.749	34.407.323
Deuda a largo plazo	13.343.876	14.096.066	28.471.826	33.358.545	30.575.760
Deuda a largo plazo Bancaria	921.456	921.456	921.456	2.812.500	0
Deuda a largo plazo Bonos	12.422.420	13.174.610	27.550.370	30.546.045	30.575.760
Instrumentos financieros derivados	118.350	102.050	31.802	0	50.654
Beneficios a los empleados / Neto	441.616	526.405	787.231	1.494.031	1.684.792
Impuesto sobre la renta diferido	3.437.009	3.173.552	3.162.404	3.997.418	3.934.936
Total del pasivo	40.861.696	44.141.674	66.652.005	78.183.743	70.653.465
Capital social	3.374.282	3.374.282	3.374.282	3.374.282	3.374.283
Utilidades acumuladas	58.022.277	66.227.239	74.474.249	82.963.786	85.392.353
Reservas de capital	1.266.684	2.100.449	3.483.220	3.520.023	3.096.335
Capital contable atribuible a los propietarios de la controladora	62.663.243	71.701.970	81.331.751	89.858.091	91.862.971
Participación no controladora	3.178	5.256	3.745	224.287	227.100
Total del capital contable	62.666.421	71.707.226	81.335.496	90.082.378	92.090.071
Total del pasivo y capital contable	\$103.528.117	\$115.848.900	\$147.987.501	\$168.266.121	\$162.743.536

5. Activos Prescindibles

Activos Prescindibles	jun.-2018
Instrumentos financieros derivados	2.696.960
Inversión en acciones de asociadas	8.051.085
Propiedades de inversión / Neto	19.741.780
Total Activos Prescindibles M\$	30.489.825

6. Datos Macroeconómicos

Cuadro 2. Expectativas de inflación anual

Por ciento

	Inflación General		Inflación Subyacente	
	Encuesta		Encuesta	
	mayo	junio	mayo	junio
Para 2018 (dic.-dic.)				
Media	3.92	4.06	3.55	3.59
Mediana	3.94	4.00	3.54	3.61
Para los próximos 12 meses^{1/}				
Media	3.87	3.85	3.46	3.46
Mediana	3.90	3.83	3.42	3.47
Para 2019 (dic.-dic.)				
Media	3.63	3.65	3.39	3.41
Mediana	3.55	3.56	3.36	3.39
Para 2020 (dic.-dic.)				
Media	3.65	3.65	3.43	3.45
Mediana	3.50	3.50	3.35	3.30

1/ Para esta variable se considera el mes posterior al levantamiento de la encuesta.

Crecimiento real del PIB

A continuación se presentan los resultados de los pronósticos de los analistas para el crecimiento real del PIB de México en 2018, 2019 y 2020, así como para el promedio de los próximos diez años (Cuadro 6 y Gráficas 6 a 9). También se reportan las expectativas sobre las tasas de variación anual del PIB para cada uno de los trimestres de 2018 y 2019 (Gráfica 10). Destaca que las expectativas de crecimiento económico para 2018 permanecieron en niveles cercanos a los meses previos, aunque la mediana correspondiente aumentó. Para 2019, la media sobre dicho indicador disminuyó con respecto a la encuesta anterior, si bien la mediana correspondiente permaneció constante.

Cuadro 6. Pronósticos de la variación del PIB

Tasa anual en por ciento

	Media		Mediana	
	Encuesta		Encuesta	
	mayo	junio	mayo	junio
Para 2018	2.26	2.29	2.25	2.30
Para 2019	2.34	2.24	2.30	2.30
Para 2020	2.46	2.39	2.55	2.50
Promedio próximos 10 años ¹	2.58	2.57	2.50	2.50

1/ Corresponde al periodo 2019-2028.