



Valorización El Puerto de Liverpool

**Tesis de grado para optar al grado de
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumnos: Jaime Sepúlveda Flores

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin

Santiago, marzo 2020

TABLA CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO.....	4
CAPITULO 1. METODOLOGIA	5
1.2 Método de Múltiplos.....	5
CAPITULO 2. DESCRIPCION DE LA INDUSTRIA	8
2.1 Filiales.....	10
2.2 Accionistas	11
2.3 Competencia	12
2.3.1 Grupo Famsa S.A.B. de C.V.....	12
2.3.2 Grupo Sanborns S.A.B. de C.V.....	13
2.3.3 Grupo Palacio de Hierro, S.A.B.....	14
2.4 Emisión de deuda	16
CAPITULO 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	18
3.1 Deuda financiera de la Empresa.....	18
3.2 Patrimonio bursátil.....	19
3.3 Estructura de Capital Objetivo.....	19
CAPITULO 4. ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA	21
4.1 Beta de la acción	21
4.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	22
CAPITULO 5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	25
5.1 Múltiplos de Ganancias.....	27
5.1.1 Múltiplo Precio a Utilidad por Acción o Price to Earnings.....	27
5.1.2 EV to EBITDA.....	27
5.1.3 EV to EBIT	28
5.2 Múltiplos de Valor Libro.....	28
5.2.1 PBV (Price to Book Equity)	28
5.2.2 EV to Book.....	28
5.3 Múltiplos de Ingresos	29
5.3.1 (Price to Sales).....	29
5.3.2 (EV to Sales).....	29
5.4 Valores para la Industria.....	30

9.5 Indicadores para El Puerto de Liverpool	31
CONCLUSIÓN.....	34
BIBLIOGRAFIA.....	35
ANEXOS	36

RESUMEN EJECUTIVO

La técnica de valorización de empresas es una herramienta que permite tomar decisiones de inversión sobre el valor bursátil de una empresa, pudiendo discriminar entre empresas sobrevaloradas o subvaluadas. El resultado de la valorización depende directamente la calidad de información que se posea, como del conocimiento de la empresa y su industria en la economía, por cuanto las estimaciones de los flujos futuros o del rubro afectan el resultado de la valorización.

La presente tesis presenta la valorización de El Puerto de Liverpool, empresa dedicada al rubro del retail en México, la cual se sitúa en el puesto 171¹ de las empresas de retail a nivel mundial y, a nivel nacional, se encuentra dentro de las 10 empresas que lideran el sector en México². En cuanto a la situación económica de México, esta muestra una desaceleración influenciada por las tensiones económicas a nivel mundial; durante el 2017 el crecimiento fue del 2,3%, un 2% durante 2018 y se proyecta un 1,6% para el 2019. Para el año 2020 se espera un crecimiento cercano al 2%. La inflación se encuentra controlada dentro del intervalo 2% al 4%, lo cual se encuentra alineado a los objetivos del Banco Central de México. La tasa libre de riesgo durante el último semestre del 2019 fluctuado a la baja, desde un 8,65% en enero a un 7,57% en junio de 2019³. Se proyecta que el rubro del retail mantenga un crecimiento en torno al 2,2%⁴.

El método de valorización por múltiplos consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía a través del valor de mercado de otras compañías comparables. La metodología consiste en que los múltiplos poseen una relación entre la cotización de las acciones y con alguna magnitud financiera de la empresa. Para la valorización de Liverpool, se estimó su valor comparándola con empresas de la misma industria con similares características, mismo rubro y ubicadas en México. Mediante este método, se obtuvo \$108,75 por acción, lo que se encuentra 1,8% por sobre el precio de mercado.

¹ Global Powers of Retailing 2019, Deloitte.

² Ranking Interbrand.

³ Rentabilidad bono soberano de México a 20 años.

⁴ Pronostico Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD).

CAPITULO 1. METODOLOGIA

Existen una gran cantidad de métodos para valorizar una empresa, que tienen como objetivo final estimar el valor de una compañía, y para ello es necesario realizar el proceso de cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de esta, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica que sea necesaria para incorporar al proceso. Es importante destacar, que la valoración es una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que esta dependerá de la situación de la empresa, del momento de transacción y del método utilizado.

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

Para este trabajo, utilizaremos el método de flujos de caja descontados y el método de múltiplos, los cuales pasaremos a describir en detalle a continuación.

1.2 Método de Múltiplos.

El método de valoración por múltiplos relaciona la cotización de las acciones con alguna magnitud financiera de la compañía.

Al depender del precio, el valor de los múltiplos cambia con la cotización, ya que son en función de esta. Por tanto, podemos obtener el valor mínimo y máximo de cada año por múltiplo, así como el valor medio de los últimos años. Esto nos sirve para tener una perspectiva de si los precios a los que cotiza una empresa son demasiado elevados o bajos.

Sin embargo, si utilizamos los múltiplos históricos para valorar una empresa se debe tener en cuenta si el negocio de la empresa ha cambiado en los últimos años, ya que

ello puede hacer variar el valor de algunos múltiplos. No todos los sectores cotizan a múltiplos similares.

Para poder utilizar este método, los requisitos 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.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos ⁵:

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 sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

CAPITULO 2. DESCRIPCION DE LA INDUSTRIA

El Puerto de Liverpool Sociedad Anónima Bursátil, es una empresa mexicana, cuya razón social es El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V., y su nemotécnico es LIVEPOLC-1.MX – LIVEPOL1.MX, con 171 años de historia que opera tiendas departamentales enfocadas al consumidor de ingreso medio bajo, medio, medio alto y alto, y que tiene su sede en Ciudad de México. Su negocio principal es operar las tiendas departamentales de Liverpool y Suburbia, así como Duty Free en distintas ciudades del país. Además, ofrece crédito a través de sus tarjetas, y recibe ingresos por arrendamiento de espacios en centros comerciales.

La compañía participa en la industria comercial, inmobiliaria y créditos que son apoyadas con una división de servicios.

a. Comercio Minorista.

Los almacenes departamentales Liverpool tienen un formato que ofrece una amplia gama de productos para toda la familia, servicio personalizado y ubicaciones estratégicas para brindar una experiencia de compra completa.

Con más 1.5 millones de metros cuadrados de área de venta, Liverpool da servicio a 69 ciudades de la República de Mexicana con instalaciones de vanguardia y funcionales.

b. Negocio Inmobiliario.

La compañía opera y es dueña de 27 centros comerciales en un área rentable de más de 625.000 metros cuadrados. Cuenta con más de 1500 inquilinos registrando altas tasas de ocupación. Además, se realizan vistas por más de 100 millones de personas al año.

c. Servicios Financieros.

Liverpool fue el primer emisor de tarjetas de crédito no bancarias en la República de Mexicana. Este instrumento representa la fuente de pago más importante para la empresa. Cuenta con más de 4.7 millones de tarjetas.

El Puerto de Liverpool es regulado, principalmente, por La Bolsa Mexicana de Valores y las demás normas fiscales vigentes en México, tales como: Las leyes sobre el impuesto a la renta, al valor agregado, sobre las asociaciones mercantiles, de Aduanas y el impuesto empresarial de tasa única.

La Compañía se encuentra constituida por 21 sociedades con fines comerciales, inmobiliarios y de servicios, en donde cuentan con aproximadamente 1.800 marcas registradas. A nivel de sus canales de distribución, cuenta con dos centros logísticos propios en el Estado de México, lo que fortalece su operación de abastecimiento y logística de sus tiendas.

2.1 Filiales

El Puerto de Liverpool, S.A.B de C.V. es una organización tenedora de acciones de empresas subsidiarias y afiliadas.

La estructura societaria es controlada por PULISA y la sub-controladora es OPELISA.

Compañía	Part.	Actividad
Operadora Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Sub-controladora
Servicios Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Prestadora de servicios Administrativos Almacenaje y distribución de mercancía
IMPCECO, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
TERMIDOR, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
PLUVIOSO, S.A. de C.V.	99.95%	Inmobiliaria
Inmobiliaria Floreal, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Constructora e Inmobiliaria Perinorte, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Operadora Liverpool México, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria y operadora de almacenes
Grandes Almacenes Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria y operadora de almacenes
Bodegas Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Almacenamiento y Distribución
Galerías Campeche, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Edificio Polanco, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Almacenadora Liverpool, S.A. de C.V.	99.00%	Almacenamiento y Distribución
Corporación Gromeron, S.A. de C.V.	99.99%	Sub-controladora
Operadora de Nuevos Negocios Liverpool, S.A. de C.V.	99.99%	Inmobiliaria
Banlieue, S.A. de C.V.	99.99%	Tenedora de acciones de Suburbia

Tabla 1 “Empresas Subsidiarias de Liverpool S.A.B.”

2.2 Accionistas

A continuación, se exponen las principales sociedades y fideicomisos que mantienen una participación de alrededor del 85% de la Serie 1 del capital social de la Compañía al 31 de diciembre de 2018 y 2017:

Accionistas	Número de Acciones	Porcentaje de Participación
Banco Nacional de México S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banamex-Trust No. 15228-3	278.691.361	20,8
Banco INVEX, S.A., Institución de Banca Múltiple, INVEX Grupo Financiero-Trust No. 0327	218.319.810	16,3
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
UBS – Zurich	96.234.447	7,2
BBVA Bancomer Servicios, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer-Trust No. 25078-7	65.467.083	4,9
Pitect and Cie	57.137.573	4,3
Scotiabank Inverlat S. A., Institución de Banca Múltiple-Trust No. 11033735	36.839.656	2,7
BBVA Bancomer Servicios, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer-Trust No. 4078358	19.011.892	1,4
Citiacciones Flexible, S. A. de C. V. Sociedad de Inversión de Renta Variable	10.546.487	0,8
Pictet Bank & Trust Limited	2.479.879	0,2
Otros	347.175.218	25,9
Total	1.342.196.100	100

Tabla 2 “Accionistas mayoritarios al 31.12.2018 Liverpool S.A.B.”

2.3 Competencia

La economía mexicana es la más grande de Hispanoamérica, y la segunda en América, y a nivel mundial está situada en el número 15, por lo cual las empresas que tienen operaciones en este país son de gran envergadura a nivel mundial, y específicamente en el comercio minorista que crece a tasas significativas en los últimos años, y a las vez son actores importantes para el crecimiento de la economía.

La Compañía compite en la zona metropolitana del valle de México y las regiones de noreste, centro, poniente y sureste del país.

Las operaciones de ventas al menudeo de la compañía, incorporando las tiendas de Sanborns, Palacio de Hierro, y Famsa, compiten con varios tipos de tiendas de venta al menudeo, entre las que se incluyen tiendas que representan una combinación de alimentos y mercancía en general, y ofrecen líneas de artículos para el hogar y moda (“hardlinnes y softlines”), tiendas de descuentos para aparatos eléctricos, así como farmacias y tiendas especializadas.

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

Es una empresa mexicana líder en el comercio minorista con 379 tiendas de venta al menudeo, con presencia también en los Estados Unidos con 22 tiendas, y además opera en la industria de servicios financieros que complementa el negocio del comercio minorista. GFAMSAA es su código nemotécnico, y posee acciones de sólo una clase, que son comunes y nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie “A”. Transa en la Bolsa Mexicana de Valores.

Item	2018 Q2	2019 Q2
Precio acción \$	12,0	6,0
Valor Libro acción \$	13,2	10,6
Utilidad por acción	-0,636	-0,984
Número de Acciones	562.650.147	560.017.649
Capital Bursátil	6.752	3.360
Capital Contable	7.416	5.924
Deuda VL	37.266	42.219
Efectivo	1.445	1.832
Depreciación	408	713
Ebitda	1.413	1.698
Ebit	1.005	985
Ingresos	19.204	20.412
EV	42.573	43.747
Utilidad neta	-357.634.000	-550.809.000

Tabla 3 "Datos Financieros Grupo Famsa"

2.3.2 Grupo Sanborns S.A.B. de C.V.

Es una empresa líder en el mercado de venta al menudeo en México. Su formato de negocio dentro de esta industria incluye tiendas departamentales, especializadas, de lujo y tiendas – restaurante, con marcas altamente reconocidas. Este grupo, es la principal subsidiaria de Grupo Craso, aportando con alrededor del 50% de los ingresos y la utilidad de la operación consolidada.

Con respecto a las acciones de la compañía, existe una sola clase las cuales son comunes, nominativas y sin expresión de valor nominal de la serie "A", están bajo el código nemotécnico GSANBOR.

Item	2018 Q2	2019 Q2
Precio acción \$	19	19
Valor Libro acción \$	13,9	14,2
Utilidad por acción	1,726	1,547
Número de Acciones	2.267.601.838	2.263.869.472
Capital Bursátil	43.084	43.014
Capital Contable	31.602	32.054
Deuda VL	757	-
Efectivo	915	1.229
Depreciación	1.272	1.739
Ebitda	5.865	6.221
Ebit	4.594	4.482
Ingresos	50.292	52.023
EV	42.926	41.785
Utilidad neta	3.914.915.000	3.502.585.000

Tabla 4 "Datos Financieros Grupo Sanborns"

2.3.3 Grupo Palacio de Hierro, S.A.B.

Esta empresa es la primera en tener una tienda departamental en México, en el año 1891, y actualmente es un actor importante en el mercado de comercio minorista con 13 tiendas. La estrategia de mercado de esta compañía apunta a un sector medio-alto y medio, ofreciendo productos de marcas reconocidas de México y extranjeras, en categorías como cosméticos, perfumes, accesorios, joyería, muebles entre otros.

Además del comercio minorista, esta empresa opera en el rubro inmobiliario, que está asociado directamente a las empresas filiales del grupo, que tienen por objetivo construir, diseñar, remodelar y realizar las ampliaciones de las tiendas comerciales.

Por otro lado, para complementar el negocio comercial, participa en la industria de servicios financieros, con tarjeta de crédito propia, que de alguna manera impulsa el consumo de los productos que ofrecen las tiendas comerciales.

La acción se transa en la Bolsa Mexicana de Valores bajo el código nemotécnico GPH. Posee un solo tipo de acción, las cuales son comunes, nominativas y sin expresión de valor nominal serie "A".

Item	2018 Q2	2019 Q2
Precio acción \$	57,0	58,0
Valor Libro acción \$	55,7	58,9
Utilidad por acción	6,127	7,606
N° de Acciones	377.832.983	377.832.983
Capital Bursátil	21.536	21.914
Capital Contable	21.030	22.258
Deuda VL	10.743	8.913
Efectivo	4.612	2.232
Depreciación	1.152	1.557
Ebitda	4.088	5.872
Ebit	2.936	4.315
Ingresos	32.789	35.634
EV	27.667	28.595
Utilidad neta	2.314.837.000	2.873.721.000

Tabla 5 "Datos Financieros Grupo Palacio de Hierro"

2.4 Emisión de deuda

El Puerto de Liverpool posee 9 bonos vigentes, en donde las series 283837AA0, 283837AB8 y los eurobonos MX111686009 y MX150156254 son transados en el mercado de valores de Estados Unidos; el resto de las series de bonos se transan en el mercado mexicano:

Nemotécnico	LIVEPOL10	LIVEPOL10U	LIVEPOL122	LIVEPOL172	283837AA0	MX111686009	283837AB8	MX150156254	LIVEPOL17
fecha de emisión	01-jun-10	01-jun-10	29-mar-12	25-Aug-2017	02-oct-14	02-oct-14	06-oct-16	06-oct-16	25-Aug-2017
Valor Nominal	2.250.000	1.076.044	1.900.000	1.500.000	5.956.260	5.956.260	14.890.650	14.890.650	3.500.000
Moneda en miles	Mexican Peso	Mexican Unidad de Inversión (UDI)	Mexican Peso	Mexican Peso	U.S. Dollar	U.S. Dollar	U.S. Dollar	U.S. Dollar	Mexican Peso
Tipo de colocación	México	México	México	México	United States	Eurobond	United States	Eurobond	México
Fecha de vencimiento	19-may-20	19-may-20	17-mar-22	19-Aug-2022	02-oct-24	02-oct-24	06-oct-26	06-oct-26	13-Aug-2027
Tipo de Bono	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Floating Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon	Fixed Coupon
Tasa Cupón (Kd)	8,53%	4,22%	7,64%	8,73%	3,95%	3,95%	3,88%	3,88%	7,94%
periodicidad	182	182	182	28	182	182	182	182	182
Número de pagos (N)	20	20	20	65	20	20	20	20	20
Motivo de Emisión	Pagar deuda	Pagar deuda	Inversión	Pagar Deuda/Inversión	N/A	N/A	N/A	N/A	Pagar Deuda/Inversión
Clasificación de Riesgo	AAA	AAA	AAA	AAA	+BBB	+BBB	+BBB	+BBB	AAA
Precio de venta el día de la emisión	107,46	101,21	107,76	100,02	99,25	99,25	99,04	98,86	111,79

Tabla 6 “Bonos emitidos vigentes Liverpool (MM\$)”

Durante el año 2018 se liquidó el vencimiento de un crédito bancario por \$921 millones de pesos mexicanos en el mes de junio, así como el vencimiento de la serie LIVEPOL08 por \$1.000 millones de pesos mexicanos. Adicionalmente, durante el año 2015 se liquidó anticipadamente un prestamos sindicado de \$5.000 millones, el cual fue utilizado para financiar actividades de crecimiento.

CAPITULO 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

La decisión sobre la estructura de capital en una empresa depende de múltiples factores interno y externos, los cuales conducen a los dueños buscar la mezcla óptima de financiamiento entre deuda y capital. Si una empresa se inclina por la emisión de deuda, entonces esta deberá decidir sobre su madurez, prioridad, tipo (pública o privada), entre otras que determinan su estructura⁶. En el caso de El Puerto de Liverpool, la operación se financia en su mayoría con patrimonio a través de emisión de acciones, en donde el promedio de los últimos 5 años es de un 76,25% del valor total de los activos se financia con Patrimonio, el 23,75% se financia con deuda, principalmente con la emisión de bonos.

3.1 Deuda financiera de la Empresa.

Se observa que la proporción de la deuda entre el corto y largo plazo promedio, durante el periodo 2015 a 2Q 2019, es del orden del 10% y 90% respectivamente. La deuda de corto plazo se liquidó durante el año 2018, por lo que el saldo se compone principalmente de deuda a largo plazo. Dicha deuda se compone de Certificados Bursátiles y Senior Notes, estos últimos tomados en dólares, ambos llamados comúnmente Bonos. A continuación se expone el comportamiento de la deuda financiera a cada cierre de año financiero:

Detalle en MM\$	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda financiera	13.177	30.574	36.220	30.536	31.868

Tabla 7 "Deuda Financiera Liverpool"

⁶ Carlos Maquieira, Finanzas Corporativas 2008.

3.2 Patrimonio bursátil

La otra fuente de financiamiento que posee El Puerto de Liverpool es mediante la emisión de acciones. Durante el periodo en revisión, la compañía mantiene dos series de acciones: LIVEPOL1 y LIVEPOLC; en donde la serie LIVEPOLC posee la mayor presencia bursátil, por lo que es la seleccionada para obtener la beta de la acción. A continuación se expone el comportamiento del valor bursátil de la compañía:

Detalle en MM\$	2015	2016	2017	2018	2019
Acciones suscritas	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100	1.342.196.100
Precio acción al cierre	205,57	147,02	123,32	126,17	106,87
Valor bursátil (\$MM)	275.915	197.330	165.520	169.345	143.440

Tabla 8 "Información accionaria y bursátil El Puerto de Liverpool"

3.3 Estructura de Capital Objetivo

De acuerdo con el segundo estudio realizado por Modigliani y Miller (1963), en donde se analiza el efecto de los impuestos en las estructuras de capital de las empresas, se generan tres proposiciones relevantes a la hora de estudiar el capital de trabajo objetivo. La primera menciona que el valor de mercado de una empresa con deuda es igual al valor de mercado de una empresa sin deuda más el valor actual del beneficio tributario producido por la deducción de impuestos de los intereses sobre la deuda⁷:

$$V^{C/D} = V^{S/D} + t_c \cdot B$$

La segunda proposición indica que la tasa de costo patrimonial es una función lineal del endeudamiento de la empresa:

$$k_p = \rho + [\rho - k_b][1 - t_c] \left(\frac{B}{P} \right)$$

⁷ Marcelo González. Clases Finanzas Corporativas Magister Finanzas Universidad de Chile.

En consecuencia, mientras más alto sea el nivel de endeudamiento (B/P), mayor será el premio por riesgo financiero exigido por los accionistas, pero considera el beneficio tributario de la deuda⁸.

La tercera proposición de M&M 1963 es que cuando la empresa aumenta su endeudamiento, se le exige una menor tasa de costo de capital⁹:

$$k_0 = \rho \left[1 - t_c \left(\frac{B}{V} \right) \right]$$

Lo que en otras palabras se puede representar de la siguiente forma:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

La estructura de capital objetivo de El Puerto de Liverpool no ha presentado cambios significativos entre el financiamiento por deuda o patrimonio, manteniendo la principal fuente de financiamiento la emisión de acciones con un 76,25% en promedio sobre el total de activos:

Detalle	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
B/V	15,52%	27,32%	28,73%	23,31%	23,86%	23,75%
P/V	84,48%	72,68%	71,27%	76,69%	76,14%	76,25%
B/P	18,37%	37,59%	40,31%	30,39%	31,34%	31,60%

Tabla 10 "Estructura de financiamiento de Liverpool"

⁸ Marcelo González. Clases Finanzas Corporativas Magister Finanzas Universidad de Chile.

⁹ Marcelo González. Clases Finanzas Corporativas Magister Finanzas Universidad de Chile.

CAPITULO 4. ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

4.1 Beta de la acción

Para determinar el costo patrimonial de la empresa, se realizó el cálculo de la beta anual de la acción en el periodo de 2017 al 2019 a junio de cada año, a través de una regresión lineal. Las variables dependientes e independiente para el análisis fueron el precio de la acción de El Puerto de Liverpool y el IPC de México respectivamente, utilizando los retornos semanales en un periodo de acumulación de dos años (N=104).

A continuación, se presenta el modelo de regresión lineal:

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

La presencia bursátil de la acción de El Puerto de Liverpool en el periodo estudiado es de 100%.

Detalle	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0,91	0,89	0,92
p-value (significancia)	0,0%	0,0%	0,0%
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%

Tabla 11 "Estructura de financiamiento de Liverpool"

4.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para estimar el costo de la deuda (K_0), se utilizó el modelo CAPM que es la herramienta más utilizada para la determinación de la tasa de retorno requerida para un activo.

Para el cálculo se utilizaron las siguientes variables:

- La tasa de costo de la deuda (K_b) es de 8,61%, en donde se utilizó la YTM (Yield to Maturity) registrada a junio 2019 del bono con mayor madurez de El Puerto de Liverpool.
- Tasa libre de riesgo (R_f), Bono del tesoro mexicano a 10 años 7,57%¹⁰
- Premio por riesgo de mercado (PRM): 8,61% que corresponde a la YTM de un bono de El Puerto de Liverpool.

Con esto se calcula a través de CAPM el Beta de la deuda de la empresa (β_b), donde se despeja la incógnita para llegar al riesgo de la deuda de la compañía:

$$K_b = r_f + PRM * \beta_d$$

$$8,61\% = 7,57\% + (8,48\% * \beta_d)$$

$$\beta_d = \frac{8,61\% - 7,57\%}{8,48\%}$$

$$\beta_d = 0,12$$

¹⁰ Fuente: <https://datosmacro.expansion.com/bono/mexico?dr=2019-07>

La beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$) para el mes de junio de 2019 se calculó a través de una regresión lineal considerando los retornos semanales de dos periodos anuales, obteniendo un resultado de 0,92.

Luego se desapalancó la beta patrimonial con deuda, mediante la fórmula de Rubinstein de 1973, que permite ajustar a riesgo la tasa de capital que se calculará posteriormente, utilizando la beta patrimonial de una empresa riesgosa.

Para efectos impositivos se consideró una tasa del 0,34, la cual fue el resultado del cálculo de la tasa efectiva (Impuesto pagados / Ut. Después de impuestos) promedio de los años 2018 y 2019:

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} \left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - \beta_b (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$$0,92 = \beta^{s/d} [1 + (1 - 0,34) 0,31] - 0,12 (1 - 0,34) 0,31$$

$$\beta^{s/d} = 0,79$$

Luego apalancando la beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo determinada anteriormente y utilizando la tasa de impuesto permanente, se determina el Beta Patrimonial Con Deuda ($\beta_p^{C/D}$) como sigue:

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} \left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - \beta_b (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$$\beta^{c/d} = 0,79 [1 + (1 - 0,34) 0,31] - 0,12 (1 - 0,34) 0,31$$

$$\beta^{c/d} = 0,92$$

Ahora podemos pasar a calcular el Costo Patrimonial (k_p), con los componentes anteriormente determinados:

$$K_p = r_f + \beta^{c/d} * PRM$$

$$K_p = 0,76 + 0,922 * 0,85$$

$$K_p = 15,38\%$$

Para la estimación del cálculo del costo de capital de la empresa (k_0), se consideró la estructura de capital objetivo promedio de los últimos dos años, la tasa de la deuda, el costo patrimonial y la tasa de impuestos.

$$K_{0WACC} = K_p * \left(\frac{P}{V}\right) + K_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

$$K_{0WACC} = 0,15 * (0,76) + 0,08 * (1 - 0,20) * (0,23)$$

$$K_{0WACC} = 13,36 \%$$

CAPITULO 5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

El método de valorización por múltiplos consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía a través del valor de mercado de otras compañías comparables. La metodología de la valorización por múltiplos permite determinar el valor de empresas cotizadas en bolsa, como las no cotizadas¹¹.

La metodología consiste en que los múltiplos poseen una relación entre la cotización de las acciones y con alguna magnitud financiera de la empresa, por ejemplo: EBITDA, EBIT, Ventas, Activos, etc.

Para la valorización de Liverpool, estimaremos su valor comparándola con empresas de la misma industria con similares características, mismo rubro y ubicadas en México. La valorización se realizará con la información financiera disponible en la Bolsa de Comercio de México. Las empresas utilizadas como comparación son las siguientes:

- Grupo Famsa
- Grupo Sanborns
- Grupo Palacio de Hierro

¹¹ Introducción a la valorización de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables.

La siguiente gráfica muestra el tamaño relativo de cada compañía de acuerdo a su EBITDA:

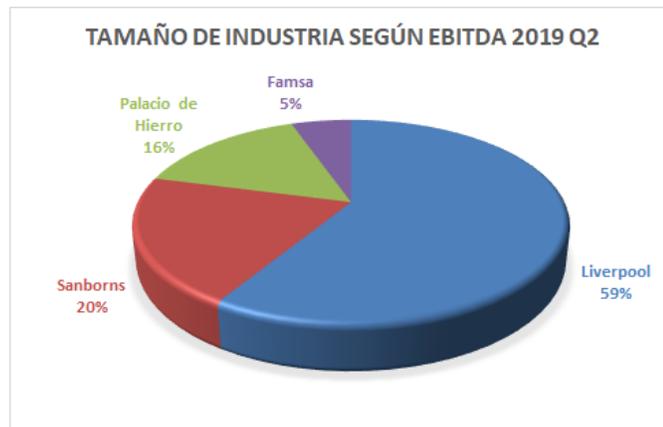


Ilustración 1 Comparación porcentual EBITDA empresas retail mexicanas al 2Q 2019

Previo al cálculo de los múltiplos de Liverpool, detallaremos el tipo de múltiplos a utilizar en la valoración y cómo se obtuvieron.

El objetivo de cada múltiplo utilizado es determinar el EV (Enterprise Value), o capital bursátil, lo cual nos permitirá valorar la empresa de acuerdo a los supuestos entregados en el cálculo.

El EV es una de las métricas más utilizadas en la valoración financiera de empresas. Este es un valor de mercado de los activos de una compañía, es decir, es el valor que un accionista pagaría por el negocio. Aritméticamente el valor de la empresa es el producto entre el precio de venta por el número de acciones, más la deuda de mercado de la empresa menos su activo más líquido. Se puede resumir como se muestra en la siguiente fórmula:

$$EV = (\text{Precio}_{\text{Acción}} \times \text{Número}_{\text{Acción}}) + \text{Deuda a Valor de Mercado} - \text{Caja}$$

De acuerdo a la fórmula, es importante señalar que, para el desarrollo de esta valoración de empresa, se ha utilizado el supuesto de que la deuda a valor de mercado igual a la deuda a valor libro (contable). El fundamento del supuesto es que no es posible obtener

la deuda a valor de mercado ya que la deuda de Liverpool está compuesta en su mayoría (90%) por bonos, los cuales se transan actualmente en el mercado secundario, por lo cual su valor de liquidación cambia constantemente.

5.1 Múltiplos de Ganancias

5.1.1 Múltiplo Precio a Utilidad por Acción o Price to Earnings

Este múltiplo señala cuanto pagamos como accionistas por cada peso de utilidad que genera la empresa en sus negocios. La fórmula es la siguiente:

$$PER = \frac{\text{Precio Acción}}{\text{Utilidad por Accion}}$$

Por lo general la recomendación para el análisis de este múltiplo es realizar un estudio histórico y comparado con la industria. Si una empresa tiene un PER elevado, podría significar que las expectativas del valor son favorables, y están proyectando crecimientos de los beneficios futuros. Por otro lado, la interpretación podría ser que el precio de la acción está sobrevalorado, por lo tanto, sería poco probable que aumente su valor a futuro.

5.1.2 EV to EBITDA

Este múltiplo señala cuánto cuesta una empresa en relación con los ingresos operacionales generados. Por lo general, un EV/EBITDA superior a 10 veces, podría indicar dos posibilidades: Que la acción está sobrevalorada o que el mercado considera que la empresa posee un potencial de crecimiento. A diferencia del PER, este múltiplo incorpora la deuda de la compañía en el numerador. La fórmula es la siguiente:

$$EV \text{ to } EBITDA = \frac{EV}{EBITDA}$$

5.1.3 EV to EBIT

Este múltiplo hace la relación entre el precio que se paga por una acción y el beneficio que se obtiene. De alguna manera mejora o complementa el resultado del PER, ya que incorpora la deuda, los intereses minoritarios y cualquier otro desembolso de capital necesario para poder disfrutar de todos los beneficios de la empresa. La fórmula es la siguiente:

$$EV \text{ to } EBIT = \frac{EV}{EBIT}$$

5.2 Múltiplos de Valor Libro

5.2.1 PBV (Price to Book Equity)

Este múltiplo permite medir la relación entre el precio al que cotizan las acciones con el valor de sus fondos propios, es decir al valor contable de sus activos menos el valor contable de sus deudas. La fórmula es la siguiente:

$$PBV = \frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Patrimonio Contable}}$$

5.2.2 EV to Book

El cálculo de este múltiplo es la división entre la deuda a valor de mercado, y la deuda a valor contable, que para el caso de Liverpool según lo señalado anteriormente, es la misma ya que se utilizó para efectos de cálculo la deuda contable por las razones ya señaladas. En definitiva el objetivo del múltiplo es tener un valor que se pueda comparar con empresas comparables. La fórmula es la siguiente:

$$EV \text{ to } Book = \frac{\text{Capital Bursátil} + \text{Deuda Mercado}}{\text{Patrimonio Contable} + \text{Deuda Contable}}$$

5.3 Múltiplos de Ingresos

5.3.1 (Price to Sales)

Este múltiplo es el precio de la acción dividido por las ventas por acción o la capitalización bursátil, sobre las ventas del año de la compañía. El objetivo de este múltiplo es comparar el precio de la compañía con sus respectivas ventas. La fórmula es la siguiente:

$$PS = \frac{\text{Capital Bursátil}}{\text{Ingresos}}$$

5.3.2 (EV to Sales)

Este múltiplo resulta de la división del EV y las ventas de la compañía, y el objetivo es obtener un valor de mercado de sus activos con independencia de como sea financiada. Mientras más bajo sea el resultado sería más atractiva la empresa, ya que, comparándola con sus competidores, vale menos que lo que podría valer en el futuro, por lo tanto, la decisión sería comprar acciones para obtener en el futuro una plusvalía de ellas. La fórmula es la siguiente:

$$VS = \frac{EV}{\text{Ingresos}}$$

5.4 Valores para la Industria

De acuerdo con lo señalado anteriormente, se utilizaron empresas comparables en características como ubicación, negocios y tamaño para la comparación de múltiplos de la industria.

La información se extrajo de las respectivas memorias de cada compañía semestrales, obteniendo los siguientes múltiplos por cada una de ellas para los periodos comparables al 30 de junio 2018 y 2019 respectivamente:

Resumen de múltiplos de la Industria

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	Palacio de Hierro		Famsa		Sanborns		Liverpool	
		2018 2Q	2019 2Q	2018 2Q	2019 2Q	2018 2Q	2019 2Q	2018 2Q	2019 2Q
Múltiplos de ganancias	Price - Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	9,3	7,6	-18,9	-6,1	11,0	12,3	16,1	12,0
	Enterprise Value To Ebitda (EV/EBITDA)	6,8	4,9	30,1	25,8	7,3	6,7	8,6	6,5
	Enterprise Value To Ebit (EV/EBIT)	9,4	6,6	42,4	44,4	9,3	9,3	9,1	8,0
Múltiplos de valor libro	Price To Book Equity (PBV)	1,0	1,0	0,9	0,6	1,4	1,3	1,9	1,4
	Value To Book Ratio	0,7	0,7	0,2	0,1	1,3	1,3	1,6	1,3
Múltiplos de ingresos	Price To Sales Ratio (PS)	0,7	0,6	0,4	0,2	0,9	0,8	0,7	0,7
	Enterprise Value To Sales Ratio (VS)	0,8	0,8	2,2	2,1	0,9	0,8	1,5	1,2

Tabla 41 "Resumen múltiplos Industria"

Resumen de múltiplos El Puerto de Liverpool

Tipo múltiplo	Múltiplos	2018 2Q	2019 2Q	Promedio ARMO
Múltiplos de ganancias	Price - Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	16,1	12,0	13,7
	Enterprise Value To Ebitda (EV/EBITDA)	8,6	6,5	7,4
	Enterprise Value To Ebit (EV/EBIT)	9,1	8,0	8,5
Múltiplos de valor libro	Price To Book Equity (PBV)	1,9	1,4	1,6
	Value To Book Ratio	1,6	1,3	1,5
Múltiplos de ingresos	Price To Sales Ratio (PS)	0,7	0,7	0,7
	Enterprise Value To Sales Ratio (VS)	1,5	1,2	1,3

Tabla 42 "Resumen múltiplos de Liverpool"

9.5 Indicadores para El Puerto de Liverpool

A continuación, se muestra la información financiera necesaria para el cálculo de los múltiplos de Liverpool, la cual está contenida en los Estados financieros de la compañía:

Indicadores del Puerto de Liverpool

Item Contable	2018 (a junio)	2019 (a junio)
Utilidad por acción	7,90	8,93
Ebitda	16.099	21.640
Ebit	15.265	17.623
Valor libro del patrimonio	92.090	101.918
Valor libro de la empresa	115.151	121.624
Ventas	57895,781	63132,68
Acciones en circulación	1.342.196.100	1.342.196.100
Deuda	32.223	30.659
Caja	9.162	10.953
Utilidad ejercicio	10.606.580.000	11.988.390.000
Precio acción bursátil	127,44	106,87

Tabla 43 "Datos Económico-Financieros de Liverpool"

En base a la información anterior, los múltiplos para Liverpool son los siguientes para el periodo 2018 y 2019 al 30 de junio:

Múltiplos	Valor de empresa	Patrimonio	Precio
Price - Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)			122,70
Enterprise Value To Ebitda (EV/EBITDA)	160.535	140.829	104,92
Enterprise Value To Ebit (EV/EBIT)	149.894	130.188	97,00
Price To Book Equity (PBV)		163.212	121,60
Value To Book Ratio	177.158	157.452	117,31
Price To Sales Ratio (PS)		101.016	75,26
Enterprise Value To Sales Ratio (VS)	184.035	164.329	122,43
Promedio	167.906	142.838	108,75

Tabla 44 "Estimación del precio de la acción de Liverpool mediante múltiplos"

Si bien el promedio simple de los múltiplos puede ser utilizado como aproximación del precio de la acción para El Puerto de Liverpool, se debe considerar que existe la posibilidad mejorar la aproximación del precio mediante la elección del múltiplo que más represente la industria y las compañías comparables. De acuerdo con el estudio realizado Pablo Fernandez¹², destaca que entre los múltiplos más usados se encuentran:

1. Price – Earning Ratio: Considerado uno de los más utilizados por inversores, considerando que el precio-utilidad es un indicador comúnmente utilizado por analistas financieros. Una de las desventajas es su sensibilidad frente al apalancamiento de las empresas analizadas, lo cual genera distorsiones si el nivel de apalancamiento difiere razonablemente entre las empresas comparables.

¹² Introducción a la valorización de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables. IESE, Universidad de Navarra 1999.

2. Enterprise Value to EBITDA: Utilizado generalmente por ser un múltiplo que no depende del nivel de apalancamiento que posean las empresas comparables.
3. Enterprise Value to Sales: Generalmente utilizado para empresas con márgenes similares. Un punto en contra del múltiplo es que no es muy adecuado para empresas con rentabilidades variables entre sí, lo cual genera distorsión en los resultados.

Si consideramos los tres múltiplos mencionados anteriormente para la valoración, se obtiene un precio por acción de \$116,69, un 9,2% mayor al precio de mercado al mes de junio de 2019. Lo cual indicaría que la acción de El Puerto de Liverpool se encontraría subvalorada.

CONCLUSIÓN

La valorización de empresas es una técnica que permite saber el valor de la empresa en función de la habilidad de generar flujos de caja, por lo cual existen diversos métodos, en donde el método a utilizar dependerá del sector, tipo y/o tamaño de la empresa a valorizar. En la presente tesis se utilizaron los métodos de flujos de caja descontados y por múltiplos para valorizar la empresa de retail mexicana El Puerto de Liverpool. La metodología de flujos de caja descontados es un método sofisticado de valorización, el cual considera factores claves del negocio, como riesgo, crecimiento, flujos de caja, entre otros. Dicho método captura el valor inherente de la empresa, el cual no ha sido afectado por las variaciones relativas del mercado, lo cual permite obtener estimaciones con mayor precisión en el largo plazo. Una desventaja del método de flujos de caja descontados es la necesidad de realizar estimaciones, los cuales por naturaleza no son precisos, además de no poder prever fluctuaciones futuras en el mercado. En cuanto a los múltiplos, si bien es una técnica que permite realizar cálculos con mayor rapidez y comparar compañías del mismo sector, no siempre los resultados representan el valor real de las compañías.

Como resultado de la valorización por flujos de caja descontados, se obtuvo un valor de \$135,98; el cual se encuentra un 27,24% sobre el valor de mercado al 28 de junio de 2019. El precio de la acción durante el último semestre de 2019 se mantuvo con tendencia a la baja, cerrando el año a \$96,11, lo que puede ser explicado por el decremento de 0,5% del PIB de México durante el último trimestre del año, sumado a la baja del 48,2% en la creación de empleos formales en comparación con el año 2018. Además de considerar un menor dinamismo en el crédito de consumo, con un decremento de 2,4% en términos reales en comparación con el año anterior. Lo mencionado, afecta directa e indirectamente la proyección del crecimiento de las ventas, lo cual afecta el resultado de la valorización.

La valorización por múltiplos capturo un valor levemente mayor al precio de mercado, obteniéndose un precio por acción de \$108,75, lo que representa un 1,8% sobre el precio de mercado.

BIBLIOGRAFIA

https://www.bmv.com.mx/docs-pub/visor/visorXbrl.html?docins=../ifrsxbrl/ifrsxbrl_939935_2019-02_1.zip#/visorXbrl

EEFF Grupo FAMSA <http://www.grupofamsa.com/en/fundamentales>

EEFF grupo Sanborns <http://www.gsanborns.com.mx/cifras-relevantes.html>

EEFF Palacio de Hierro <https://www.inbursa.com/storage/GPH.pdf>

Pablo Fernandez, Introducción a la valorización de empresas.

<https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>

Ranking empresas retail. <https://www.merca20.com/socios-comerciales-de-mexico/>

Perspectiva retail mexicano 2019. <https://www.forbes.com.mx/de-favorable-a-estable-la-perspectiva-del-retail-para-2019/>

José J. Vidarte, El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa.

https://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja_josevidarte.pdf

ANEXOS

Detalle cálculo de múltiplos

A. Price to earnings:

$$\text{Price to Earnings} = \frac{\text{Precio acción bursatil}}{\text{Utilidad por acción}}$$

$$\text{Price to Earnings} = \frac{106,87}{(\text{Utilidad neta}/n^{\circ} \text{ de acciones})}$$

$$\text{Price to Earnings} = \frac{106,87}{(11.988.390.000/1.342.196.100)}$$

$$\text{Price to Earnings} = 12,0$$

B. Enterprise Value To Ebitda (EV/EBITDA):

$$\text{Enterprise value to EBITDA} = \frac{EV}{EBITDA}$$

$$EV = \text{Patrimonio economico} + \text{deuda} - \text{caja}$$

$$EV = 121.624 + 30.659 - 10.953 = 141.330$$

$$\text{Enterprise value to EBITDA} = \frac{141.330}{21.640} = 6,5$$

C. Enterprise Value To Ebit (EV/EBIT):

$$\text{Enterprise value to EBIT} = \frac{EV}{EBIT}$$

$$\text{Enterprise value to EBIT} = \frac{141.330}{17.623} = 8,0$$

D. Price To Book Equity (PBV):

$$\text{Price to book equity} = \frac{\text{Valor de mercado de la acción}}{\text{Valor libro acción}}$$

$$\text{Price to book equity} = \frac{106,87}{75,93} = 1,41$$

E. Value To Book Ratio:

$$\text{Value to book ratio} = \frac{\text{Valor de mercado de los activos}}{\text{Valor libro de los activos}}$$

$$\text{Value to book ratio} = \frac{(\text{Patrimonio economico} + \text{deuda de mercado})}{(\text{Patrimonio contable} + \text{deuda contable})}$$

$$\text{Patrimonio economico} = (\text{precio accion}/\text{numero de acciones})$$

$$\text{Patrimonio economico} = (106,87/1.342.196.100) = 143.440$$

$$\text{Valor libro activos} = \text{patrimonio} + \text{deuda contable}$$

$$\text{Valor libro activos} = 101.918 + 30.659 = 132.577$$

$$\text{Value to book ratio} = \frac{(143.440 + 30.659)}{132.577} = 1,3$$

*se asume que la deuda de mercado es igual a la deuda contable.

$$\text{Value to book ratio} = \frac{(143.440 + 30.659)}{(\text{Patrimonio contable} + \text{deuda contable})}$$

F. Price To Sales Ratio:

$$\text{Price to sales ratio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Ventas}}$$

$$\text{Price to sales ratio} = \frac{101.918}{140.772} = 0,7$$

G. Enterprise Value To Sales Ratio:

$$\text{Enterprise value to sales ratio} = \frac{EV}{\text{Ventas}}$$

$$\text{Enterprise value to sales ratio} = \left(\frac{163.146}{140.772} \right) = 1,2$$