



**Universidad Nacional Autónoma de México**  
**Programa de Posgrado en Ciencias de la Administración**

**Estrategias financieras para crear valor en las empresas que integran el sector detallista y que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores: crecimiento en ventas vs margen de rentabilidad**

**Tesis**

Que para optar por el grado de:

**Maestra en Finanzas**

Presenta:

**Cynthia Entzana Quintero**

Tutor:

**Ricardo Cristhian Morales Pelagio**  
**Facultad de Contaduría y Administración**  
**Universidad Nacional Autónoma de México**

**México, D. F., mayo de 2016**



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

---

## Índice

Introducción.....	10
Metodología .....	11
Capítulo primero .....	15
Marco teórico .....	15
1.1 El valor .....	15
1.1.1 Qué es el valor .....	16
1.1.2 Teorías del valor .....	16
1.1.3 El valor desde un enfoque financiero.....	21
1.1.4 Diferencia entre valor y precio .....	24
1.2 Metodologías de valuación de empresas.....	29
1.2.1 Metodología por flujos de efectivo descontados .....	32
1.2.2 Metodología por múltiplos de mercado.....	34
1.2.3 Metodología por métricas de valor .....	37
1.2.4 Metodología basada en la teoría de las opciones .....	37
1.3 Modelos de patrón de crecimiento de la empresa .....	38
1.3.1 Modelo de patrón de crecimiento de una etapa .....	38
1.3.2 Modelo de patrón de crecimiento de dos etapas.....	39
1.3.2.1 Modelo de crecimiento alto estable .....	39
1.3.2.2 Modelo de crecimiento inicial decreciente .....	40
1.3.3 Modelo de crecimiento de tres etapas.....	41
1.4 Estrategias de desarrollo empresarial .....	42
1.4.1 Crecimiento orgánico .....	42
1.4.2 Crecimiento inorgánico .....	42
1.4.3 Alianzas estratégicas .....	43
Capítulo segundo .....	43
Generación de valor y valuación de empresas por el método descuento de flujos de efectivo para la empresa.....	43
2.1. Modelo de valuación por descuento de flujos de efectivo .....	43
2.1.1 El flujo de efectivo libre para la empresa .....	46
2.1.2 Costo de Promedio Ponderado de Capital (WACC).....	48
2.2.1.1 Costo del capital accionario.....	50
2.1.3 El crecimiento a perpetuidad y el valor terminal .....	55

---

2.1.4 El valor de la empresa .....	59
Capítulo tercero .....	63
Análisis del crecimiento y rentabilidad de las principales empresas del sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y el comportamiento de su valor .....	63
3.1 El sector detallista en México.....	63
3.2 Clasificación de las empresas del sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores .....	66
3.3 Crecimiento de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores por subsector .....	67
3.4 Rentabilidad de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores .....	72
3.5 Rentabilidad sobre el activo y el capital invertido de las empresas que conforman el sector detallista .....	80
3.6 Relación del valor de las empresas del sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores en función de crecimiento y rentabilidad .....	82
Capítulo Cuarto.....	97
Estimación del valor de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores en función al crecimiento y rentabilidad esperada a futuro .	97
4.1. Estimación del valor de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores orientadas a una estrategia de crecimiento.....	97
4.2. Estimación del valor de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores orientadas a una estrategia de margen de rentabilidad .....	113
4.3 Identificación de la estrategia de crecimiento o rentabilidad que genera más valor en las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. ....	115
4.4 Incremento en el margen <i>EBITDA</i> que genera un valor en la empresa equivalente al producido por 1% de mayor crecimiento ( <i>g</i> ) .....	116
Conclusiones .....	117
Bibliografía .....	119
Anexos .....	123
I.    Valuación Chedraui .....	123
a)    Estados financieros .....	123
Estado de situación financiera consolidado.....	123
Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	124
Estado de flujo de efectivo consolidado.....	125

---

b)	Indicadores financieros.....	126
c)	Indicadores de mercado.....	127
d)	Cotización .....	127
e)	Normalización de estados financieros.....	128
f)	Pronóstico de ventas.....	129
g)	Supuestos.....	130
h)	Pronósticos .....	131
i)	Cálculo WACC.....	132
j)	Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	133
k)	Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	133
l)	Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	134
II.	Valuación Comerci.....	135
a)	Estados financieros .....	135
	Estado de situación financiera consolidado.....	135
	Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	136
	Estado de flujo de efectivo consolidado.....	137
b)	Indicadores financieros.....	138
c)	Indicadores de mercado.....	139
d)	Cotización .....	139
e)	Normalización de estados financieros.....	140
f)	Pronóstico de ventas.....	141
g)	Supuestos.....	142
h)	Pronósticos .....	143
i)	Cálculo WACC.....	144
j)	Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	145
k)	Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	145
l)	Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	146
III.	Valuación Soriana .....	147
a)	Estados financieros .....	147
	Estado de situación financiera consolidado.....	147
	Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	148
	Estado de flujo de efectivo consolidado.....	149
b)	Indicadores financieros.....	150

---

---

c) Indicadores de mercado.....	151
d) Cotización .....	151
e) Normalización de estados financieros.....	152
f) Pronóstico de ventas.....	153
g) Supuestos.....	154
h) Pronósticos.....	155
i) Cálculo WACC.....	156
j) Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	157
k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	157
l) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	158
IV. Valuación Wal-Mart .....	159
a) Estados financieros .....	159
Estado de situación financiera consolidado.....	159
Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	160
Estado de flujo de efectivo consolidado.....	161
b) Indicadores financieros.....	162
c) Indicadores de mercado.....	163
d) Cotización .....	163
e) Normalización de estados financieros.....	164
f) Pronóstico de ventas.....	165
g) Supuestos.....	166
h) Pronósticos.....	167
i) Cálculo WACC.....	168
j) Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	169
k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	169
l) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	170
V. Valuación Elektra .....	171
a) Estados financieros .....	171
Estado de situación financiera consolidado.....	171
Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	172
Estado de flujo de efectivo consolidado.....	173
b) Indicadores financieros.....	174
c) Indicadores de mercado.....	175

---

d) Cotización .....	175
e) Normalización de estados financieros.....	176
f) Pronóstico de ventas.....	177
g) Supuestos.....	178
h) Pronósticos .....	179
i) Cálculo WACC.....	180
j) Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	181
k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	181
l) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	182
VI. Valuación Gfamsa .....	183
a) Estados financieros .....	183
Estado de situación financiera consolidado.....	183
Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	184
Estado de flujo de efectivo consolidado.....	185
b) Indicadores financieros.....	186
c) Indicadores de mercado.....	187
d) Cotización .....	187
e) Normalización de estados financieros.....	188
f) Pronóstico de ventas.....	189
g) Supuestos.....	190
h) Pronósticos .....	191
i) Cálculo WACC.....	192
j) Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	193
k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	193
l) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	194
VII. Valuación Liverpool.....	195
a) Estados financieros .....	195
Estado de situación financiera consolidado.....	195
Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	196
Estado de flujo de efectivo consolidado.....	197
b) Indicadores financieros.....	198
c) Indicadores de mercado.....	199
d) Cotización .....	199

---

---

e)	Normalización de estados financieros.....	200
f)	Pronóstico de ventas.....	201
g)	Supuestos.....	202
h)	Pronósticos.....	203
i)	Cálculo WACC.....	204
j)	Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	205
k)	Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	205
l)	Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	206
VIII.	Valuación Palacio .....	207
a)	Estados financieros .....	207
	Estado de situación financiera consolidado.....	207
	Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	208
	Estado de flujo de efectivo consolidado.....	209
b)	Indicadores financieros.....	210
c)	Indicadores de mercado.....	211
d)	Cotización .....	211
e)	Normalización de estados financieros.....	212
f)	Pronóstico de ventas.....	213
g)	Supuestos.....	214
h)	Pronósticos.....	215
i)	Cálculo WACC.....	216
j)	Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	217
k)	Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	217
l)	Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	218
IX.	Valuación Saba .....	219
a)	Estados financieros .....	219
	Estado de situación financiera consolidado.....	219
	Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	220
	Estado de flujo de efectivo consolidado.....	221
b)	Indicadores financieros.....	222
c)	Indicadores de mercado.....	223
d)	Cotización .....	223
e)	Normalización de estados financieros.....	224

---



---

f)	Pronóstico de ventas.....	225
g)	Supuestos.....	226
h)	Pronósticos.....	227
i)	Cálculo WACC.....	228
j)	Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	229
k)	Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	229
l)	Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	230
X.	Valuación Pochteca.....	231
a)	Estados financieros .....	231
	Estado de situación financiera consolidado.....	231
	Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	232
	Estado de flujo de efectivo consolidado.....	233
b)	Indicadores financieros.....	234
c)	Indicadores de mercado.....	235
d)	Cotización .....	235
e)	Normalización de estados financieros.....	236
f)	Pronóstico de ventas.....	237
g)	Supuestos.....	238
h)	Pronósticos.....	239
i)	Cálculo WACC.....	240
j)	Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	241
k)	Valuación orientada a una estrategia de crecimiento .....	241
l)	Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	242
XI.	Valuación Fragua.....	243
a)	Estados financieros .....	243
	Estado de situación financiera consolidado.....	243
	Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	244
	Estado de flujo de efectivo consolidado.....	245
b)	Indicadores financieros.....	246
c)	Indicadores de mercado.....	247
d)	Cotización .....	247
e)	Normalización de estados financieros.....	248
f)	Pronóstico de ventas.....	249

---

g) Supuestos.....	250
h) Pronósticos.....	251
i) Cálculo WACC.....	252
j) Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	253
k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento. ....	253
l) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	254
XII. Valuación Benavides .....	255
a) Estados financieros .....	255
Estado de situación financiera consolidado.....	255
Estado de ganancias o pérdidas consolidado.....	256
Estado de flujo de efectivo consolidado.....	257
b) Indicadores financieros.....	258
c) Indicadores de mercado.....	259
d) Cotización .....	259
e) Normalización de estados financieros.....	260
f) Pronóstico de ventas.....	261
g) Supuestos.....	262
h) Pronósticos.....	263
i) Cálculo WACC.....	264
j) Valuación con tasa de crecimiento implícita .....	265
k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento. ....	265
l) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad .....	266

---

## Introducción

En la actualidad existen empresas con un gran problema que acarrea ineficiencia financiera para los accionistas, la administración basada en la creación de valor, que es por muchos directivos aún desconocida, se encuentran enfrascados en el dilema de crecer en ventas o crecer en margen de rentabilidad, se preguntan qué es lo más apremiante a corto o mediano plazo. La presente investigación aborda y trata de darles una introducción a la gestión basada en la creación de valor de tal manera que se encuentre una solución al gran dilema de saber cómo generar o maximizar el valor de la empresa, a partir del crecimiento en ventas y el margen de rentabilidad. Para cumplir con nuestro objetivo se tomará como muestra para el análisis, las empresas del sector detallista, ventas al menudeo, que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. En el primer capítulo se detallarán los conceptos más importantes de nuestra investigación, se abordarán las diferentes teorías del valor, desde las aproximaciones de Aristóteles en su libro "Política", Adam Smith con la distinción del valor de uso y el valor de cambio, David Ricardo con la aportación de la escasez, Karl Marx y la plusvalía, tomando en cuenta también a los neoclásicos, Alfred Marshall y las teorías económicas del valor en concordancia con la oferta y la demanda y finalmente las posturas en cuanto a la creación de valor con Milton Friedman, Alfred Rappaport y Tom Copeland. Una vez dejando en claro el concepto de creación de valor se tiene que especificar las formas de medir este indicador, es así como se mencionan las metodologías de valuación de empresas, métodos simples y compuestos. En nuestra investigación el método que se utilizará para medir la creación de valor es la valuación por el método de descuento de flujos de efectivo, mismo que se analiza a detalle, así como, cada uno de los elementos que lo integran en el capítulo segundo. Durante el capítulo tercero se analiza la muestra de estudio, es decir, las 15 empresas del sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores: Casa Saba, Chedraui, Comercial Mexicana, Corporativo Fragua, Elektra, Famsa, Farmacias Benavides, Gigante, Grupo Collado, Grupo Pochteca, Liverpool, Nutrisa, Palacio de Hierro, Soriana y Wal-Mart; se someten a análisis cada uno de los elementos más importantes de sus estados financieros de tal manera que se denote la situación de los principales indicadores financieros, crecimiento y rentabilidad. Una vez recabada la información financiera, en el capítulo cuarto se realizará la valuación, mediante el método de flujos de efectivo descontados, de cada una de las empresas que conforman la muestra de estudio, de tal manera que podamos estimar el valor orientado a una estrategia de crecimiento y orientado a una estrategia de margen de rentabilidad para poder determinar cuál de ellas genera más valor para la compañía.

---

## Metodología

### *Planteamiento del problema*

En la actualidad cada vez más organizaciones tienen un serio problema de percepción de cómo generar y crear valor, lo que propicia un desempeño deficiente que impacta en el resultado financiero de la empresa y en la generación de valor para el accionista.

Todavía existen casos en que los directivos financieros no tienen una noción clara de lo que es creación de valor, o lo que es peor, tengan la firme convicción que siempre que una organización crece ya sea en ventas, utilidades o activos crea valor.

Los líderes de negocio no han podido solucionar el reto que existe de lograr crecimiento y mantener rentabilidad a la vez, inclusive hay posturas que contraponen entre qué es más importante, si generar crecimiento de utilidades o margen de rentabilidad. Conocemos que bajo un contexto ideal deberían darse las dos cosas, crecimiento de ventas y utilidades con mantenimiento o crecimiento de la rentabilidad, pero la realidad es otra, la premisa de crecer y tener un margen de rentabilidad óptimo a la vez, es difícil. A largo plazo los dos son importantes y deben de considerarse para establecer la base para generar valor.

El problema es que, con miras de crear y maximizar el valor, no saben o identifican qué es más importante o fundamental en la toma de decisiones financieras o directivas, si el crecimiento o el margen de rentabilidad, como lo mencionamos, los dos son importantes a largo plazo, pues si creces y sistemáticamente al hacerlo vas bajando el margen de rentabilidad o si incrementas rentabilidad pero no tienes crecimiento, el resultado de la empresa no estará orientado a la generación y creación de valor.

Este problema lo sufren todas las empresas, independientemente del sector o tamaño, sin embargo, la respuesta a este problema no es la misma para cada empresa sino que está determinada en función de las circunstancias o características bajo las cuales está inmersa cada empresa.

Es decir, la problemática radica que muchas veces las empresas desconocen o se equivocan en cuál es la acción inmediata o urgente a atender en el presente, si crecimiento o rentabilidad y por ende toman las decisiones incorrectas para orientar a la empresa hacia la generación o creación de valor.

---

Muchos ejecutivos no saben identificar qué decisiones son las correctas acerca de cómo generar valor ya que no comprenden que estrategia inmediata es la más importante o la más apremiante en el presente y corto plazo. Por un lado a veces continúan con planes de expansión y crecimiento exponiéndose al riesgo de destruir valor o incluso de llevar a la quiebra a la empresa. Por otro lado, muchas veces por ahorrar costos y mejorar el margen de rentabilidad o ganancia, frenan el crecimiento de la empresa en detrimento de la generación de valor.

Una de las mayores necesidades o problemas a resolver en las empresas lo representa el determinar cuáles estrategias generan más valor y maximizan el valor de la empresa.

Esta necesidad o problema se vuelve más imperante en el contexto actual en donde la crisis financiera mundial tiene efectos económicos en todas las regiones y países del mundo, por lo que las empresas deben de saber cuál estrategia implementar para así tomar las mejores decisiones y poder salir adelante ante los retos que se les presenten.

Por tanto, el investigar y proponer estrategias de generación y maximización de valor en las empresas, resulta fundamental e imprescindible ya que se refiere a un problema importante que tienen que enfrentar todas las empresas y el cuál pone en peligro no sólo la rentabilidad y valor de la empresa sino también su existencia misma.

Además, la presente investigación no sólo resulta importante para las empresas, sino también para todos los interesados o grupos de interés en torno a ella, ya que el desarrollar estrategias de generación de valor para las empresas también se ven beneficiados de forma indirecta, puesto que empresas con mejor desempeño financiero y desarrollo tenderán a generar más empleo y actividades económicas-empresariales de las cuales dependen, por lo que se vería beneficiada la economía en general ya sea de forma directa o indirecta.

Por lo anterior, resulta justificado y trascendental el investigar y realizar trabajos con estrategias que representen una mejora o beneficio para las empresas ya que la economía y las personas dependen de éstas.

Trabajos que se orienten a desarrollar estrategias y mostrar evidencia de lo que necesitan hacer las empresas para generar y maximizar valor, son sin duda de vital importancia para la ciencia económico administrativa y para la economía en general.

<b>Matriz de congruencia</b>			
	<b>Preguntas de investigación</b>	<b>Objetivos de investigación</b>	<b>Hipótesis de investigación</b>
<b>General</b>	¿Qué estrategia maximizaría el valor en las empresas que integran el sector detallista y que cotizan en la BMV?	Identificar qué estrategia maximiza el valor en las empresas del sector detallista y que cotizan en la BMV.	La estrategia que maximiza el valor en las empresas del sector detallista y que cotizan en la BMV es la de mayor crecimiento a largo plazo.
<b>Particular 1</b>	¿Qué estrategia maximizaría el valor en las empresas que integran el subsector departamentales y que cotizan en la BMV?	Identificar qué estrategia maximiza el valor en las empresas del subsector departamentales y que cotizan en la BMV.	La estrategia que maximiza el valor en las empresas del subsector departamentales y que cotizan en la BMV es la de mayor crecimiento a largo plazo.
<b>Particular 2</b>	¿Qué estrategia maximizaría el valor en las empresas que integran el subsector autoservicios y que cotizan en la BMV?	Identificar qué estrategia maximiza el valor en las empresas del subsector autoservicios y que cotizan en la BMV.	La estrategia que maximiza el valor en las empresas del subsector autoservicios y que cotizan en la BMV es la de mayor crecimiento a largo plazo.
<b>Particular 3</b>	¿Qué estrategia maximizaría el valor en las empresas que integran el subsector especializadas y que cotizan en la BMV?	Identificar qué estrategia maximiza el valor en las empresas del subsector especializadas y que cotizan en la BMV.	La estrategia que maximiza el valor en las empresas del subsector especializadas y que cotizan en la BMV es la de mayor crecimiento a largo plazo.

Tabla 1

---

En la presente investigación estaremos abordando tres principales tipos de estudio, el explicativo, ya que con base en el análisis de dos variables determinaremos cual es la estrategia que genera mayor valor a una empresa y por ende se responderá al por qué los líderes de negocio no toman las mejores decisiones a corto plazo con miras a la creación de valor, como lo muestra el estudio realizado por Dominic Dood y Ken Favaro, en relación a los tres principales conflictos a las que se enfrenta toda organización, rentabilidad vs crecimiento, corto plazo vs largo plazo y finalmente centralización vs descentralización.<sup>1</sup>

El descriptivo, en virtud de que aportaremos a la sociedad ejecutiva una clara idea de la creación de valor, mediante el examen de dos variables, crecimiento de ventas y margen de rentabilidad, de tal manera que el comportamiento de los líderes de negocio se verá beneficiado al dirigirlo correctamente a la creación de valor para los accionistas; el correlacional, se identificara qué tan relacionado está la creación de valor con el crecimiento en ventas y el margen de rentabilidad.

Las técnicas utilizadas, documental y de campo, ya que la construcción del estado de arte requiere de una minuciosa y exhaustiva revisión de información en libros, revistas, diccionarios y enciclopedias, cuya finalidad es identificar la evolución de la información que utilizaremos para el desarrollo de la investigación, como por ejemplo, la teoría de valor.

Por otro lado se recurrirá al análisis de las variables, que influyen en nuestro estudio, es decir, en la creación de valor; la variable de crecimiento y la variable de margen de rentabilidad, mediante el estudio de la situación real de la compañía, la cual se ve reflejada en sus estados financieros.

En cuanto a los métodos utilizados; método inductivo, en virtud de que daremos respuesta a nuestras preguntas de investigación con base en el análisis de una muestra, 15 empresas (sector detallista), de una población, Bolsa Mexicana de Valores (137 empresas) en el año 2013.

También se hará uso del método analítico y sintético tomando en cuenta la relación tan estrecha que existe entre el crecimiento en ventas y el margen de rentabilidad para crear valor, sin embargo, se estudiara el impacto que tiene cada una, por separado, para determinar cuál es la que genera mayor valor para el accionista.

---

<sup>1</sup> DODD, Dominic and Favaro Ken, *Managing the right Tension*, Harvard Business Review, December, 2006.

---

Por otro lado es importante señalar que recurrimos al método histórico, es decir, la recolección de información pasada para conocer la evolución del tema en cuestión, para ello se tuvo que hacer uso de la heurística a través de la consulta de libros desde Aristóteles, "Política", hasta publicaciones del siglo XXI, Copeland, "Medición y Gestión de Valor"; todo ello con la finalidad de conocer el tema ampliamente y construir el estado del arte.

Finalmente también se hizo uso del método comparativo, en virtud de que el análisis de las principales empresas que conforman el IPC y la identificación de sus estrategias, nos brindara un panorama muy amplio de comparación entre una y otra, desde los ingresos por ventas, márgenes de utilidad y por supuesto, la creación de valor de cada una de ellas, de tal manera que nos estará propiciando la determinación de las conclusiones de nuestra investigación.

## **Capítulo primero**

### **Marco teórico**

#### **1.1 El valor**

Iniciamos con determinar quien inició las primeras reflexiones económicas acerca del valor; Aristóteles (384-322 a.C.) en su libro "Política" distingue claramente entre el valor de uso y el valor de cambio, como se puede ver en la siguiente cita:

"Toda propiedad tiene dos usos que ambos le son inherentes, mas no de igual manera: uno es propio y directo, y el otro no. Ejemplo de éste último es el calzado; podemos ponérselo en los pies o servirnos de él como medio de cambio: tales son las dos maneras de usarlo. Quien cambia el calzado por una moneda o por una substancia alimenticia con otro que necesita calzado, hace un buen uso del calzado que le pertenece, pero no el uso propio y directo del mismo, pues no se hizo para el cambio."<sup>2</sup>

Por otro lado San Bernardino de Siena (1380-1444), siguiendo al franciscano Pedro Olivi, reconoce tres fuentes del valor: La escasez (raritas) y la utilidad (virtuositas) eran de carácter objetivo en tanto que tenía carácter subjetivo la estimabilidad (complacibilitas).

---

<sup>2</sup> Aristóteles, *La política*, p. 21.



---

A partir de 1750 y hasta finales del siglo XVIII suceden grandes cambios sociopolíticos, tecnológicos y económicos, especialmente en Europa Occidental. En el campo tecnológico-económico se ubica la etapa inicial de la llamada Revolución Industrial, que se caracteriza por cuatro tipos de innovaciones fundamentales: sustitución del trabajo y destreza humana por maquinarias, sustitución de la fuerza animal por energía inanimada (hidráulica y de vapor), el uso de nuevos materiales y descubrimientos de nuevas formas de transformar materias primas y materiales; y concentración y supervisión de la producción en el establecimiento industrial conocido como fábrica.

### **1.1.1 Qué es el valor**

El concepto de valor comenzaba a tomar una gran fuerza, Étienne Bonot de Condillac (1714-1780), filósofo y economista, nos menciona que las cosas valen de acuerdo a su utilidad que proporcionan. Pero el valor no está en la cosa misma, depende de la estimación que del bien se tenga. A su vez, la estimación depende de la necesidad del sujeto: a mayor necesidad, mayor estimación y viceversa.

La cantidad también altera el concepto de valor: a mayor cantidad, menor valor y viceversa. Esta idea es la concepción subjetiva del valor, desarrollado cien años después por la Escuela Marginalista; en esta escuela el valor pierde su objetividad o cualidad intrínseca de la cosa, característica de la escuela clásica inglesa y del marxismo, y pasa a convertirse en una relación entre hombre-bien cuya función está representada por  $V = (F)U$ , o sea que el valor es una función de la utilidad. De ser así, el valor del bien desaparece, al desaparecer la necesidad que puede ser satisfecha por él mismo. También determinan que el valor está relacionado con la cantidad, es decir, a mayor cantidad menor valor y viceversa.

Mientras que el valor de uso supone algo así como un caso de intercambio interno (subjetivo), puesto que se trata de elegir aquellos bienes que mayor satisfacción proporcionan al individuo, el valor de cambio, el verdadero cambio, supone la intervención de varios individuos, pero el mecanismo para la valoración, según Carlos Menger, también es subjetivo. De aquí se infiere que el intercambio sólo puede efectuarse cuando resulta ventajoso para cada uno de los cocambistas, o sea, cuando subjetivamente cada uno de ellos recibe más de lo que cede y este cesa en el momento en que los cocambistas valoren en igual forma tanto lo que dan como lo que reciben.

### **1.1.2 Teorías del valor**

Así pues nos trasladamos a los economistas de la escuela clásica cuyo principal precursor fue Adam Smith (1723-1790) quien continuó con la distinción del valor de uso y el valor de cambio que había iniciado Aristóteles.

---

Para Smith el valor de uso consiste en la utilidad del bien para satisfacer una necesidad; y el valor de cambio, en la posibilidad de cambiar un bien por otro bien.

Enuncia luego la famosa paradoja del valor, mostrando cómo pueden diferenciarse ambas clases de valor: un diamante casi no tiene valor de uso, pero tiene un gran valor de cambio; en cambio, el agua tiene un mayor valor de uso y escaso valor de cambio.

El problema principal es determinar el valor de cambio, lo cual se realiza, dice Smith, en los mercados, donde el trabajo determina el valor de cambio y precio.

El valor de cambio está determinado por el trabajo, es decir, el trabajo es el origen y medida del valor de cambio de una mercancía, Smith nos menciona que tal vez la medida del valor sea el costo de producción, lo cual, de ser cierto, da origen a dos diferentes tipos de precios, natural, que es igual al costo de producción, y de mercado, que se fija de acuerdo a la oferta y la demanda.

David Ricardo (1772-1823), otorgó al valor una gran importancia, siguiendo con Smith, considero que las mercancías tenían dos valores, el valor de uso y el valor de cambio; pero la utilidad, que es inherente al valor de uso, de ninguna manera constituye la medida del valor de cambio.

Ricardo introduce un nuevo elemento en cuanto a la causa fundamental del valor: el valor de cambio depende del trabajo necesario para producir una mercancía, pero a la vez depende también de la escasez.

Los bienes se pueden clasificar en dos grupos, en cada uno de los cuales el origen del valor tiene distinta causa, bienes cuyo valor depende del trabajo y, por el otro lado, están los bienes cuyo valor no depende del trabajo. Los bienes que caen dentro del primer caso son los que representan mayoría, es decir, el valor de la mayor parte de los bienes económicos tienen como origen el trabajo. El segundo grupo representa minoría, y, carece de importancia; en este caso el valor de los bienes no está determinado por el trabajo, sino por su rareza o por el deseo de adquirirlos.

David Ricardo con sus aportaciones acerca del trabajo para determinar el valor, empezó a preparar el camino a la teoría marxista de la plusvalía.

Jean Baptiste Say (1767-1832), fundamenta el valor en la evaluación contradictoria que hace el consumidor entre su deseo de adquirir el bien y el sacrificio que implica la realización de este deseo. Say no funda el valor de cambio simplemente en la utilidad, sino en la combinación de la utilidad con el costo de producción, su teoría es por tanto, objetiva-subjetiva. Es subjetiva porque la demanda se basa en la utilidad que el hombre espera sacar de ese bien.

---

Es objetiva porque esa demanda se halla limitada por el precio que tiene que pagar, y éste depende en gran parte del costo de producción.

Say no acepta la distinción tradicional entre valor de uso y valor de cambio, para él el valor de uso es llanamente la utilidad, por eso él habla sólo de utilidad por un lado y de valor (de cambio) por otro.

John Stuart Mill (1806-1873), analiza el valor de cambio, y comienza por clasificar los bienes en tres categorías: las mercancías que tienen una oferta absolutamente limitada, las mercancías cuya oferta pueda aumentarse a un costo constante y las mercancías cuya oferta pueda aumentarse pero solo con un aumento en el costo. La importancia de esta clasificación es que conduce a una explicación del precio que reconoce la influencia relativa de las fuerzas de la oferta y la demanda en determinación del precio en diferentes circunstancias.

Mill no traza las curvas de la oferta y la demanda, pero su análisis no deja duda de que concibe la oferta y la demanda en el sentido de un esquema, es decir, como una función del precio y que el precio de equilibrio es el precio que iguala la oferta y la demanda.

Para Karl Marx (1818-1883), dentro del sistema capitalista, el trabajador sufre una permanente explotación, lo cual explica a través de la famosa tesis de la plusvalía. Dentro de una sociedad en donde no existiera la división de clases, el trabajador sería dueño absoluto de todo lo que produjera su trabajo. Pero, dentro de un régimen capitalista, aquí en lugar de cambiar una mercancía por dinero, para después obtener otra mercancía, como sucede en el artesanado, lo que pasa es que la producción se lleva a cabo por personas que, mediante un capital, compran mercancías, las cuales venden con el objeto de obtener un capital más importante.

El objetivo anterior solo puede alcanzarse, mediante la existencia de mercancía que pueda producir un valor más alto que aquel que cuesta producirla. Esta mercancía es el trabajo, puesto que ella puede comprarse y venderse en el mercado. Se compra con aquella parte del capital que Marx llama variable, y cuya característica es cambiar de valor durante el proceso productivo (también existe un capital constante, representado por equipo, herramienta y materia prima, que no cambia de valor).

El precio al que se compra la fuerza de trabajo es equivalente al gasto que el obrero hace para mantenerse en condiciones para trabajar, o sea, para reponer su fuerza de trabajo; generalmente la cantidad de trabajo necesario para reponer su fuerza de trabajo es menos de una jornada.

---

Coloquémonos en un régimen laboral donde esa jornada es de ocho horas y supongamos que el obrero sólo requiere de cinco horas para producir un valor igual al monto de su salario (el que va a servir para comprar los bienes y servicios, que le permitan reponer su fuerza de trabajo); pero como el patrón le paga por ocho horas y no por cinco horas, resulta que el excedente de tres horas, no tiene compensación alguna; es decir, el valor producido en estas tres horas, constituye el beneficio del patrón, debido a esta característica que tiene el trabajo humano: crear un valor superior al que necesita consumir para su propia conservación. Y ésta es precisamente la plusvalía, tres horas. Es así como Marx afirma categóricamente: lo que hace homogéneas las mercancías, a sabiendas de que todas son heterogéneas, es el trabajo que contienen – “trabajo humano capitalizado”, decía-.

El trabajo al que se refiere Marx es social, socialmente necesario para producir una mercancía, el que se precisa en las condiciones regulares de fabricación en un momento determinado.

La economía neoclásica y, en particular, la revolución marginalista supuso un cambio de rumbo considerable en la utilización del concepto de valor. Abandona el neoclasicismo la teoría valor-trabajo y la sustituye por la teoría subjetiva del valor, que explica por medio de una combinación de escasez y utilidad.

Adam Smith planteó una paradoja, la conocida paradoja del valor por la que el agua, que es esencial para la vida, cuesta poco pero los diamantes, que son inútiles en comparación con el agua, son caros.

Smith no pudo resolver la paradoja. Nadie pudo dar una respuesta satisfactoria hasta que no apareció la teoría de la utilidad marginal subjetiva, que emergió en los primeros años de la década de 1870, en lo que se ha convenido en caracterizar como la revolución marginal que consistió en un descubrimiento simultáneo, pero independiente, por parte de William Stanley Jevons, Carl Menger y León Walras del principio de la utilidad marginal decreciente.

Para comenzar a resolver la paradoja es necesario distinguir entre utilidad total y utilidad marginal. La utilidad total que se obtiene al consumir agua es enorme, pero conforme aumenta su consumo la variación que experimenta la satisfacción adicional es menor. Al valorar los consumidores por la utilidad marginal y no por la utilidad total, se concluye que el agua es más barata que los diamantes porque su utilidad marginal es menor. Pues bien fue William Stanley Jevons (1835-1882) se deshizo de la paradoja Smithiana de discrepancia entre el valor de uso y el valor de cambio apelando al concepto de grado de utilidad final (utilidad marginal).

---

La teoría de Carl Menger (1840-1921), es completamente subjetiva, distingue entre distintos tipos de cosas útiles o bienes, distinguiéndolos según su orden. Los bienes de primer orden son aquellos que satisfacen necesidades directamente. Los bienes de orden superior derivan su carácter de su capacidad de producir bienes de orden inferior. Según Menger, existen diferentes grados de prioridad en las satisfacciones de los individuos, de forma que las diferentes satisfacciones tienen diferentes grados de importancia. Incluso dentro de la misma clase de bienes, las satisfacciones pueden variar de importancia. Así los individuos intentan satisfacer, en primer lugar, sus necesidades más urgentes y después las menos urgentes; pero siempre combinan la satisfacción más completa posible de sus necesidades menos urgentes. Sentadas estas premisas, Menger establece el principio de equimarginalidad, por el que dados unos recursos escasos, los individuos ordenaran sus cestas de consumo de forma que en el margen la satisfacción obtenida por el consumo de cada bien sea la misma para cada mercancía. De este modo, es la satisfacción menos urgente la que otorga valor a ese bien.

Léon Walras (1834-1910), el problema que intento resolver fue el relacionar todos los mercados que componen una economía. Con tal fin desarrolló la idea del equilibrio económico general y su expresión en forma de un sistema de ecuaciones simultaneas. Walras introdujo el análisis de la utilidad marginal después de su investigación sobre la teoría del valor de cambio. Coincidió con Jevons al afirmar que la utilidad era subjetiva y que no tenía relación directa o medible con el tiempo o el espacio. Con esta idea solucionó el problema del intercambio de mercancías y la elaboración de curvas de demanda individual.

Tras la irrupción del marginalismo en la segunda mitad del siglo XIX, un grupo de economistas intento tender puentes entre la doctrina económica de los economistas clásicos y las nuevas contribuciones que habían desarrollado los marginalistas, que rechazan una parte importante del pensamiento clásico. Un punto central de este rechazo era la teoría de valor. Los marginalistas pensaban que solo el componente subjetivo otorgaba valor a los bienes, mientras que los clásicos habían mantenido que eran los costos de producción los que conferían valor. Los autores neoclásicos combinaron ambas teorías y establecieron que el valor depende de la oferta (un componente objetivo derivado de los costos) y la demanda (otro subjetivo). El precio obtenido de su confluencia era el mejor indicador del valor de un bien.

Los economistas neoclásicos centran su atención en la teoría de la formación de los precios.

---

Los precios que bajo la óptica del equilibrio parcial, son el resultado del equilibrio entre la oferta (detrás de la cual está la utilidad o satisfacción que el consumo del bien aporta) y la demanda (detrás de la cual está la utilidad o satisfacción que el consumo del bien aporta) son las expresiones monetarias de los valores de las cosas, de los bienes y servicios intercambiados en el mercado. La ley de la oferta y la demanda además de ser la ley de la formación de los precios ha pasado a ser para con los economistas neoclásicos la ley de la determinación del valor de las cosas. La teoría del valor-trabajo continúa siendo utilizada hoy día por los economistas neo-marxistas y posricardianos.

Alfred Marshall (1842-1924), uno de los principales economistas neoclásicos, al igual que Jevons y Walras, utilizó funciones de utilidad separables y aditivas en las que la utilidad que reporta el consumo de un bien cualquiera depende exclusivamente de dicho bien. De aquí derivó lo que denominó “listas de demanda” que se comportaban según la ley de la demanda: la cantidad demandada de un bien aumenta cuando hay una disminución en su precio y disminuye cuando aumenta el precio. También insistió en la distinción entre utilidad total y marginal y formuló claramente el concepto de elasticidad en el precio de la demanda. Definió el excedente del consumidor considerándolo como la diferencia entre el precio que una persona estaría dispuesta a pagar por ella. En su análisis de oferta estableció las condiciones necesarias y suficientes de maximización de beneficio. En cuanto al equilibrio de mercancías, fue a partir del trabajo de Marshall cuando los economistas dejaron de disputar acerca de si es el lado de la oferta o el lado de la demanda lo que determina los precios y las cantidades de intercambio en el mercado.

### **1.1.3 El valor desde un enfoque financiero**

En lo que respecta a un enfoque financiero, es John Duns Scotto quien comienza a dar las primeras nociones de la creación de valor para el accionista, cuando menciona que una persona debe recibir en el intercambio una recompensa por su diligencia, prudencia, interés y riesgo.<sup>3</sup>

Adam Smith por su parte:

“No obtenemos los alimentos de la benevolencia del carnicero, del cervecero o del panadero, sino de su preocupación por su propio interés. No nos dirigimos a sus sentimientos humanitarios, sino a su egoísmo, y nunca les hablamos de nuestras necesidades, sino de sus propias ventajas”<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Citado por Bernard W. Dempseyen “Just Price in a Functional Economy”. *The American Economic Review* (Septiembre 1934), p.482.

<sup>4</sup> Smith, *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, p.96.

---

Aquí encaja la famosa “mano invisible” que guía las acciones de los hombres de manera que, sin ellos quererlo, contribuyen al bien común. Lo que motiva el comportamiento de los individuos será la búsqueda del interés individual, sean cuales sean sus consecuencias para la sociedad.

Jean Baptiste Say, por otro lado, deja claro que el empresario es el agente principal de la producción, es el intermediario entre la oferta y la demanda; o el mecanismo a través del cual opera el principio de sustitución.

Para Say el empresario no sólo organiza la producción, sino que asume el riesgo. El empresario compromete su fortuna y ha de poseer los capitales necesarios para llevar a cabo su proyecto.

En la retribución del empresario habrá tres partes: el pago de los intereses del capital que él mismo aporte al negocio; el pago de los salarios de su propio trabajo, y un premio por asumir el riesgo.

John Stuart Mill haciendo referencia al papel del empresario, expone con detalle lo que Marx llamaría después “teoría de la abstinencia” como principal explicación de las ganancias de capital:

“De la misma manera que el salario del trabajo es la remuneración del trabajo, así las ganancias del capital son propiamente la remuneración de la abstinencia.

Son sus ganancias por abstenerse de consumir su capital en provecho propio y permitir que la consuman trabajadores productivos para su provecho. Por su abstinencia precisa una recompensa”.<sup>5</sup>

La abstinencia la retribuye al interés, que viene medido por el costo de oportunidad, es decir, la remuneración que el capitalista obtendría si, en vez de invertir su capital en su propia empresa, lo prestara.

Otra parte de la ganancia del empresario es la compensación por el riesgo:

“El excedente es en parte una compensación por el riesgo. Prestando su capital con seguridades insuperables, corre poco o ningún riesgo. Pero si se embarca en un negocio por su propia cuenta, expone siempre su capital, y en algunos casos el riesgo puede ser tan grande que exponga a perderlo total o parcialmente. Por este riesgo tiene que obtener una compensación, o de lo contrario no se expondrá a él”<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Mill, *Principles of Political Economy*, p. 400.

<sup>6</sup> *Ibidem*, p. 401.

---

Como resumen de la visión del empresario, Mill termina su explicación:

“Las ganancias brutas del capital, las ganancias devueltas a los que suministran fondos para la producción, tiene que ofrecer un equivalente suficiente por la abstinencia, indemnizar por el riesgo que se corre y remunerar el trabajo y la habilidad precisa para la dirección. Esas diferentes compensaciones pueden pagarse, bien a la misma persona o a personas distintas”<sup>7</sup>

Según Marx, había dos tipos de capital: el variable, es decir, los salarios de los obreros, y el constante, que es la cantidad de dinero invertido en maquinaria, materias primas, naves, etc. La relación entre capital constante y capital variable la llamó composición orgánica del capital. También diferenció la tasa de plusvalía (que es la relación entre plusvalía y el capital variable, que mide el grado de explotación), y la tasa de beneficios, es decir, la relación entre plusvalía y el capital total (constante y variable). Este es el capital que utiliza en sus cálculos un capitalista: necesita recuperar el capital que ha adelantado y además obtener una plusvalía, es decir, sus beneficios.

El empresario al que se refiere Marshall es un capitalista polifacético, que obtiene los rendimientos del capital invertido, incluyendo el fondo de comercio, y de su propia capacidad; esto debe computarse como un costo de oportunidad. Pero, además, también obtiene ganancias extraordinarias por el superior valor de algunos activos en su organización con respecto a su valor de mercado.

Y también obtiene beneficios extraordinarios aquel industrial dotado de capacidad y energía excepcionales, puesto que aplicara mejores métodos que sus rivales y, si es sólo uno de tantos productores, su mejor producción no se reflejará en el precio de las mercancías, sino en beneficios extraordinarios para él.<sup>8</sup>

“Cuando un hombre se encuentra comprometido en un negocio, sus ganancias para el año son el exceso del ingreso que recibió del negocio durante un año sobre sus desembolsos sobre el negocio. La diferencia entre el valor de la planta, los inventarios, etc., al final y al comienzo del año, es tomada como parte de sus entradas o como parte de sus desembolsos, de acuerdo a, sí se ha presentado un incremento o decremento del valor. Lo que queda de sus ganancias después de deducir los intereses sobre el capital a la tasa corriente, es llamado generalmente su beneficio por emprender o administrar.”<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> *Ídem.*

<sup>8</sup> Marshall, *Principles of Economics*, p. 614-615.

<sup>9</sup> *Ibidem*, p. 303.



---

Peter Drucker menciona que mientras un negocio tenga un rendimiento inferior a su costo de capital, operara a pérdidas. No importa que pague impuestos como si tuviera una ganancia real. La empresa aún deja un beneficio económico menor a los recursos que devora, mientras esto suceda no crea riqueza, la destruye.

De esta manera se inicia con la era de la creación de valor para el accionista, Milton Friedman, premio nobel de economía, en su artículo publicado en *The New York Times*, expresa que la dirección o gerencia de una empresa tiene como principal responsabilidad cumplir con los deseos de los accionistas, que en general, es generar dinero tanto como sea posible.

Alfred Rappaport en su libro *Creación de Valor para el Accionista*, afirma que “en una economía de mercado, la única responsabilidad de un negocio es crear valor para el accionista y hacerlo de un modo legal y con integridad”; por otro lado, Tom Copeland en su libro *Valoración, Medición y Gestor de Valor*, nos hace hincapié de la importancia de centrarse en la generación de valor para los accionistas, pues si bien es cierto, de esta manera se crearan empresas más saneadas que generaran a su vez economías más sólidas, lo que se traduce en mejores niveles de vida y más oportunidades, tanto profesionales como empresariales para las personas.<sup>10</sup>

Nathalie J. Mass realizó un análisis de las principales empresas estadounidenses para determinar qué estrategia genera mayor valor para el accionista, crecimiento en ventas o rentabilidad, llegando a la conclusión de que muchas de ellas no van por la senda correcta.

Es así como nace el interés para que mi proyecto de investigación verse en determinar si las principales empresas del sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores ejecutan la estrategia correcta que maximice la creación de valor para el accionista, ya que es un factor determinante en la economía y, como consecuencia, el crecimiento sostenible de la sociedad mexicana.

**“La creación de valor para los accionistas es fundamental para el éxito de cualquier empresa”<sup>11</sup>**

#### **1.1.4 Diferencia entre valor y precio**

Los temas de valor y precio fueron los primeros en ser tratados por la teoría económica.

Estos temas nacieron con muchas confusiones, lo cual era lógico por tratarse de las primeras aproximaciones.

---

<sup>10</sup> Tom Copeland, *Valoración. Medición y Gestión de valor*, p.21.

<sup>11</sup> Juan Alberto Adam Siade, *Valuación de empresas y creación de valor*, p.3.

---

Sin embargo, en la actualidad siguen existiendo muchas confusiones alrededor de este tema, por esta razón, antes de entrar al desarrollo de nuestra investigación conviene definir los términos para evitar mayores confusiones, ya que valor y precio no son lo mismo.

La teoría del valor tiene que dar respuesta a la pregunta: ¿Qué es lo que determina el grado de satisfacción o placer que la posesión de un bien da a una persona? La teoría del precio tiene que dar respuesta a la pregunta: ¿Qué es lo que determina la cantidad de un bien que tenemos que entregar para obtener una unidad de otro bien?

Como hemos citado anteriormente es Aristóteles quien nos da la primera aproximación para poder diferenciar entre valor y precio.

Las cosas tiene dos valores, de uso y de cambio, de acuerdo a la siguiente cita, éste último puede ser incluso por dinero, se concluye entonces que el valor de uso se refiere al valor del objeto y el valor de cambio, el precio, el cual sentaría las bases del comercio.

“Toda propiedad tiene dos usos que ambos le son inherentes, mas no de igual manera: uno es propio y directo, y el otro no. Ejemplo de éste último es el calzado; podemos ponérselo en los pies o servirnos de él como medio de cambio: tales son las dos maneras de usarlo.

Quien cambia el calzado por una moneda o por una substancia alimenticia con otro que necesita calzado, hace un buen uso del calzado que le pertenece, pero no el uso propio y directo del mismo, pues no se hizo para el cambio. Lo mismo pasa con todas las demás cosas que podamos poseer, pues teniendo todas un valor, no hay ninguna que no pueda convertirse en objeto de cambio.

El cambio tiene su principio y fundamento en la naturaleza, pues los hombres tienen de menos o de más las cosas necesarias en la vida, es decir, las tiene en cantidad excesiva o insuficiente.

Lo que prueba que el comercio al pormenor no pertenece naturalmente a la ciencia de adquirir riqueza, es que el cambio no era posible antes hacerlo sino en la justa medida de las necesidades. Quiere decir que en la primera asociación, la familia, el comercio al pormenor era inútil; su necesidad no se dejó sentir hasta que la sociedad fue numerosa. En la familia todo era de todos; cuando fueron varias las familias, se estableció una nueva comunidad para objetos determinados, de los que se servían todos según las necesidades, como lo hacen todavía muchas naciones bárbaras, cambiando objetos útiles por otros también útiles; por ejemplo dando vino y recibiendo trigo y lo mismo otras cosas.

---

Este género de cambio es natural y no constituye novedad en el arte de adquirir riquezas, pues en su origen no tenía más objeto que satisfacer las necesidades naturales. Sin embargo, según todas las apariencias, la ciencia de la riqueza debió nacer de él.

A medida que estas relaciones de reciprocidad fueron desarrollando por la importación de las cosas que faltaban y la exportación de las súper abundantes, se introdujo necesariamente el uso de la moneda, pues las cosas cuya necesidad es evidente no siempre son fáciles de trasportar, se convino, pues, en dar o recibir en los cambios una materia que, útil por sí misma, fuera fácil de manejar y aplicable a diferentes usos de la vida, como el hierro, la plata y cualquier otra sustancia de la que al principio se determinó simplemente el peso y el tamaño, poniéndole una marca para evitar el trabajo de pesarla y medirla continuamente: la marca se puso como signo de calidad.

Cuando la necesidad de los cambios trajo la invención de la moneda apareció otra especie en la ciencia de adquirir: el comercio al menudeo.<sup>12</sup> ”

Santo Tomás de Aquino (1225-1274) expresa una idea más clara de la diferencia entre valor y precio, tomando en cuenta lo expuesto por Aristóteles:

“[...] el valor de un acosa destinada al uso del hombre se mide por el precio a ella asignado, a cuyo fin se ha inventado la moneda, como Aristóteles señala.”<sup>13</sup>

San Alberto Magno (1193-1280) fue un gran defensor de la doctrina del justo precio esbozada por Aristóteles, su gran aportación fue introducir un criterio para saber cómo se determina el “justo término medio”. La igualdad entre lo que se da y lo que se recibe está determinada por el costo de producción.

La tradición escolástica por su parte relegaba a un segundo plano el tema del costo de la producción como determinante del precio y realizaba la utilidad y la estimación general que se realizaba en el mercado.

Étienne Bonot de Condillac fue el que más se aproximó a un planteo claro y preciso de la teoría del valor y de los precios. Condillac separa muy bien los conceptos de valor y precio y a la vez explica la relación que existe entre ellos. Rechaza explícitamente que los costos tengan influencia sobre el valor, y los pone en su correcta relación casual cuando determina que una cosa no tiene valor por lo que cuesta, sino que cuesta porque tiene valor.

---

<sup>12</sup> Aristóteles, *La Política*, p. 21-23

<sup>13</sup> Santo Tomas De Aquino, *Suma teológica*, p.666.

---

El precio es, entonces, solamente el valor estimado de una cosa en relación con el valor estimado de otra, es decir, cuando tenemos necesidad de una cosa, ella tiene valor, lo tiene sólo por ella y antes de que exista cualquier intención de realizar un intercambio, sólo en el intercambio tiene un precio y su precio es la estimación que hacemos de su valor cuando en el intercambio comparamos su valor con el valor de otra.

A finales del siglo XVIII ya se había llegado a la conclusión de que las fluctuaciones en apariencia irregulares de los precios de las mercancías obedecían a una ley subyacente.

Adam Smith y David Ricardo, demostraron que los movimientos en los precios dependían del proceso de producción; así como también afirmaron que el factor determinante del valor de una mercancía es la cantidad de tiempo que los trabajadores han empleado para producirla. Según los economistas clásicos los costos determinaban el precio (valor) de los bienes en el largo plazo.

Adam Smith, plantea dos clases de precios: uno natural o real y otro comercial o de mercado. El precio natural o real está formado por las tasas corrientes de cada uno de los elementos que conforman al salario, la renta y el beneficio. El precio comercial de cada mercancía viene dado por la relación entre oferta y demanda.

Es preciso anotar que Smith se refiere a lo que él llama demanda efectiva, en contraposición con la demanda absoluta o potencial; esta última vendrá dada por las necesidades y el deseo de compra. La primera añade a esta preferencia los medios de compra, es decir, el respaldo monetario del deseo.

Sin embargo es John Stuart Mill quien marca un antes y un después en cuanto a los términos de valor y precio, en virtud de que, a su parecer, se venían utilizando de forma indistinta por sus antecesores.

Mill distinguió entre el valor de cambio y precio, menciona que los primeros economistas utilizaron la palabra de valor y precio como sinónimos; para evitar el gasto inútil de dos buenos términos científicos para designar una misma idea, ha empleado la palabra precio para expresar el valor de una cosa en función del dinero, esto es, la cantidad de dinero por la cual se cambiará; por valor o valor en cambio de una cosa, su capacidad general de compra; el dominio de su posesión concede sobre todas las mercancías.

Marx completó la teoría de Smith y Ricardo aportando la implicación más importante: demostró que el proceso de producción de las mercancías es el mismo proceso a través del cual se explota a la clase trabajadora.

---

La fuente del valor que es la fuerza de trabajo de los obreros, es en sí misma una mercancía, vendida a un valor inferior del que el obrero crea trabajando para el capitalista; este capitalista es quien compra la fuerza de trabajo. Los beneficios se obtienen de la plusvalía que se extrae de los trabajadores en las fábricas.

La diferencia entre el valor y precio de producción es una abstracción teórica. En el nivel más abstracto cuando Marx analiza el proceso capitalista de producción en sí mismo, no hay que considerar la relación entre los diferentes capitales, por eso Marx podía asumir que las mercancías se intercambian por su valor.

En un nivel más concreto Marx demuestra, con base a la teoría del valor-trabajo, que esta relación está regida por una tasa general de beneficios creada por los capitalistas que compiten entre sí para conseguir introducirse en el sector de la inversión más rentable.

Por otro lado, Jean Baptiste Say en una carta dirigida a Malthus menciona:

“[...] el precio de todas las cosas es el valor de cambio estimado en moneda, no hay otro precio en la economía política que el precio de mercado: lo que Adam Smith llama precio natural, no es más natural que cualquier otro precio; es el costo de producción; es el precio de mercado de los servicios productivos.”<sup>14</sup>

Say al igual que los clásicos ingleses, llega a la conclusión de que los precios tienden a igualarse con los costos de producción, pero dejando en claro que es la utilidad (valor de uso) y no los costos lo que determina los precios.

La evolución de la teoría desde Ricardo hasta Marx provocó una reacción entre los economistas burgueses.

Si una teoría basada en la relación entre el proceso de producción y las fluctuaciones de los precios podía tener implicaciones tan subversivas había que reemplazarla por otra. De ahí surgió la “revolución marginal”, a finales del siglo XIX, cuando se sustituyó la economía clásica por la teoría marginal del valor subjetivo.

Esta teoría postula que el factor determinante de los precios son las preferencias subjetivas de los consumidores por los diferentes bienes.

La teoría de la utilidad marginal es una teoría que explica el valor de uso y no el valor de cambio, de aquí de Jevons comenzó a utilizar la palabra utilidad para designar el valor de uso y precio para designar el valor de cambio.

---

<sup>14</sup> Jean-Baptiste Say, *Letters to Mr. Malthus on Several Subjects of Political Economy And on the Cause of the Stagnation of Commerce to which it Added A Catechism of Political Economy*, p. 78.

---

Esta teoría permitió explicar con mucha más claridad y precisión la determinación del valor y del precio de los bienes.

Alfred Marshall por su lado nos menciona que en el corto plazo el precio está determinado fundamentalmente por la demanda, en el largo plazo por los costos de producción y en el mediano plazo por la oferta y la demanda lo que equivale a decir utilidad marginal y costos de producción.

Para Marshall, como para toda la teoría microeconómica tradicional, la demanda está determinada por la utilidad marginal y la oferta por los costos marginales.

Como se puede ver Marshall está diciendo lo mismo que decían los clásicos pero con la incorporación o basamento de la utilidad marginal.

La teoría del valor y del precio nació del terreno de la ética. Los primeros filósofos trataban de responder al problema de la justicia y por ello se preguntaban qué era el precio justo.

En esta primera etapa los filósofos no se preguntaban que era un precio o cómo se determinaba y fluctuaba. Esta doctrina nació con Aristóteles y fue continuada por los escolásticos durante muchos años.

Después de una etapa ética se pasa a una teoría pura donde las consideraciones de justicia quedan en un segundo plano.

Los economistas clásicos son los que dieron nacimiento a esta etapa del análisis teórico y sistemático de la ciencia económica pero cometieron en error de concluir que los costos determinaban los precios y cayeron en un círculo vicioso del cual no pudieron salir. Los marginalistas intentaron dar una solución al problema diciendo que es la utilidad marginal la única determinante de los precios.

A modo de conclusión podría definirse el precio para expresar el valor de una cosa en función del dinero, esto es, la cantidad de dinero por la cual se cambiará, mientras que el valor es el conjunto de características y circunstancias asociadas a un objeto y servicio que le otorgan un grado de utilidad al mismo.

## **1.2 Metodologías de valuación de empresas<sup>15</sup>**

La valuación es una manera de cuantificar los elementos que conforman una compañía, se trata de determinar el valor intrínseco de esta y no su valor de mercado, es considerada como una opinión subjetiva.

---

<sup>15</sup> SANJURJO, Miguel y Reinoso Mar, *Guía de valoración de empresas*, 2ª ed., España, Practice Hall-PriceWaterhouseCoopers, 2003.

---

Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad.

La valuación entonces es una estimación y por lo tanto nunca nos llevará a determinar un valor exacto, de tal manera que estamos hablando de una serie de hipótesis que nos ayudaran a trazar un parámetro dentro de los cuales se pactara un precio.

Existen los métodos estáticos que fundamentalmente reflejan la situación de la empresa en un momento del tiempo, sin considerar sus perspectivas futuras, y los métodos dinámicos, que cifran el valor de la empresa fundamentalmente en su futuro.

Actualmente prevalece la idea de que el valor de una empresa está determinado en gran medida por los futuros flujos de efectivo que sea capaz de generar.

Métodos simples: Consideran el presente o bien el futuro del negocio.

- Métodos simples estáticos: valoran la situación actual de la empresa. Se basan en el presente y en el pasado sin tener en cuenta el futuro de la sociedad.
  - Valor contable
  - Activo neto real
  - Valor sustancial
  - Valor de liquidación
  
- Métodos simples dinámicos: valoran los negocios de acuerdo con las expectativas futuras del mismo.

Las tres magnitudes más utilizadas son los dividendos, los beneficios y los flujos de caja. Todos estos flujos de fondos deben de ser descontados a una tasa de descuento en función del riesgo que conlleve la inversión.

El valor que se obtiene a través de la aplicación de los métodos simples dinámicos de valoración de empresas está compuesto por dos variables: la actualización de los flujos futuros de la empresa y el valor residual del negocio, que habrá de ser actualizado al presente.

- Descuentos de flujos de caja
- Beneficios descontados
- APV (*Adjusted Present Value*)

Ambos métodos, estáticos y dinámicos, tiene ventajas e inconvenientes:

	Ventajas	Inconvenientes
<b>Estáticos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayor objetividad. Su rigor y exactitud es superior.</li> <li>• Es necesario conocer el valor de los elementos patrimoniales para estimar los resultados futuros.</li> <li>• El valor económico obtenido es más real.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No contemplan en su estudio los bienes intangibles.</li> <li>• No tienen en cuenta en su estudio los resultados futuros de la sociedad.</li> </ul>
<b>Dinámicos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incorpora el riesgo a la valoración.</li> <li>• Tiene en cuenta los bienes intangibles en su determinación.</li> <li>• Basta el resultado de la valoración en los resultados futuros de la compañía.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La incertidumbre que origina el establecimiento de hipótesis, ya que éstas pueden cumplirse o no.</li> </ul>

Tabla 2

Métodos compuestos: se trata de métodos que combinan presente y futuro del negocio.

La característica más importante de estos métodos es que contemplan el fondo de comercio que es, en general, el exceso de valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. Pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa.

Si bien el valor de una empresa vendrá determinado por sus rendimientos futuros, habrá que tener en cuenta la existencia de los recursos necesarios para su obtención, y por lo tanto el valor de los mismos. De ahí surgen los métodos compuestos.

- Método clásico
- Método de los prácticos o mixto
- Método directo o de los anglosajones.



---

No cabe duda que son los métodos dinámicos los más empleados actualmente.

Quizás la principal aplicación hoy en día a las técnicas de valuación es su utilización como herramienta de gestión de recursos y creación de valor para los accionistas o propietarios de la empresa.

### 1.2.1 Metodología por flujos de efectivo descontados

El descuento de flujos de caja se ha convertido en un elemento de gran importancia en la valuación de empresas, esta importancia radica en conceptos tales como la superioridad del flujo de caja o tesorería sobre el beneficio, el valor presente de los flujos futuros como medida de valor o el costo de capital como referencia de rentabilidad.

- Descuento de flujos de caja libre

Es el flujo de fondos operativo, es decir, el generado por las operaciones sin tener en cuenta la deuda financiera, y después de impuestos. Para determinar los flujos de fondos libres futuros, será necesario realizar una previsión del dinero que obtendremos y que deberemos pagar en cada período. El valor final de los flujos de caja libres ha de ser actualizado utilizando como tasa de descuento, el costo ponderado de capital, conocido como WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). El costo de capital representa la tasa mínima de rendimiento por un proyecto de inversión.

Es la combinación del costo de los fondos ajenos y de los fondos propios ponderado por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa.

$$WACC = \frac{Eke + Dkd \times (1 + T)}{E + D}$$

Siendo:

$D$  = Valor de mercado de la deuda

$E$  = Valor de mercado de las acciones o recursos propios

$Kd$  = Costo de la deuda antes de impuestos

$T$  = Tasa impositiva

$Ke$  = Rentabilidad exigida a las acciones, refleja el riesgo de las mismas

Así pues, el valor de la empresa medido a través de este método es el siguiente:

$$V = E + D = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i}$$

---

Siendo:

$V$  = Valor estimado de la compañía

$E$  = Valor de mercado de las acciones

$D$  = Valor de mercado de la deuda existente

$FCF$  = Flujos de caja libres

- Descuento de flujos disponibles para los accionistas

El valor de la empresa para los accionistas se calcula por la diferencia entre el valor operativo y el valor de la deuda, siendo:

- Valor operativo: el valor actualizado de los flujos de caja operativos libres.
- Valor de la deuda: el valor actual de los flujos de caja de los acreedores.

Por tanto, el valor de la compañía mediante el descuento de flujos disponibles para los accionistas se obtiene restando al flujo de fondos libre, los pagos del principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo analizando a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de la nueva deuda.

$$CFac = FCF - [intereses\ pagados \times (1 + T) - pagos\ principal + nueva\ deuda]$$

Siendo:

$CFac$  = Flujos disponibles para los accionistas

$FCF$  = Flujos de caja libres

$T$  = Tipo impositivo

Al realizar proyecciones, los dividendos esperados han de coincidir con los flujos disponibles para los accionistas. Puesto que estamos valuando las acciones de la empresa, la tasa de descuento a aplicar será la rentabilidad exigida por los accionistas. Sin embargo para establecer el valor total de la compañía, deberemos adicionar a los flujos disponibles por los accionistas el valor de la deuda.

- Descuento de flujos de caja de capital

Los flujos de caja de capital (*capital cash flow*) son los flujos de fondos disponibles para los poseedores de la deuda más los fondos disponibles para las acciones.

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I - \Delta D$$

---

Siendo:

$CCF$  = Flujos de caja de capital

$CFac$  = Flujo de fondos disponible para los accionistas

$CFd$  = Flujos de fondos disponible para los poseedores de la deuda

$CFd$  = Intereses más la devolución del principal

$$I = D \times Kd$$

$D$  = Deuda.

$Kd$  = Costo de la deuda antes de impuestos

La diferencia entre los flujos de caja libres y los de capital estriba en que, al actualizar los de capital, la tasa de descuento a aplicar debe ser antes de impuestos. Así pues, el WACC aplicable a los flujos de caja libre será:

$$WACC = \frac{(E \times Ke) + (D \times kd)}{E + D}$$

$E$  = Valor de mercado de las acciones

$Ke$  = Rentabilidad por los accionistas

$D$  = Valor de la deuda

$Kd$  = Costo de la deuda antes de impuestos

### 1.2.2 Metodología por múltiplos de mercado

Una vez realizada la valuación por descuento de flujos, una comparación con los múltiplos de empresas comparables permite calibrar la valuación realizada e identificar diferencias entre empresa valuada y las comparables.

Los múltiplos se pueden dividir en tres grupos:

- Múltiplos basados en la capitalización de la empresa (valor de las acciones:  $E$ )
- Múltiplos basados en el valor de la empresa ( valor de las acciones y la deuda:  $E+D$ )
- Múltiplos relativos al crecimiento

#### 1. Múltiplos basados en la capitalización de la empresa

- *Price Earnings Ratio (PER)*:

$$PER = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio neto total por acción}} = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio}}$$

- Capitalización / *cash flow* contable.

*Price to Cash Earnings (P/CE):*

$$\frac{P}{CE} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{(\text{Beneficio neto} + \text{Depreciación y Amortización})}$$

- Capitalización / ventas.

*Price to sales (P/S):*

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Ventas por acción}}$$

- Capitalización / *cash flow* para acciones recurrente.

*Price to Levered Free Cash Flow (P/LFCF):*

$$\begin{aligned} \frac{P}{LFCF} &= \frac{\text{Capitalización bursátil}}{(\text{Beneficio operativo después de intereses e impuestos} + \text{Depreciación} + \\ &\quad \text{Amortización} - \text{Aumento de necesidades operativas de fondos} - \\ &\quad \text{Inversiones en los negocios existentes})} \end{aligned}$$

- Capitalización / valor contable de acciones.

*Price Book Value (P/BV):*

$$\frac{VM}{VC} = \frac{P}{BV} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Valor contable de los fondos propios}}$$

- Capitalización / cliente.

*Price to Customer*

$$\frac{P}{\text{Customer}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Número de clientes}}$$

## 2. Múltiplos basados en el valor de la empresa

Estos múltiplos utilizan como numerador la suma de la capitalización bursátil y la deuda financiera de la empresa.

A esta suma se le suele denominar valor de la empresa, *Enterprise Value (EV)*.

- Valor de la empresa / EBITDA.

*Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA):*

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

$$= \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización}}$$

- Valor de la empresa / ventas.

*Enterprise Value to Sales (EV/Sales):*

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}}$$

- Valor de la empresa / Free cash flow.

*Enterprise Value to Unlevered Free Cash Flow (EV/FCF):*

$$\frac{EV}{FCF}$$

$$= \frac{\text{Valor de la empresa}}{(\text{Beneficio antes de intereses y después de impuestos} + \text{Depreciaciones} + \text{Amortizaciones} - \text{Incremento en necesidades operativas de fondos} - \text{Inveriones en activo})}$$

### 3. Múltiplos relativos al crecimiento

- *PER* /crecimiento del BPA. (*PER/g*)

$$\frac{PER}{g} = \frac{P}{EG} = PEG$$

$$= \frac{PER}{\text{Crecimiento del beneficio por acción en los próximos años}}$$

- (Valor de la empresa/EBITDA) / crecimiento del EBITDA en los próximos años.

$$\frac{EV}{EG} = \frac{\frac{EV}{EBITDA (\text{Historico})}}{\text{Crecimiento de EBITDA en los próximos años}}$$

---

### 1.2.3 Metodología por métricas de valor

Los métodos más comunes dentro de este rubro son:

- *Economic Value Added (EVA)*: Mide la diferencia entre la rentabilidad obtenida por una compañía, el retorno del capital y el costo de los capitales utilizados para ello. Que es el beneficio antes de intereses menos el valor contable de la empresa multiplicado por el costo promedio de los recursos.
- *Beneficio Económico (BE)*: Es el beneficio contable, menos el valor contable de las acciones multiplicado por la rentabilidad exigida de las acciones.
- *Market Value Added (MVA)*: Es la diferencia entre el valor total de una empresa y el total de los fondos aportados. Es decir, es la diferencia entre el valor de las acciones y el valor contable de las mismas.
- *Cash Value Added (CVA)*: Es el beneficio antes de intereses más la amortización contable menos la amortización económica menos el costo de los recursos utilizados.
- *Total Shareholder Return (TSR)*: Es la rentabilidad del accionista y está compuesta por los dividendos que recibe y por la apreciación de las acciones. Se debe comparar con la rentabilidad exigida por los accionistas. Si el *TSR* es mayor que la rentabilidad exigida por los accionistas se considera que la empresa ha creado valor para los accionistas. Se calcula como el cambio de la capitalización bursátil en un período anual más los dividendos distribuidos entre los accionistas, expresado como porcentaje de su valor inicial.
- *Cash Flow Return On Investments (CFROI)*: Trata de medir la verdadera rentabilidad generada por las inversiones de la empresa. Una empresa estará creando valor siempre que *CFROI* sea superior al *WACC* sin inflación, puesto que esto significará que la rentabilidad generada es superior al costo de los recursos empleados para ello.

### 1.2.4 Metodología basada en la teoría de las opciones

Los dos métodos de valuación de opciones, tanto reales como financieras, más utilizados son: método binomial y formula de Black y Scholes.

- **Método binomial**: Este método evalúa las posibilidades de variación que pueden sufrir una acción o inversión en el próximo momento del tiempo.
- **Fórmula de Black y Scholes**:

$$C = SN(x) - Kr^{-t} N(x - \sigma \sqrt{t})$$

---

Donde  $x$  es:

$$x = \frac{\ln\left(\frac{S}{Kr-t}\right)}{\sigma \sqrt{t}} + \sigma \frac{\sqrt{t}}{2}$$

Los parámetros que intervienen en la fórmula son:

$C$  = Precio de la opción de compra hoy ( $T=0$ )

$t$  = Período de vigencia de la opción de compra

$r$  =  $1 +$  (tasa de interés sin riesgo entre hoy y  $t$ )

$\sigma$  = Volatilidad anual de la acción

$K$  = Precio del ejercicio de la opción de compra

$S$  = Precio de la acción en  $t=0$

$N(x)$  = Valor de la función de probabilidad acumulada de una distribución normal estándar

### 1.3 Modelos de patrón de crecimiento de la empresa

Una empresa tiene una vida que es potencialmente infinita; por consiguiente su valor es el valor presente de los flujos de efectivo permanentes. Dado que no podemos predecir muy lejos dentro del futuro, necesitamos hacer una simple suposición acerca del patrón de crecimiento esperado de los flujos de efectivo futuros. No importa cuán rápido este creciendo una empresa hoy, su crecimiento eventualmente se estabilizará. Dependiendo de una variedad de factores, una empresa puede tomar uno de tres patrones hacia el crecimiento estable.

#### 1.3.1 Modelo de patrón de crecimiento de una etapa

Es aquel que tiene un constante o estable crecimiento. De acuerdo al modelo de Gordon los dividendos crecen a una tasa constante. Refiriéndose principalmente al flujo de caja libre o al flujo de caja de capital.

El *free cash flow* se asume que crece a una tasa constante,  $g$ , así como que el flujo libre de caja de un periodo es igual al del periodo inmediato anterior multiplicado por  $(1 + g)$ :

$$FCF_t = FCF_{t-1}(1 + g)$$

Si el *free cash flow* crece a una tasa constante entonces el valor de la compañía, *firm value*, estará determinado por:

$$Firm\ value = \frac{FCF_1^{16}}{WACC - g} = \frac{FCF_0 (1 + g)}{WACC - g}$$

---

<sup>16</sup>  $FCF$  = Flujo libre de caja, en inglés Free Cash Flow.

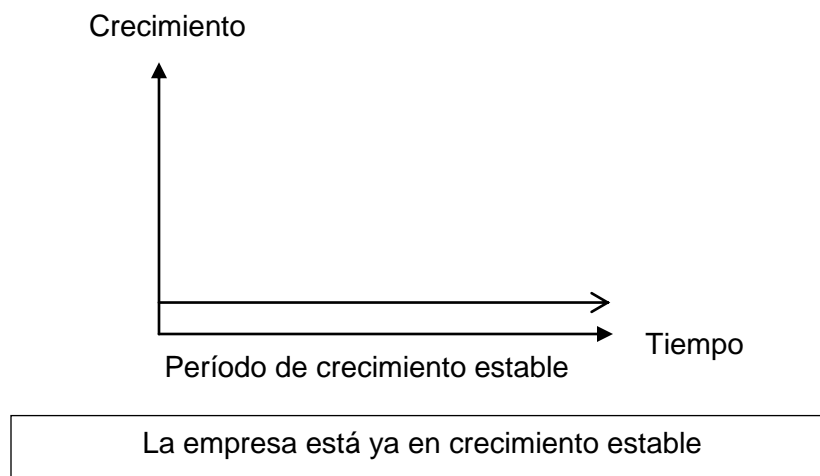
Para el *free cash flow to the equity* se asume que crece a una tasa constante,  $g$ , así como también, que el flujo de caja de capital de un determinado periodo será el mismo que su inmediato anterior multiplicado por  $(1 + g)$ :

$$FCFE_t^{17} = FCFE_{t-1}(1 + g)$$

El valor del capital, *value of equity*; si el flujo de caja de capital crece a una tasa constante estará determinado por:

$$Value\ of\ equity = \frac{FCFE_1}{r - g} = \frac{FCFE_0(1 + g)}{r - g}$$

La tasa de descuento requerida está determinada por  $r$ .



### 1.3.2 Modelo de patrón de crecimiento de dos etapas

En la segunda etapa la tasa de crecimiento de *free cash flow* es a la larga sostenible.

Las dos versiones más populares del crecimiento en dos etapas para *free cash flow* y *free cash flow to the equity* están distinguidas por el patrón de la tasa de crecimiento de la etapa 1.

#### 1.3.2.1 Modelo de crecimiento alto estable

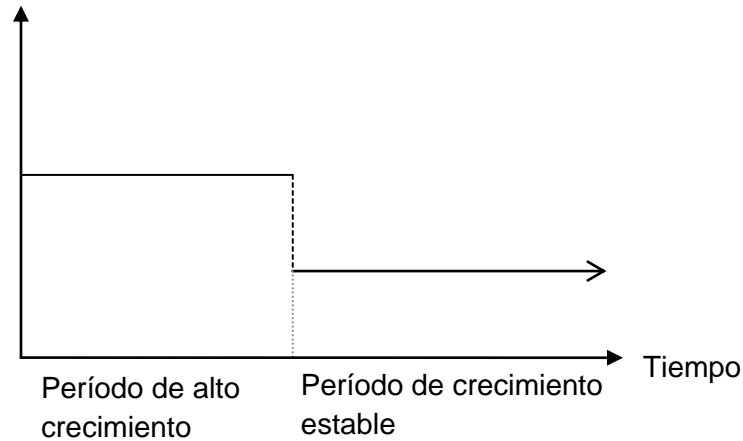
En la primera versión, del modelo de crecimiento de dos etapas, la tasa de crecimiento es constante en la etapa 1 antes de caer a una tasa sostenible a la larga en la etapa 2.

<sup>17</sup>  $FCFE$  = Flujo de caja de capital, en inglés *Free Cash Flow to the Equity*.



---

Crecimiento



Habrá alto crecimiento por un período, al final del cual la tasa de crecimiento caerá hasta una tasa de crecimiento estable

### 1.3.2.2 Modelo de crecimiento inicial decreciente

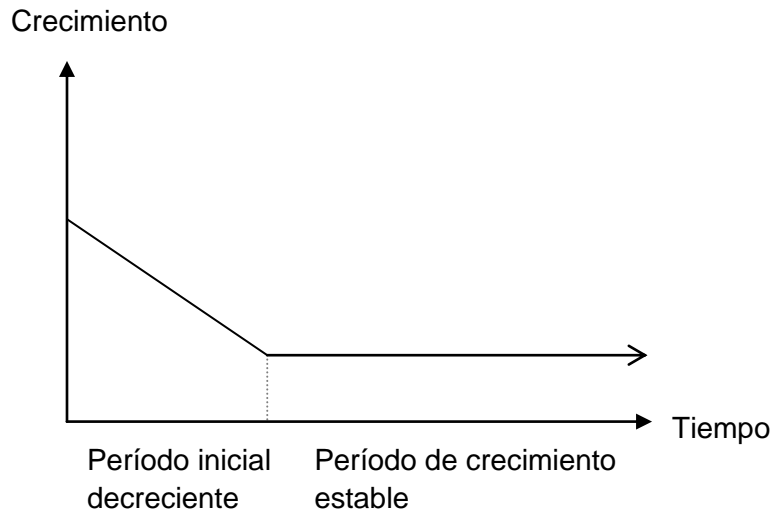
En la otra versión, del modelo de crecimiento de dos etapas, la tasa de crecimiento cae en la etapa 1 para llegar a una tasa sostenible al comienzo de la etapa 2. Esta versión es conocida también como el modelo H para descuentos de dividendos, en el cual la tasa de crecimiento cae en la etapa 1 y es constante en la etapa 2.

La expresión para el *free cash flow* en la segunda etapa está determinado por:

$$Firm\ value = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(WACC-g)} \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

La expresión para el *free chash flow to the equity* en la segunda etapa está determinada por:

$$Equity\ value = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r-g} \frac{1}{(1+r)^n}$$

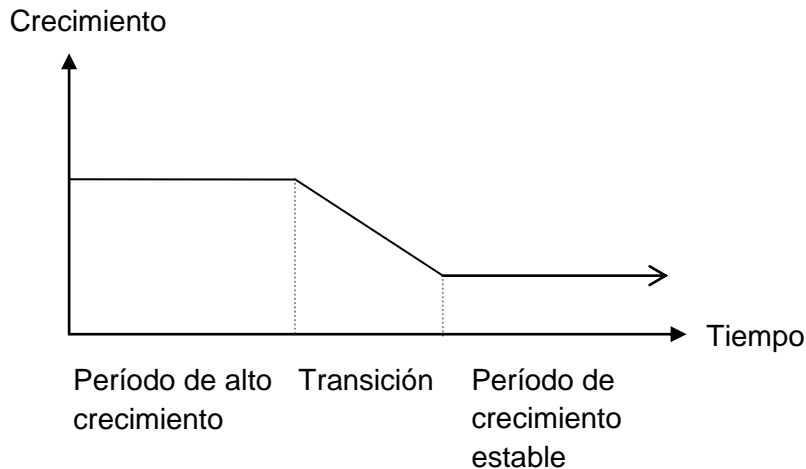


Habrá un período inicial decreciente, al final del cual la tasa de crecimiento será de crecimiento estable.

### 1.3.3 Modelo de crecimiento de tres etapas

Esta etapa es una sencilla extensión de la segunda etapa. Una versión común de la tercera etapa es asumir una tasa de crecimiento constante en cada una de las tres etapas. Puede ser aplicado para la tasa de crecimiento para el *free cash flow* o *free cash flow to the equity*.

Una segunda versión es una tasa de crecimiento constante en la etapa 1 y 3 y una tasa de crecimiento decreciente en la etapa 2. Puede ser aplicado para la tasa de crecimiento del *free cash flow* o *free cash flow to the equity*.



Habrá alto crecimiento por un período, al final del cual la tasa de crecimiento declinará gradualmente hasta una tasa de crecimiento estable.

---

## **1.4 Estrategias de desarrollo empresarial**

En la actualidad con más frecuencia se habla del crecimiento de la empresa para lo cual han ido apareciendo diferentes estrategias de crecimiento que van desde internacionalización, diversificación de productos o estrategias de integración vertical.

Sin embargo es importante resaltar que no por crecer, la empresa está generando valor. Todas estas estrategias pueden implantarse mediante un desarrollo de crecimiento orgánico, inorgánico o mediante alianzas estratégicas.

### **1.4.1 Crecimiento orgánico**

Se refiere a la expansión natural de la compañía, a las inversiones que se hacen en activo que modifican la estructura de la compañía originando de esta manera un aumento en la producción y a su vez un crecimiento.

Es una forma de crecimiento lenta, sin embargo, suele ser más económica que el crecimiento externo o inorgánico.

### **1.4.2 Crecimiento inorgánico**

Derivado de la adquisición de otras compañías instaladas ya en el mercado; fusiones, absorciones y escisiones.

Este crecimiento supone la compra del total o parte del capital de una empresa por medio de las acciones u otros valores constitutivos de su capital social, es una forma de crecimiento rápido, sin embargo, con costo alto.

El crecimiento se materializa adquiriendo capacidades de producción ya existentes, por lo que no representa a corto plazo un aumento de la inversión real, ni tampoco nuevo crecimiento de la producción, sino que un conjunto de activos productivos cambian de propiedad. La empresa crece pero el sistema económico no.

Dentro de las principales razones por las cuales actualmente las fusiones y adquisiciones han tomado gran importancia en el entorno económico están, privatización de empresas, flexibilización legal a las operaciones de fusiones y adquisiciones, entorno competitivo, mejoras tecnológicas, innovación de mercados financieros, proceso de desinversión, globalización, entre otras.

El principal objetivo de estas operaciones es tener una ventaja competitiva y generar sinergias.

---

### 1.4.3 Alianzas estratégicas

Agrupación o asociaciones con otras empresas manteniendo cada una su propia personalidad jurídica, acuerdos de cooperación o también llamados alianzas estratégicas. Comparten parte de sus recursos sin llegar a fusionarse, interactúan para llevar a cabo una actividad y obtener ventajas competitivas.

Estas alianzas tiene la ventaja de contar con independencia para desarrollar sus estrategias, también, de manera independiente, gracias a que mantienen su identidad legal, lo que permite a su vez que no exista una relación jerárquica.

Dentro de las principales razones que motivan un acuerdo de cooperación están, compartir riesgos, reducción de costos, obtener financiamiento, transferencia de tecnología, superar barreras comerciales de entrada, obtención de sinergias, entre otras.

Los acuerdos de cooperación más comunes son:

- Franquicias, más utilizadas para establecer redes de distribución y comercializar en mercados extranjeros
- Licencia, patentes, marcas, diseños de derecho de autor, de tecnología.
- *Outsourcing*
- Acuerdos accionariales:
  - *Joint Venture*
  - Inversiones en capital riesgo
  - Inversiones minoritarias

El éxito de estos acuerdos se mide a través de la consecución de los objetivos estratégicos de cada socio y sinergias.

## Capítulo segundo

### Generación de valor y valuación de empresas por el método descuento de flujos de efectivo para la empresa

#### 2.1. Modelo de valuación por descuento de flujos de efectivo

Impulsado fundamentalmente en Estados Unidos de Norteamérica, el descuento de flujos de efectivo se ha convertido sin duda en el referente fundamental de la valuación de empresas.

---

La importancia no radica tanto en la metodología concreta que se ha desarrollado para su aplicación, cuanto en la concepción que subyace a dicho método.

Conceptos tales como la primacía del flujo de efectivo o tesorería sobre el beneficio contable, el valor presente de los flujos futuros como medida de valor o el costo de capital como referencia de rentabilidad, se han convertido, más allá de la metodología de descuento de flujos de efectivo, en referentes sobre los que se han construido teorías más modernas.

Conviene recalcar que valuar una empresa no es aplicar una fórmula mecánicamente.

Esto es sobre todo importante en la aplicación del descuento de flujos de efectivo, donde la correcta estimación de los datos que se utilizan para la aplicación del método (proyecciones financieras) es más importante que la estricta aplicación de la fórmula.

En la valuación por descuento de flujos de efectivo, se estima el valor de cualquier activo descontando sus flujos de efectivo esperados a una tasa que refleja nivel de riesgo que posee. En esencia se calcula el valor intrínseco del activo.

El valor de cualquier activo está en función de los flujos de efectivo que sea capaz de generar, la vida del activo, las expectativas de crecimiento de los flujos de efectivo y el riesgo asociado con esos flujos de efectivo.

Es el valor presente de los flujos de efectivo esperados.

$$\text{Valor de un activo} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{\text{Flujos de efectivo esperados}_t}{(1+r)^t}$$

Donde el activo tiene una vida de  $N$  años y  $r$  es la tasa de descuento que refleja tanto el nivel de riesgo de los flujos de efectivo como el financiamiento usado para adquirir ese activo.

Si se toma en cuenta a la empresa como un portafolio de activos, esta ecuación puede ser utilizada para valuar a la firma, usando los flujos de efectivo de la misma, su vida y la tasa de descuento que refleja el riesgo colectivo de los activos de la compañía.

Es importante señalar que existe una tasa de descuento para cada tipo de flujo de efectivo. Existen tres flujos básicos, el flujo de efectivo libre, el flujo de efectivo para los accionistas y el flujo de efectivo para los proveedores de la deuda.

Flujo de efectivo	Tasa de descuento apropiada
Para los accionistas	<b><math>K_e</math></b> . Rentabilidad exigida por los accionistas.
Para la deuda	<b><math>K_d</math></b> . Rentabilidad exigida a la deuda.
Libre	<b>WACC</b> . Costo ponderado de los recursos. (deuda y acciones)
De capital	<b>WACC</b> . Antes de impuestos.

Tabla 3

Flujo de efectivo para la deuda, es la suma de los intereses que corresponde pagar más las devoluciones de principal. Con el objeto de saber el valor de mercado de la deuda, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (costo de la deuda).

Flujo de efectivo libre, permite obtener directamente el valor total de la firma (deuda y acciones:  $D+E$ ).

Flujo de efectivo para los accionistas, permite obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda nos proporciona el valor total de la firma.

Flujo de efectivo de capital, es la suma del flujo para los poseedores de la deuda más el flujo de efectivo para las acciones.

Hay dos caminos para valuar por descuento de flujos de efectivo, el primero es valuar solo el capital accionario del negocio y el segundo es valuar toda la compañía. A pesar de que ambas aproximaciones descuentan los flujos de efectivo esperados, los flujos de efectivo y las tasas de descuento son diferentes para cada uno. Las dos aproximaciones para la valuación mediante flujos libres de efectivo son flujo de efectivo libre para la firma o "*Free cash flow to the firm*" y flujo libre de efectivo para los accionistas o "*Free cash flow to equity*".

El modelo *FCFE* valúan directamente el capital accionario de la firma. La mejor alternativa es valuar el total de la compañía y después utilizar este valor para calcular el valor del capital accionario, es decir, el enfoque está en los activos operativos de la firma y los flujos por ellos generados.

Cuatro elementos principales:

- Flujos de efectivo.
- Tasa de crecimiento esperada para flujos de efectivo.
- Un punto en el tiempo donde la empresa estará creciendo a una tasa en la cual se pueda mantener por siempre.
- Una tasa de descuento para los flujos de efectivo.

Proceso de valuación	
1.	<p>Análisis histórico de la empresa y del sector:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Análisis financiero. Incluye el estudio de la evolución de balances y cuentas de resultados, inversiones de la empresa, financiamiento, riesgo del negocio, etc.</li> <li>b) Análisis estratégico y competitivo. Evolución del sector, posición competitiva de la compañía, etc.</li> </ul>
2.	<p>Predicción de presupuestos y escenarios:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Definición de hipótesis financieras para el período a valorar. Cuentas de resultados, balances, financiamiento, inversiones, etc., deben ser considerados varios escenarios.</li> <li>b) Previsión estratégica y competitiva. Evolución del sector, de la posición competitiva de la compañía.</li> <li>c) Estudiar la consistencia de las previsiones. Compararlas con los datos históricos.</li> </ul>
3.	<p>Estimación del costo:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Determinación del costo de capital.</li> <li>b) Determinación del costo de la deuda.</li> <li>c) Determinación del costo de los recursos propios.</li> <li>d) Determinación del valor residual.</li> </ul>
4.	<p>Actualización de los flujos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Actualización de los flujos a su tasa correspondiente.</li> <li>b) Actualización del valor residual.</li> </ul>
5.	<p>Interpretación de los resultados:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Interpretación de los resultados. Comparación con el valor contable, analizar la sensibilidad del valor a cambios en las hipótesis del modelo.</li> <li>b) Interpretación en el contexto de la decisión. Comparación con empresas similares.</li> </ul>

Tabla 4

### 2.1.1 El flujo de efectivo libre para la empresa

Flujo de efectivo libre para la firma o *“Free cash flow to the firm”*, es el flujo de efectivo disponible para los proveedores de capital de la compañía, después de todos los gastos de operación (incluyendo impuestos) que han sido pagados y las inversiones realizadas en capital de trabajo y activo no circulante, sin tener en cuenta la deuda financiera; es el flujo de efectivo de la operación menos los gastos de capital.

Los proveedores de capital de una compañía son comúnmente *“stockholders”* o *“bondholders”*; accionistas o inversionistas.

Para determinar los flujos de fondos libres futuros, será necesario realizar una previsión del dinero que obtendremos y que deberemos pagar en cada período. Básicamente, coincide con el enfoque que se utiliza para realizar los presupuestos de tesorería, pero realizando previsiones de flujos a más largo plazo.

---

Por tanto, este método se basa en estimar el valor de la empresa a partir de la proyección de las cifras de las distintas variables futuras en función de las hipótesis realizadas (variación de los distintos componentes del costo, inversiones en movilizado y en circulante, medios de financiamiento, etc.). Así, una vez realizadas las previsiones oportunas, se determinarían los flujos de caja libres.

Una buena comprensión del rendimiento de la empresa proporciona una perspectiva esencial con vistas a la predicción de rendimientos futuros. Esta comprensión debe estar basada en el análisis de ratios e indicadores de valor. La elaboración de escenarios futuros para la compañía y su análisis en términos de probabilidad es una de las etapas más subjetivas de los procesos de valuación por flujos de caja descontados.

Algunas indicaciones generales aconsejables a la hora de desarrollar los escenarios serían las siguientes:

- Es conveniente partir de la predicción de los balances y las cuentas de resultados con el fin de desarrollar una idea clara de las interconexiones de predicciones sobre ventas.
- Es preferible diseñar varios escenarios con diferentes variables estratégicas relativas a la empresa y su entorno.
- Las previsiones de las variables escogidas en el desarrollo de los escenarios deben llevar un análisis minucioso de las capacidades internas de la compañía, percibiendo los puntos fuertes y débiles de la misma y ponderándolos según su importancia en el futuro.
- Los flujos de caja y la tasa de descuento a aplicar deben contener una tasa de inflación esperada.

#### *Proyección de los flujos de efectivo*

Bajo la metodología de flujos de efectivo descontados, los flujos de efectivo son proyectados por un específico número de años en el futuro, posteriormente un flujo de efectivo es seleccionado para usar dentro de la perpetuidad, mismo que es referido como valor terminal.

Existen cinco metodologías comúnmente usadas para estimar futuros flujos de efectivo partiendo de datos históricos:

- Método de ganancias actuales: el conocimiento de la administración puede ayudar a decidir si los flujos de efectivo actuales pueden llegar a replicarse en los años subsecuentes.



---

Si la administración indica que el siguiente año puede ser similar al último, entonces los flujos de efectivo pueden ser usados como base para valorar la compañía.

- Método de promedio simple: usando el promedio aritmético o históricos datos durante el período de análisis.
- Método de promedio ponderado: el cálculo del promedio ponderado requiere de la suma total de los resultados que son el producto de los pesos asignados a los flujos de efectivo históricos anuales.
- Método de regresión lineal: una aplicación estática de la fórmula de mínimos cuadrados. Este método es considerado más útil cuando los flujos de efectivo pasados de la compañía han sido relativamente consistentes (positivos o negativos) y se espera que continúen con similares niveles en el futuro.
- Método de proyección formal: usa proyecciones de flujo de efectivo u otros beneficios económicos por un número específico de años referido como explícito, discreto o proyectado período. Este método es usado para determinar los flujos de efectivo futuros cuando se usa el método de descuento de flujos de efectivo.

#### *Tasa de descuento*

Término utilizado para referirse a cualquier tasa utilizada para encontrar el valor presente de futuros flujos de efectivo. Refleja la compensación exigida por los inversionistas por retrasar su consumo.

#### **2.1.2 Costo de Promedio Ponderado de Capital (WACC)**

El valor final de los flujos de efectivo libres ha de ser actualizado utilizando como tasa de descuento, el costo ponderado de los recursos, conocido como *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*.

El costo de capital representa la tasa mínima de rendimiento por un proyecto de inversión.

Es la combinación del costo de los fondos ajenos y de los fondos propios ponderado por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa.

En la mayoría de las empresas su estructura de capital está conformada por tres tipos de capital:

1. Acciones comunes.
2. Acciones preferentes.
3. Deuda a largo plazo.

---

En general las tasas de rendimiento de capital solicitadas por los proveedores de una compañía hace referencia a su costo de capital.

El costo de capital es comúnmente estimado usando el costo promedio ponderado de capital después de impuestos o costo de capital promedio ponderado WACC.

El costo de capital es importante para la valuación de acciones cuando el analista indirectamente se aproxima al valor total de la firma usando un modelo de valor presente.

Usando el costo de capital para descontar la estimación de futuros flujos de efectivo disponibles para deudas y capital, de tal manera que el valor total de los activos es estimado.

El saldo de este valor después de restar el valor de mercado de la deuda es la estimación del valor del capital.

El WACC es calculado en tres pasos:

1. Determinar el peso proporcional de cada fuente de financiamiento de capital con base en su valor de mercado.
2. Calcular la tasa de rendimiento después de impuestos de cada fuente.
3. Calcular el costo promedio ponderado de todas las fuentes.

La fórmula del WACC es:

$$WACC = \frac{Eke + Dkd \times (1 + T)}{E + D}$$

Siendo:

$D$  = Valor de mercado de la deuda

$E$  = Valor de mercado de las acciones o recursos propios

$Kd$  = Costo de la deuda antes de impuestos

$T$  = Tasa impositiva

$Ke$  = Rentabilidad exigida a las acciones, refleja el riesgo de las mismas

Así pues, el valor de la empresa medido a través de este método es el siguiente:

$$V = E + D = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i}$$

---

Siendo:

$V$  = Valor estimado de la compañía

$E$  = Valor de mercado de las acciones

$D$  = Valor de mercado de la deuda existente

$FCF$  = Flujos de efectivo libres

Es importante destacar que, si la empresa no tuviera deuda en su estructura de capital, el flujo de fondos libre coincidirá con el flujo de fondos de los accionistas.

### **2.2.1.1 Costo del capital accionario**

#### *Rendimiento*

El rendimiento de una inversión es un elemento fundamental para la elección de una inversión. El inversor evalúa la decisión de invertir en términos de rendimiento y nivel de riesgo.

Los gerentes necesitan calcular tasas de descuento apropiadas para descontar las expectativas futuras de flujos de efectivo, estas tasas tendrán que compensar al inversor, tanto en costo de oportunidad como en riesgo.

La tasa de rendimiento requerida por el accionista, costo de capital o “*cost of equity*” para la firma, se refiere al mínimo rendimiento que el accionista solicita de una inversión en un activo en un período de tiempo específico, ésta deberá estar por encima de la tasa de rendimiento de una inversión en un activo con bajo riesgo, esto representa el costo de oportunidad de inversiones en activos (nivel más alto de rendimiento esperado disponible en otras inversiones con el mismo riesgo).

La tasa de rendimiento requerida por el accionista en la inversión de un activo es el umbral donde comienza a ser compensado por el riesgo del activo.

Conceptos importantes del costo de capital:

- El costo de capital es una tasa de rendimiento esperada que el mercado demanda para atraer fondos para inversiones particulares. Esta tasa está basada en las expectativas del inversionista.
- El costo de capital depende la inversión, no del inversionista, esto es, depende del nivel de riesgo de la inversión.
- En términos económicos, el costo de capital es un costo de oportunidad, esto es, el costo de renunciar a mejores alternativas de inversión (equivalentes en riesgo y altas expectativas de rendimiento o inferior riesgo y las mismas expectativas de rendimiento).

- 
- El concepto de costo de capital está basado en el principio de sustitución, un inversionista no invertirá en un activo en particular si hay más sustitutos atractivos.
  - El costo de capital es un motivador de mercado, esto es, la tasa de rendimiento competitiva disponible en el mercado en una inversión comparable.
  - El componente más importante de comparabilidad es el riesgo, el cual es el grado de certeza que el inversionista tendrá de los rendimientos esperados en el tiempo especificado.
  - Cada componente de la estructura de capital de la compañía tiene un costo de capital.

Tres componentes básicos de las expectativas de los inversionistas son capturadas en el costo de capital:

1. La tasa real de rendimiento que el inversionista espera a cambio por permitir que alguien más use su dinero sobre una base de riesgo.
2. Expectativas de inflación, la depreciación esperada en poder de compra mientras el dinero está comprometido.
3. Riesgo, la incertidumbre acerca de cuándo y cuánto, los flujos de efectivo serán recibidos.

#### *The Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

En 1952 el economista Harry Markowitz desarrolló la teoría del portafolio moderno, el cual presento la frontera eficiente de una inversión óptima.

Markowitz promovió un portafolio diversificado para reducir el riesgo, sin embargo, no fue hasta 1960 que la investigación de William Sharpe fue usada para desarrollar una manera para medir este riesgo.

Sharpe estudió la teoría del portafolio de Markowitz y la modifico mediante la conexión de cada portafolio con un factor sencillo de riesgo.

Él ubico esos riesgos en dos categorías, riesgo sistemático y riesgo no sistemático.

Riesgo sistemático, denominado beta, es el riesgo de estar en el mercado, este tipo de riesgo no puede ser diversificado, una vez que se entra en el mercado se toma este riesgo. Riesgo no sistemático es el riesgo específico de cada compañía.

Sharpe concluyó que mediante la diversificación de un portafolio se puede eliminar o reducir el riesgo no sistemático.

---

El *CAPM* proviene del mercado de capitales, intenta proveer una medida de mercado relacionada con la teoría de los rendimientos esperados, si el inversionista se comporta de la manera prescrita por la teoría del portafolio.

Está basado solamente en la cuantificación del riesgo sistemático ya que asume que el inversionista prudente eliminara el riesgo no sistemático mediante una buena diversificación del portafolio.

El *CAPM* es una ecuación para calcular la tasa de rendimiento mínima exigida por el accionista, así como también, mantener el equilibrio (oferta es igual a la demanda) entre los supuestos del modelo; supuestos clave como aversión al riesgo, decisiones de inversión basadas en rendimientos promedio y la varianza de los rendimientos del portafolio total.

El principal objetivo de este modelo es que los inversores evalúen el riesgo de un activo en términos de la contribución de los activos al riesgo sistemático del portafolio total, el riesgo sistemático es aquel que no se puede eliminar mediante la diversificación.

Para el uso del *CAPM* son necesarios tres elementos:

- Activo sin riesgo
- Premio al riesgo
- Coeficiente beta

La expresión es la siguiente:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Donde:

$E(R_i)$ = Expectativas de rendimiento de un activo dado su beta, igual a su rendimiento mínimo exigido por el accionista

$R_f$ = Tasa de rendimiento para un activo libre de riesgo

$R_m$ = Expectativas de rendimiento del mercado del portafolio

$\beta$ = Beta, sensibilidad del activo respecto al mercado

En práctica cuando se utiliza el *CAPM* en la valuación de acciones, el índice de acciones es usado para representar el mercado del portafolio, por otro lado, el cálculo del premio al riesgo está dado por:

$$[E(R_m) - R_f]$$

---

### *Activo libre de riesgo*

Muchos modelos financieros de riesgo y rendimiento comienzan con un activo que es definido como libre de riesgo; y usan el rendimiento esperado sobre el activo, como la tasa libre de riesgo. Los rendimientos esperados en inversiones riesgosas están calculados a partir de una tasa libre de riesgo, con el riesgo crean un premio al riesgo esperado que es sumado a la tasa libre de riesgo.

Se define un activo libre de riesgo como aquel en el que el inversionista conoce con certeza los rendimientos esperados. Consecuentemente, para ser una inversión libre de riesgo, esto es, tener un rendimiento real igual al esperado, dos condiciones tienen presentarse:

- Tiene que haber ningún riesgo predeterminado, es decir, los valores tienen que ser emitidos por un gobierno.
- Puede haber incertidumbre en las tasas de reinversión.

### *Beta $\beta$*

La beta de los activos es una medida de su mercado o riesgo sistemático, en teoría es la sensibilidad de sus rendimientos con respecto a los rendimientos en el mercado de un portafolio de activos riesgosos.

Concretamente la beta es igual a la covarianza de los rendimientos con los rendimientos de mercado de un portafolio dividido entre la varianza de los rendimientos del portafolio del mercado. En la práctica para la valuación de acciones el portafolio de mercado es representado por el índice de mercado de acciones.

$$\beta_i = \frac{\text{Covarianza}(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$$

$\beta_i$  = Coeficiente beta del activo

$r_i$  = Rentabilidad del activo  $i$

$r_M$  = Rentabilidad del índice de mercado  $M$

$\sigma_M^2$  = Varianza del índice de mercado  $M$

Es importante tener en cuenta dos casos especiales:

- El coeficiente beta del activo libre de riesgo es igual a cero
- El coeficiente beta del índice de mercado es igual a uno

---

El que las rentabilidades del activo sean menores que las del índice significa que, cuando sube el índice, el activo también lo hace pero en menor medida y, cuando el índice baja, el activo también baja pero en menor medida. Puede decirse que la volatilidad del activo es menor que la del índice y, por consiguiente, su riesgo es menor. Por tanto, los activos con betas positivas y menores a uno tienen menos riesgo que el índice.

Por otro lado, cuando un activo tiene un coeficiente beta superior a uno significa que el activo sigue un comportamiento igual al del índice pero los valores de las rentabilidades son mayores, por tanto su riesgo también será mayor.

En el caso de un activo con beta menor que menos uno significa que el activo tiene más riesgo que el índice, aunque en este caso sigue una tendencia contraria al índice.

Entonces se tienen las siguientes posibilidades:

- $\beta_i > 0$ . Las rentabilidades del activo  $i$  tienen una relación positiva con las rentabilidades del mercado. Es decir, subidas en el mercado tienden a producir subidas en el activo.
- $\beta_i < 0$ . Las rentabilidades del activo  $i$  tienen una relación negativa con las rentabilidades del mercado. Es decir, subidas en el mercado tienden a producir bajadas en el activo.

Tomando beta ( $\beta$ ) en valor absoluto:

- $0 < \beta_i < 1$ . Son activos defensivos. El riesgo de este activo es menor que el índice. Este activo amortigua los cambios producidos en el índice.
- $\beta_i = 1$ . Son activos con cambios iguales al índice. El riesgo es el mismo que el índice.
- $\beta_i > 1$ . Son activos agresivos. El riesgo es mayor que el índice. Este activo amplifica los cambios producidos en el índice.

### *Premio al Riesgo "Risk Premium"*

El premio al riesgo es una medida que utiliza el modelo *CAPM*, rendimiento adicional "premio" que el accionista exige por mantener su participación en un activo riesgoso en vez de invertir en un activo libre de riesgo.

Este debe de estar en función de dos variables:

- La aversión al riesgo de los inversionistas
- Riesgo promedio de la inversión

---

Existen tres maneras para estimar el premio al riesgo en el *CAPM*: una extensa lista de inversionistas pueden ser encuestados acerca de sus expectativas para el futuro, mediante análisis de datos históricos o extraído de datos del mercado. El procedimiento más común para calcular la compensación de riesgo es mediante los beneficios históricos, lo cual supone que el promedio de los beneficios pasados, son una fiel representación de los beneficios futuros esperados.

Este procedimiento define la compensación de riesgo como la diferencia entre el promedio de rendimientos del índice de mercado representativo de la inversión en consideración y el promedio de los beneficios a largo plazo en bonos libres de riesgo.

$$Rp = \mu Rm - \mu Rf$$

Donde:

$Rp$  = Compensación del riesgo

$\mu Rm$  = Beneficios del mercado promedio

$\mu Rf$  = Tasa libre de riesgo promedio

### 2.1.3 El crecimiento a perpetuidad y el valor terminal

#### *Cálculo del Flujo de efectivo libre para la empresa*

Esto es, estimar los flujos de efectivo para la firma antes de los pagos de deuda pero después de haber conocido las necesidades de reinversión.

$$EBIT(1 - \text{Tasa impositiva}) - (\text{Gastos de capital} - \text{Depreciación}) \\ - \text{Cambios no liquidados en capital de trabajo} = FCFF$$

La diferencia entre gastos de capital y depreciación (gastos totales de capital) y el aumento no líquido en capital de trabajo representa la reinversión hecha por la firma para generar crecimiento futuro.

Otra manera de representar la misma ecuación es sumar los gastos netos de capital y el cambio en capital de trabajo y asumir el valor como un porcentaje de los ingresos operativos después de impuestos.

Este ratio de reinversión para los ingresos después de impuestos es llamado tasa de reinversión y los *FCFF* pueden ser escritos como:

$$\text{Tasa de reinversión} = \frac{\text{Gastos de capital} - \text{Depreciación} + \Delta \text{Capital de trabajo}}{EBIT (1 - \text{Tasa impositiva})}$$

$$FCFF = EBIT(1 - t)(1 - \text{Tasa de reinversión})$$



---

El *FCFF* con frecuencia es llamado flujo de efectivo desapalancado porque no es afectado por los pagos de deuda o los beneficios de impuestos provenientes de dichos pagos.

El valor de los activos operativos de la firma puede ser escrito como el valor presente de los flujos de efectivos esperados durante un periodo de alto crecimiento y un valor terminal al final de dicho período.

$$Valor_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{Valor\ terminal_n}{(1+r)^n}$$

$$Valor\ terminal_n = \frac{(FCFF)_{n+1}}{(r_n - g_n)}$$

Donde:

$r$  = Costo de capital en alto crecimiento

$r_n$  = Costo de capital en crecimiento estable

$g_n$  = Tasa de crecimiento esperada en perpetuidad

Cuatro componentes básicos:

- Período de alto crecimiento
- El *FCFF* durante el período actual
- Costo de capital para utilizar como tasa de descuento
- Valor terminal de los activos operativos de la firma

a) Estimación del *FCFF* durante un período de alto crecimiento

La estimación del valor de la firma se determina con base en expectativas futuras de flujos de efectivo, la proyección de ganancias, gastos netos de capital y capital de trabajo.

Uno de los datos de entrada más importante dentro de la valuación es la tasa de crecimiento esperada en ingresos operativos, la cual es producto de la tasa de reinversión de la firma, esto es, la proporción de los ingresos operativos después de impuestos que es invertido en gastos netos de capital y en capital de trabajo no líquido, y la calidad de estas reinversiones, medidos como el rendimiento después de impuestos sobre el capital invertido.

*Crecimiento esperado*<sub>EBIT</sub> = Tasa de reinversión × Rendimiento sobre el capital.

---

*Rendimiento sobre el capital*

$$= \frac{EBIT(1 - t)}{\text{Valor en libros de la deuda} + \text{Valor en libros del capital accionario}}$$

Ambas medidas deben ser con vistas a futuro y el rendimiento sobre el capital debe representar las expectativas de rendimiento sobre el capital en futuras inversiones.

La tasa de reinversión es con frecuencia medida usando la historia de la compañía sobre reinversiones. Pese a que ésta es una buena manera de empezar no es necesariamente la mejor forma de estimar la tasa futura de reinversiones.

Porque no forzosamente la empresa reinvertirá a futuro lo que ha invertido a lo largo del tiempo, es decir, las tasas de reinversión futuras no tienen que ver con las pasadas. Por ejemplo, si una empresa ya esta grande y madura en un mercado desarrollado, las tasas de reinversión futuras nada tienen que ver cuando en el pasado la empresa era chica e invertía para alcanzar un mayor crecimiento en un mercado en desarrollo. Sus necesidades de reinversión futuras pueden ser ajenas a las que eran en el pasado en función de sus planes y potencial de crecimiento.

Las reinversiones de una firma pueden caer, especialmente en compañías en donde la inversión es relativamente poca en proyectos largos o adquisiciones. Mirar al promedio de tasa de reinversiones en el tiempo puede ser la mejor manera de calcular el futuro.

b) Estimar costo de capital

El costo de capital es utilizado para descontar los flujos de efectivo de la firma.

El costo de capital es una composición de costo de financiamiento que incluye el costo de ambos, deuda y capital accionario (“*equity*”) y sus relativos pesos en la estructura financiera.

$$\text{Costo de capital} = k_{equity} \left( \frac{Equity}{Deuda + Equity} \right) + k_d \left( \frac{Deuda}{Deuda + Equity} \right)$$

Donde el costo de capital representa la tasa mínima de rendimiento exigida por los accionistas mientras que el costo de la deuda es el costo de los préstamos, ajustada por los beneficios fiscales de dichos préstamos.

El costo del capital accionario está en función del riesgo no diversificable en una inversión, el cual es medido por la beta.

---

c) Estimar el valor terminal

La aproximación más consciente con un modelo de descuento de flujos de efectivo, asume que los flujos de efectivo van más allá del período proyectado, crecerán a una tasa constante para siempre. El valor terminal comienza en el año  $n + 1$ .

El valor terminal es sumamente importante ya que con frecuencia representa una porción substancial del valor total de una compañía y puede ser estimado como sigue:

$$\text{Valor terminal}_n = \frac{(FCFF)_{n+1}}{(\text{Costo de capital}_n - g_n)}$$

Donde el costo de capital y la tasa de crecimiento son sostenibles por siempre.

La tasa de crecimiento puede ser calculada de los flujos de efectivo actuales generados en el análisis proforma o puede ser extrapolado de la tasa de crecimiento histórica de los flujos de efectivo.

Relacionando el crecimiento y la tasa de reinversión se puede estimar la tasa de reinversión en crecimiento estable:

$$\text{Tasa de reinversión en crecimiento estable} = \frac{\text{Tasa de estable crecimiento}}{\text{Retorno de capital}_n}$$

El retorno de capital puede mantenerse en estable crecimiento.

La tasa de reinversión puede ser usada para generar  $FCFF$  en el primer año de estable crecimiento:

$$\text{Valor terminal} = \frac{EBIT_{n+1}(1-t)\left(1 - \frac{g_n}{\text{Retorno de capital}_n}\right)}{\text{Costo de capital}_n - g_n}$$

En el caso donde el retorno de capital es igual al costo de capital:

$$\text{Valor terminal}_{\text{Retorno de capital}=\text{WACC}} = \frac{EBIT_{n+1}(1-t)}{\text{Costo de capital}_n}$$

d) Del valor de un activo operativo a valor de la firma

Los ingresos operativos es el ingreso de activos operativos y la medida del costo de capital es el costo de financiamiento de esos activos.

---

Cuando los flujos operativos de efectivo son descontados al presente nosotros valuamos los activos operativos de la firma. Empresas, sin embargo, tienen con frecuencia montos significantes de efectivo y títulos comerciales en sus libros contables, por lo tanto, el valor de estos activos debe ser sumado al valor de los activos operativos para obtener el valor de la firma.

e) Del valor de la firma al capital accionario

Como regla general se debe restar la deuda del valor de la firma la cual debe ser como mínimo igual a la deuda que se utilizó para calcular el costo de capital.

f) Del capital accionario al valor por acción

Una vez valuada la firma, generalmente se resta el valor de la deuda pendiente para llegar al valor del capital accionario posteriormente se divide el valor del capital accionario entre el número de acciones.

#### 2.1.4 El valor de la empresa

La valuación mediante “*Free cash flow to the firm*” estima el valor de la firma como el valor presente de los futuros flujos libres de efectivo descontados a una tasa promedio ponderada de capital *WACC*.

$$\text{Valor de la firma} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Ya que *FCFF* es el flujo de efectivo disponible para todos los proveedores de capital, usando el *WACC* para descontar *FCFF* nos da el valor total del capital de toda la compañía. El valor de las acciones es el valor de la firma menos el valor de mercado de la deuda.

$$\text{Valor de acciones} = \text{Valor de la firma} - \text{Valor mercado de la deuda}$$

Dividiendo el valor total de las acciones entre el número de acciones nos da el valor por acción.

#### *Flujo libre de efectivo para los accionistas*

El valor de la empresa para los accionistas o “*Free cash flow to equity*”, es el flujo de efectivo disponible para los propietarios de acciones comunes de la compañía después de todos los gastos de operación, intereses y pagos a principal, inversiones en capital de trabajo y activo circulante; es el flujo de efectivo de la operación menos gastos de capital menos los pagos realizados a propietarios de deuda.

---

Se calcula por la diferencia entre el valor operativo y el valor de la deuda, siendo:

- Valor operativo: el valor actualizado de los flujos de caja operativos libres.
- Valor de la deuda: el valor actual de los flujos de caja de los acreedores.

Por tanto, el valor de la compañía mediante el descuento de flujos disponibles para los accionistas se obtiene restando al flujo de fondos libre, los pagos del principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo analizando a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de la nueva deuda.

$$CFac = FCF - [intereses\ pagados \times (1 + T) - pagos\ principal + nueva\ deuda]$$

Siendo:

$CFac$  = Flujos disponibles para los accionistas

$FCF$  = Flujos de caja libres

$T$  = Tipo impositivo

Al realizar proyecciones, los dividendos esperados han de coincidir con los flujos disponibles para los accionistas.

La representación de los flujos disponibles para los accionistas es la siguiente:

	<b>Flujos de caja libres</b>
-	Intereses de la deuda, después de impuestos, abonados en el período.
-	Vencimiento del principal abonados.
+	Fondos provenientes de la nueva deuda.
=	<b>Remanente</b>

Tabla 5

Siendo el remanente el dinero disponible para los accionistas. El destino del remanente, dependerá de la política de dividendos adoptada por la compañía, pudiéndose destinar a dividendos, recompra de acciones o reinversión en la compañía.

Puesto que estamos valuando las acciones de la empresa, la tasa de descuento a aplicar será la rentabilidad exigida por los accionistas.

Sin embargo para establecer el valor total de la compañía, deberemos adicionar a los flujos disponibles por los accionistas el valor de la deuda existente.

---

El valor de las acciones puede ser encontrado a través del descuento de *FCFE* utilizando el rendimiento mínimo esperado *Ke*.

$$\text{Valor de la firma} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t}$$

Descontando *FCFE* mediante *Ke*, nos da el valor de las acciones de la firma, si dividimos el total del valor de las acciones entre el número de acciones nos da el valor por acción.

#### *Incrementar el valor de la firma*

En la valuación por descuento de flujos de efectivo, el valor de la firma está en función de cuatro datos de entrada:

- Flujos de efectivo de inversiones existentes
- Tasa esperada de crecimiento
- Flujos de efectivo del período de alto crecimiento, período de tiempo antes de que la compañía llegue a la etapa de crecimiento estable
- Costo de capital

Simplemente para incrementar el valor de la firma se tienen que modificar uno o más de los siguientes elementos:

- a) Incrementar los flujos de efectivo de activos existentes: existen muchas maneras de incrementar los flujos de efectivo de los activos; primero, se pueden utilizar de forma más eficiente, recortando costos y mejorando la productividad. Si se tiene éxito se pueden observar altos márgenes de operación y utilidad.  
Segundo, dentro de los límites de la ley, reducir los impuestos que se pagan sobre ingresos operativos a través de una buena planeación de impuestos.  
Tercero, se pueden reducir los gastos de mantenimiento de capital e invertirlo en capital de trabajo.
- b) Incrementar la tasa de crecimiento durante la etapa de alto crecimiento: se puede reinvertir más en inversiones internas y adquisiciones o se puede intentar ganar altos rendimientos sobre el capital que se invierten en nuevas inversiones.

- c) Incrementar el período de alto crecimiento: este no es un crecimiento que por sí mismo cree valor, el exceso de rendimientos y la capacidad para continuar ganado viene de la creación o aumento de ventajas competitivas.
- d) Reducir el costo de capital: modificar la mezcla de deuda y capital accionario.

*Ventajas e inconvenientes de los métodos de descuento de flujos*

Para corregir las variaciones, que en el intervalo de valor final puedan producir distintas hipótesis, es necesario realizar, en toda valuación, un doble análisis:

- Análisis estratégico del negocio: se debe analizar el sector donde opera la compañía, y su posición competitiva.
- Análisis de sensibilidad: realizar variaciones sobre las hipótesis clave para observar las variaciones en el resultado final.

Ventajas	Inconvenientes
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Basa el valor de la empresa en su capacidad para generar rentas futuras, teniendo en cuenta las inversiones necesarias para obtener dichos resultados.</li> <li>• Facilita la valuación por unidades de negocio.</li> <li>• Incorpora el riesgo, tanto el operativo como el financiero, en el análisis del negocio.</li> <li>• Tiene en consideración el dinero corriente y constante.</li> <li>• Evita la falta de homogeneidad de la información contable.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incertidumbre que genera todo establecimiento de hipótesis.</li> <li>• Sensibilidad de las hipótesis.</li> <li>• Estimación de los ingresos futuros.</li> <li>• Determinación del costo de los recursos.</li> <li>• Cálculo del valor residual.</li> <li>• Cálculo de las hipótesis de reinversión de los flujos generados.</li> </ul>

Tabla 6

El método de flujos de efectivo descontados es el que se utiliza con mayor asiduidad, ya que es considerado como el más correcto conceptualmente hablando. Debido a que obtiene el valor del negocio, a través de las rentas futuras que éste sea capaz de generar.

---

## Capítulo tercero

### **Análisis del crecimiento y rentabilidad de las principales empresas del sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y el comportamiento de su valor**

#### **3.1 El sector detallista en México**

A pesar del ambiente económico internacional, los países europeos en problemas con la crisis financiera y altas tasas de desempleo e inflación, los Estados Unidos de Norteamérica viviendo un lento crecimiento y una incertidumbre financiera, la económica mexicana continúa estable. México ha sufrido crisis económicas en el pasado y al parecer ha aprendido de su historia. Hoy el ambiente macroeconómico está mejor balanceado y a pesar de las presiones económicas del 2012 el producto interno bruto (PIB) creció 3.6%, no tan lejos del crecimiento del año anterior de 3.94%. Las tasas de inflación continúan constantes y razonables 3.9% antes del cierre del 2012 comparado con 3.41% en el 2011. Sin embargo el peso mexicano ha cedido al ambiente económico internacional, cayendo en valor comparado con el dólar americano, yendo de un promedio de tasa de cambio en 2011 de 12.49 pesos por dólar a 13.30 pesos por dólar en 2012.

El sector detallista en México parece estar en la misma dirección, de hecho, de acuerdo a la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD), sus asociados crecieron aproximadamente 7% en 2011, por encima del PIB, aumentando 9% por canales como tiendas departamentales y tiendas especializadas. Para los supermercados su crecimiento fue de alrededor del 5%. En 2012 los niveles de crecimiento continuaron más moderados, siguiendo la curva del PIB; sin embargo, el sector detallista creció en su totalidad cerca del 6%, impactado prácticamente por la incertidumbre del entorno económico internacional y la paridad cambiaria peso-dólar. El sector detallista en México está organizado de acuerdo a la (ANTAD), conformado por 103 cadenas de las cuales 37 son de autoservicio, 28 tiendas departamentales y 48 tiendas especializadas. Al cierre del 2012 había 32,131 tiendas de autoservicio, 1,744 tiendas departamentales y 25,433 tiendas especializadas; que empleaban a un total de 689,475 personas, el 56%, 27% y 17% respectivamente; que atienden a 18 millones de personas diarias obteniendo una venta promedio diaria de \$ 2.97 mil millones de pesos y una venta total de \$1,084 miles de millones de pesos, 673 provenientes de tiendas de autoservicio, 191 de tiendas departamentales y 220 de tiendas especializadas, representando el 3.2% del PIB.



---

En general, los consumidores han respondido al suministro de venta al por menor. Más canales de tiendas de descuento, como tiendas departamentales, supermercados y tiendas de conveniencia, ahora están disponibles no solo en las colonias más grandes sino también empiezan a expandirse dentro de las colonias medianas de la ciudad. Consumidores de medio y bajo ingreso están manejando la demanda del crédito soportado por la actual estabilidad económica de México.

#### *Iniciativa gubernamental “El Buen Fin”*

El programa conocido como el buen fin fue organizado por el gobierno federal a través de la secretaría de economía, en cooperación con la ANTAD.

Este se parece al tradicional “*Black Friday*” en Estados Unidos de Norteamérica, cuyo principal propósito es reactivar la economía a través del consumo alentador. El nombre es un juego de palabras el cual significa “El Buen Fin de semana” y/o “El Buen Fin” haciendo referencia ambos a las grandes oportunidades y a los beneficios para la economía. El primero se llevó a cabo del 18-21 de noviembre del 2011 y el segundo del 16-19 de noviembre del 2012.

En la primera edición de “El Buen Fin” participaron más de 180,000 tiendas alrededor del país (equivalente al 80% de las tiendas afiliadas a la ANTAD) lanzaron una serie de precios basados en promociones para atraer a tantos consumidores fuera posible. Esta iniciativa tuvo el respaldo del gobierno incluyendo el presidente de México (quien personalmente anuncio el lanzamiento de este programa y el apoyo a él) y el apoyo de prácticamente todos los medios de comunicación electrónicos e impresos. Este fue un programa a nivel nacional de promoción en ventas el cual duro cuatro días.

De acuerdo con la Procuraduría Federal del Consumidor (PROFECO) después de realizar una encuesta en la Ciudad de México, alrededor del 46% de la población se acercó a una tienda a mirar las ventas disponibles y las promociones; de estos el 60% realizo una compra. El mayor número de gente estaba interesada en artículos electrónicos, electrodomésticos o ropa.

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) las ventas del sector detallista incrementaron un poco más del 2% en noviembre del 2011 comparado con octubre del mismo año. La Cámara Nacional de Comercio (CONACO) reportó que alrededor de 3,500 tiendas y 38,000 empleos fueron rescatados por “el Buen Fin”. Esto parece “el Buen Fin” cumplido “El Buen Fin” de reactivar la economía.

Con respecto a los métodos de pago utilizados durante los cuatro días de duración de “El Buen Fin”, 54% fue en efectivo, 20% tarjeta de crédito, 13% tarjeta de débito y 10% tarjeta de tienda. El Banco de México reportó que el crédito al consumo concedido por los bancos en noviembre del 2011 subió 20% comparado con el mismo mes del año anterior. La Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros reportó que el uso de las tarjetas de crédito incrementó en un 65% en varios bancos entre octubre y noviembre del 2011. Además, para estimular la compra de la población el gobierno federal adelantó el pago del aguinaldo.

En general, “El Buen Fin” resultó beneficioso para los vendedores al menudeo mediante el incremento de sus ventas y para los consumidores acceso a promociones y crédito en compras. Sin embargo, varias opiniones de vendedores al menudeo convergen en que esta iniciativa fue muy apresurada e improvisada. El incremento en ventas fue solo el resultado de compras por adelantado generalmente hechas en diciembre, y no necesariamente más gasto en general.

<b>Empleados en el sector detallista 2007-2012</b>						
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Total empleados</b>	42,507.0	43,311.5	42,733.4	43,616.4	44,088.1	44,847.5
<b>Sector detallista</b>	5,111.8	5,054.6	5,027.5	5,101.3	5,202.3	5,314.4
	12%	11.7%	11.8%	11.7%	11.8%	11.8%

Tabla 7 Euromonitor Internacional “Retailing Mexico 2013” en miles de personas

<b>Ventas en el sector detallista por canal 2007-2012</b>						
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Tiendas físicas</b>	1,991.1	2,094.2	2,067.7	2,178.0	2,350.7	2,504.7
<b>Tiendas no físicas</b>	79.5	88.7	98.2	118.0	136.6	153.3
<b>Total</b>	2,070.6	2,183.0	2,165.9	2,295.9	2,487.3	2,658.0

Tabla 8 Euromonitor Internacional “Retailing Mexico 2013”

<b>% Crecimiento en ventas en el sector detallista por canal 2007 2012</b>			
	<b>2011/12</b>	<b>2007-12 Crecimiento Anual</b>	<b>2002/12 Total</b>
<b>Tiendas físicas</b>	6.6	4.7	25.8
<b>Tiendas no físicas</b>	12.2	14.0	92.9
<b>Total</b>	6.9	5.1	28.4

Tabla 9 Euromonitor Internacional “Retailing Mexico 2013”

<b>% de participación por compañía en el mercado detallista 2008-2012</b>					
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Comercial Chedraui S.A. de C.V.</b>	1.5	1.7	1.9	1.8	2
<b>Corporativo Fragua S.A. de C.V.</b>	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>El Puerto de Liverpool S.A de C.V.</b>	1.9	2	2.2	2.1	2.2
<b>Elektra S.A de C.V.</b>	0.9	0.9	1	1	1
<b>Famsa, Fabricantes Muebleros S.A de C.V.</b>	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Grupo Controladora Comercial Mexicana S.A de C.V.</b>	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
<b>Organización Soriana SAB de C.V.</b>	4.5	4.4	4.4	4.1	4
<b>Palacio de Hierro S.A de C.V.</b>	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>Wal-Mart de México S.A. de C.V.</b>	10.9	12	12.2	12.8	14.2
<b>Otros</b>	76.5	75.1	74.4	74.4	72.8
<b>Total</b>	100	100	100	100	100

Tabla 10 Euromonitor Internacional "Retailing Mexico 2013"

### 3.2 Clasificación de las empresas del sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores

Para el desarrollo de la presente investigación se tomó como muestra el conjunto de las siguientes empresas públicas, la justificación de la elección, fue con base en el acceso a la información y a la veracidad de ésta.

<b>Nombre</b>	<b>Subramo</b>	<b>Cadena</b>
<b>Casa Saba</b>	Distribución de medicamentos	Especializada
<b>Chedraui</b>	Supermercados	Autoservicio
<b>Comercial Mexicana</b>	Supermercados	Autoservicio

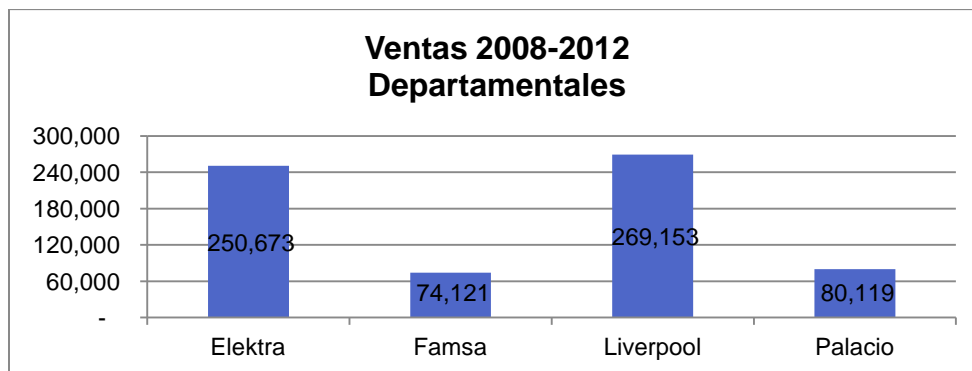
<b>Corporativo Fragua</b>	Venta de medicamentos	Especializada
<b>Elektra</b>	Venta de equipamiento para el hogar	Departamental
<b>Famsa</b>	Venta de equipamiento para el hogar	Departamental
<b>Farmacias Benavides</b>	Venta de medicamentos	Especializada
<b>Gigante</b>	Supermercados	Autoservicio
<b>Grupo Collado</b>	Procesamiento y distribución de productos de acero	Especializada
<b>Grupo Pochteca</b>	Distribución de productos químicos especializados de consumo	Especializada
<b>Liverpool</b>	Tiendas departamentales	Departamental
<b>Nutrisa</b>	Compra-venta, producción y comercialización de productos naturistas	Especializada
<b>Palacio De Hierro</b>	Tiendas departamentales	Departamental
<b>Soriana</b>	Supermercados	Autoservicio
<b>Wal-Mart De México</b>	Supermercados	Autoservicio

Tabla 11

### 3.3 Crecimiento de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores por subsector

*Ingresos, inversión y crecimiento de las empresas del sector detallista.*

En la gráfica uno se presenta las empresas que forman parte de la cadena de tiendas departamentales y sus ventas acumuladas al 2012, como se observa Liverpool se encuentra como líder en ventas y en el fondo se ubica Famsa.

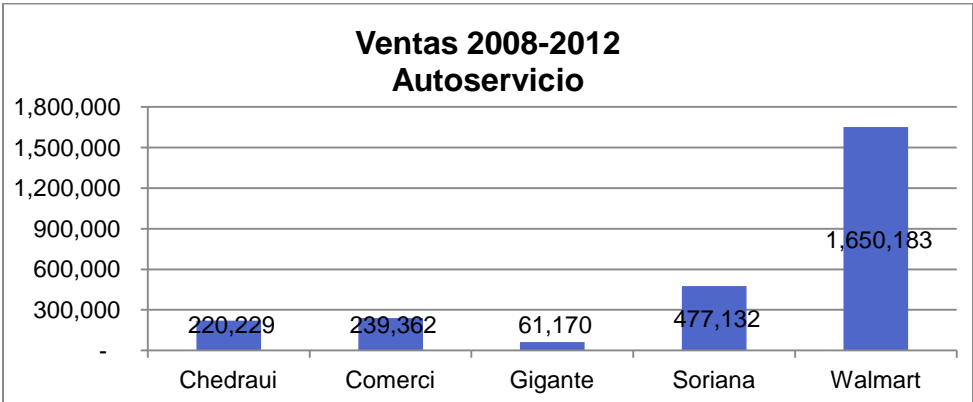


Gráfica 1

Liverpool con este registro de ventas tiene el 39.93% de participación en el sector departamental, seguido por Elektra con un 37.19%, Palacio con 11.89% y con la menor participación se encuentra Famsa con un 11.00%.

En lo que respecta a su tasa de crecimiento 2008-2012 los lugares cambian, liderando la tabla Elektra con un crecimiento promedio de 12.94%, seguido de Palacio con 10.46%, Liverpool y Famsa en ultimo lugares con 9.11% y .003% respectivamente. Tomando en cuenta datos al cierre del 2012, Elektra tiene la mayor participación con 40.97% y Famsa sigue perteneciendo al último lugar con una participación de 8.28%. Es importante resaltar, en lo que respecta a su tasa de crecimiento, el primero y último lugar son los mismos, Elektra con un crecimiento del 34.30% con respecto al 2011 muy por arriba de su crecimiento promedio, y Famsa tuvo una fuerte caída con un porcentaje del -7.66% respecto del 2011, Palacio y Liverpool crecieron por arriba de su promedio 4.26% y 3.84% respectivamente.

En la gráfica dos se presentan las ventas acumuladas de la cadena de tiendas de autoservicio, como se observa Wal-Mart toma la delantera y en último lugar grupo Gigante, la diferencia es abismal, Wal-Mart vende 2,697% más que Gigante, sin embargo, Gigante crece en promedio 9.64% más que Wal-Mart. En cuanto a la participación en el sector de autoservicios la primera y la última posición son las mismas, Wal-Mart con un 62.32%, seguido por Soriana con 18.02%, Comercial Mexicana con 9.04%, Chedraui con 8.32% y en último lugar Gigante con 2.31%. Con datos al cierre del 2012, la participación en el sector posiciona a Wal-Mart en primer lugar con un 64.20%, Soriana con 16.07%, Chedraui con 9.82%, Comercial Mexicana con 7.01% y al final Gigante con 2.90%. En cuanto a la tasa de crecimiento, Gigante lidera en este rubro creciendo un 43.24%, 20.28% por arriba de su crecimiento promedio, con respecto al 2011, es decir, 33.49% más que Wal-Mart y un 38.92% respecto a la última posición, Comercial Mexicana.



Gráfica 2

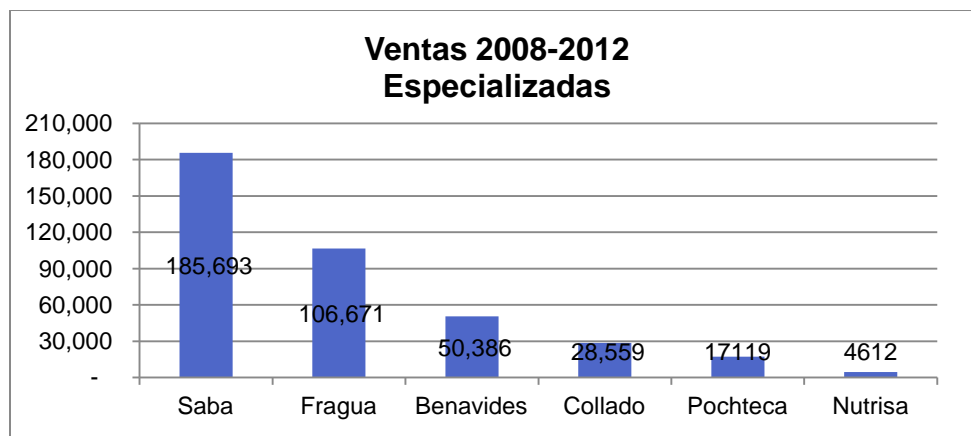
En la gráfica tres se detalla las ventas acumuladas de la cadena de tiendas especializadas para el período 2008-2012, en la cual, lidera Casa Saba y en último lugar Nutrisa, sin embargo, ésta última crece en promedio 2.86% más que Saba.

En cuanto a la participación en el sector Saba posee el 47.25%, Fragua 27.14%, Farmacias Benavides 12.82%, Grupo Collado 7.27%, Pochteca 4.36% y al final de la lista Nutrisa con 1.17%.

En lo que se refiere al crecimiento promedio, la lista la lidera Nutrisa con 16.56% y en la última posición Collado con 1.02%.

Con datos al cierre del 2012, Casa Saba tomo la primera posición con 48.43% más de participación en el sector de tiendas especializadas que la última posición que fue Nutrisa.

Las tasas de crecimiento con respecto al 2011 en general estuvieron por debajo del promedio, sin embargo, hubo excepciones, Casa Saba con un decrecimiento del 13.45%, Grupo Collado y Farmacias Benavides que crecieron .92% y 1.14% por arriba de su promedio respectivamente.

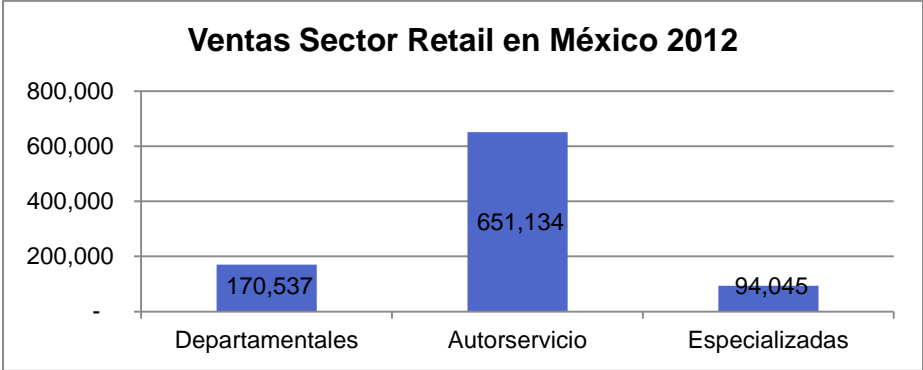


Gráfica 3

En la gráfica cuatro podemos observar que en el sector detallista, con datos al cierre del 2012, las tiendas de autoservicio son las que generan la mayor cantidad de ventas, teniendo una participación en la industria del 71.11%, seguido por las tiendas departamentales con un 18.62% y al final las tiendas especializadas con un 10.27%.

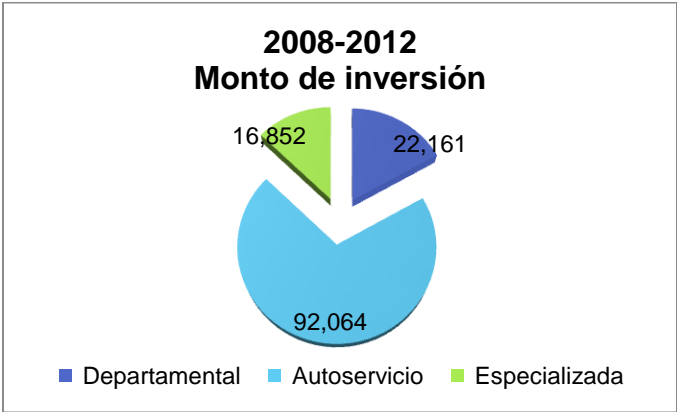
Las tres primeras posiciones de porcentaje de participación en el sector lo tienen: Wal-Mart con un 45.65%, Soriana con 11.42% y Elektra con 7.63%, que juntas poseen casi el 65% de los ingresos del sector detallista en México; el que menor participación tiene es Nutrisa con .12%.

En cuanto al crecimiento en ventas del sector, la cadena que más creció fue la de autoservicios con un 75.01% seguido por la cadena departamental con 54.32% y la cadena de tiendas especializadas 11.11%, el grupo que destaco fue Gigante con un crecimiento del 43.24% y Elektra con 34.30%, con respecto al 2011.



Gráfica 4

Para entender el tamaño y crecimiento de las cadenas es necesario conocer cuáles han sido los montos de inversión y las tasas de crecimiento de estas.



Gráfica 5

Como se observa en la gráfica cinco en los últimos cinco años, la cadena de tiendas de autoservicio es la que más invierte, seguida por las tiendas departamentales y finalmente las tiendas especializadas.

Dentro del rubro de autoservicio la tienda que más invierte es Wal-Mart con un 74.13%, en lo que respecta a tiendas departamentales Liverpool está a la cabeza con 64.02% y finalmente dentro de las especializadas Casa Saba con 69.93%.

En el sector detallista la tienda que más invierte es Wal-Mart con 52.07%, 230 veces más que la última posición, Grupo Pochteca.

Visto lo anterior es evidente que hay una relación muy estrecha entre la inversión y los ingresos, esto es, las posiciones tanto en ventas como en inversión son las mismas, por lo tanto, se concluye que las empresas que más invierten son las que mayores ingresos por ventas tienen. En la tabla 12 se estima la proporción que representa el gasto de inversión con respecto a la utilidad antes de impuesto de las tiendas, ya que esto demuestra la prioridad y estrategia por crecer y tener un mayor volumen de ventas y utilidades por parte de las mismas.

2008-2012			
Cadena	CapEx	Utilidad antes de impuestos	CapEx/Utilidad antes de impuestos
<b>Departamental</b>			
Elektra	1,824	34,799	5.24%
Famsa	1,595	1,393	114.50%
Liverpool	14,187	36,233	39.15%
Palacio	4,555	6,343	71.81%
<b>Autoservicio</b>			
Chedraui	14,379	7,522	191.16%
Comercial	( 6,815 )	( 6,211 )	109.72%
Gigante	( 6,113 )	6,282	( 97.31% )
Soriana	18,827	19,925	94.49%
Wal-Mart	68,247	133,502	51.12%
<b>Especializada</b>			
Benavides	743	939	79.13%
Collado	348	( 1,139 )	( 30.55 )%
Fragua	3,357	4,970	67.55%
Nutrisa	323	561	57.58%
Pochteca	296	( 112 )	( 264.29 )%
Saba	11,785	2,367	497.89%

Tabla 12

Como se observa, en la cadena de tiendas departamentales la tienda que más destina recursos para inversión, en relación a su utilidad antes de impuestos, es Famsa, sin embargo, es la que se encuentra en último lugar en cuanto a ingresos por ventas, invierte 75.35% más y vende 263.13% menos que el líder en ingresos por ventas que es Liverpool. Elektra por su parte es el que menos recursos destina a la inversión y vende 238.19% más que Famsa.

En lo que respecta a la cadena de tiendas de autoservicio Grupo Chedraui es el líder, sin embargo, es el segundo con menos ingresos por ventas, invierte 140.04% más y vende 649.30% menos que Wal-Mart. Gigante por su lado es congruente con la posición tanto en recursos destinados a la inversión como sus ingresos por concepto de ventas, último sitio.

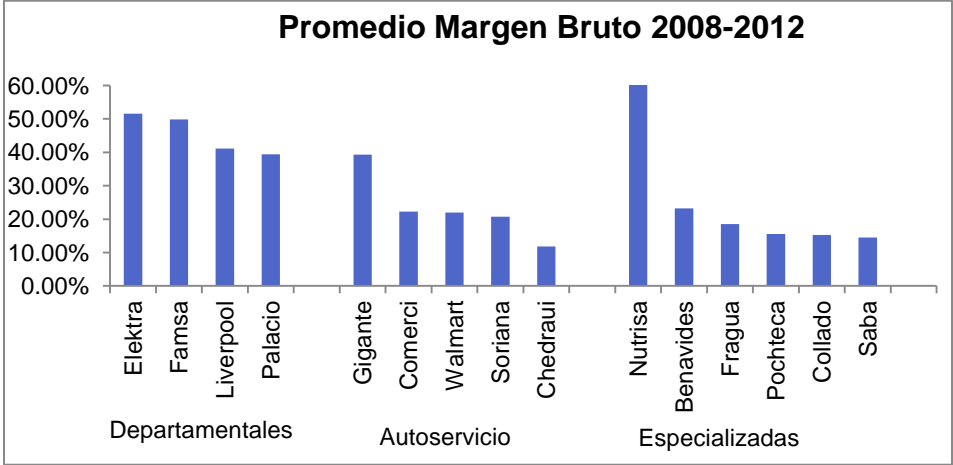


En cuanto a la cadena de tiendas especializadas, la que está a la cabeza es Casa Saba siendo congruente con la posición de ingresos por ventas ya que de la misma manera, ocupa el primer lugar. Pochteca por su parte es la última de esta lista, sin embargo, obtiene 271.18% más ingresos que Nutrisa, última en la lista de ingresos por concepto de ventas, quién destina 206.71% más de sus ingresos a la inversión que Pochteca.

En cuanto al sector detallista se refiere, Casa Saba es la compañía que mayor porcentaje de sus ingresos destina a la inversión 497.89%, sin embargo, vende 788.66% menos que el líder en ventas del sector detallista, Wal-Mart de México; en cuanto a la que menos recursos destina a la inversión es Pochteca, sin embargo, obtiene 271.18% más ingresos por ventas que la última posición en la lista del sector detallista por concepto de ingresos por ventas, Nutrisa.

**3.4 Rentabilidad de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores**

*Utilidades y márgenes de las empresas del sector detallista*



Gráfica 6

Como se observa en la gráfica seis en promedio los últimos cinco años el grupo que mayor margen bruto ha registrado en la cadena de tiendas departamentales es Elektra, en lo que respecta a las tiendas de autoservicio, Grupo Gigante mientras que para las tiendas especializadas, Nutrisa. En el fondo de las posiciones, en el mismo orden, se encuentran Palacio, Chedraui y Casa Saba. Refiriéndonos a la utilidad bruta y al margen bruto, sorprende que Elektra está en la primer lugar, 18% y 10.41%, respectivamente, por encima de Liverpool, quien tiene el primer lugar de ventas en la cadena, en cuanto a tiendas de autoservicio Wal-Mart tiene una utilidad 14.34% por arriba de Gigante, sin embargo, como se observa en la gráfica seis, ésta última tiene un margen bruto 17.33% mayor.

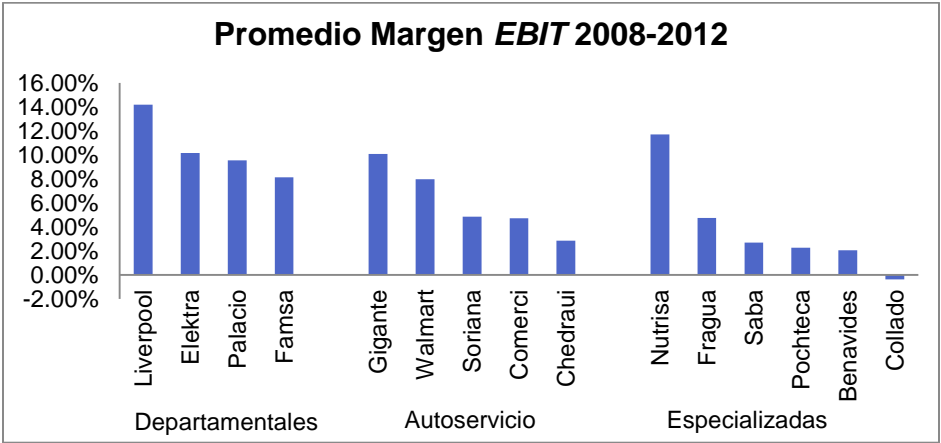
Es decir, Wal-Mart vende 2,697% más que Gigante pero obtiene -17.33% de margen bruto, debido principalmente a que su costo de ventas, en relación con sus ingresos por ventas, es mayor en 16.93 puntos porcentuales. En lo que respecta a la cadena de tiendas especializadas, Casa Saba presenta la mayor utilidad bruta y mayor ingreso por ventas, sin embargo, es la última en cuanto a margen bruto, en donde Nutrisa tiene la primera posición, vendiendo 3,926% menos que Saba.

A continuación se enuncian los datos más relevantes al cierre del 2012.

Primero y último lugar por canal al cierre del 2012				
Utilidad Bruta			Margen Bruto	
<b>Departamental</b>				
Elektra	39,702		Elektra	56.83%
Famsa	6,588		Palacio	38.34%
<b>Autoservicio</b>				
Wal-Mart	94,597		Gigante	37.80%
Gigante	7,129		Chedraui	19.68%
<b>Especializada</b>				
Saba	8,565		Nutrisa	61.33%
Nutrisa	701		Pochteca	16.28%

Tabla 13

En cuanto a utilidad en operación y margen de operación (*EBIT*) se observa un comportamiento distinto y un cambio de posiciones respecto a los indicadores de utilidad y margen bruto.



Gráfica 7

En la gráfica siete se muestra claramente el cambio de posiciones, en lo que respecta a la cadena de tiendas departamentales quien estaba en tercer sitio en cuanto a margen bruto ahora ocupa la primera posición, Liverpool, mientras que Famsa se encuentra en último lugar.

---

En cuanto a la cadena de tiendas de autoservicio Gigante continua en la cima al igual que en cuanto a margen bruto. En el fondo se encuentra Chderai; en la cadena de tiendas especializadas Nutrisa continúa liderando y en el último lugar grupo Collado.

El cambio de posiciones en la cadena de tiendas departamentales se debió principalmente a que Elektra tiene gastos operativos promedio 41.94% mayores que Liverpool, dando como resultado 46.43% menos utilidad operativa acumulada y 4.04% menos promedio margen *EBIT*, pese a que el ritmo de su crecimiento en utilidad operativa está 8.16 puntos porcentuales por arriba de Liverpool.

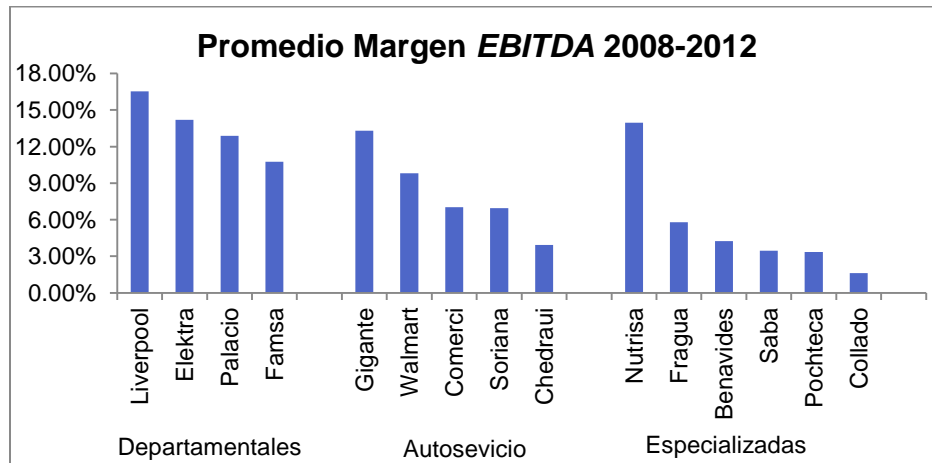
En cuanto a las tiendas de autoservicio Grupo Gigante tiene margen *EBIT* promedio 2.10 puntos porcentuales por arriba de Wal-Mart, pese a que éste último tiene una gran utilidad en operación acumulada, 2,032% mayor, aún así, el crecimiento promedio de la utilidad operativa de Gigante es muy superior a la de Wal-Mart en un 24.29%. Continúa el fenómeno de menos utilidad operativa mayor margen operativo para Gigante, sin embargo, en esta ocasión la diferencia en cuanto a margen operativo ya no es tan significativa como el margen bruto, esto debido a que los gasto de operación, en relación con los ingresos por ventas, de Gigante representan el doble que los de Wal-Mart.

Nutrisa por su lado, sigue liderando la tabla de posiciones en la cadena de tiendas especializadas, en cuando a promedio margen *EBIT* se refiere, a pesar de tener 805% menos utilidad *EBIT* acumulada que Fragua quien lidera esta lista, sin embargo, tienen un crecimiento promedio de *EBIT* 26.95% mayor que ésta. Es importante mencionar que el margen *EBIT* de Nutrisa no es tan grande como el margen bruto, esto como consecuencia de sus altos gastos operativos los cuales representan cerca del 50% de sus ingresos por ventas, sin embargo, está 12.06 puntos porcentuales por arriba de la última posición en la tabla que la tiene Grupo Collado quien no sólo a nivel cadena sino también a nivel sector tiene el primer lugar en crecimiento de utilidad operativa promedio, 55.66%.

Con información al cierre del 2012 todas las empresas generaron *EBIT* por arriba de su promedio, una media de 34.77%. En cuanto al crecimiento de *EBIT* respecto al 2011, resaltan Grupo Gigante con 103.44% gracias a su incremento en ventas y del otro extremo Nutrisa con un decrecimiento del 24.40% en virtud de su importante aumento en gasto operativo. Finalmente en margen *EBIT* Liverpool lidera con 15.08 puntos porcentuales por arriba de la última posición que la tiene Collado con .47%.

En cuanto al análisis sectorial, Wal-Mart es la empresa que mayor *EBIT* acumulado genera, representa casi el 50% del total de utilidad en operación acumulada de todo el sector; Liverpool tiene la segunda posición pero la primera en cuanto a promedio de margen *EBIT* con 14.20%.

Una vez analizado el indicador *EBIT*, me parece importante examinar también el *EBITDA*, de esta manera quedara más claro el resultado de la operación de cada una de las empresas del sector detallista.



Gráfica 8

La gráfica ocho expone el margen *EBITDA* promedio cuyo período comprende 2008-2012. La gráfica está dividida en cadenas de tiendas departamentales, autoservicio y especializadas y su respectiva ponderación.

Abordando la cadena de tiendas departamentales no se notan cambios importantes, incluso las posiciones permanecen iguales en comparación con margen *EBIT*, teniendo la primera y la última posición Liverpool y Famsa respectivamente, cuya variación es del 5.76%.

En cuanto a la cadena de tiendas de autoservicio, tampoco hubo cambios significativos en relación con el margen *EBIT*, la primera y la última posición son las mismas, Gigante y Chedraui respectivamente, con una diferencia de 9.39%.

Mismo caso para las tiendas especializadas, no se presentan cambios relevantes en relación con el margen *EBIT*, a la cabeza se encuentra Nutrisa con 13.97% de margen promedio *EBITDA*, y al final de la lista se encuentra Grupo Collado 12.34% menos margen que Nutrisa.

Cabe resaltar que en promedio el margen *EBITDA* de todas las empresas aumento 2.15% con respecto al margen *EBIT*.

---

A nivel sector detallista, la cadena de tiendas departamentales Liverpool lidera la lista y Grupo Collado se encuentra al final de ésta, con una diferencia del 14.91%; por otro lado, el único cambio relevante en relación a la lista de margen *EBIT* es la segunda posición, Nutrisa pasa de ésta a la tercera en margen *EBITDA* con una diferencia del 2.27%, quien tiene la tercera posición y ahora la segunda en margen *EBITDA* es Elektra con una diferencia de 4.04% esto a consecuencia principalmente del peso que tiene para cada empresa la depreciación y amortización que en el caso de Elektra es mucho más significativa que Nutrisa.

En lo que respecta al *EBITDA* acumulado las tiendas crecieron un 33.64% con respecto a *EBIT* acumulado; la cadena de tiendas departamentales y autoservicio no sufrieron cambio alguno en sus posiciones, pero no así en las tiendas especializadas en donde el impacto de la depreciación y amortización favoreció a Casa Saba para colocarse en la primera posición con una diferencia del 3.83% respecto de la segunda posición, Fragua, quien en *EBIT* acumulado lidera. Mismo caso para la última posición Pochteca y penúltima, Collado, quienes intercambiaron lugares en cuanto a *EBIT* acumulado a consecuencia del impacto positivo que tuvo el la depreciación y amortización en Grupo Collado generando 12.41% más *EBITDA*. Estos dos ligeros cambios de posiciones fueron los únicos que se presentaron en la lista de *EBITDA* acumulado a nivel sector, así como, un incremento promedio de utilidad del 34%, en relación con *EBIT* acumulado.

Con relación al crecimiento promedio de *EBITDA*, las cadenas departamentales crecen en promedio 9.42% liderando la lista Elektra, las tiendas de autoservicio 14.26% liderando la lista Grupo Gigante, las tiendas especializadas 21.43% liderando la lista Porchteca. El *EBITDA* del sector detallista crece en promedio 15.17%.

Con datos al cierre del 2012 la tienda departamental que mayor *EBITDA* genero fue Liverpool 557.49% más que la última posición, Famsa. En cuanto a tiendas de autoservicio en la punta se encuentra Wal-Mart, 1,531.72% por arriba de la última posición, Gigante. Por parte de las tiendas especializadas Farmacias Benavides lidera la lista con 364.91% por arriba de Grupo Collado que está al final de la lista. A nivel sector, la empresa que genero mayor *EBITDA* fue Wal-Mart 25.85% por arriba de su promedio y la que menos genero fue Collado 15.96% por debajo de su promedio.

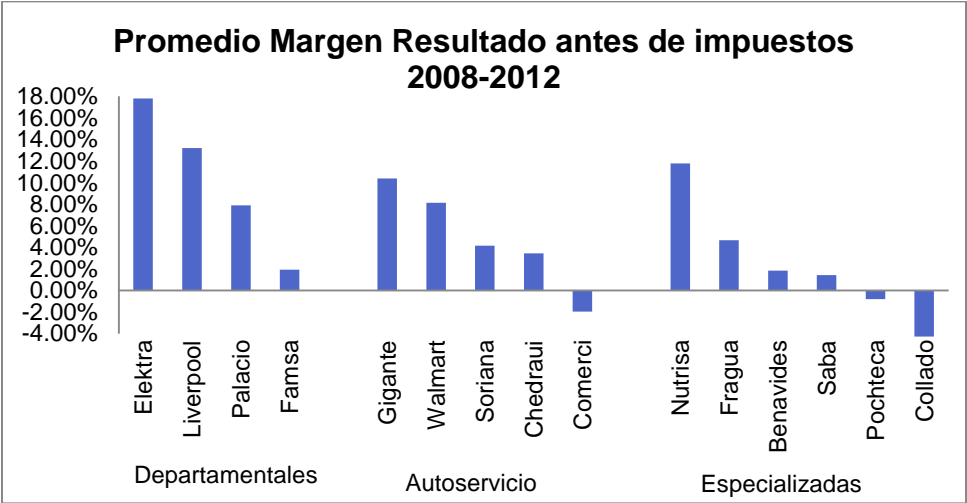
En lo que respecta al crecimiento del *EBITDA* con datos al cierre del 2012, la empresa que mejor desempeño tuvo fue Grupo Gigante creciendo 25% arriba de su promedio, la de pésimo comportamiento fue Casa Saba con numero negativos 35.15% por debajo de su promedio. El crecimiento del sector fue 11.36% con respecto al 2011.

El margen *EBITDA* con datos al cierre del 2012 tuvo un comportamiento favorable para la tienda departamental Liverpool creciendo 7.12% por arriba del último lugar, Palacio de Hierro; y 1.24% por arriba de su promedio colocándola en la cadena de tiendas departamentales que mejor margen presentó.

En el segmento de tiendas de autoservicio, Gigante lidera la lista con 6.61% por arriba de la última posición, Chedraui, sin embargo, respecto a su promedio presentó un ligero descenso del .06%.

En el rubro de tiendas especializadas, Nutrisa se sitúa en la primera posición con 12.27% por arriba de Collado, quien está al fondo de la lista, y .38% por arriba de su promedio.

En cuanto al análisis del resultado antes de impuestos las posiciones varían muy poco respecto al margen *EBIT*, como se observa en la siguiente gráfica.



Gráfica 9

En la gráfica nueve se presentan ordenadamente por cadena y por promedio de margen de acuerdo al resultado antes de impuestos, las empresas de nuestro caso de estudio.

En el primer segmento, la cadena de tiendas departamentales que mayor margen posee es Elektra 4.6 puntos porcentuales por arriba de Liverpool quien genera en promedio 4.12% más utilidad antes de impuestos y tenía la primera posición en cuando a margen *EBIT* se refiere, esto a consecuencia principalmente de los ingresos financieros que registra Elektra, por el contrario, Liverpool tiene gran gasto financiero, incluso, su resultado integral de financiamiento de los últimos cinco años se reporta en números negativos.

Por lo anterior podemos concluir que Elektra es la empresa más rentable en lo que a cadena de tiendas departamentales se refiere. En cuanto al canal de tiendas de autoservicio, las tres primeras posiciones no sufrieron ningún cambio en comparación con el margen *EBIT*, Gigante se corona como la empresa más rentable de este rubro, después de tener un crecimiento promedio de utilidad antes de impuestos 22.92%, promedio de margen de utilidad antes de impuestos 2.25%, margen *EBIT* 2.10% y margen bruto 17.33% por arriba de Wal-Mart, pese a que éste genera más, 570% utilidad antes de impuestos, 2,032% por concepto de *EBIT* y 1,475% utilidad bruta.

En cuanto a las tiendas especializadas, se declara a Nutrisa como la empresa más rentable con 7.11%, margen promedio de utilidad antes de impuestos, por arriba de Fragua quien tuvo el segundo lugar y genera 786% más utilidad antes de impuestos. Cabe mencionar que Nutrisa mantuvo su primer lugar en cuanto a margen promedio de utilidad antes de impuestos 2008-2012 y con datos al cierre del 2012, margen *EBIT* y margen bruto.

Con datos al cierre del 2012, Wal-Mart tuvo el mejor desempeño de todo el sector y de sus últimos cinco años generando 22.84 puntos porcentuales de utilidad antes de impuestos por arriba de su promedio; todas las empresas tuvieron un óptimo comportamiento generando utilidad por arriba de su promedio, a excepción de Elektra que presenta números negativos en virtud de operaciones con productos derivados que también afectaron su margen colocándola en éste rubro en la última posición a nivel cadena y sector; y Casa Saba a quien el incremento en sus ventas de .26% no le fue suficiente para hacer frente a su costo de ventas que aumento en .85% y su gasto operativo en 1.88% respecto al 2011.

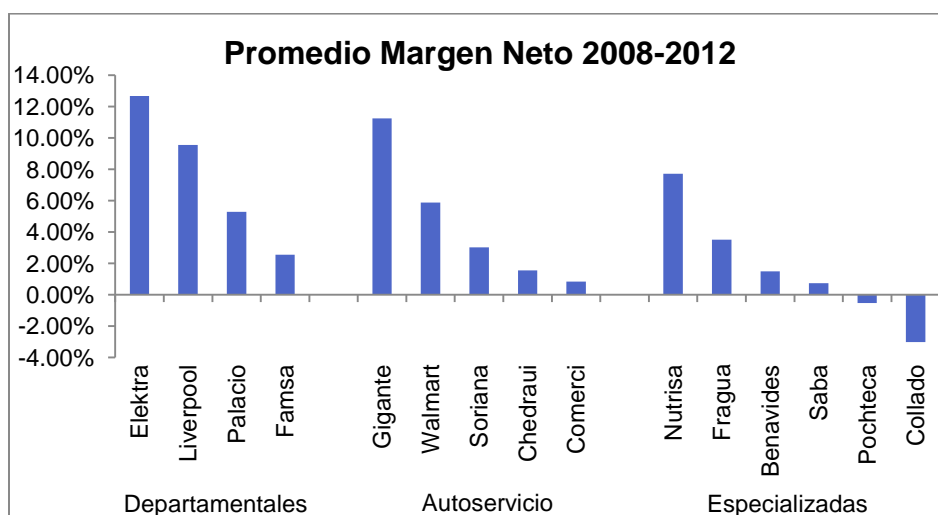
En la siguiente tabla se presenta a modo de resumen como queda ubicada cada empresa del sector detallista que cotiza en la BMV de acuerdo a su margen de utilidad promedio antes de impuestos, lo cual nos proporciona a su vez una visión de la empresa más rentable tanto a nivel cadena como a nivel sector.

Promedio Margen Resultado antes de impuestos 2008-2012			
Cadena		Sector	
<b>Departamentales</b>			
Elektra	17.81%	Elektra	17.81%
Liverpool	13.22%	Liverpool	13.22%
Palacio	7.90%	Nutrisa	11.78%
Famsa	1.94%	Gigante	10.38%
<b>Autoservicio</b>		Wal-Mart	8.12%
Gigante	10.38%	Palacio	7.90%
Wal-Mart	8.12%	Fragua	4.67%

Soriana	4.15%	Soriana	4.15%
Chedraui	3.44%	Chedraui	3.44%
Comercial	-1.96%	Famsa	1.94%
<b>Especializadas</b>		Benavides	1.84%
Nutrisa	11.78%	Saba	1.43%
Fragua	4.67%	Pochteca	-0.82%
Benavides	1.84%	Comercial	-1.96%
Saba	1.43%	Collado	-4.27%
Pochteca	-0.82%		
Collado	-4.27%		

Tabla 14

En lo que se refiere a la revisión del margen neto promedio 2008-2012, se observa en la gráfica 10 que las posiciones a nivel cadena no sufrieron ningún cambio en relación con el margen promedio de resultado antes de impuestos, sin embargo, a nivel sector se denotan ligeras variaciones, Elektra permanece en primer sitio, Liverpool, quien tenía la segunda posición, pierde un peldaño y le cede el lugar a Gigante en virtud de que ésta ha reportado impuestos a favor en algunos períodos y las diferentes tasas efectivas que cada una ha reportado en los últimos cinco años, siendo siempre menor la de grupo Gigante. Sin embargo, en cuanto al resultado neto acumulado por sector y por cadena no se presentaron variaciones significativas, Liverpool sigue siendo la tienda departamental que mejor resultado neto genera, Wal-Mart por el lado de las tiendas de autoservicio y en cuanto a la cadena de tiendas especializadas, Grupo Fragua; a nivel sector Wal-Mart continua en la cima como la tienda que mayor utilidad neta genera.

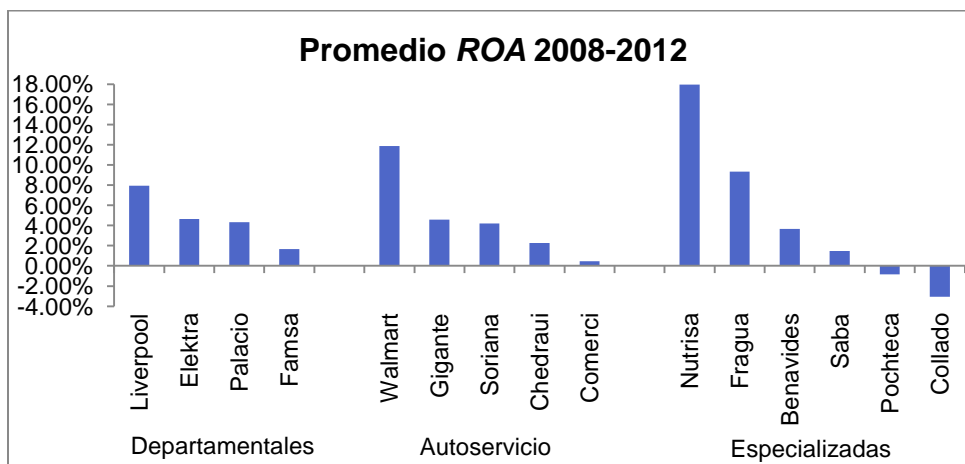


Gráfica 10



### 3.5 Rentabilidad sobre el activo y el capital invertido de las empresas que conforman el sector detallista

En la gráfica 11 podemos observar el rendimiento promedio sobre los activos que han generado las empresas, fragmentado por cadenas. En lo que refiere a tiendas departamentales nos encontramos que Liverpool es el que presenta mayor rendimiento sobre sus activos, pero no así a nivel promedio de activo total en la cual se ubica en segunda posición con 100.88% por debajo de Elektra quien pese a que tiene un mayor promedio de activos, su rentabilidad sobre ellos es 3.32% en comparación con Liverpool, es decir, Elektra no está siendo eficiente en el rendimiento de sus activos, pues pese a que tiene mayor cantidad que Liverpool, genera menor rendimiento. Famsa por su parte es el que peor rendimiento genera en cuanto a la cadena de tiendas departamentales 1.65%, 6.30% por debajo del primer sitio. Hablando de tiendas de autoservicio Wal-Mart obtiene el mayor rendimiento 11.86%, así como el mayor promedio de activos, Comercial se sitúa en la última posición con 11.40% menos rendimiento que Wal-mart y 288 puntos porcentuales menos, en cuanto a promedio de activos totales. En lo que respecta a tiendas especializadas Nutrisa con amplia ventaja del 21.02% sobre la última posición, Grupo Collado, lidera la lista, sin embargo, cabe resaltar que tiene el último lugar en cuando a promedio de activos, 98.18 puntos porcentuales debajo de la primera posición que la tiene Casa Saba, es decir, Nutrisa genera 16.50% más rentabilidad sobre sus activos pese a que cuenta con cerca del 100% menos promedio de activos que Casa Saba. El rendimiento sobre el activo a nivel sector Nutrisa, Wal-Mart y Fragua toman las tres primeras posiciones, en ese orden, 17.96%, 11.86% y 9.34%; el peor desempeño lo tuvo Grupo Collado con números negativos. Resalta el buen desempeño de rentabilidad de los activos de Nutrisa ya que es la que menos activos promedio posee a nivel sector 39,305.78% menos que el primer lugar, Wal-Mart, sin embargo, genera 6.10% más rendimiento que éste último.

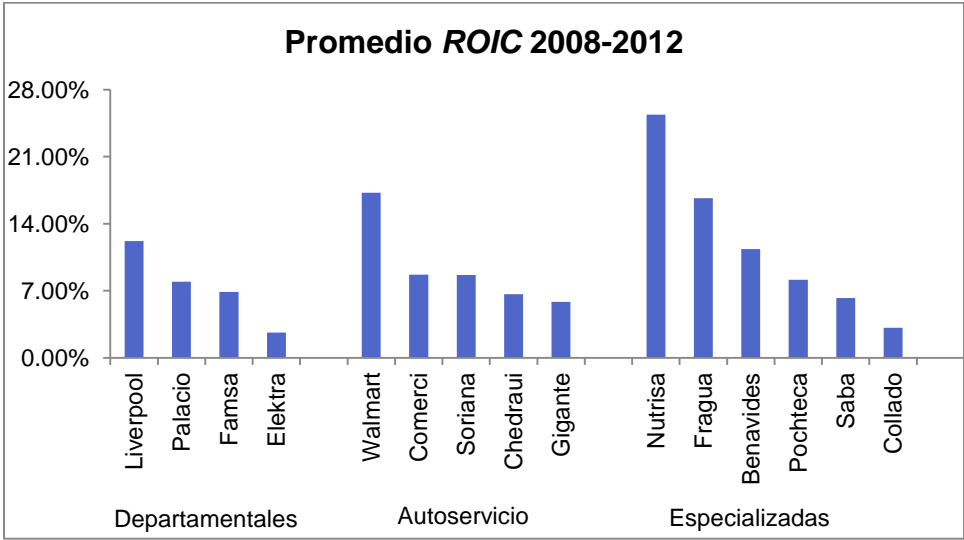


Gráfica 11

Con datos al cierre del 2012 todas las empresas aumentaron en promedio 21.83% su activo, a excepción de Comercial con -9.39%, en virtud de la venta accionaria que tenía en Costo misma que produjo un incremento en la rentabilidad del activo de 15.06% por arriba de su promedio; y Grupo Collado -21.07% a consecuencia de la disminución en su activo circulante cuyo rubro más afectado fueron los impuestos por recuperar.

La empresa que tuvo el peor comportamiento de rentabilidad de su activo fue Casa Saba con -1.92% que su promedio, pese a que en promedio tiene mayor cantidad de activo de la cadena de tiendas especializadas e incluso al cierre del 2012 cerró en 30.15% por arriba de su promedio, la consecuencia principal de este resultado negativo fue la pérdida en utilidad neta que se debió principalmente a que el incremento en sus ventas no fue lo suficientemente significativa para generar números positivos.

A continuación en la gráfica 12 se presenta el promedio de rentabilidad sobre el capital invertido 2008-2012 que arroja cada empresa de la nuestra de estudio.



Gráfica 12

Se denotan diferencias importantes en relación con promedio de margen *EBIT*, en primera instancia en el sector de tiendas departamentales, Liverpool es la empresa que mejor rendimiento tiene sobre su inversión, 12.18%, la gran sorpresa es que Elektra siendo la segunda menor en cuanto a margen *EBIT*, es la peor en cuanto a rendimiento sobre su inversión -9.56% que Liverpool, en virtud principalmente al gran peso que tiene su deuda financiera 124.42% mayor en comparación con Liverpool.

---

En cuanto a las tiendas de autoservicio, sucede algo muy similar al caso de las tiendas departamentales, Wal-Mart es la tienda que mejor rendimiento genera sobre su inversión, 17.23%, sin embargo, quien en margen *EBIT* tiene la primera posición Grupo Gigante, en esta ocasión se va hasta el último sitio con 5.83% a consecuencia del importante peso que *costo del equity*, a valor en libros, 118.63% por arriba de Wal-Mart.

La cadena de tiendas especializadas, en comparación con margen *EBIT*, las posiciones no cambiaron significativamente, la posición más importante la sigue manteniendo Nutrisa con 25.41% de rendimiento sobre su inversión.

A nivel sector la empresa que mayor rendimiento genera sobre la inversión es Nutrisa y la que se encuentra al final de la lista es Elektra, con una diferencia del 22.79%.

Finalmente con datos al cierre del 2012 la empresa que mejor desempeño rentable sobre su inversión tuvo fue Nutrisa, sin embargo, 8.45% por debajo de su promedio, en el extremo contrario Collado fue la que peor desempeño tuvo y con 2.42% por debajo de su promedio.

### **3.6 Relación del valor de las empresas del sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores en función de crecimiento y rentabilidad**

Es el momento de abordar la relación entre el valor de las empresas, precio de la acción, en función de su crecimiento y rentabilidad, en decir, mediante el análisis de los indicadores mayormente conocidos, *ROA*, *ROE*, *ROIC*, margen bruto, margen *EBIT*, margen *EBITDA* y margen neto; de tal manera que podamos denotar el comportamiento que ha tenido cada una de las empresas y su impacto en el mercado.

El orden del análisis será de acuerdo a ingreso por ventas. Comenzaré con la cadena de tiendas de autoservicio, en virtud de que es la que más ventas genera dentro del sector detallista, seguida por la cadena de tiendas departamentales y para finalizar, la cadena de tiendas especializadas.

Dentro de la cadena de tiendas de autoservicio la tienda que mayor ventas genera es Wal-Mart como se aprecia en la tabla 15, el comportamiento del precio de la acción del 2008 al 2012 fue a la alza incluso duplicando su precio, en promedio 31.24 pesos por acción, teniendo el más grande repunte al cierre del 2009 con un crecimiento de precio de mercado del 61.11% respecto al 2008 y no es para menos ya que, la adquisición de Wal-Mart Centroamérica y la apertura de 23 tiendas más de las contempladas tuvo un impacto decisivo en el desempeño positivo de casi todos sus indicadores de rentabilidad, en promedio un 26%.

ROA el incremento fue de .33%, ROE .46%, ROIC .18%, mg EBIT .35%, mg EBITDA .38%, mg neto .22%, la única excepción fue el margen bruto con una disminución del .09%; estamos hablando que el mercado fue eficiente en términos de información tanto que impactó en el precio de la acción de Wal-Mart al cierre del 2009.

En lo que respecta al cierre del 2010 el precio de la acción creció un 22.11%, sin embargo, el crecimiento fue menor en un 38.99% respecto al 2009 y esto a consecuencia de un descenso promedio de .93% en casi todos sus indicadores de rendimiento. Mismo caso para la cotización al cierre del 2011 ya que tuvo un crecimiento del 9.55%, sin embargo, el crecimiento fue menor en un con 12.56% respecto a 2010 y una disminución promedio de -.71% en casi todos los indicadores de rendimiento. En lo que respecta al cierre del 2012 el comportamiento de la acción tuvo un crecimiento del 12.35%, cabe mencionar que el crecimiento fue mayor, tras dos años de desaceleración, en un 2.80% respecto del año inmediato anterior, sin embargo, éste pudo haber sido mayor si Wal-Mart no se hubiera visto inmerso en actos de corrupción lo cual impacto severamente en sus resultados de rentabilidad teniendo en promedio una disminución del -.27% respecto del 2011.

		WAL-MART						
Precio por acción		Indicadores de Rentabilidad						
		2008	2009	2010	2011	2012	Promedio	
		ROA	13.03%	13.36%	11.92%	10.60%	10.41%	11.86%
<b>2008</b>	17.06	ROE	20.89%	21.35%	18.98%	17.38%	17.04%	19.13%
<b>2009</b>	27.49	ROIC	19.28%	19.46%	16.97%	15.35%	14.63%	17.14%
<b>2010</b>	33.56	Mg Bruto	21.76%	21.67%	22.05%	21.97%	21.90%	21.87%
<b>2011</b>	36.77	Mg EBIT	7.91%	8.27%	8.09%	7.88%	7.63%	7.95%
<b>2012</b>	41.31	Mg EBITDA	9.60%	9.98%	9.95%	9.80%	9.66%	9.80%
		Mg Neto	5.99%	6.21%	5.82%	5.84%	5.65%	5.90%

Tabla 15

En la tabla 16 se aprecia el desempeño que ha tenido Soriana, la segunda cadena de tiendas de autoservicio más importante en nuestro país, se observa el comportamiento a la alza del precio por acción con un promedio de crecimiento del 13.55% en los últimos cuatro años, sin embargo, al cierre del 2011 el precio de la acción tuvo una caída del -15.44% respecto del 2010 debido principalmente a la debilidad económica estadounidense y un lento avance en el consumo de las familias mexicanas, principalmente en el norte del país, ya que el 2011 fue uno de los años con más índice de violencia en México, el impacto no se hizo esperar en los indicadores de rentabilidad pues en todos tuvo una disminución promedio del -.61% respecto al año inmediato anterior.

Para el cierre del 2012 la cotización por acción tuvo una recuperación excepcional, 34.64% por arriba del precio promedio en los últimos cuatro años, pese al escándalo por la distribución de tarjetas para promover el voto por el candidato a la presidencia Enrique Peña Nieto, tuvo crecimiento del 48.04%, siendo el crecimiento mayor en 63% respecto del 2011, debido principalmente a su agresiva expansión con la apertura de 50 nuevas tiendas, cifra que impactó significativamente en dos indicadores *ROA*, *ROE* y *ROIC* con un incremento del .50%, .69% y .65% respectivamente.

En términos generales los indicadores de rendimiento crecieron en promedio .33% con respecto al año 2011.

SORIANA							
Precio por acción	Indicadores de Rentabilidad						Promedio
	2008	2009	2010	2011	2012		
	<i>ROA</i>	2.71%	4.35%	4.89%	4.31%	4.81%	4.21%
<b>2008</b> 28.54	<i>ROE</i>	6.10%	9.39%	9.82%	8.41%	9.10%	8.56%
<b>2009</b> 32.56	<i>ROIC</i>	9.45%	8.49%	8.68%	7.99%	8.64%	8.65%
<b>2010</b> 39.38	Mg Bruto	20.52%	20.64%	20.88%	20.77%	20.60%	20.68%
<b>2011</b> 33.30	Mg <i>EBIT</i>	3.73%	5.08%	5.40%	4.94%	5.17%	4.86%
<b>2012</b> 49.30	Mg <i>EBITDA</i>	5.78%	7.32%	7.62%	7.00%	7.10%	6.96%
	Mg Neto	1.88%	3.24%	3.50%	3.12%	3.40%	3.03%

Tabla 16

Controladora Comercial Mexicana sufrió un fuerte descalabro en el 2008 después de la gran pérdida a consecuencia de la operación con productos derivados en medio de la crisis internacional que la llevo a declararse en concurso mercantil para renegociar su deuda, sin embargo, logró salir avante tras vender la participación accionaria que tenía en la cadena de tiendas de club de precios, Costco, de tal manera que pudo reestructurar su deuda. Como era de esperarse el mercado no perdono el error y castigo a Comercial Mexicana con un precio por acción de 2.94 al cierre del 2008, es decir, una pérdida del 89.06% respecto al año 2007. En lo que se refiere a indicadores de rentabilidad se vieron cifras realmente trágicas, como es el caso de una disminución de hasta el 59.49% en *ROE* y 26.21% para *ROA*, en términos generales los indicadores tuvieron una disminución promedio de 14.26% respecto al 2007.

Durante el proceso de recuperación el precio por acción estuvo muy castigado, sin embargo, la firma preocupada por los accionistas, tuvo rápidos planes de acción enfocados a sus indicadores de rentabilidad, el impacto más fuerte fue en *ROE* con un crecimiento de 49.84% que arrojó un incremento en el precio por acción del 268.79% al cierre del 2009, sin embargo, predominaban las cifras negativas en *ROIC*, margen bruto, margen *EBIT*, margen *EBITDA*.

En lo que respecta al 2010, en medio de un concurso mercantil, se palpaba una estabilidad después del *shock* del 2008, el precio por acción se recuperó en 37.58% con respecto al 2009 y en cuanto a los indicadores de rentabilidad se comenzaban a vislumbrar en color negro y un crecimiento promedio de 1.28%.

Para el cierre del 2011 el comportamiento fue similar, un crecimiento del 54.83%, 17.25% sobre el año anterior y uniformidad de cifras positivas para sus indicadores de rentabilidad con un crecimiento promedio de 1.14%, producto de sus grandes acciones en amortización de deuda proveniente de la venta de activos.

Tras la venta del capital accionario de Costo, la liquidación total de su deuda y agresivos planes de expansión, la Controladora Comercial Mexicana se encontraba en niveles claros de recuperación lo cual se vio reflejado en el precio por acción 44.94 al cierre del 2012, más del doble del precio promedio en los últimos cuatro años y un descomunal crecimiento de 1426.22% con respecto al 2008, en relación con el año 2011 el crecimiento fue del 94.28, es decir, un crecimiento mayor en 39.45%.

En cuanto a indicadores de rentabilidad se vio un claro crecimiento promedio del 7.24% y un impacto principalmente en *ROE* y *ROA*, cuyo crecimiento fue muy por arriba del promedio, 23.81% y 13.58% respectivamente.

COMERCIAL							
Precio por acción	Indicadores de Rentabilidad						
	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio	
	<i>ROA</i>	-19.35%	0.70%	2.11%	2.89%	16.48%	0.57%
<b>2008</b> 2.94	<i>ROE</i>	-47.37%	2.47%	6.58%	7.92%	31.73%	0.27%
<b>2009</b> 10.86	<i>ROIC</i>	20.12%	6.54%	3.98%	6.36%	6.44%	8.69%
<b>2010</b> 14.94	Mg Bruto	20.80%	20.00%	23.16%	23.28%	24.11%	22.27%
<b>2011</b> 23.13	Mg <i>EBIT</i>	4.92%	3.52%	3.93%	5.40%	5.77%	4.71%
<b>2012</b> 44.94	Mg <i>EBITDA</i>	6.90%	5.73%	6.48%	7.87%	8.15%	7.02%
	Mg Neto	-16.11%	0.63%	2.31%	2.83%	14.58%	0.85%

Tabla 17

El consorcio familiar Grupo Chedraui, la cuarta mayor minorista del país en términos de ventas, comienza a cotizar en la BMV en el año 2010 después de un sólido crecimiento desde sus inicios en 1920, prueba de ello es la importantes adquisición en 2005 de la cadena de tiendas Carrefour México y su expansión hacia EE.UU.

Como se puede apreciar en la tabla 18, el precio promedio por acción que ha tenido en los últimos tres años ha sido de 37.54, en el año 2010 el debut se considera bueno ya que Grupo Chedraui tenía ambiciosos proyectos de expansión en EE.UU. y prueba de ello es que en ese año se convirtió en una de las cadenas de autoservicio más importantes en el suroeste de Estados Unidos dentro del sector hispano con la adquisición completa de 34 tiendas en operación, información muy sugestiva para el público inversionista que premió con un precio por acción de 36.65 pese a que sus indicadores de rentabilidad no eran nada alentadores ya que tuvo una pérdida promedio de -5.46%, el impacto más fuerte se vio reflejado en *ROE* -14.31% y *ROIC* -17.74%, en comparación con el año 2009.

Para el cierre del 2011 el comportamiento de la acción no fue alentador tuvo una pérdida de -5.99% respecto al 2010, sin embargo, sus indicadores de rendimiento tuvieron un desempeño mucho mejor pasando de un decrecimiento promedio de 5.46% en 2010 a -.74% en 2011.

El escenario cambio en el cierre del 2012 el precio por acción tuvo una fuerte recuperación con un crecimiento del 20.51%, 26.51% mayor crecimiento comparado con el 2011 y 7.07 pesos por arriba del precio promedio en los últimos tres años.

En cuanto a sus indicadores de rentabilidad Grupo Chedraui continuó con su plan de mejoría, pese a la afectación por altos costos financieros que opacaron a mitad de año sus solidas ventas, pasando de una pérdida promedio de .74% para 2011 a -.27 para 2012, estas cifras resultado de un buen aprovechamiento de coyuntura por la que estaba pasando Wal-Mart por supuestos actos de corrupción, y su ímpetu de crecimiento inorgánico con la adquisición de tiendas en Estados Unidos.

CHEDRAUI						
Precio por acción	Indicadores de Rentabilidad					
	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<b>2010</b> 36.65	<i>ROA</i>	10.30%	4.78%	3.48%	3.27%	5.46%
	<i>ROE</i>	24.96%	10.65%	9.13%	7.96%	13.17%
	<i>ROIC</i>	30.15%	12.40%	10.60%	10.17%	15.83%
<b>2011</b> 34.46	Mg Bruto	19.88%	19.56%	19.70%	19.68%	19.70%
<b>2012</b> 41.52	Mg <i>EBIT</i>	5.21%	5.01%	4.67%	4.63%	4.88%
	Mg <i>EBITDA</i>	6.65%	6.57%	6.40%	6.64%	6.57%
	Mg Neto	2.82%	2.81%	2.64%	2.35%	2.65%

Tabla 18

Es el turno de la cadena de tiendas departamentales, iniciamos con aquella que genera más ventas en este rubro, Liverpool, grupo que inicia en 1847 con un agresivo plan de expansión por todo el país, a la fecha cuenta aproximadamente con 99 tiendas a lo largo de todo el territorio nacional.

Como se puede observar en la tabla 19, el precio de la acción de grupo Liverpool ha tenido un comportamiento a la alza en los últimos cuatro años, un crecimiento promedio de 23.52%, sin embargo, se tuvo un fuerte descenso en el cierre del 2008 a consecuencia de la fuerte contracción del consumo debido a la crisis internacional, esto represento una caída del -34.53% respecto del 2007, los indicadores de rentabilidad tuvieron un comportamiento similar con una caída promedio del -1.47%.

Las cifras al cierre del 2009 eran más alentadoras, el precio por acción tuvo un crecimiento de más del doble que el promedio en los últimos cuatro años, 51.37%, en gran medida por el grado de bursatilidad que comenzaba a tener, los indicadores de rentabilidad tuvieron una leve mejoría con un decrecimiento promedio de -.33%, -1.14% de recuperación en comparación con el 2008.

Para el cierre del 2010 el precio por acción siguió con un crecimiento vertiginoso 45.12% llegando a un precio por arriba del promedio en los cuatro últimos años debido al mejoramiento de sus indicadores de rentabilidad, un crecimiento promedio del 1.77% respecto al 2009, y la reactivación de sus planes de expansión después de años de recesión económica, así como la adquisición del 50% de la participación accionaria en la empresa Regal Forest Holdings, distribuidora y comercializadora de muebles y electrónicos con mayor presencia en América Central y el Caribe.

LIVERPOOL							
Precio por acción	Indicadores de Rentabilidad						
		2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<b>2008</b> 37.43	ROA	6.98%	6.82%	8.52%	10.38%	10.70%	8.68%
	ROE	12.30%	11.92%	14.49%	16.14%	15.51%	14.07%
<b>2009</b> 56.65	ROIC	11.57%	10.48%	12.10%	13.57%	13.18%	12.18%
<b>2010</b> 82.21	Mg Bruto	41.96%	41.01%	41.79%	40.44%	40.33%	41.11%
<b>2011</b> 98.19	Mg EBIT	12.64%	12.49%	14.61%	15.73%	15.56%	14.20%
<b>2012</b> 133.74	Mg EBITDA	14.97%	15.07%	16.93%	17.92%	17.77%	16.53%
	Mg Neto	7.80%	8.10%	9.86%	11.15%	10.86%	9.56%

Tabla 19



---

Para el cierre del 2011 el precio por acción se encontraba en 16.54 por arriba del promedio, sin embargo, tuvo una caída del 25.69%, pese a las agresivas tácticas comerciales que implementó, los indicadores de rentabilidad también sufrieron un deterioro del .77%, quedando con un precario crecimiento promedio del 1% comparado con 2010.

Pese a los malos resultados en sus indicadores de rentabilidad con una caída promedio del .20% respecto al año anterior, para el cierre del 2012 el precio por acción de Liverpool rebasó en 63.81% el precio promedio de los últimos cuatro años, es decir, tuvo un incremento del 36.21%, 16.79% mayor crecimiento que el año inmediato anterior, así es como premió el mercado la mayor inversión realizada en los últimos 10 años que representa 9 tiendas nuevas.

Continuamos con el análisis de Grupo Elektra propiedad del empresario Ricardo Salinas Pliego, que ocupa la cuarta posición en ventas en el sector detallista y la segunda en la cadena de tiendas departamentales. En la tabla 20 se puede observar un desempeño con altas y bajas en el precio por acción, un promedio en los últimos cuatro años de \$726.46.

En lo que respecta al cierre del 2008 se presentó un crecimiento en el precio por acción del 79.54%, un crecimiento nada despreciable pese a la caída de la confianza del consumidor y a la alza en el desempleo causado por la desaceleración económica mundial que presionó severamente el consumo en el mercado, situación que también afectó los indicadores de rentabilidad teniendo un decrecimiento promedio del 2.53% con respecto al 2007.

Para el cierre del 2009 el precio por acción solo tuvo un crecimiento del 10.84% resultado de un entorno de profunda recesión en México, quienes también fueron afectados fueron los indicadores de rentabilidad teniendo en promedio un decrecimiento del 4.11%, el *ROE* fue el más afectado con una baja de 19.04%, con respecto del año anterior. Al cierre del 2010 se presenta la primera caída en el precio por acción, 18.43%, y en cuanto a los indicadores de rentabilidad un decrecimiento promedio del 1.38%, 2.74% menos pérdida que en el año 2009, derivado de los nada alentadores resultados en ventas y resultado neto. En el 2011 la recuperación fue muy relevante con respecto al 2010, el crecimiento promedio de los indicadores de rentabilidad fue de 17.95%, sostenido principalmente por el crecimiento del *ROE*, 56.79% y el margen neto, 56.67%; mientras que en el precio por acción fue de 165.97%, 88.64% por arriba del precio promedio en los últimos tres años y el mejor precio del 2008-2012, resultado de acciones meramente especulativas, sin embargo, cabe resaltar que Elektra tuvo el mejor desempeño de los últimos tres años en ventas con un crecimiento del 19.06%.

Derivado de los supuestos rumores de que Elektra ya no formaría parte de la muestra del IPC, el precio de la acción sufrió una fuerte caída, 60.22%, al cierre del 2012 el impacto no se hizo esperar en los indicadores de rentabilidad con un severo decrecimiento, *ROE* de 92.26% y *ROA* 37.29%, en términos generales un decrecimiento promedio del 27.17%.

		ELEKTRA						
Precio por acción		Indicadores de Rentabilidad						
		2008	2009	2010	2011	2012	Promedio	
		<i>ROA</i>	9.36%	4.45%	0.41%	24.46%	-12.84%	5.17%
<b>2008</b>	569.87	<i>ROE</i>	33.10%	14.05%	1.26%	58.05%	-34.21%	14.45%
<b>2009</b>	631.67	<i>ROIC</i>	-0.25%	1.33%	5.32%	-5.82%	12.57%	2.63%
<b>2010</b>	515.25	Mg Bruto	46.95%	47.69%	52.82%	53.29%	56.83%	51.52%
<b>2011</b>	1370.40	Mg <i>EBIT</i>	6.72%	7.52%	11.72%	11.79%	13.28%	10.20%
<b>2012</b>	545.11	Mg <i>EBITDA</i>	10.86%	12.13%	16.42%	15.17%	16.63%	14.24%
		Mg Neto	20.68%	11.47%	1.06%	57.74%	-27.79%	12.63%

Tabla 20

Palacio de Hierro un integrante más del Grupo Bal del empresario Alberto Baillères, ha tenido una discreta actuación en el mercado, como se puede observar en la tabla 21 el precio promedio por acción en los últimos cuatro años es de \$66.84 con un crecimiento promedio del 10.93%, mostrándose un solo descenso en el año 2009 del 8.91% consecuencia de la recesión económica a nivel mundial, la nula inversión que tuvo y un resultado neto del -4.88%, sin embargo, no fue así para los indicadores de rentabilidad que tuvieron un crecimiento promedio del .18%, fortalecidos principalmente por el mayor crecimiento de los últimos cuatro años de *EBIT* y *EBITDA*, 24.31% y 21.60% respectivamente.

En lo que respecta al año 2010 tras anunciar la disolución de la alianza estratégica con una de las mayores compañías del sector detallista en Chile y Perú, Ripley, y un crecimiento enfocado únicamente a la apertura de boutiques, el cierre del precio por acción fue bueno, con un crecimiento del 18.32%, mismo caso para los indicadores de rentabilidad con un desempeño positivo promedio del 1.03%. La estrategia de Palacio de Hierro a diferencia de su principal competidor nacional, Liverpool, se enfoca en el crecimiento vía rentabilidad, por tal motivo, sus inversiones han sido muy poco representativas en los últimos tres años, fue hasta el 2011 cuando se anunció una fuerte inversión cuyo objetivo sería la expansión a nivel nacional a partir del 2012, esta noticia aunada al mayor incremento en ventas de los últimos cuatro años del 16.08%, el mercado premio con un crecimiento del precio por acción del 29.47%, el doble que el promedio en los últimos cuatro años, sin embargo, el impacto en sus indicadores de rentabilidad no fue similar ya que se tuvo un decrecimiento promedio del .08%.

En lo que respecta al cierre del 2012 el precio por acción tuvo un crecimiento del 15.81% pero en los indicadores de rentabilidad se agudizó el decrecimiento promedio, 1.47%; catalizado principalmente por una fuerte caída en margen *EBIT*, 2.24%, y margen *EBITDA*, 2.61%, respecto al 2011.

PALACIO								
Precio por acción	Indicadores de Rentabilidad							
		2008	2009	2010	2011	2012	Promedio	
2008	55.70	<i>ROA</i>	3.98%	3.67%	4.88%	5.28%	4.45%	
		<i>ROE</i>	7.10%	6.39%	8.33%	9.17%	8.33%	7.86%
2009	50.73	<i>ROIC</i>	7.28%	6.76%	8.99%	9.35%	7.38%	7.95%
2010	60.03	Mg Bruto	39.72%	39.87%	39.90%	39.13%	38.34%	39.39%
2011	77.72	Mg <i>EBIT</i>	8.69%	10.15%	10.80%	10.16%	7.92%	9.54%
2012	90.00	Mg <i>EBITDA</i>	12.31%	14.06%	14.09%	13.26%	10.65%	12.87%
		Mg Neto	5.19%	4.65%	5.79%	5.85%	4.86%	5.27%

Tabla 21

Es el turno del análisis de la cuarta posición en ventas en lo que respecta a tiendas departamentales, Famsa, grupo internacional que nació en Monterrey Nuevo León en 1970 y que comenzó a cotizar en la BMV en 2006.

Como se muestra en la tabla 22 el precio promedio por acción en los últimos cuatro años es de \$16.84 con un comportamiento irregular, al cierre del 2008 la caída de la confianza de los consumidores y el aumento en el desempleo, consecuencia de una aguda crisis económica mundial, provocó el más fuerte descenso a la fecha en el precio por acción -74.50% comparado con 2007, lo único que permitió que el promedio de crecimiento de los indicadores de rentabilidad se mantuviera en números negros, .14%, fue el margen bruto con un crecimiento del 3.21%. En cambio para el cierre del 2009 la recuperación del precio por acción tuvo repunte excepcional, 223.72%, ocho veces mejor crecimiento que el promedio de los últimos cuatro años, consecuencia del aumento de capital social mediante la emisión de acciones por un monto de U\$1,200 millones que a su vez contribuyó a la disminución del nivel de deuda y aumento de capital de trabajo, dichas acciones, en medio de una fuerte caída de la economía, fueron premiadas por el mercado con el mejor precio por acción a la fecha, no fue así para los indicadores de rentabilidad que tuvieron un desempeño promedio del -3.14%, cuya principal caída la tuvo el *ROE* con 6.88% respecto al 2008. En lo que respecta al cierre del 2010, el precio por acción tuvo una caída del 9.35% consecuencia de los rumores en relación a su salida de la muestra de IPC y la lenta recuperación del consumo para alcanzar su nivel pre-crisis, en cambio el desempeño de los indicadores de rentabilidad fue inverso con un crecimiento promedio del 4.01%, el indicador que resalto fue *ROE* con un crecimiento del 6.8% después de una severa caída el año anterior.

Una segunda caída consecutiva en el precio por acción se presentó para el cierre del 2011, 46.88%, mismo caso para sus indicadores de rentabilidad un descenso promedio del 3.30%, todo ello consecuencia de acontecimientos globales como la degradación de la calificación crediticia de Estados Unidos por parte de S&P, el aumento inesperado de los energéticos y el desempleo en el mismo país, así como, la crisis de la deuda soberana europea que impacto severamente los resultados del grupo.

En lo que respecta al cierre del 2012 el precio por acción tuvo una recuperación del 32.40% y el crecimiento promedio de los indicadores de rentabilidad fue positivo, .93%, después del precario desempeño en 2011, estos resultados fueron consecuencia de la recuperación en ventas de Famsa USA, así como los diversos ahorros en gastos de operación.

		FAMSA						
Precio por acción		Indicadores de Rentabilidad						
		2008	2009	2010	2011	2012	Promedio	
		ROA	3.05%	0.46%	2.99%	0.81%	1.19%	1.70%
<b>2008</b>	7.80	ROE	8.13%	1.25%	8.06%	2.29%	3.70%	4.69%
<b>2009</b>	25.25	ROIC	6.59%	7.22%	8.47%	5.93%	6.10%	6.86%
<b>2010</b>	22.89	Mg Bruto	48.96%	50.79%	50.90%	52.04%	46.64%	49.87%
<b>2011</b>	12.16	Mg EBIT	6.57%	7.53%	7.98%	8.09%	10.45%	8.12%
<b>2012</b>	16.10	Mg EBITDA	9.41%	10.41%	10.61%	10.74%	12.67%	10.77%
		Mg Neto	3.79%	0.66%	4.66%	1.36%	2.29%	2.55%

Tabla 22

En el entorno de las tiendas especializadas el análisis inicia con Grupo Casa Saba, fundada en 1892 y líder en la distribución en México de productos farmacéuticos, salud, belleza y consumo, mercaderías generales y publicaciones.

Con más de 117 años de experiencia en el mercado mexicano, la compañía distribuye a la mayoría de farmacias y tiendas de autoservicio, así como otros canales especializados a nivel nacional.

GCS también cuenta con una cadena de más de 160 farmacias en México bajo la marca Farmacias ABC y más de 80 farmacias en los estados de Rio de Janeiro y Sao Paulo en Brasil bajo la marca CSB Drogarías.

Como se denota en la tabla 23 el comportamiento del precio por acción de Casa Saba ha ido en picada en el periodo que comprende del 2008 al 2012, con un promedio de 17.53 pesos por acción.

Después de tener un precio histórico en 2007 de 38.96 para 2008 la acción sufrió un descalabro severo al caer en 33.39%, a pesar de la gran inversión que se hizo en Brasil cuya estrategia fue tener oportunidades de crecimiento en uno de los países más importantes en el ámbito farmacéutico, mismo caso en sus indicadores de rentabilidad, un decrecimiento promedio de 2.46% siendo el rubro más afectado el *ROE* con un decrecimiento del 6.46%. Para el cierre del 2009 la caída del precio de la acción fue menos severa que el año inmediato anterior, 5.13%, en gran medida por el retiro de las notas por parte de la agencia Moody's debido a que carece de información adecuada para mantener las calificaciones, así como la desfavorecida decisión para el contrato de almacenaje y distribución de medicamentos cuyo contrato proyectaba ingresos de hasta 1,952 millones de pesos. En cuanto a los indicadores de rentabilidad también presentaron un decrecimiento promedio del 2.21% siendo el *ROE* el rubro más afectado. En 2010 Casa Saba realizó la mayor inversión extranjera en el sector comercio en Chile a través de la adquisición de la cadena farmacéutica Farmacias Ahumada (FASA) convirtiéndose en la distribuidora mexicana con mayor presencia en América Latina, sin embargo, es preciso mencionar que el grado de apalancamiento fue muy importante situación que no perdonó el mercado y castigo el precio de la acción con un decremento del 31.33%, con respecto al 2009, en cuanto a los indicadores de rentabilidad se continuó con números negativos, .44% caída promedio. Para 2011 el precio de la acción sufre su peor caída de los últimos cuatro años, 41.12%, a consecuencia de la demanda en su contra en la que se le acusa de presuntas prácticas monopólicas, sin embargo, como bien lo mencionaron, esto no afectó sus resultados ya que los indicadores de rentabilidad después de tres años consecutivos de números negativos presentó un crecimiento promedio de .91%, donde el margen bruto tuvo gran aportación con su desempeño positivo de 5.30%.

CASA SABA							
Precio por acción	Indicadores de Rentabilidad						
		2008	2009	2010	2011	2012	Promedio
<b>2008</b> 25.95	<i>ROA</i>	4.47%	1.89%	1.17%	0.28%	-0.46%	1.47%
	<i>ROE</i>	9.38%	4.24%	3.93%	1.24%	-2.16%	3.33%
<b>2009</b> 24.62	<i>ROIC</i>	11.14%	6.40%	3.86%	5.93%	3.87%	6.24%
<b>2010</b> 16.91	Mg Bruto	10.80%	10.83%	13.52%	18.82%	18.34%	14.46%
<b>2011</b> 9.95	Mg <i>EBIT</i>	3.81%	2.53%	1.71%	3.09%	2.36%	2.70%
<b>2012</b> 10.20	Mg <i>EBITDA</i>	4.13%	3.50%	2.27%	4.05%	3.27%	3.45%
	Mg Neto	2.10%	0.94%	0.79%	0.19%	-0.31%	0.74%

Tabla 23

---

Pese a la suspensión de sus acciones en la Bolsa de New York y en la Mexicana de Valores debido a que oculta información relevante a los inversionistas, el grupo presentó un repunte importante, tras cuatro años de caída en el precio de la acción, del 2.47% al cierre del 2012, sin embargo, debido al severo apalancamiento que se tuvo por la adquisición de FASA en 2010, Casa Saba presentaba indicios de insolvencia para hacer frente a los compromisos con sus acreedores lo que se tradujo en la venta total de sus operaciones en Perú y que generó un impacto negativo en sus indicadores de rentabilidad, tras un crecimiento el año anterior, ahora se presenta una caída promedio del 1.24% siendo el rubro más afectado el *ROE* con un decrecimiento del 3.40%.

El siguiente grupo a analizar es Corporativo Fragua S.A.B. de C.V. una empresa controladora cuya actividad principal consiste en participar en sociedades dedicadas a la compra, venta, distribución y comercialización de medicinas, alimentos, perfumería, artículos para fotografía, regalos, artículos para el hogar, panadería, frutas y verduras, y productos varios; bajo el modelo de negocio de “SúperFarmacias” en el que combinaron la farmacia con el autoservicio y la tienda de conveniencia.

Las operaciones de Fragua son realizadas a través de sus cuatro compañías subsidiarias, Farmacias Guadalajara, Fotosistemas Especializados, Organización de Vigilancia Comercial y Transportes y Envíos de Guadalajara.

Como se puede apreciar en la tabla 24 el desempeño del precio por acción en el período comprendido del 2008-2012 ha sido bastante favorable, con un crecimiento promedio del 16.16%, debido principalmente al agresivo plan de crecimiento año tras año bajo el esquema de financiamiento propio.

Para el cierre del 2008, desencadenado por un entorno económico crítico, Grupo Fragua presentó la única baja en el precio por acción del período 2008-2012, un decremento del 15.81%, a pesar de que fue el año en donde más inversión en *CAPEX* presentó, se inauguró una SuperFarmacia cada cuatro días en promedio.

En relación a sus indicadores de rentabilidad hubo un decremento generalizado promedio del 1.68%, el *ROE* fue el más afectado con un decrecimiento del 4.47%, es decir, el rendimiento de los inversionistas se vio seriamente afectado por la disminución en el resultado neto del ejercicio respecto del año inmediato anterior.

En lo que se refiere al cierre del ejercicio 2009, con un entorno macroeconómico complicado, el mercado premió la continua inversión de Grupo Fragua, inauguración de una SúperFarmacia cada cuatro días y un moderno centro de distribución, a través del crecimiento del precio por acción más significativo del período con un 33.81%.

El resultado no fue suficiente para repuntar los indicadores de rentabilidad que presentaron un decremento promedio de 1.51% cuyo rubro más afectado fue el *ROE* con un decremento del 3.25% debido a que el resultado neto presentó una disminución del 5.87% respecto del ejercicio 2008, a consecuencia de la crisis económica mundial que inició en el año 2008 se agudizó durante el 2009 y en México se pudo observar un grave deterioro de las principales variables económicas. Al finalizar el ejercicio, el Producto Interno Bruto (PIB) a nivel nacional reportó una caída del 6.5%, que es la mayor caída en el PIB desde la década de 1930 con la Gran Depresión.

Al cierre del 2010 Grupo Fragua mantuvo su estrategia de crecimiento continua y acelerada, por tercer año consecutivo, con la apertura de una nueva sucursal en promedio cada cuatro días aunado a un entorno macroeconómico con signos de recuperación, el mercado premió con un incremento en el precio por acción del 12.37% y un incremento promedio del .37% en sus indicadores de rentabilidad, en relación al año inmediato anterior.

La recuperación macroeconómica y un portafolio de inversión robusto de cerca de 600 millones de pesos que incluyen la apertura de al menos un centenar de nuevas sucursales en el país, alentaron el precio de la acción del Grupo, tanto que al cierre del 2011 se presentó un crecimiento del doble, 24.80%, comparado con el año inmediato anterior.

En lo que respecta a los indicadores de rentabilidad, tuvieron un crecimiento generalizado del .22%, no lo suficiente para superar el 2010, debido principalmente a la caída severa del *ROIC*, .59%, consecuencia de su agresivo programa de expansión que provocó una alza del 14.4% en los gastos generales.

FRAGUA								
Precio por acción	Indicadores de Rentabilidad						Promedio	
	2008	2009	2010	2011	2012			
	<i>ROA</i>	12.48%	10.28%	10.63%	10.79%	9.61%	10.76%	
<b>2008</b>	94.99	<i>ROE</i>	18.50%	15.25%	15.95%	16.50%	15.67%	16.37%
<b>2009</b>	127.11	<i>ROIC</i>	18.75%	16.15%	16.43%	15.84%	16.25%	16.68%
<b>2010</b>	142.84	Mg Bruto	18.27%	17.92%	18.29%	18.77%	19.23%	18.49%
<b>2011</b>	178.26	Mg <i>EBIT</i>	5.16%	4.35%	4.58%	5.00%	4.60%	4.74%
<b>2012</b>	223.94	Mg <i>EBITDA</i>	5.99%	5.32%	5.77%	6.11%	5.73%	5.78%
		Mg Neto	3.86%	3.19%	3.45%	3.65%	3.45%	3.52%

Tabla 24

---

El precio por acción para el cierre del 2012 tuvo un decadente crecimiento respecto al año inmediato anterior, solo un .82%, consecuencia en gran medida al desempeño de sus indicadores de rentabilidad, los cuales presentaron un decrecimiento promedio, del .30%, tras dos años de recuperación y números negros, 2010-2011; debido, nuevamente, a sus altos gastos operativos por su agresiva estrategia de crecimiento.

El *EBITDA* y la utilidad neta tuvieron un serio decrecimiento del 9.23% y 9.69% respectivamente, comparado con el año 2011; a pesar de que se superó la meta propuesta en relación a la apertura de nuevas tiendas, 106; para llegar a un total de 1,052 puntos de venta al cierre del 2012, el mercado no perdonó y castigo severamente a Grupo Fragua.

Finalmente analizamos a Grupo Pochteca, compañía dedicada a la comercialización de materias primas, agrupada en cinco segmentos de negocio, solventes y mezclas, lubricantes y grasas, químicos para alimentos, químicos inorgánicos, papel y cartón.

Como se observa en la tabla 25, la evolución que ha presentado el precio de la acción no ha sido muy uniforme, al cierre del 2008 únicamente creció 1.43%, pese a que sus indicadores de rentabilidad en promedio tuvieron un desempeño positivo del 76.71%.

El *ROE* y *ROIC* presentaron los incrementos más significativos 23.89% y 26.63% respectivamente, comparado con el cierre del año inmediato anterior, sin embargo, el resultado neto se presentó en número rojos a consecuencia de la pérdida cambiaria derivada del entorno económico mundial adverso y el incremento del pasivo por la compra de ADYDSA (Alcoholes y Diluyentes Desnaturalizados, S.A. de C.V.).

El año 2009 en una coyuntura económica contraída a nivel mundial, significó para el Grupo Pochteca una caída generalizada en la demanda tanto en productos químicos y papel, aunado a una escasa liquidez y disponibilidad de crédito, dificultó el crecimiento de las ventas, provocando que no fueran suficientes para cubrir sus costos y gastos, originando un impacto negativo en sus indicadores de rentabilidad que presentaron un decrecimiento promedio del 13.56%, comparado con el año inmediato anterior, no fue así para el precio por acción que tuvo un incremento importante del 62.59%, tal parece que el mercado premió la inversión en los procesos de fortalecimiento operativo (puntos de venta, sistemas, capacitación, etc.) por los cuales el gasto operativo del ejercicio se vio incrementado.



Al cierre del 2010, con una coyuntura económica de recuperación, el comportamiento del precio por acción no fue nada alentador, tuvo una baja del 22.70% respecto al año 2009, los indicadores de rentabilidad muestran el por qué del serio descenso, hubo un decrecimiento promedio del 41.77% siendo el indicador *ROE* el más afectado -19.03% debido a que el resultado neto del ejercicio, en números rojos, fue el más bajo de los últimos dos años, ocasionado principalmente por acontecimientos naturales que impidieron el desempeño óptimo de la producción de papel (humedad en bosques canadienses y norteamericanos, sismo en Chile, paso de huracán Alex, etc.) y la deflación de los precios internacionales de una parte importante del portafolio de productos del Grupo; el mercado no perdonó y castigó severamente el precio de mercado, muy a pesar de la firma del contrato de macro distribución con Shell México y la bursatilización de la cartera por un monto de \$350,000,000 de pesos.

En lo que respecta al cierre del 2011 al parecer la asociación con Shell rindió frutos ya que hubo un incremento significativo del ingreso en 20.09% y el resultado neto se presentó en números negros después de tres años consecutivos con números negativos, el mercado premió el precio por acción con una recuperación importante del 13.19%, así como sus indicadores de rentabilidad cuyo crecimiento promedio fue del 120.39% comparado con el cierre del 2010.

Para el cierre del 2012 los principales rubros del estado de resultados presentaron un descenso importante, desde los ingresos hasta el resultado neto, que se reflejó en sus indicadores de rentabilidad, con un decrecimiento promedio del 40.98%, sin embargo, esto no impidió que el mercado premiara, con un incremento en el precio por acción del 160.06%, la agresiva estrategia de crecimiento mediante adquisiciones; la compra de la planta de lubricantes de Shell en México, la cual le permitirá fortalecer su presencia en el mercado de lubricantes en el país, y la compra de la empresa de productos químicos Mardupol, que permitirá consolidar su presencia en el mercado de químicos.

POCHTECA								
Precio por acción	Indicadores de Rentabilidad							
		2008	2009	2010	2011	2012	Promedio	
		<i>ROA</i>	-3.38%	-3.19%	-7.39%	7.36%	2.35%	-0.85%
<b>2008</b>	6.82	<i>ROE</i>	-10.62%	-12.67%	-31.70%	27.98%	6.20%	-4.16%
<b>2009</b>	11.08	<i>ROIC</i>	11.22%	4.23%	-4.64%	20.62%	8.77%	8.04%
<b>2010</b>	8.57	Mg Bruto	16.48%	15.23%	13.08%	16.87%	16.09%	15.55%
<b>2011</b>	9.70	Mg <i>EBIT</i>	3.24%	1.49%	-1.15%	3.44%	3.95%	2.20%
<b>2012</b>	25.22	Mg <i>EBITDA</i>	4.30%	2.60%	0.12%	4.54%	4.88%	3.29%
		Mg Neto	-1.77%	-1.77%	-4.19%	3.71%	1.31%	-0.54%

Tabla 25

---

## Capítulo Cuarto

### Estimación del valor de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores en función al crecimiento y rentabilidad esperada a futuro

#### 4.1. Estimación del valor de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores orientadas a una estrategia de crecimiento

El desarrollo de esta investigación se realizó con base en la valuación de las empresas que conforman nuestra muestra, mediante la metodología de flujos de efectivo descontados, es decir, “*Free Cash Flow To The Firm*” que estima el valor de la firma como el valor presente de los futuros flujos libres de efectivo, descontados a una tasa promedio ponderada de capital WACC.

*Metodología*

$$VP_{Firm} = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC_1)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC_2)^2} + \dots + \frac{FCFF_n + VT}{(1 + WACC_n)^n}$$

$$FCFF = EBIT (1 - t) + DyA - CAPEX - DWK$$

$$WACC = Ke * We + Kd * Wd$$

$$Ke = Rf + \beta * Rp$$

$$Kd = i(1 - t)$$

$$VT_n = \frac{FCFF_n(1 + g)}{(WACC_n - g)}$$

*Valor de la empresa y tasa de crecimiento*

$$VP_{Firm} = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC_1)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC_2)^2} + \dots + \frac{FCFF_n + VT}{(1 + WACC_n)^n}$$



$$VT_n = VE_n$$

$$VT_n = \frac{FCFF_n(1 + g)}{(WACC_n - g)} = VE_n \quad \rightarrow \quad g = \frac{(VE_n * WACC_n) - FCFF_n}{(FCFF_n + VE_n)}$$

*Crecimiento, rentabilidad y valor de la empresa*

$$g' = g + 1\% \quad \rightarrow \quad VE'_n = \frac{FCFF_n(1 + g')}{WACC_n - g'}$$

$$FCFF'_n = FCFF_n + \Delta \quad \rightarrow \quad VE'_n = \frac{FCFF'_n(1 + g)}{WACC_n - g}$$

1% de Margen EBITDA

Muestra de Empresas		
Nombre	Subramo	Cadena
<b>Casa Saba</b>	Distribución de medicamentos	Especializada
<b>Chedraui</b>	Supermercados	Autoservicio
<b>Comercial Mexicana</b>	Supermercados	Autoservicio
<b>Corporativo Fragua</b>	Venta de medicamentos	Especializada
<b>Elektra</b>	Venta de equipamiento para el hogar	Departamental
<b>Famsa</b>	Venta de equipamiento para el hogar	Departamental
<b>Farmacias Benavides</b>	Venta de medicamentos	Especializada
<b>Grupo Pochteca</b>	Distribución de productos químicos especializados de consumo	Especializada

<b>Liverpool</b>	Tiendas departamentales	Departamental
<b>Palacio De Hierro</b>	Tiendas departamentales	Departamental
<b>Soriana</b>	Supermercados	Autoservicio
<b>Wal-Mart De México</b>	Supermercados	Autoservicio

Tabla 26<sup>18</sup>

### *Valor de la empresa y Tasa de Crecimiento Implícita*

Los resultados de la valuación de cada una de las empresas que conforman nuestra muestra se presentan a continuación:

El sector detallista no tiene un panorama alentador para los próximos cinco años, se espera un crecimiento en ventas promedio de 2.62%, en comparación al que ha venido presentando los últimos cuatro años, 5.72%; por lo tanto, el resultado de las empresas del sector se verá seriamente afectado.

En lo que respecta a Grupo Chedraui, con una participación del mercado en 2013 del 2.30%, se estima que sus ventas crezcan en los próximos cinco años en promedio 5.19%, es decir, 2.57% por arriba de crecimiento del sector, sin embargo, este crecimiento está 3.37% por debajo del que promedio de crecimiento que presentó en los últimos cuatro años, a pesar de la caída en el crecimiento, los flujos de efectivo esperados serán mejores en comparación con ese periodo, pasando de un decrecimiento del 219.31% a un decrecimiento promedio en los próximos cinco años de 4.39%.

Los flujos de efectivo esperados fueron actualizados a una tasa de descuento, Costo Promedio Ponderado de Capital (*WACC*), en el caso de Chedraui se tiene un *Cost of Equity (Ke)* de 9.49%, es decir, el rendimiento mínimo exigido para compensar el riesgo asumido por invertir en el Grupo, costo de oportunidad; *Cost of Debt (Kd)* de 12.16%, costo de la deuda después de impuestos, gastos financieros; *Debt (Wd)* de 10.58%, deuda total bruta; y *Equity (We)* de 89.42%, valor mercado de las acciones.

Como sabemos, la empresa tiene una vida que es potencialmente infinita, por consiguiente su valor, es el valor presente de los flujos de efectivo permanentes.

<sup>18</sup> El número de empresas de la muestra disminuyó en virtud de los diferentes sucesos que afectaron durante el desarrollo de esta investigación a Grupo Gigante (Absorción por parte de Grupo Soriana), Grupo Collado (Poca Busatilidad) y Nutrisa (Salida de la BMV).

Se debe hacer una suposición del patrón de crecimiento esperado de los flujos de efectivo futuros,  $g$ , el cual para Grupo Chedraui, quien se encuentra en el modelo de patrón de crecimiento de dos etapas, modelo de crecimiento inicial decreciente; es del 2.99%, y con ayuda del Costo Promedio Ponderado de Capital ( $WACC$ ) se determinó el valor terminal de los flujos de efectivo.

El valor de la Chedraui, entonces, está determinado por la suma de los flujos de efectivo actualizados; para calcular el valor de mercado (Capitalización Bursátil), al valor de la firma le restamos el valor de mercado de la deuda.

CHEDRAUI						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		2,769	-687	345	1,120	1,613
					<b>VT</b>	<b>59,736</b>
<b>WACC</b>	<b>5.77%</b>					
<b>g</b>	<b>2.99%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	2,769	-687	345	1,120	61,349
	<b>VP</b>	2,618	-614	292	895	46,339
	<b>49,529</b>					
- Deuda	5,262					
+ efectivo	443					
- int min	245					
<b>= Equity Value</b>	<b>44,466</b>					
No acciones	964					
<b>= VPA</b>	<b>46</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>44,466</b>	

Tabla 27

El panorama para Soriana, con una participación de mercado en 2013 de 3.63%, en los próximos cinco años es adverso, pues se pronostica un decrecimiento promedio en ventas de 1.82%, después de venir teniendo en los últimos cuatro años un crecimiento promedio del 4.36%, en cuanto a los flujos de efectivo se estima para los próximos cinco años un decrecimiento promedio de 6.95%, a excepción del año 2014 en donde se espera el crecimiento sea por arriba de un 100% comparado con el año inmediato anterior.

Los flujos de efectivo fueron actualizados a una tasa de descuento  $WACC$ , integrada por  $Ke$  de 11.20%, un porcentaje alto de rendimiento mínimo exigido, en virtud del riesgo sistemático que está por arriba de la unidad;  $Kd$  de 5.77%, alta tasa de interés;  $Wd$  de 2.27%, deuda bruta mesurada; y  $We$  de 97.73%.

En relación al valor terminal de los flujos de efectivo, el comportamiento de éstos obedece al modelo de patrón de crecimiento de dos etapas, modelo de crecimiento alto estable; con un porcentaje de crecimiento perpetuo de 4.03%.

Luego entonces, el valor de la firma está determinado por la suma de los flujos de efectivo actualizados y la Capitalización Bursátil disminuyendo al valor de la firma el valor mercado de la deuda.

SORIANA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		3,921	3,264	3,069	3,032	2,915
					<b>VT</b>	<b>99,474</b>
<b>WACC</b>	<b>7.08%</b>					
<b>g</b>	<b>4.03%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	3,921	3,264	3,069	3,032	102,388
	<b>VP</b>	3,662	2,847	2,499	2,306	72,739
<b>EV</b>	<b>84,054</b>					
- Deuda	1,948					
+ efectivo	1,666					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>83,772</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>83,772</b>
<b>No acciones</b>	<b>1,800</b>					
<b>= VPA</b>	<b>47</b>					

Tabla 28

Wal-Mart al cierre del 2013 tenía una participación de mercado del 14.66%, la firma de tiendas de autoservicio con mayor venta del sector detallista; como era de esperarse, la caída en el crecimiento promedio de sus ventas para los próximos cinco años es crítica, 6.89%, comparada con el crecimiento de los últimos cuatro años, sin embargo, tendrá un crecimiento promedio 1.60% por arriba del sector, en relación a sus flujos de efectivo se estima para los próximos cinco años un decrecimiento promedio del 6.08%, a excepción del crecimiento en 2014 de más del 100% comparado con el año inmediato anterior.

La tasa de descuento a la que fueron actualizados los flujos de efectivo, *WACC* se integra por un *Ke* de 10.65%, dado el riesgo sistemático por arriba de la unidad, el costo de oportunidad es alto; *Kd* de 3.66%, mesurados gastos financieros; *Wd* de 2.28%, el grado de apalancamiento es muy bajo en comparación con sus ingresos; y *We* de 97.72%.

En relación al valor terminal de los flujos de efectivo, el comportamiento de éstos obedece al modelo de patrón de crecimiento de dos etapas, modelo de crecimiento inicial decreciente; con un porcentaje de crecimiento perpetuo de 2.70%.

El valor del Wal-Mart está calculado con base a los flujos de efectivo actualizados y su Capitalización Bursátil, el valor de la firma menos el valor mercado de la deuda.

WAL-MART						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		36,571	20,701	20,671	22,843	24,835
					<b>VT</b>	<b>672,869</b>
<b>WACC</b>	<b>6.49%</b>					
<b>g</b>	<b>2.70%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	36,571	20,701	20,671	22,843	697,704
	<b>VP</b>	34,342	18,254	17,116	17,761	509,424
	<b>596,897</b>					
<b>- Deuda</b>	14,098					
<b>+ efectivo</b>	21,129					
<b>- int min</b>	20					
<b>= Equity Value</b>	<b>603,908</b>					
<b>No acciones</b>	17,627					
<b>= VPA</b>	<b>34</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>603,908</b>

Tabla 29

En lo que respecta a Comercial Mexicana con una participación de mercado al cierre del 2013 de 1.63%, se estima que para los próximos cinco años permanezca el comportamiento decreciente en sus ventas con un 2.78% promedio.

El relación a sus flujos de efectivo se estima para los próximos cinco años un decrecimiento promedio del 6.23%, una caída del 120% respecto al crecimiento presentado en los últimos tres años.

Los flujos de efectivo esperados fueron actualizados a una tasa de descuento WACC, integrada por  $K_e$  de 13.49%, un porcentaje alto de rendimiento mínimo exigido, en virtud del riesgo sistemático importante que presenta, 1.51;  $K_d$  de 3.04%, gastos financieros bajos, baja tasa de interés;  $W_d$  de 4.61%, deuda bruta elevada; y  $W_e$  de 95.39%.

En lo que respecta al valor terminal de flujos de efectivo, el porcentaje de crecimiento perpetuo para Comerci, cuyo comportamiento de los flujos de efectivo pertenecen a un modelo de patrón de crecimiento de una etapa, estable crecimiento; es de 4.17%.

El valor del Comerci está calculado con base a los flujos de efectivo actualizados, restándole el valor mercado de la deuda obtenemos la Capitalización Bursátil.

COMERCI						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		2,022	2,851	3,486	3,306	3,508
					<b>VT</b>	<b>75,543</b>
<b>WACC</b>	<b>9.01%</b>					
<b>g</b>	<b>4.17%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	2,022	2,851	3,486	3,306	79,051
	<b>VP</b>	1,855	2,399	2,691	2,341	51,349
<b>EV</b>	<b>60,635</b>					
- Deuda	2,936					
+ efectivo	3,166					
- int min	158					
<b>= Equity Value</b>	<b>60,707</b>					
<b>No acciones</b>	1,086					
<b>= VPA</b>	<b>56</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>60,707</b>

Tabla 30

Para Grupo Elektra quien posee al cierre del 2013 una participación de mercado del 2.44%, se estima sus ventas crezcan en promedio los próximos cinco años 6.68%, 7.11% menos crecimiento promedio comparado con los últimos cuatro años, sin embargo, 4.06% por arriba del sector; este resultado se refleja en la estimación de sus flujos de efectivo con un decrecimiento promedio para los próximos años de 21%, consecuencia también, de alto grado de inversión en Capex que pretenden tener.

Los flujos de efectivo esperados fueron actualizados a una tasa de descuento WACC, integrada por  $K_e$  de 14.80%, un porcentaje significativo de rendimiento mínimo exigido, en virtud del alto riesgo sistemático que presenta, .71 por arriba de la unidad;  $K_d$  de 2.97%, gastos financieros bajos, tasa de interés moderada;  $W_d$  de 49.99%, deuda bruta sumamente alta pues representa el 135.7% de sus ingresos, por lo tanto el  $W_e$  es de 50.01%.



En cuanto al valor terminal de flujos de efectivo, el porcentaje de crecimiento perpetuo para Elektra, cuyo comportamiento de los flujos de efectivo pertenecen a un modelo de patrón de crecimiento de una etapa, estable crecimiento; es bajo, 1.4%.

El valor del Elektra está calculado con base a los flujos de efectivo actualizados, restándole el valor mercado de la deuda obtenemos la Capitalización Bursátil.

ELEKTRA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		-25,760	30,808	-7,360	-5,068	8,416
					<b>VT</b>	<b>243,245</b>
<b>WACC</b>	4.89%					
<b>g</b>	1.38%					
	<b>FCFF Total</b>	-25,760	30,808	-7,360	-5,068	251,662
	<b>VP</b>	-24,559	28,004	-6,378	-4,187	198,250
<b>EV</b>	<b>191,130</b>					
- Deuda	105,403					
+ efectivo	19,810					
- int min	107					
<b>= Equity Value</b>	<b>105,430</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>105,430</b>	
<b>No acciones</b>	237					
<b>= VPA</b>	<b>445</b>					

Tabla 31

Liverpool con una participación de mercado al cierre del 2013 de 2.56%, se espera que tenga un crecimiento promedio en ventas para los próximos cinco años 7.51%, una caída del 4.69% en comparación con el crecimiento promedio de los últimos cuatro años, sin embargo, sus flujos de efectivo estimados tienen un crecimiento muy significativo, en promedio del 14.98%, comparados con los presentados en los últimos años.

Los flujos de efectivo fueron actualizados a una tasa de descuento *WACC*, integrada por *Ke* de 10.14%, un porcentaje alto de rendimiento mínimo exigido, en virtud del riesgo sistemático que está justo en la unidad; *Kd* de 6.23%, alta tasa de interés; *Wd* de 6.95%, deuda bruta controlada; y *We* de 93.05%.

En relación al valor terminal de los flujos de efectivo, el comportamiento de éstos obedece al modelo de patrón de crecimiento de dos etapas, modelo de crecimiento inicial decreciente, con un porcentaje de crecimiento perpetuo de 2.55%.

Luego entonces, el valor de la firma está determinado por la suma de los flujos de efectivo actualizados y la Capitalización Bursátil disminuyendo al valor de la firma el valor mercado de la deuda.

LIVERPOOL						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		5,322	3,710	8,301	6,865	8,066
					<b>VT</b>	<b>249,323</b>
<b>WACC</b>	<b>5.87%</b>					
<b>g</b>	<b>2.55%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	5,322	3,710	8,301	6,865	257,389
	<b>VP</b>	5,027	3,310	6,996	5,464	193,534
	<b>214,332</b>					
<b>- Deuda</b>	14,932					
<b>+ efectivo</b>	603					
<b>- int min</b>	2					
<b>= Equity Value</b>	<b>200,001</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>200,001</b>
<b>No acciones</b>	1,342					
<b>= VPA</b>	<b>149</b>					

Tabla 32

En lo que respecta a Grupo Palacio con una participación de mercado al cierre del 2013 de .74%.

Se estima para los próximos cinco años un crecimiento promedio en sus ventas de 5.85%, 5.71% menor al que se presentó en los últimos cuatro años, sin embargo, 3.23% por arriba del sector.

En cuanto a sus flujos de efectivo, se estima un decrecimiento promedio del 72.34%, una caída bastante significativa, considerando el crecimiento en ventas que se estima para los próximos años.

Los flujos de efectivo esperados fueron actualizados a una tasa de descuento WACC, integrada por  $K_e$  de 10.14%, rendimiento mínimo exigido, en virtud del riesgo sistemático que posee, justo en la unidad;  $K_d$  de 5.49%, gastos financieros bajos, tasa de interés moderada;  $W_d$  de 11.44%, deuda bruta alta pues representa el 17.3% de sus ingresos, finalmente  $W_e$  de 88.56%.

En cuanto al valor terminal de flujos de efectivo, el porcentaje de crecimiento perpetuo para Grupo Palacio, cuyo comportamiento de los flujos de efectivo pertenecen a un modelo de patrón de crecimiento de tres etapas, es de 3.3%.

El valor de la firma está calculado con base a los flujos de efectivo actualizados, restándole el valor mercado de la deuda obtenemos la Capitalización Bursátil.

PALACIO DE HIERRO						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		-259	595	1,082	1,238	1,081
					<b>VT</b>	<b>49,269</b>
<b>WACC</b>	5.61%					
<b>g</b>	3.34%					
	<b>FCFF Total</b>	-259	595	1,082	1,238	50,350
	<b>VP</b>	-245	534	918	995	38,328
<b>EV</b>	<b>40,530</b>					
- Deuda	4,811					
+ efectivo	1,556					
- int min	30					
<b>= Equity Value</b>	<b>37,245</b>					
<b>No acciones</b>	339					
<b>= VPA</b>	<b>110</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>37,245</b>

Tabla 33

Grupo Famsa con una participación de mercado al cierre del 2013 de .52%, se estima que presente en los próximos cinco años un decrecimiento promedio en sus ventas del 3.76%, tras el .30% de crecimiento que venía presentando en los últimos años, en relación a sus flujos de efectivo que en los últimos años se venía presentando en números rojos y con críticos decrecimientos, para los próximo cinco años el escenario es mejor, números negros, sin embargo, con serio decrecimiento promedio de 40.89% a excepción del año 2015 con un crecimiento de más del 100% comparado con 2014.

Los flujos de efectivo esperados fueron actualizados a una tasa de descuento WACC, integrada por  $K_e$  de 16.40%, un porcentaje alto de rendimiento mínimo exigido, en virtud del riesgo sistemático importante que presenta, cerca de las dos unidades;  $K_d$  de 5.95%, gastos financieros altos;  $W_d$  de 67.44%, deuda bruta elevada más del 100% respecto a la venta; y por consecuencia  $W_e$  muy bajo, 32.56%.

En cuanto al valor terminal de flujos de efectivo, el porcentaje de crecimiento perpetuo para Famsa, cuyo comportamiento de los flujos de efectivo pertenecen a un modelo de patrón de crecimiento de dos etapas, modelo de crecimiento inicial decreciente; es de 1.18%.

El valor de la firma está calculado con base a los flujos de efectivo actualizados, restándole el valor mercado de la deuda obtenemos la Capitalización Bursátil.

GFAMSA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		183	4,177	1,107	1,527	1,247
					<b>VT</b>	<b>30,216</b>
<b>WACC</b>	<b>5.35%</b>					
<b>g</b>	<b>1.18%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	183	4,177	1,107	1,527	31,462
	<b>VP</b>	174	3,763	946	1,240	24,241
<b>EV</b>	<b>30,365</b>					
- Deuda	21,476					
+ efectivo	1,509					
- int min	29					
<b>= Equity Value</b>	<b>10,369</b>					
<b>No acciones</b>	439					
<b>= VPA</b>	<b>24</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>10,369</b>

Tabla 34

En relación a Grupo Fragua quien tiene una participación de mercado al cierre del 2013 de 1%, la estimación de crecimiento promedio de ventas para los próximos años es de 7.46%, 3.45% menos que los últimos años, sin embargo, 4.84% por arriba del sector.

En cuanto a flujos de efectivo, tiene una recuperación importante, un crecimiento promedio de más del 100%, en comparación con los últimos tres años cuyo decrecimiento promedio fue de 57.58%.

La tasa de descuento a la que fueron actualizados los flujos de efectivo, *WACC* se integra por un *Ke* de 10.14%, dado el riesgo sistemático de una unidad, el costo de oportunidad es alto; *Kd* de 0.0%, gastos financieros bajos únicamente por concepto de comisiones; *Wd* de 0.0%, el grado de apalancamiento es cero en virtud de su política de "cero pasivo con costo", por consiguiente, el *We* es de 100%.

En lo que respecta al valor terminal de flujos de efectivo, el porcentaje de crecimiento perpetuo para Fragua, cuyo comportamiento de los flujos de efectivo pertenecen a un modelo de patrón de crecimiento de dos etapas, modelo de crecimiento alto estable; es de 3.17%.

El valor del Grupo Fragua está calculado con base a los flujos de efectivo actualizados, restándole el valor mercado de la deuda obtenemos la Capitalización Bursátil.

FRAGUA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		97	823	687	730	767
					<b>VT</b>	<b>26,673</b>
<b>WACC</b>	<b>6.14%</b>					
<b>g</b>	<b>3.17%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	97	823	687	730	27,440
	<b>VP</b>	91	731	574	576	20,370
<b>EV</b>	<b>22,342</b>					
- Deuda	0					
+ efectivo	1,173					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>23,515</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>23,515</b>
<b>No acciones</b>	98					
<b>= VPA</b>	<b>240</b>					

Tabla 35

Grupo Benavides con cuota de mercado de .36% al cierre del 2013, rompe paradigmas en el sector detallista, pues sus ventas se estima que tengan un crecimiento promedio para los próximos cinco años de 2.41%, 1.57% más que el crecimiento promedio de los últimos años.

En lo que respecta a sus flujos de efectivo, tendrán un buen desempeño, un crecimiento promedio del 59.72%, tan solo 7.64% menos que aquel crecimiento que venían presentando en los últimos tres años.

Los flujos de efectivo esperados fueron actualizados a una tasa de descuento WACC, integrada por  $K_e$  de 10.79%, porcentaje de rendimiento mínimo exigido, en virtud del riesgo sistemático que presenta, 1.1;  $K_d$  de 0.0%, gastos financieros por concepto de comisiones;  $W_d$  de 00.0%, sin pasivo con costo por consecuencia  $W_e$  de 100%.

En cuanto al valor terminal de flujos de efectivo, el porcentaje de crecimiento perpetuo para Benavides, cuyo comportamiento de los flujos de efectivo pertenecen a un modelo de patrón de crecimiento de una etapa, crecimiento estable; es de 1.19%.

El valor de la firma está calculado con base a los flujos de efectivo actualizados, restándole el valor mercado de la deuda obtenemos la Capitalización Bursátil.

<b>BENAVIDES</b>						
<b>AÑO</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>FCFF</b>		434	48	217	254	277
					<b>VT</b>	<b>4,994</b>
<b>WACC</b>	<b>6.79%</b>					
<b>g</b>	<b>1.19%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	434	48	217	254	5,271
	<b>VP</b>	406	42	179	195	3,795
	<b>4,617</b>					
<b>- Deuda</b>	0					
<b>+ efectivo</b>	485					
<b>- int min</b>	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>5,102</b>					
<b>No acciones</b>	409					
<b>= VPA</b>	<b>12</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>5,102</b>

Tabla 36

Pochteca, segundo grupo en presentar crecimiento en sus ventas estimadas promedio, 14.37%, 4.94% mayor crecimiento en comparación con aquel promedio que se venía presentando en los últimos tres años, 9.43%, es importante recalcar que se proyecta un crecimiento 11.75% por arriba del sector.

En cuanto a flujos de efectivo, los últimos tres años se venía presentando un decrecimiento significativo, en promedio cerca del 300%, la estimación para los próximos años prevé una mejoría de más del 100%.

Los flujos de efectivo fueron actualizados a una tasa de descuento WACC, integrada por  $K_e$  de 12.86%, un porcentaje alto de rendimiento mínimo exigido, en virtud del riesgo sistemático que ronda .41 más de la unidad;  $K_d$  de 6.54%, alta tasa de interés;  $W_d$  de 25.54%, deuda bruta considerable, 17.98% con respecto a la venta, por consiguiente, un  $W_e$  de 74.46%.

En relación al valor terminal de los flujos de efectivo, el comportamiento de éstos obedece al modelo de patrón de crecimiento de dos etapas, modelo de crecimiento inicial decreciente; con un porcentaje de crecimiento perpetuo de 3.6%.

Luego entonces, el valor de la firma está determinado por la suma de los flujos de efectivo actualizados y la Capitalización Bursátil disminuyendo al valor de la firma el valor mercado de la deuda.

POCHTECA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		261	-225	271	205	122
					<b>VT</b>	<b>3,489</b>
<b>WACC</b>	<b>7.25%</b>					
<b>g</b>	<b>3.63%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	261	-225	271	205	3,611
	<b>VP</b>	243	-196	220	155	2,545
<b>EV</b>	<b>2,967</b>					
<b>- Deuda</b>	804					
<b>+ efectivo</b>	181					
<b>- int min</b>	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>2,344</b>					
<b>No acciones</b>	131					
<b>= VPA</b>	<b>18</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>2,344</b>

Tabla 37

Grupo Saba, con una cuota de mercado de 1.46% al cierre del 2013, se estima sus ventas promedio para los próximos cinco años presenten un decrecimiento del 8.20%, caída fuerte tras el crecimiento promedio del 10.33% en los últimos tres años.

En relación a sus flujos de efectivo para estos periodos el efecto se replica, se estima un decrecimiento promedio de 7.47%, un descenso del 18.63% comparado con los últimos tres años.

Los flujos de efectivo fueron actualizados a una tasa de descuento *WACC*, integrada por *Ke* de 16.54%, un porcentaje alto de rendimiento mínimo exigido, en virtud del significativo riesgo sistemático de dos unidades; *Kd* de 5.84%, alta tasa de interés; *Wd* de 78.44%, deuda bruta alta, 21.52% con respecto a la venta, por consiguiente, un *We* de 21.56%.

En lo que respecta al valor terminal de flujos de efectivo, el porcentaje de crecimiento perpetuo para Saba, cuyo comportamiento de los flujos de efectivo pertenecen a un modelo de patrón de crecimiento de dos etapas, modelo de crecimiento inicial decreciente; es de 1.7%.

El valor del Grupo Saba está calculado con base a los flujos de efectivo actualizados, restándole el valor mercado de la deuda obtenemos la Capitalización Bursátil.

SABA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		7,773	-2,882	90	100	161
					<b>VT</b>	<b>6,513</b>
<b>WACC</b>	4.17%					
<b>g</b>	1.66%					
	<b>FCFF Total</b>	7,773	-2,882	90	100	6,674
	<b>VP</b>	7,462	-2,656	79	85	5,440
<b>EV</b>	<b>10,410</b>					
- Deuda	9,057					
+ efectivo	1,136					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>2,489</b>					
<b>No acciones</b>	329					
<b>= VPA</b>	<b>8</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>2,489</b>

Tabla 38

A continuación se muestra a modo de resumen los resultados arrojados de cada una de las variables que integran la valuación de las empresas que integran el sector detallista, así como su presentación por subsector:

Como se puede observar en la tabla 39, subsector autoservicio, la empresa con mayor valor es Wal-Mart, 1,105.13% más valor, tan solo .72% mayor tasa de rendimiento exigida por los accionistas y .29% menor tasa de crecimiento implícita, en comparación con Grupo Chedraui quien presenta el menor valor del subsector.

Autoservicio				
Empresa	WACC	EV	FCFF	g
Wal-Mart	6.49%	596,897	24,835	2.70%
Comerci	9.01%	60,635	3,508	4.17%
Soriana	7.08%	84,054	2,915	4.03%
Chedraui	5.77%	49,529	1,613	2.99%

Tabla 39



En lo que respecta a la tabla 40, subsector departamental la empresa con mayor valor es Liverpool, 605.85% más valor, .52% y 1.37% más, tasa de rendimiento exigida por los accionistas y tasa de crecimiento implícita, respectivamente, en comparación con Grupo Famsa, quien tiene el menor valor del subsector.

Departamental				
Empresa	WACC	EV	FCFF	g
Liverpool	5.87%	214,332	8,066	2.55%
Elektra	4.89%	191,130	8,416	1.38%
Palacio	5.61%	40,530	1,081	3.34%
GFamsa	5.35%	30,365	1,247	1.18%

Tabla 40

En cuanto al subsector de tiendas especializadas, como se muestra en la tabla 41, la empresa que mayor valor presenta es Grupo Fragua, 653.02% mayor valor, tasa de rendimiento exigida por los accionistas de -1.11% y una tasa de crecimiento implícita .45% menor, comparada con Grupo Pochteca quien tiene el menor valor del subsector.

Especializadas				
Empresa	WACC	EV	FCFF	g
Fragua	6.14%	22,342	767	3.17%
Saba	4.17%	10,410	161	1.66%
Benavides	6.79%	4,617	277	1.19%
Pochteca	7.25%	2,967	122	3.63%

Tabla 41

Una vez que se obtuvo la tasa de crecimiento implícita de nuestra muestra de compañías, incrementando ésta en un punto porcentual, se determina el valor de cada empresa orientada a una estrategia de crecimiento.

Como se puede observar en la tabla 42, las empresas que integran el subsector autoservicio incrementaron su valor en promedio 36.85% al aumentar un punto porcentual su tasa de crecimiento implícita.

Autoservicio					
Empresa	Mg EBITDA	EV	Δ 1% en Tasa crec. g		
			g'	EV'	Δ% EV
Chedraui	4.75%	49,529	3.99%	75,538	52.51%
Soriana	6.19%	84,054	5.03%	119,568	42.25%
Wal-Mart	7.71%	596,897	3.70%	779,450	30.58%
Comerci	8.38%	60,635	5.17%	74,015	22.07%

Tabla 42

Comerci fue la empresa que menos incremento tuvo con 14.79% por debajo del promedio, por el contrario, Chedraui fue la empresa que mayor incremento presentó, 15.66% por arriba del promedio.

El subsector departamental, como se muestra en la tabla 43, presentó un crecimiento promedio en el valor de las empresas de 45.02%, Grupo Famsa fue la compañía que menos incremento tuvo con 19.87% por abajo del promedio, por el contrario, Grupo Palacio de Hierro tuvo un incremento de 29.59% arriba del promedio.

Departamental					
Empresa	Mg EBITDA	EV	Δ 1% en Tasa crec. g		
			g'	EV'	Δ% EV
Palacio	6.33%	40,530	4.34%	70,771	74.61%
Elektra	9.96%	191,130	2.38%	270,183	41.36%
Liverpool	14.56%	214,332	3.55%	297,833	38.96%
GFamsa	7.71%	30,365	2.18%	38,002	25.15%

Tabla 43

En la tabla 44, se muestran los resultados para el subsector de tiendas especializadas, con un aumento en el valor de las empresas promedio de 32.86%, Fragua fue el grupo que mayor incremento en su valor tuvo, 13.47% más que el promedio; mientras que Benavides tuvo el menor aumento en valor con 15.01% debajo del promedio

Especializadas					
Empresa	Mg EBITDA	EV	Δ 1% en Tasa crec. g		
			g'	EV'	Δ% EV
Fragua	4.71%	22,342	4.17%	32,693	46.33%
Saba	0.61%	10,410	2.66%	14,003	34.51%
Pochteca	3.21%	2,967	4.63%	3,938	32.74%
Benavides	2.58%	4,617	2.19%	5,441	17.85%

Tabla 44

#### 4.2. Estimación del valor de las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores orientadas a una estrategia de margen de rentabilidad

En lo que se refiere a la determinación del valor de las empresas orientada a una estrategia de margen de rentabilidad, se estimó con base al incremento en un punto porcentual de margen de rentabilidad de cada una de las empresas que conforman nuestra muestra, como se presenta a continuación.

Como se aprecia en la tabla 45, las empresas del subsector autoservicios tuvieron un incremento promedio en su valor de 19.35%, Chedraui fue la empresa que mayor incremento tuvo, 17.72% arriba del promedio, mientras que Comerci fue la empresa que menor aumento es su valor presentó, 11.45% por debajo del promedio.

Autoservicio					
Empresa	Mg EBITDA	EV	Δ 1% en Mg EBITDA		
			FCFF '	EV '	Δ% EV
Chedraui	4.75%	49,529	2,253	67,888	37.07%
Soriana	6.19%	84,054	3,578	100,604	19.69%
Wal-Mart	7.71%	596,897	28,540	672,911	12.73%
Comerci	8.38%	60,635	3,835	65,421	7.89%

Tabla 45

En lo que respecta al subsector de tiendas departamentales, como se muestra en la tabla 46, el incremento promedio en el valor de las empresas fue de 10.41%, la empresa que tuvo el incremento más significativo fue Palacio con 8.56% por arriba del promedio, el incremento menos representativo lo tuvo Grupo Famsa con 4.85% por abajo del promedio.

Departamental					
Empresa	Mg EBITDA	EV	Δ 1% en Mg EBITDA		
			FCFF '	EV '	Δ% EV
Palacio	6.33%	40,530	1,298	48,221	18.97%
Liverpool	14.56%	214,332	8,847	233,061	8.74%
Elektra	9.96%	191,130	9,096	207,137	8.37%
GFamsa	7.71%	30,365	1,333	32,055	5.57%

Tabla 46

El subsector de tiendas especializadas, tabla 47, presentó un incremento promedio en el valor de las empresas que la conforman de 48.41%, siendo Pochteca la empresa que menor incremento en su valor tuvo, 5.75% por abajo del promedio, mientras que Fragua incremento su valor en 6.10% por arriba del promedio, el mayor incremento del sector.

Especializadas					
Empresa	Mg EBITDA	EV	Δ 1% en Mg EBITDA		
			FCFF '	EV '	Δ% EV
Fragua	4.71%	22,342	1,070	34,521	54.51%
Benavides	2.58%	4,617	362	6,874	48.88%
Saba	0.61%	10,410	308	15,364	47.59%
Pochteca	3.21%	2,967	183	4,233	42.66%

Tabla 47

### 4.3 Identificación de la estrategia de crecimiento o rentabilidad que genera más valor en las empresas que integran el sector detallista que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

A partir de la estimación del valor que genera en cada empresa la estrategia de crecimiento y rentabilidad, se puede observar cuál estrategia es más conveniente para cada empresa en términos de mayor valor.

El subsector de tiendas de autoservicio presentó un mayor aumento en su valor a través de una estrategia de crecimiento, es decir, incrementando un punto porcentual la tasa de crecimiento implícita, el valor de las empresas aumentó más que mediante una estrategia de margen de rentabilidad, como se muestra en la tabla 48. En promedio el valor de las empresas creció 36.85%, siendo Comerci el que menor aumento presentó con 14.79% abajo del promedio, por el contrario, Chedraui incrementó su valor en 15.66% arriba del promedio.

Autoservicio								
Empresa	Mg EBITDA	EV	Δ 1% en Mg EBITDA			Δ 1% en Tasa crec. g		
			FCFF'	EV'	Δ% EV	g'	EV'	Δ% EV
Chedraui	4.75%	49,529	2,253	67,888	37.07%	3.99%	75,538	52.51%
Soriana	6.19%	84,054	3,578	100,604	19.69%	5.03%	119,568	42.25%
Wal-Mart	7.71%	596,897	28,540	672,911	12.73%	3.70%	779,450	30.58%
Comerci	8.38%	60,635	3,835	65,421	7.89%	5.17%	74,015	22.07%

Tabla 48

El subsector departamental presentó un mayor aumento en su valor a través de una estrategia de crecimiento, es decir, incrementando un punto porcentual la tasa de crecimiento implícita, el valor de las empresas aumentó más que mediante una estrategia de margen de rentabilidad, como se muestra en la tabla 49. En promedio el valor de las empresas creció 45.02%, siendo Grupo Famsa el que menor aumento presentó con 19.87% abajo del promedio, por el contrario, Grupo Palacio incrementó su valor en 29.59% arriba del promedio.

Departamental								
Empresa	Mg EBITDA	EV	Δ 1% en Mg EBITDA			Δ 1% en Tasa crec. g		
			FCFF'	EV'	Δ% EV	g'	EV'	Δ% EV
Palacio	6.33%	40,530	1,298	48,221	18.97%	4.34%	70,771	74.61%
Elektra	9.96%	191,130	9,096	207,137	8.37%	2.38%	270,183	41.36%
Liverpool	14.56%	214,332	8,847	233,061	8.74%	3.55%	297,833	38.96%
GFamsa	7.71%	30,365	1,333	32,055	5.57%	2.18%	38,002	25.15%

Tabla 49

El subsector de tiendas especializadas presentó un mayor aumento en su valor a través de una estrategia de margen de rentabilidad, es decir, incrementando un punto porcentual su margen de rentabilidad, el valor de las empresas aumentó más que mediante una estrategia de crecimiento, como se muestra en la tabla 50. En promedio el valor de las empresas creció 48.41%, siendo Grupo Pochteca el que menor aumento presentó con 5.75% abajo del promedio, por el contrario, Fragua incrementó su valor en 6.10% arriba del promedio.

Especializadas								
Empresa	Mg <i>EBITDA</i>	EV	Δ 1% en Mg <i>EBITDA</i>			Δ 1% en Tasa crec. <i>g</i>		
			<i>FCFF</i> '	<i>EV</i> '	Δ% <i>EV</i>	<i>g</i> '	<i>EV</i> '	Δ% <i>EV</i>
Fragua	4.71%	22,342	1,070	34,521	54.51%	4.17%	32,693	46.33%
Benavides	2.58%	4,617	362	6,874	48.88%	2.19%	5,441	17.85%
Saba	0.61%	10,410	308	15,364	47.59%	2.66%	14,003	34.51%
Pochteca	3.21%	2,967	183	4,233	42.66%	4.63%	3,938	32.74%

Tabla 50

#### 4.4 Incremento en el margen *EBITDA* que genera un valor en la empresa equivalente al producido por 1% de mayor crecimiento (*g*)

A continuación se presenta la proporción en que el margen de rentabilidad tendría que crecer, en el subsector de tiendas de autoservicio y departamentales, para tener un valor equivalente al arrojado mediante el aumento de un punto porcentual en la tasa de crecimiento implícita, es decir, una estrategia de crecimiento.

Autoservicio	
Empresa	Mg <i>EBITDA</i>
Chedraui	1.42%
Soriana	2.15%
Wal-Mart	2.40%
Comerci	2.80%

Tabla 51

Departamental	
Empresa	Mg <i>EBITDA</i>
Palacio	3.93%
Liverpool	4.46%
GFamsa	4.52%
Elektra	4.94%

Tabla 52

Como se observa, las empresas que integran el subsector de tiendas de autoservicio tendrían que crecer en promedio 2.19% en margen *EBITDA* para lograr un valor igual al arrojado mediante el incremento de un punto porcentual la tasa de crecimiento implícita, en lo que respecta al subsector de tiendas departamentales el crecimiento es mayor, en promedio 4.46%.

---

## Conclusiones

El contexto económico mundial, obliga a las empresas a generar y maximizar valor, para lograr este objetivo, los directivos deben guiarlas a través de estrategias financieras eficaces que aprovechen la coyuntura actual, crecimiento en ventas y/o margen de rentabilidad. A raíz de la insipiente confusión en relación a saber qué estrategia genera mayor valor, crecimiento en utilidades o margen de rentabilidad, la presente investigación, a través de la valuación por descuento de flujos de efectivo de las empresas que integran el sector detallista y que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, proporciona evidencia clara de la estrategia que emplea cada compañía cuya finalidad es ser la base para la toma de decisiones de los líderes de negocio. Dada la confusión de líderes empresariales, acerca de la creación de valor, deben de tomar en cuenta que, mientras un negocio tenga rendimiento inferior a su costo de capital, operará en pérdidas, no importa que pague impuestos como si tuviera ganancia real, la empresa aún deja un beneficio económico menor a los recursos que devora, mientras esto suceda no crea riqueza, la destruye.

Los resultados arrojados en la presente investigación partieron de una valuación con tasa de crecimiento implícita. Subsector de tiendas de autoservicio: Wal-Mart (2.70%), Comerci (4.17%), Soriana (4.03%) y Chedraui (2.99%); subsector de tiendas departamentales: Liverpool (2.55%), Elektra (1.38%), Palacio (3.34%) y Grupo Famsa (1.18%); subsector de tiendas especializadas: Fragua (317%), Saba (1.66%), Benavides (1.19%) y Pochteca (3.63%). Para determinar qué estrategia genera mayor valor en cada empresa, se calculo el impacto que tenia sobre la tasa de crecimiento implícita y el margen de rentabilidad, el incremento de un punto porcentual, de tal manera que se puedan comprobar o rechazar las hipótesis planteadas.

La muestra estudiada quedó integrada por 12 empresas que se dividieron de acuerdo al subsector que pertenecen: autoservicio, departamental y especializadas; las empresas que integran el subsector autoservicio incrementaron su valor, en promedio, 36.85% a través de una estrategia de crecimiento en ventas y 19.35%, en promedio, a través de una estrategia de margen de rentabilidad; el subsector departamental, mediante una estrategia de crecimiento en ventas su incremento promedio en valor fue de 45.02% mientras que con una estrategia de margen de rentabilidad el incremento promedio fue de 10.41%; las empresas que integran el subsector de tiendas especializadas aumentaron su valor, en promedio, a través de una estrategia de crecimiento en 32.86% y mediante una estrategia de margen de rentabilidad el incremento promedio fue de 48.41%.

---

De acuerdo a los resultados anteriores y considerando las hipótesis plateadas, la hipótesis general se niega en virtud de que solo dos de los tres subsectores que integran el sector detallista de nuestra muestra investigada generaron mayor valor a través de una estrategia de crecimiento en ventas: subsector de tiendas de autoservicio y departamentales, en lo que respecta al subsector de tiendas especializadas generó mayor valor a través de una estrategia de margen de rentabilidad. Luego entonces la hipótesis particular uno, se confirma ya que el subsector de tiendas departamentales generó mayor valor mediante una estrategia de crecimiento en ventas. En lo que respecta a la hipótesis particular dos, se confirma ya que las tiendas de autoservicio generaron mayor valor a través de una estrategia de crecimiento en ventas, finalmente la hipótesis particular tres se niega en virtud de que las empresas que integran el subsector de tiendas de autoservicio no generaron mayor valor a través de una estrategia de crecimiento en ventas, sino mediante una estrategia de margen de rentabilidad.

Los resultados anteriores, podrían explicarse en función de que México es todavía una economía en desarrollo con potencial de crecimiento y se refleja en los subsectores de consumo al menudeo. Por lo que respecta al subsector especializadas, representado por farmacias y distribuidoras de medicamentos y químicos, el resultado indicaría problemas en cuanto productividad y eficiencia, así como por problemas en el sector de transformación o industrial derivado de la crisis. Lo anterior, podría resultar en una línea de investigación futura.

Otras líneas de investigación futuras para continuar con la investigación del trabajo, consistirían en determinar: ¿cuál es el crecimiento potencial que tienen las empresas del sector detallista y sus subsectores en México?. Además de ¿Qué estrategias de crecimiento en el sector detallista permitirían que llegara a su crecimiento potencial?

---

## Bibliografía

- ADAM SIADE, Juan Alberto y varios, *Valuación de empresas y creación de valor*, México, 2002.
- ARISTÓTELES, *La Política*, Paris, Casa Editorial Garnier Hermanos.
- ARZA, Enrique, *Valuation: mergers, buyouts and restructuring*, United States, John Wiley & Sons, 2005.
- BENNET STEWART, *En busca del valor*, España, Gestión 2000,2000.
- CFA, Program Curriculum, *Equity and Fixed Income*, Volume 5, United States, Pearsons Custom publishing, 2010.
- COPELAND, Tom, Koller Tim and Murrin Jack, *Valuation, measuring and managing the value of companies*, third edition, United States, 2000.
- COPELAND, Tom, Weston Fred and Shastri Kuldeep, *Financial theory and corporate policy*, fourth edition, United States, 2005.
- DAMODARAN, Aswath, *Applied Corporate Finance, a user's manual*, second edition, United States, John Wiley & Sons Inc, 2006.
- DAMODARAN, Aswath, *Corporate finance, theory and practice*, second edition, United States, John Wiley & Sons Inc, 2001.
- DAMODARAN, Aswath, *Damodaran on valuation, security analysis for investment and corporate finance*, second edition, United States, John Wiley & Sons Inc, 2006.
- DAVES, Ehrhardt y Shrieves, *Corporate Valuation: A guide for managers and inverstors*, United States, Cengage learning, 2004.



- 
- DICCIONARIO ENCICLOPÉDICO, *Lexipedia*, Estados Unidos, Balsa Planeta, 2002.
  - DODD, Dominic and Favaro Ken, *Managing the right Tension*, Harvard Business Review, December, 2006.
  - DRUCKER, Peter, *The information executives truly need*, Harvard Business Review, January-February, 1995.
  - EHRHARDT, Michael y Brigham Eugene, *Finanzas Corporativas*, second edition, México, Cengage learning, 2007.
  - FERNANDEZ, Pablo, *Valuación de empresas, cómo medir y gestionar la creación de valor*, 3ª ed., España, Gestión 2000, 2005.
  - FERRIS, Kenneth and Pécherot Barbara, *Valuation: Avoiding the winner's curse*, United States, Prentice Hall, 2002.
  - FRIEDMAN, Milton, *The social responsibility of business is to increase its profits*, The New York Times Magazine, September 13<sup>th</sup> 1970.
  - GÓMEZ GRANILLO, Moisés, *Breve historia de las doctrinas económicas*, 20ª edición, México, Editorial Esfinge, 1994.
  - GRAHAM, Bannock, R.E BAXTER y Ray REES, *Diccionario de economía*, México, Editorial Trillas, 1997.
  - GRAHAM, Smart and Megginson, *Corporate Finance*, third edition, United States, Cengage learning, 2010.
  - HAHNE, Rima Ingrid, *Desarrollo del análisis económico*, 5ª ed., España, Irwin, 1995.

- 
- HERRERIAS, Armando, *Historia del pensamiento económico*, 3ª ed., México, Editorial Limusa, 1994
  - HITCHNER, James, *Financial Valuation*, United States, John Wiley & Sons, 2003.
  - JEAN BAPTISTE, Say, *Letters to Mr. Malthus on Several Subjects of Political Economy And on the Cause of the Stagnation of Commerce to which it Added A Catechism of Political Economy*, United States, Publishers, 1967.
  - LOPEZ, Francisco y de Luna Walter, *Valoración de empresas en la práctica*, España, McGrawHill, 2001.
  - MARSHALL, Alfred, *Principles of Economics 1890*, Ed. C.W. Guillebaud, Cambridge, Traducción: Madrid, Aguilar, 1963.
  - MASS, Nathaniel, *El valor relativo del crecimiento*, Harvard Business Review, April 2005.
  - MILL STUART, John, *Principles of Political Economy 1848*, Universidad of Toronto Press, Traducción más Antigua: México, F.C.E., 1951.
  - MORALES PELAGIO, Ricardo, *Valuación financiera corporativa por flujos descontados en un entorno estocástico: el caso América Móvil*, Estudio Financiero para obtener el grado de maestro en finanzas, Facultad de Contaduría y Administración, UNAM, México, 2010.
  - PALEPU, Krishna and Heavy Paul, *Business Analysis & Valuation*, Fourth edition, United States, Thomson, 2008.

- 
- PERDICES DE BLAS, Luis, *Escuelas del pensamiento económico*, Madrid, Editorial del Economista, 2006.
  - PINTO, Jerald, *Equity Asset Valuation*, second edition, United States, John Wiley & Sons Inc, 2010.
  - REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, *Diccionario de la lengua española*, 20<sup>a</sup> ed., Madrid, 1992.
  - SANJURJO, Miguel y Reinoso Mar, *Guía de valuación de empresas*, 2<sup>a</sup> ed., España, Practice Hall-PriceWaterhouseCoopers, 2003.
  - SANTOS REDONDO, Manuel, *Los economistas y la empresa: empresa y empresario en la historia del pensamiento económico*, España, Alianza Editorial, 1997.
  - SMITH, Adam, *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones 1776*, Comps. R. Campbell, A. S. Skinner y W. B. Tood Oxford University Press, Barcelona, Oikos-Tau, 1976.
  - SCHEIFLER, Amézaga Xavier, *Historia del pensamiento económico*, México, Editorial Trillas, 1994.
  - TOMÁS DE AQUINO, Santo, *Suma teológica*, 3ra ed., Biblioteca de Autores Cristianos, 1959.
  - WEAVER, Samuel and Weston Fred, *Strategic Financial Management Applications of Corporate Finance*, United States, Cengage-Thomson, 2008.
  - ZALDUENDO, Eduardo, *Breve historia del pensamiento económico*, Buenos Aires Argentina, Ediciones Macchi, 1994.

# Anexos

## I. Valuación Chedraui

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

CHEDRAUI													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>26,495</b>	<b>33,964</b>	<b>53,568</b>	<b>43,390</b>	<b>45,567</b>	<b>46,090</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>15,686</b>	<b>17,946</b>	<b>19,893</b>	<b>22,922</b>	<b>23,917</b>	<b>22,721</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>6,752</b>	<b>11,369</b>	<b>10,391</b>	<b>11,190</b>	<b>10,653</b>	<b>10,552</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>10,226</b>	<b>12,156</b>	<b>15,163</b>	<b>13,907</b>	<b>14,594</b>	<b>16,008</b>
Efectivo e Invers CP	498	2,951	999	689	443	793	Deudas Financieras CP	336	353	2,756	1,107	640	1,265
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	0	0	0	0	0	0
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit o/Costo CP	0	0	0	213	183	210
Con fines de negociaci CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	8,229	10,224	10,345	10,522	10,780	11,746
Actv Finan Mant Vemt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	81	0	0	0	1,106	1,106
Cuentas por cobrar CP	610	696	701	613	577	624	Impue a la utilidad a pg	81	0	0	0	0	0
Clientes	610	696	701	617	586	630	Otros impuestos p/ pagar	0	0	0	0	1,106	1,106
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	-5	-9	-6	Otros Pasivos CP	1,580	1,580	2,061	2,064	1,886	1,681
Otr cuent por cobrar CP	1,111	1,544	1,939	2,444	2,033	1,458	Interes por Pagar	0	0	0	0	0	0
Otras cuentas por cob CP	1,111	1,544	1,939	2,444	2,033	1,458	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	0	Otr ingresos difer circ	0	0	0	0	0	0
Inventario	4,533	6,177	6,752	6,653	6,744	7,025	Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	-	-	0	0	0	Provisiones CP	0	0	0	0	0	0
Otros Activos CP	0	0	0	792	856	653	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	-	0	0	0
Gast pagados por antic	0	0	0	660	709	489	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	1,580	1,580	2,061	2,064	1,886	1,681
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	0							
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0							
Derechos y licencias	0	0	0	131	147	164							
Otros Activos	0	0	0	0	0	0							
<b>Activo no Corriente</b>	<b>19,447</b>	<b>22,204</b>	<b>43,177</b>	<b>32,199</b>	<b>34,914</b>	<b>35,538</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>4,320</b>	<b>4,823</b>	<b>3,894</b>	<b>9,015</b>	<b>9,323</b>	<b>6,713</b>
Document por Cobrar LP	615	100	102	0	0	0	Deudas Financieras LP	3,191	3,459	2,477	4,539	3,971	2,900
Inversiones	31	32	27	24	23	20	Bonos y papeles comer LP	0	0	0	0	0	0
Inv en Empresas Relac	31	32	27	24	23	20	Acredores Varios LP	0	143	199	591	468	346
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Impuestos Diferidos LP	936	1,014	948	2,210	0	0
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Otras obligaciones	193	207	270	1,675	4,885	3,468
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	363	295	136
Prop. planta y equi neto	18,388	20,627	41,165	25,149	26,000	26,822	Otros ingresos diferidos	0	0	0	959	932	886
Construc y Obras Infrs	19,873	21,964	24,867	23,134	24,423	25,275	Beneficios Empleados LP	193	207	270	223	221	259
Maquinarias y Equipos	0	0	0	0	0	0	Provisiones LP	0	0	0	0	3,317	2,054
Otros Equipos	5,390	5,963	7,547	9,195	9,275	10,445	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	-	0	0	0
Amortiz y Deprec Acum	-7,312	-7,690	8,409	-7,647	-8,096	-9,535	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construcciones en Proc	438	389	342	467	398	637	Otros LP	0	0	0	129	120	134
Propiedades de inversion	0	0	0	5,274	5,425	5,560							
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	<b>PATRIMONIO</b>	<b>10,809</b>	<b>16,018</b>	<b>17,229</b>	<b>20,468</b>	<b>21,650</b>	<b>23,369</b>
Intangibles neto	86	626	675	1,157	997	1,086	Int min(part no control)	734	147	104	185	245	240
Creditos Comerciales CP	86	626	675	934	844	920	Patrimonio neto	10,075	15,871	17,125	20,282	21,405	23,129
Marcas	0	0	0	0	0	0	Capital social	197	343	343	252	252	252
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	0	4,531	4,427	4,192	4,183	4,079
Otros	0	0	0	222	153	165	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	1,839	1,318	Otro capital contribuido	0	0	500	0	0	0
Otros ativos nocorriente	327	820	1,208	595	630	733	Utilid reten (perd acum)	10,087	11,291	12,092	16,060	17,135	18,808
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	39	39	39	37	37	37
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	0	0	0	500	500	500
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	8,699	9,824	10,535	14,021	14,953	16,562
Act ncur dis p/venta LP	-	-	-	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	1,349	1,428	1,517	1,502	1,645	1,709
Operaciones Discort LP	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Exceso Actizc: Pat Neto	-209	-294	-238	-222	-165	-10
Otros Activos LP	327	820	1,208	595	630	733	Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
							Ga (pe) actua p/obl lab	0	0	0	0	0	-29
							Efecto Acum p/Conversion	40	17	85	45	48	172
							Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	-248	-310	-323	-267	-213	-153
							Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0

## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### CHEDRAUI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>47,901</b>	<b>50,897</b>	<b>57,487</b>	<b>63,944</b>	<b>66,364</b>	<b>71,374</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	852	806	850
Venta de bienes	47,901	50,897	57,487	62,480	64,912	69,868
Ingresos por Interes	0	0	0	0	0	0
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	597	620	631
Construccion	0	0	0	15	21	24
Otros Ingresos	0	0	0	0	5	0
<b>Costo de Ventas</b>	<b>38,379</b>	<b>40,941</b>	<b>46,164</b>	<b>51,359</b>	<b>52,962</b>	<b>57,067</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>9,522</b>	<b>9,956</b>	<b>11,323</b>	<b>12,586</b>	<b>13,402</b>	<b>14,307</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>7,099</b>	<b>7,336</b>	<b>8,609</b>	<b>9,608</b>	<b>10,322</b>	<b>10,869</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>2,424</b>	<b>2,620</b>	<b>2,715</b>	<b>2,978</b>	<b>3,080</b>	<b>3,437</b>
Otros ingresos (gastos)	75	-71	-27	-19	26	15
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>2,498</b>	<b>2,549</b>	<b>2,688</b>	<b>2,959</b>	<b>3,106</b>	<b>3,453</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-767</b>	<b>-682</b>	<b>-748</b>	<b>-978</b>	<b>-916</b>	<b>-898</b>
Tot ingresos financieros	112	96	100	62	71	47
Ingresos Financieros	111	87	98	23	59	42
Util por fluct cambiaria	1	9	2	39	11	5
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	879	778	848	1,041	987	945
Gastos Financieros	677	522	541	656	615	493
Perd por fluct cambiaria	0	0	0	0	0	0
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	202	256	308	385	372	452
Result Inver Permanent	0	3	3	0	0	0
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>1,731</b>	<b>1,870</b>	<b>1,943</b>	<b>1,981</b>	<b>2,190</b>	<b>2,554</b>
Impuesto a las gananc	337	421	427	436	482	792
I.S.R.	293	315	494	482	178	312
I.S.R. Diferido	45	106	-66	-46	303	480
<b>Result despues de Imp</b>	<b>1,394</b>	<b>1,449</b>	<b>1,515</b>	<b>1,545</b>	<b>1,708</b>	<b>1,762</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>1,394</b>	<b>1,449</b>	<b>1,515</b>	<b>1,545</b>	<b>1,708</b>	<b>1,762</b>
Int min(part no control)	45	21	-2	43	63	54
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>1,349</b>	<b>1,428</b>	<b>1,517</b>	<b>1,502</b>	<b>1,645</b>	<b>1,709</b>
Depreciacion Operativa	687	795	995	1,293	1,329	1,231
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>1,394</b>	<b>1,449</b>	<b>1,515</b>	<b>1,545</b>	<b>1,708</b>	<b>1,762</b>
Total otr partid integr	0	0	0	-107	95	167
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-50	38	-17
Efecto acum p/conversion	0	0	0	-44	3	124
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	57	53	60
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	-70	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>1,394</b>	<b>1,449</b>	<b>1,515</b>	<b>1,438</b>	<b>1,803</b>	<b>1,929</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	43	63	54
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>1,394</b>	<b>1,449</b>	<b>1,515</b>	<b>1,395</b>	<b>1,740</b>	<b>1,875</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

CHEBRAUI	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>1,731</b>	<b>1,870</b>	<b>1,943</b>	<b>1,981</b>	<b>2,190</b>	<b>2,554</b>
Partidas s/Impac en Efec	-298	-218	18	34	0	0
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	34	0	0
Provision el Ejercicio	26	14	63	0	0	0
Otras Partidas N/Realiza	-324	-232	-45	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>583</b>	<b>797</b>	<b>912</b>	<b>1,266</b>	<b>1,131</b>	<b>1,258</b>
Depreciacion y amortiz	687	795	995	1,291	1,332	1,251
Util(Per)Vta Inmu Maq Eq	-23	90	10	17	-63	10
Perdida por Deterioro	0	0	0	0	0	0
Part Asocia Negoc Conjun	30	-1	5	3	0	1
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-111	-87	-98	-45	-59	-42
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	-79	38
<b>Part Relac Ativ Financiam</b>	<b>1,125</b>	<b>522</b>	<b>541</b>	<b>656</b>	<b>615</b>	<b>493</b>
Intereses Devengados	879	522	541	656	615	493
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	0	0	0
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>3,141</b>	<b>2,971</b>	<b>3,413</b>	<b>3,937</b>	<b>3,935</b>	<b>4,305</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>-963</b>	<b>-102</b>	<b>-724</b>	<b>-281</b>	<b>322</b>	<b>-462</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	-178	-108	101	-392	-404	99
Dec(inc) inventarios	-478	-1,796	-574	-278	-91	-281
De/Inc en Otr Ctas x Cob	-396	67	-502	-24	850	455
Incr(decr) proveedores	388	1,995	121	560	256	966
Incr(decr) otros pasivos	-299	-261	130	-146	-290	-1,702
Impues Utilid Paga/Devue	0	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>2,178</b>	<b>2,869</b>	<b>2,689</b>	<b>3,656</b>	<b>4,258</b>	<b>3,843</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-1,138</b>	<b>-4,616</b>	<b>-5,086</b>	<b>-3,539</b>	<b>-2,150</b>	<b>-2,245</b>
Inver Acc c/Carat Perman	0	0	0	0	0	0
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-1,489	-3,225	-4,765	-3,346	-2,208	-2,170
Venta de activos fijos	496	123	226	29	114	68
Inversiones temporales	0	-	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	-	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	-234	-993	-603	-228	-117	-128
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	-	0	-40	0	0
Disposicion de negocios	0	-	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	89	0	0	0	1	2
Intereses Cobrados	0	87	98	45	59	42
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	-	-41	0	0	-59
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-1,703</b>	<b>4,224</b>	<b>376</b>	<b>-257</b>	<b>-2,357</b>	<b>-1,371</b>
Financiamientos Bancario	-826	284	1,422	413	-1,036	-446
Financiamient Bursatiles	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	2	8	-186	31	-174	-217
Amort Financia Bancarios	0	0	0	0	0	0
Amort Financiam Bursatil	0	0	0	0	0	0
Amortiz Otr Financiamen	0	0	0	-147	0	0
Inc.Desc en Capit Social	0	4,677	-103	-285	0	0
Dividendos	0	-224	-216	-216	-472	0
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-879	-522	-541	-656	-601	-493
Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	603	-75	-215
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>-663</b>	<b>2,476</b>	<b>-2,021</b>	<b>-141</b>	<b>-250</b>	<b>227</b>
Difere Cambi Efect Equiv	-53	-23	69	-44	3	124
Efec Eq Efe Prin Periodo	1,214	498	2,951	873	689	443
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>498</b>	<b>2,951</b>	<b>999</b>	<b>689</b>	<b>443</b>	<b>793</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	964	964	964	964	964	964

## b) Indicadores financieros

### CHEDRAUI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	1.40	1.48	1.57	1.56	1.71	1.77
Valor Libro p/ Accion \$	10.45	16.47	17.77	21.04	22.21	24.00
Ventas p/ Accion \$	49.69	52.80	59.64	66.34	68.85	74.05
EBITDA p/ Accion \$	3.30	3.47	3.82	4.41	4.60	4.88
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	3,029,339,000	1,003,485,000	4,433,366,000	5,761,471,000	4,818,722,000	3,927,353,000
Deuda Total Bruta \$	3,527,748,000	3,954,897,000	5,432,660,000	6,450,317,000	5,261,296,000	4,720,515,000
Deuda Bruta / Act Tt %	13.30	11.60	10.10	14.90	11.50	10.20
Deuda Bruta / Patr Neto %	32.60	24.70	31.50	31.50	24.30	20.20
Deuda Neta / Patr Neto %	28.00	6.30	25.70	28.10	22.30	16.80
EBIT / Deuda Bruta %	70.80	64.50	49.50	45.90	59.00	73.10
EBIT / Deuda Neta %	82.50	254.00	60.60	51.40	64.50	87.90
EBIT / Gast Fin Net x	-3.30	-3.70	-3.60	-3.00	-3.40	-3.80
Deuda Bruta / Ebitda x	1.10	1.20	1.50	1.50	1.20	1.00
Deuda neta / Ebitda x	1.00	0.30	1.20	1.40	1.10	0.80
Deuda CP / Deuda Total %	9.50	8.90	50.70	20.50	15.60	31.20
Kd nom (costo deuda) %	-	14.80	13.70	12.10	9.50	9.40
Pasivo Tt / Activo Tt %	59.20	52.80	67.80	52.80	52.50	49.30
Pasivo Tot / Patr Neto %	145.10	112.00	210.90	112.00	110.50	97.20
Pasivo Tt / Ventas %	32.70	35.30	63.20	35.80	36.00	31.80
Activo Fijo / Patr Neto %	170.10	128.80	238.90	122.90	120.10	114.80
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	0.70	0.90	0.70	0.80	0.70	0.70
Liquidez Acida x	0.20	0.40	0.20	0.30	0.30	0.20
Capital de Trabajo \$	-3,474,075,000	-787,388,000	-4,771,246,000	-2,716,337,000	-3,941,107,000	-5,455,601,000
Capital Employed \$	16,605,307,000	22,160,989,000	41,161,954,000	30,590,360,000	31,612,541,000	31,347,490,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	43	54	53	47	46	44
Plazo Promed Proved dias	77	90	81	74	73	74
Plazo Promed Cobro(dias)	5	5	4	3	3	3
Ciclo Financiero (dias)	-30	-31	-24	-24	-24	-27
Ciclo Operativo (dias)	47	59	57	50	49	48
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	3,184,981,000	3,343,801,000	3,682,762,000	4,250,447,000	4,438,417,000	4,703,208,000
EBITDA Operativo \$	3,184,981,000	3,343,802,000	3,682,762,000	4,252,393,000	4,435,602,000	4,683,754,000
UtilAntesImp + DespFin \$	963,496,000	1,187,391,000	1,194,482,000	1,002,487,000	1,273,750,000	1,656,246,000
Rotacion del Actv x	1.80	1.50	1.10	1.50	1.50	1.50
Rotacion del PatNt x	4.40	3.20	3.30	3.10	3.10	3.10
Margen Bruto %	19.90	19.60	19.70	19.70	20.20	20.00
Margen EBIT %	5.20	5.00	4.70	4.60	4.70	4.80
Margen Neto %	2.90	2.80	2.60	2.40	2.60	2.50
Margen Ebitda %	6.60	6.60	6.40	6.60	6.70	6.60
Rentab del Actvo %	5.30	4.30	2.80	3.60	3.70	3.80
Rent Patr (pat final) %	12.90	9.00	8.80	7.50	7.90	7.50
Rent Patr (pat prom) %	-	10.80	9.10	8.20	8.10	7.80
Rent Patr (pat inicial)%	-	13.40	9.50	9.00	8.30	8.10
ROIC (IC fin) %	10.40	8.90	4.50	6.60	6.60	7.50
ROIC (IC prom) %	-	9.70	6.10	5.60	6.80	7.40
ROIC (IC inicial) %	-	10.60	9.40	4.90	6.90	7.40
Invested Capital \$	16,106,898,000	19,209,577,000	40,162,660,000	30,114,130,000	31,353,234,000	30,764,389,000
Rentabil Invers Perman %	0.00	9.10	11.90	0.00	0.00	0.00
Apalancamiento Financ x	1.60	1.40	2.10	1.30	1.40	1.30
Apalancamiento Operat x	3.90	3.80	4.20	4.20	4.40	4.20
<b>Otros</b>						
Capex \$	1,226,531,000	-	5,142,498,000	3,584,418,000	2,210,705,000	2,230,069,000
Depreciacion y amortiz \$	686,609,000	794,770,000	994,800,000	1,291,288,000	1,332,073,000	1,250,696,000
Capex / Deprec %	178.60	-	516.90	277.60	166.00	178.30
Deprec/ ActFij y Intang%	-	4.30	4.70	3.10	5.10	4.60

## c) Indicadores de mercado

### CHEDRAUI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	-	25.30	22.30	27.00	27.00	23.90
Precio / Valor Libro x	-	2.30	2.00	2.00	2.10	1.80
Price Sales Ratio x	-	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60
Precio / EBITDA x	-	10.80	9.20	9.50	10.00	8.70
Precio/ Flj Cj Libre x	-	-	-13.80	566.40	21.70	25.30
Utilidad / Precio %	-	3.90	4.50	3.70	3.70	4.20
Capitaliz Bursatil \$	-	36,175,812,929	33,814,215,762	40,474,883,690	44,465,500,943	40,773,698,025
Enterprise Value \$	-	37,326,042,929	38,351,403,762	46,421,735,690	49,528,991,943	44,940,900,025
EV / EBITDA de la empr x	-	11.20	10.40	10.90	11.20	9.60
EV / EBITDA dela clase x	-	11.20	10.40	10.90	11.20	9.60
EV / EBIT de la empr x	-	14.60	14.30	15.70	15.90	13.00
EV / EBIT de la clase x	-	14.60	14.30	15.70	15.90	13.00

## d) Cotización

### CHEDRAUI

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig CHDRAUIB	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var cap CHDRAUIB	Cierre ajust p/var cap en moneda orig CHDRAUIB
2009	0.00	1.40	-
2010	0.00	1.48	36.65
2011	0.22	1.57	34.46
2012	0.22	1.56	41.52
2013	0.49	1.71	46.13
2014	0.00	1.77	42.30





## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### CHEDRAUI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	47,901	50,897	57,487	63,944	66,364	68,629	74,486	78,206	81,846	85,392
		6.25%	12.95%	11.23%	3.78%	3.41%	8.54%	4.99%	4.66%	4.33%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	2.07%	2.09%	2.21%	2.31%	2.30%	2.37%	2.43%	2.49%	2.55%	2.60%
		0.02%	0.12%	0.09%	-0.01%	0.07%	0.06%	0.07%	0.06%	0.05%

## g) Supuestos

### CHEBRAUI

<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ventas	68,629	74,486	78,206	81,846	85,392
- Costo de ventas	79.95%	80.16%	80.11%	80.07%	80.02%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	15.23%	15.04%	15.16%	15.20%	15.24%
+ Otros ingresos/gastos	0.02%	-0.03%	-0.01%	-0.00%	0.00%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.07%	0.13%	0.11%	0.10%	0.10%
Gasto financiero	1.32%	1.49%	1.48%	1.48%	1.45%
+ Resultado de inversión permanente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	31.00%	23.91%	24.19%	24.63%	25.15%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.08%	0.06%	0.06%	0.07%	0.07%
<b>= Resultado neto</b>					
<b>t</b>					
<b>Estado de situación financiera resumen</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>14.78%</b>	<b>17.75%</b>	<b>16.83%</b>	<b>16.58%</b>	<b>16.40%</b>
Efectivo e Invers CP	1.11%	2.08%	1.33%	1.25%	1.29%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>49.79%</b>	<b>54.45%</b>	<b>56.46%</b>	<b>52.73%</b>	<b>53.21%</b>
<b>AT</b>	<b>64.58%</b>	<b>72.20%</b>	<b>73.30%</b>	<b>69.32%</b>	<b>69.61%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>22.43%</b>	<b>23.29%</b>	<b>23.17%</b>	<b>22.52%</b>	<b>22.68%</b>
Otros Credit c/Costo CP	2.07%	2.17%	2.47%	2.00%	1.99%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>9.41%</b>	<b>11.43%</b>	<b>11.44%</b>	<b>12.09%</b>	<b>11.68%</b>
Acredores Varios LP	4.55%	6.20%	6.02%	6.30%	5.95%
<b>Capital Contable</b>	<b>32.74%</b>	<b>31.76%</b>	<b>31.82%</b>	<b>32.19%</b>	<b>32.23%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>64.58%</b>	<b>66.48%</b>	<b>66.43%</b>	<b>66.80%</b>	<b>66.59%</b>
<b>Estado de flujo de efectivo</b>					
DyA	1.75%	1.81%	1.86%	1.89%	1.87%
CapEx	3.15%	5.97%	5.35%	4.65%	4.47%

## h) Pronósticos

### CHEDRAUI

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	68,629	74,486	78,206	81,846	85,392
- Costo de ventas	54,872	59,711	62,650	65,535	68,331
<b>= Resultado bruto</b>	<b>13,757</b>	<b>14,775</b>	<b>15,556</b>	<b>16,312</b>	<b>17,061</b>
- Gasto operativo	10,451	11,202	11,860	12,443	13,012
+ Otros ingresos/gastos	14	-23	-7	-2	3
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>3,320</b>	<b>3,549</b>	<b>3,689</b>	<b>3,867</b>	<b>4,052</b>
+ Resultado integral financiamiento	-863	-1,015	-1,069	-1,129	-1,152
Ingreso financiero	45	94	89	84	88
Gasto financiero	909	1,109	1,158	1,213	1,240
+ Resultado de inversión permanente	0	2	1	1	1
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>2,457</b>	<b>2,537</b>	<b>2,621</b>	<b>2,739</b>	<b>2,900</b>
- Impuestos	762	606	634	674	729
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	52	41	45	57	60
<b>= Resultado neto</b>	<b>1,643</b>	<b>1,889</b>	<b>1,942</b>	<b>2,007</b>	<b>2,111</b>
t	31.00%	23.91%	24.19%	24.63%	25.15%

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>10,146</b>	<b>13,221</b>	<b>13,164</b>	<b>13,573</b>	<b>14,005</b>
Efectivo e Invers CP	763	1,548	1,044	1,026	1,101
<b>Activo no Corriente</b>	<b>34,171</b>	<b>40,559</b>	<b>44,158</b>	<b>43,161</b>	<b>45,437</b>
<b>AT</b>	<b>44,317</b>	<b>53,780</b>	<b>57,321</b>	<b>56,734</b>	<b>59,442</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>15,392</b>	<b>17,345</b>	<b>18,117</b>	<b>18,435</b>	<b>19,366</b>
Otros Credit c/Costo CP	1,418	1,618	1,930	1,639	1,699
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>6,455</b>	<b>8,515</b>	<b>8,948</b>	<b>9,891</b>	<b>9,976</b>
Acredores Varios LP	3,121	4,617	4,710	5,153	5,081
<b>Capital Contable</b>	<b>22,470</b>	<b>23,659</b>	<b>24,886</b>	<b>26,348</b>	<b>27,520</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>44,317</b>	<b>49,518</b>	<b>51,952</b>	<b>54,674</b>	<b>56,862</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	-4,590	-4,054	-4,067	-4,249	-4,763
-------------	--------	--------	--------	--------	--------

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	2,559	2,943	3,055	3,193	3,323
DyA	1,203	1,351	1,458	1,548	1,594
CapEx	2,159	4,445	4,182	3,803	3,816
Δ WK non cash	-1,166	537	-13	-182	-514
<b>FCFF</b>	<b>2,769</b>	<b>-687</b>	<b>345</b>	<b>1,120</b>	<b>1,613</b>

## i) Cálculo WACC

### CHEDRAUI

Fecha	CHDRAUIB	IPC	CHDRAUIB	IPC
abr-10	35.11	22,380		
may-10	34.18	19,565	-0.03	-0.13
jun-10	33.47	17,752	-0.02	-0.09
jul-10	34.20	19,627	0.02	0.11
ago-10	35.55	21,899	0.04	0.12
set-10	35.48	24,332	-0.00	0.11
oct-10	39.02	24,368	0.10	0.00
nov-10	37.99	27,044	-0.03	0.11
dec-10	36.65	28,130	-0.04	0.04
ene-11	36.60	29,232	-0.00	0.04
feb-11	36.35	28,646	-0.01	-0.02
mar-11	37.41	30,957	0.03	0.08
abr-11	37.88	32,120	0.01	0.04
may-11	37.31	30,392	-0.02	-0.05
jun-11	36.25	31,635	-0.03	0.04
jul-11	35.01	33,266	-0.03	0.05
ago-11	35.91	32,687	0.03	-0.02
set-11	32.92	32,039	-0.08	-0.02
oct-11	31.50	31,157	-0.04	-0.03
nov-11	33.18	32,309	0.05	0.04
dec-11	34.46	31,680	0.04	-0.02
ene-12	31.38	33,330	-0.09	0.05
feb-12	31.65	35,568	0.01	0.07
mar-12	32.78	36,817	0.04	0.04
abr-12	33.39	38,551	0.02	0.05
may-12	34.11	36,982	0.02	-0.04
jun-12	35.45	37,020	0.04	0.00
jul-12	34.47	37,441	-0.03	0.01
ago-12	31.67	36,963	-0.08	-0.01
set-12	32.38	35,833	0.02	-0.03
oct-12	34.88	36,558	0.08	0.02
nov-12	36.62	35,999	0.05	-0.02
dec-12	41.52	35,721	0.13	-0.01
ene-13	43.62	33,503	0.05	-0.06
feb-13	38.50	36,160	-0.12	0.08
mar-13	41.34	36,829	0.07	0.02
abr-13	46.05	37,078	0.11	0.01
may-13	47.32	37,423	0.03	0.01
jun-13	47.62	37,817	0.01	0.01
jul-13	41.19	39,521	-0.14	0.05
ago-13	37.96	39,461	-0.08	-0.00
set-13	41.21	37,873	0.09	-0.04
oct-13	40.57	40,200	-0.02	0.06
nov-13	41.22	40,704	0.02	0.01
dec-13	46.13	39,422	0.12	-0.03
set-12	34.23	40,867	-0.26	0.04
oct-12	36.55	41,620	0.07	0.02
nov-12	38.35	41,834	0.05	0.01
dec-12	40.01	43,706	0.04	0.04
ene-13	38.96	45,278	-0.03	0.04
feb-13	37.93	44,121	-0.03	-0.03
mar-13	38.19	44,077	0.01	-0.00
abr-13	37.23	42,263	-0.02	-0.04
may-13	36.35	41,588	-0.02	-0.02
jun-13	35.15	40,623	-0.03	-0.02
jul-13	33.68	40,838	-0.04	0.01
ago-13	30.87	39,492	-0.08	-0.03
set-13	33.17	40,185	0.07	0.02
oct-13	32.68	41,039	-0.01	0.02
nov-13	33.55	42,499	0.03	0.04
dec-13	33.18	42,727	-0.01	0.01

### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos financieros	656	667	648	652	615
Otros gastos financieros	385	384	378	369	372
Resultado antes impuest	1,981	2,035	2,075	2,099	2,190
Impuesto a las gananc	436	448	456	462	482

### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	5,432,660,000	6,230,356,000	7,052,267,000	7,712,171,000	6,450,317,000
D	5,433	6,230	7,052	7,712	6,450

Beta	0.90	
CETES 360	3.64%	
Rp	6.5%	
Ke	9.49%	
Kd	12.160%	
Tasa i	15.59%	
t	22.00%	
D	5,261	10.58%
E	44,466	89.42%
WACC	9.77%	

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

CHEDRAUI						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		2,769	-687	345	1,120	1,613
					<b>VT</b>	<b>59,736</b>
<b>WACC</b>	<b>5.77%</b>					
<b>g</b>	<b>2.99%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	2,769	-687	345	1,120	61,349
	<b>VP</b>	2,618	-614	292	895	46,339
	<b>49,529</b>					
- Deuda	5,262					
+ efectivo	443					
- int min	245					
<b>= Equity Value</b>	<b>44,466</b>				<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>44,466</b>
No acciones	964					
<b>= VPA</b>	<b>46</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

CHEDRAUI						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		2,769	-687	345	1,120	1,613
					<b>VT</b>	<b>94,169</b>
<b>WACC</b>	<b>5.77%</b>					
<b>g</b>	<b>3.99%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	2,769	-687	345	1,120	95,783
	<b>VP</b>	2,618	-614	292	895	72,347
	<b>75,538</b>					
- Deuda	5,262					
+ efectivo	443					
- int min	245					
<b>= Equity Value</b>	<b>70,474</b>				<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>44,466</b>
No acciones	964					
<b>= VPA</b>	<b>73</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

CHEDRAUI						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		2,769	-687	345	1,120	2,253
					<b>VT</b>	<b>83,402</b>
<b>WACC</b>	<b>5.77%</b>					
<b>g</b>	<b>2.99%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	2,769	-687	345	1,120	85,655
	<b>VP</b>	2,618	-614	292	895	64,697
<b>EV</b>	<b>67,888</b>					
- Deuda	5,262					
+ efectivo	443					
- int min	245					
<b>= Equity Value</b>	<b>62,824</b>					
No acciones	964					
<b>= VPA</b>	<b>65</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>44,466</b>	

## II. Valuación Comerc

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

COMERCI													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>50,338</b>	<b>43,447</b>	<b>44,072</b>	<b>41,710</b>	<b>44,546</b>	<b>44,834</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>36,182</b>	<b>28,259</b>	<b>28,019</b>	<b>15,801</b>	<b>15,330</b>	<b>13,975</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>17,030</b>	<b>9,802</b>	<b>11,065</b>	<b>9,686</b>	<b>10,386</b>	<b>11,829</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>36,006</b>	<b>8,225</b>	<b>10,107</b>	<b>9,275</b>	<b>9,641</b>	<b>9,426</b>
Efectivo e Invers CP	3,384	1,708	2,787	998	3,166	4,032	Deudas Financieras CP	6,173	163	1,052	498	496	495
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	5,725	0	250	253	502	301
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	0	0	0	0	0	0
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	7,180	6,045	6,952	7,049	6,957	6,740
Actv Finan Mant Vcont CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	113	51	105	117	633	694
Cuentas por cobrar CP	428	505	373	373	338	264	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	12	458	507
Clientes	428	505	373	442	397	291	Otros impuestos p/ pagar	113	51	105	106	175	188
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	-70	-59	-27	Otros Pasivos CP	16,815	1,966	1,748	1,357	1,054	1,196
Otr cuent por cobrar CP	2,064	1,782	1,968	2,711	1,019	1,014	Interes por Pagar	1,663	290	426	0	0	0
Otras cuentas por cob CP	2,064	1,782	1,968	2,724	1,034	1,024	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	-13	-15	-10	Otr ingresos difer circ	0	0	0	68	172	324
Inventario	6,643	5,178	5,379	5,502	5,782	6,409	Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	-	0	0	0	0	Provisiones CP	881	357	391	154	183	303
Otros Activos CP	4,511	629	559	102	82	109	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	0	0	0	0
Gast pagados por antic	0	0	0	102	82	109	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	14,271	1,318	932	1,136	698	569
Act disponib p/ su venta	4,511	629	559	0	0	0							
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0							
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0							
Otros Activos	0	0	0	0	0	0							
<b>Activo no Corriente</b>	<b>33,306</b>	<b>33,645</b>	<b>33,008</b>	<b>32,024</b>	<b>34,160</b>	<b>33,005</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>176</b>	<b>20,033</b>	<b>17,912</b>	<b>6,526</b>	<b>5,689</b>	<b>4,548</b>
Document por Cobrar LP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	0	13,692	11,449	1,974	1,481	987
Inversiones	0	5,941	6,520	0	0	0	Bonos y papeles comer LP	0	6,174	6,282	957	457	157
Inv en Empresas Relac	0	5,941	6,520	0	0	0	Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Impuestos Diferidos LP	0	0	0	3,463	3,626	3,222
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Otras obligaciones	176	168	182	131	125	182
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Prop. planta y equi neto	31,740	26,293	25,383	27,902	28,291	27,805	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	32,351	28,259	28,008	30,527	30,573	30,674	Beneficios Empleados LP	176	168	182	131	125	182
Maquinarias y Equipos	0	0	0	0	0	0	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otros Equipos	10,828	9,118	9,561	10,095	10,679	11,751	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	0	0	0	0
Amortiz y Deprec Acum	-11,737	-11,209	-12,196	-13,248	-14,134	-15,050	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construcciones en Proc	298	124	10	529	1,173	431	Otros LP	0	0	0	0	0	0
Propiedades de inversion	0	0	0	2,489	2,466	2,442							
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0							
Intangibles neto	0	0	0	21	8	4	<b>PATRIMONIO</b>	<b>14,155</b>	<b>15,189</b>	<b>16,053</b>	<b>25,909</b>	<b>29,216</b>	<b>30,859</b>
Creditos Comerciales CP	0	0	0	0	0	0	Int min(part no control)	147	152	149	152	158	161
Marcas	0	0	0	0	0	0	Patrimonio neto	14,008	15,037	15,904	25,757	29,058	30,698
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Capital social	8,497	8,497	8,497	4,348	4,348	4,348
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	21	8	4	Sobrepresio Venta Acc	1,153	1,153	1,153	574	575	575
Impuestos Diferidos	1,353	1,026	908	1,424	3,196	2,634	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Otros ativos nocorriente	213	385	197	187	199	120	Otro capital contribuido	1,282	1,000	1,000	0	0	0
Pagos anticipados	0	0	0	128	101	24	Utilid reten (perd acum)	3,076	4,387	5,254	20,834	24,124	25,771
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	1,189	348	348	348	348	348
Beneficios a Empleados	22	22	14	11	12	17	Otras Reservas	0	0	0	1,000	998	990
Act ncurr dis p/Venta LP	-	-	0	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	1,543	3,011	4,039	12,830	19,085	22,279
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	345	1,028	867	6,657	3,694	2,154
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Otros Activos LP	191	363	183	48	86	79	Exceso Actizr Pat Neto	0	0	0	0	11	5
							Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
							Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	11	5
							Efecto Acum p/Conversion	0	0	0	0	0	0
							Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	0	0	0	0	0	0
							Camb valor razon otr conj	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0



## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### COMERCI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>54,893</b>	<b>41,728</b>	<b>43,776</b>	<b>45,667</b>	<b>47,061</b>	<b>47,854</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	58	47,061	50
Venta de bienes	54,893	41,728	43,776	44,698	56	46,741
Ingresos por Interes	0	0	0	0	46,009	0
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	885	0	1,030
Construccion	0	0	0	0	968	0
Otros Ingresos	0	0	0	27	0	33
<b>Costo de Ventas</b>	<b>43,916</b>	<b>32,065</b>	<b>33,586</b>	<b>34,655</b>	<b>27</b>	<b>36,114</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>10,977</b>	<b>9,662</b>	<b>10,189</b>	<b>11,012</b>	<b>35,590</b>	<b>11,740</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>8,175</b>	<b>7,288</b>	<b>7,664</b>	<b>8,302</b>	<b>11,470</b>	<b>8,623</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>2,802</b>	<b>2,374</b>	<b>2,525</b>	<b>2,710</b>	<b>8,488</b>	<b>3,117</b>
Otros ingresos (gastos)	-868	-735	-160	-73	2,982	-63
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>1,933</b>	<b>1,639</b>	<b>2,365</b>	<b>2,637</b>	<b>-81</b>	<b>3,054</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-1,352</b>	<b>-795</b>	<b>-1,562</b>	<b>-818</b>	<b>2,901</b>	<b>38</b>
Tot ingresos financieros	303	219	154	238	-156	208
Ingresos Financieros	68	219	91	57	112	189
Util por fluct cambiaria	235	0	0	181	81	19
Utilidad por derivados	0	0	0	0	30	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	64	0	0	0
Total gastos financieros	1,655	1,014	1,716	1,056	0	170
Gastos Financieros	1,655	657	1,716	1,024	268	156
Perd por fluct cambiaria	0	0	0	33	249	13
Perdida por derivados	0	0	0	0	18	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	-	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	0	356	0	0	0	0
Result Inver Permanent	0	559	579	0	0	0
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>581</b>	<b>1,403</b>	<b>1,382</b>	<b>1,819</b>	<b>0</b>	<b>3,092</b>
Impuesto a las gananc	220	422	130	555	2,745	925
I.S.R.	214	7	12	12	-965	320
I.S.R. Diferido	6	415	119	543	201	605
<b>Result despues de Imp</b>	<b>362</b>	<b>980</b>	<b>1,252</b>	<b>1,264</b>	<b>-1,166</b>	<b>2,167</b>
Operac descontinuidadas	0	0	0	5,408	3,711	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>362</b>	<b>980</b>	<b>1,252</b>	<b>6,672</b>	<b>17</b>	<b>2,167</b>
Int min(part no control)	17	16	16	15	0	13
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>345</b>	<b>964</b>	<b>1,236</b>	<b>6,657</b>	<b>3,711</b>	<b>2,154</b>
Depreciacion Operativa	1,211	1,065	1,079	1,084	3,704	1,168
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>362</b>	<b>980</b>	<b>1,252</b>	<b>6,672</b>	<b>17</b>	<b>2,167</b>
Total otr partid integr	0	0	0	0	0	-6
Res p activ no monet	0	0	0	0	3,694	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	0	-6
Efecto acum p/conversion	0	0	0	0	10	0
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>362</b>	<b>980</b>	<b>1,252</b>	<b>6,672</b>	<b>10</b>	<b>2,161</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	15	3,721	13
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>362</b>	<b>980</b>	<b>1,252</b>	<b>6,657</b>	<b>17</b>	<b>2,148</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### COMERCI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>581</b>	<b>1,467</b>	<b>1,014</b>	<b>1,819</b>	<b>1,116</b>	<b>3,092</b>
Partidas s/Impac en Efec	-857	0	0	0	998	0
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	0	3,166	0
Provision el Ejercicio	-857	0	0	0	0	0
Otras Partidas N/Realiza	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>1,701</b>	<b>618</b>	<b>768</b>	<b>1,095</b>	<b>0</b>	<b>1,078</b>
Depreciacion y amortiz	1,211	1,065	1,079	1,084	1,111	1,168
Util(Per)/Vta Inmu Maq Eq	-47	-50	208	39	1,116	87
Perdida por Deterioro	0	36	-24	7	27	15
Part Asocia Negoc Conjun	0	-559	-579	0	16	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-68	-235	-91	-57	0	-189
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	-81	0
Otras partidas	605	361	175	22	0	-3
<b>Part Relativ Financiam</b>	<b>1,655</b>	<b>673</b>	<b>1,716</b>	<b>886</b>	<b>34</b>	<b>143</b>
Intereses Devengados	1,655	673	1,716	1,024	249	143
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	-137	249	0
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>3,080</b>	<b>2,758</b>	<b>3,498</b>	<b>3,801</b>	<b>0</b>	<b>4,314</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>-753</b>	<b>-699</b>	<b>409</b>	<b>-991</b>	<b>4,105</b>	<b>-1,202</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	582	-168	-137	-94	897	74
Dec(inc) inventarios	-387	-120	-201	-124	35	-628
De/Inc en Otr Ctas x Cob	357	-390	221	-753	-279	12
Incr(decr) proveedores	-856	509	907	97	1,737	-217
Incr(decr) otros pasivos	-450	-529	-382	-117	-92	-78
Impues Utilid Paga/Devue	0	0	0	0	-504	-366
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>2,327</b>	<b>2,059</b>	<b>3,906</b>	<b>2,810</b>	<b>0</b>	<b>3,111</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-427</b>	<b>140</b>	<b>-141</b>	<b>11,873</b>	<b>5,002</b>	<b>-604</b>
Inver Acc c/Carat Perman	0	0	0	0	-1,466	0
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	10,650	0	0
Compra de Bienes de Uso	-760	-298	-586	-1,366	0	-1,124
Venta de activos fijos	265	203	354	105	-1,610	331
Inversiones temporales	0	0	0	0	63	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	0	0	0
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	2,427	0	0
Intereses Cobrados	68	235	91	57	0	189
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	81	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-858</b>	<b>-2,529</b>	<b>-2,686</b>	<b>-16,543</b>	<b>0</b>	<b>-1,641</b>
Financiamientos Bancario	0	327	0	3,140	-1,368	0
Financiamient Bursatiles	0	0	0	0	1,000	0
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	-500	-2,462	-1,770	-17,964	0	-500
Amort Financiam Bursatil	0	0	0	-250	-1,500	-500
Amortiz Otr Financiamient	0	0	0	0	-250	0
Inc.Desc en CapIt Social	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	-130	0	-499
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	-402	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-354	-383	-897	-1,338	0	-133
Recompra de Acciones	4	0	0	0	-215	-8
Otras Partidas	-8	-11	-19	0	-2	0
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>1,042</b>	<b>-330</b>	<b>1,079</b>	<b>-1,860</b>	<b>0</b>	<b>866</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	2,168	0
Efec Eq Efe Prin Periodo	2,342	2,038	1,708	2,858	0	3,166
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>3,384</b>	<b>1,708</b>	<b>2,787</b>	<b>998</b>	<b>2,745</b>	<b>4,032</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	4,344	4,344	4,344	4,344	4,344	4,344

## b) Indicadores financieros

### COMERCI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	0.08	0.22	0.28	1.53	0.85	0.50
Valor Libro p/ Accion \$	3.22	3.46	3.66	5.93	6.69	7.07
Ventas p/ Accion \$	12.64	9.61	10.08	10.51	-	11.02
EBITDA p/ Accion \$	0.72	0.62	0.79	0.86	0.24	0.97
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	8,513,122,000	18,321,018,000	16,244,880,000	2,684,212,000	-230,429,000	-2,091,455,000
Deuda Total Bruta \$	11,897,558,000	20,028,707,000	19,031,641,000	3,682,149,000	2,935,394,000	1,940,271,000
Deuda Bruta / Act Tt %	23.60	46.10	43.20	8.80	6.60	4.30
Deuda Bruta / Patr Neto %	84.10	131.90	118.60	14.20	10.00	6.30
Deuda Neta / Patr Neto %	60.10	120.60	101.20	10.40	-0.80	-6.80
EBIT / Deuda Bruta %	16.30	8.20	12.40	71.60	-2.80	157.40
EBIT / Deuda Neta %	22.70	8.90	14.60	98.20	35.10	-146.00
EBIT / Gast Fin Net x	-1.40	-2.10	-1.50	-3.20	0.00	79.70
Deuda Bruta / Ebitda x	3.80	7.40	5.50	1.00	2.90	0.50
Deuda neta / Ebitda x	2.70	6.80	4.70	0.70	-0.20	-0.50
Deuda CP / Deuda Total %	100.00	0.80	6.80	20.40	34.00	41.00
Kd nom (costo deuda) %	13.10	5.50	8.60	5.50	14.00	5.80
Pasivo Tt / Activo Tt %	71.90	65.00	63.60	37.90	34.40	31.20
Pasivo Tot / Patr Neto %	255.60	186.00	174.50	61.00	52.50	45.30
Pasivo Tt / Ventas %	65.90	67.70	64.00	34.60	-	29.20
Activo Fijo / Patr Neto %	224.20	173.10	158.10	107.70	96.80	90.10
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	0.50	1.20	1.10	1.00	1.10	1.30
Liquidez Acida x	0.30	0.60	0.60	0.50	0.50	0.60
Capital de Trabajo \$	-18,975,735,000	1,576,913,000	957,535,000	411,520,000	745,254,000	2,402,198,000
Capital Employed \$	26,228,958,000	35,385,160,000	35,266,728,000	33,185,831,000	35,902,441,000	36,203,120,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	55	58	58	57	76,630	64
Plazo Promed Proved dias	59	68	75	73	92,213	67
Plazo Promed Cobro(dias)	3	4	3	3	-	2
Ciclo Financiero (dias)	-2	-5	-14	-13	-	-1
Ciclo Operativo (dias)	57	63	61	60	-	66
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	3,144,908,000	2,703,949,000	3,444,008,000	3,721,485,000	1,029,929,000	4,221,940,000
EBITDA Operativo \$	3,144,908,000	2,703,949,000	3,444,008,000	3,721,485,000	3,623,608,000	4,221,940,000
UtilAntesImp + DespFin \$	-770,454,000	607,645,000	-179,188,000	1,000,708,000	2,901,289,000	3,130,580,000
Rotacion del Actv x	1.10	1.00	1.00	1.10	-	1.10
Rotacion del PatNt x	3.90	2.70	2.70	1.80	-	1.60
Margen Bruto %	20.00	23.20	23.30	24.10	-	24.50
Margen EBIT %	3.50	3.90	5.40	5.80	-	6.40
Margen Neto %	0.70	2.30	2.90	14.60	-	4.50
Margen Ebitda %	5.70	6.50	7.90	8.10	-	8.80
Rentab del Actvo %	0.70	2.30	2.80	16.00	8.30	4.80
Rent Patr (pat final) %	2.60	6.50	7.80	25.80	12.70	7.00
Rent Patr (pat prom) %	2.60	6.70	8.00	31.80	13.50	7.20
Rent Patr (pat inicial)%	2.60	6.90	8.20	41.60	14.30	7.40
ROIC (IC fin) %	5.30	3.20	4.80	5.50	-0.20	6.40
ROIC (IC prom) %	5.30	3.80	4.70	5.40	-0.20	6.30
ROIC (IC inicial) %	5.30	4.50	4.70	5.40	-0.20	6.30
Invested Capital \$	24,507,324,000	33,967,835,000	32,905,946,000	32,187,894,000	32,736,618,000	32,171,394,000
Rentabil Invers Perman %	-	9.40	8.90	-	-	-
Apalancamiento Financ x	0.80	1.60	1.20	1.40	7.00	1.50
Apalancamiento Operat x	3.90	4.10	4.00	4.10	-	3.80
<b>Otros</b>						
Capex \$	495,095,000	95,175,000	231,730,000	-9,389,358,000	3,075,570,000	793,036,000
Depreciacion y amortiz \$	1,211,496,000	1,065,211,000	1,079,126,000	1,084,325,000	1,110,801,000	1,168,030,000
Capex / Deprec %	40.90	8.90	21.50	-865.90	276.90	67.90
Deprec/ ActFij y Intang%	3.70	3.40	4.10	4.30	4.00	4.10

## c) Indicadores de mercado

### COMERCI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	34.60	17.00	20.60	7.40	16.40	26.30
Precio / Valor Libro x	0.90	1.10	1.60	1.90	2.10	1.80
Price Sales Ratio x	0.20	0.40	0.60	1.10	-	1.20
Precio / EBITDA x	3.80	6.10	7.40	13.20	58.90	13.40
Precio/ Flj Cj Libre x	6.50	8.40	6.90	4.00	-19.70	24.40
Utilidad / Precio %	2.90	5.90	4.90	13.50	6.10	3.80
Capitaliz Bursatil \$	11,935,140,000	16,420,320,000	25,423,260,000	49,174,080,000	60,707,400,000	56,667,480,000
Enterprise Value \$	20,595,129,000	34,893,470,000	41,817,321,000	52,010,593,000	60,635,058,000	54,737,296,000
EV / EBITDA de la empr x	6.50	12.90	12.10	14.00	58.90	13.00
EV / EBITDA dela clase x	6.50	12.90	12.10	14.00	58.90	13.00
EV / EBIT de la empr x	10.70	21.30	17.70	19.70	-749.80	17.90
EV / EBIT de la clase x	10.70	21.30	17.70	19.70	-749.80	17.90

## d) Cotización

### COMERCI

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig COMERCIUBC	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var cap COMERCIUBC	Cierre ajust p/var cap en moneda orig COMERCIUBC
2009	0.00	0.08	10.76
2010	0.00	0.22	14.80
2011	0.00	0.28	22.92
2012	0.03	1.53	44.53
2013	0.09	0.85	55.39
2014	0.12	0.50	52.18



## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### COMERCI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	54,893	41,728	43,776	45,667	47,061	46,013	43,897	43,065	42,075	40,863
		-23.98%	4.91%	4.32%	3.05%	-2.23%	-4.60%	-1.90%	-2.30%	-2.88%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	2.37%	1.71%	1.68%	1.65%	1.63%	1.59%	1.43%	1.37%	1.31%	1.24%
		-0.66%	-0.03%	-0.04%	-0.02%	-0.04%	-0.16%	-0.06%	-0.06%	-0.07%

## g) Supuestos

### COMERCI

<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ventas	46,013	43,897	43,065	42,075	40,863
- Costo de ventas	75.47%	76.48%	75.98%	76.23%	76.10%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	18.02%	17.49%	17.50%	17.49%	17.49%
+ Otros ingresos/gastos	-0.13%	0.78%	1.29%	1.62%	1.98%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.43%	0.30%	0.26%	0.24%	0.18%
Gasto financiero	0.36%	1.80%	1.68%	1.23%	1.01%
+ Resultado de inversión permanente	0.00%	0.53%	0.37%	0.18%	0.22%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	29.92%	21.41%	19.68%	21.73%	19.98%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
<b>= Resultado neto</b>					
<b>t</b>					
<b>Estado de situación financiera resumen</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>24.72%</b>	<b>23.35%</b>	<b>23.33%</b>	<b>22.94%</b>	<b>23.28%</b>
Efectivo e Invers CP	8.43%	5.56%	5.85%	5.75%	6.46%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>68.97%</b>	<b>73.54%</b>	<b>72.12%</b>	<b>71.47%</b>	<b>71.74%</b>
<b>AT</b>	<b>93.69%</b>	<b>96.90%</b>	<b>95.45%</b>	<b>94.41%</b>	<b>95.02%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>19.70%</b>	<b>20.66%</b>	<b>20.85%</b>	<b>20.40%</b>	<b>20.42%</b>
Otros Credit c/Costo CP	1.66%	1.76%	2.03%	1.84%	1.88%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>9.51%</b>	<b>24.96%</b>	<b>20.35%</b>	<b>16.24%</b>	<b>16.63%</b>
Acredores Varios LP	2.39%	20.21%	14.73%	9.57%	10.20%
<b>Capital Contable</b>	<b>64.49%</b>	<b>51.27%</b>	<b>54.25%</b>	<b>57.77%</b>	<b>57.97%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>93.69%</b>	<b>96.90%</b>	<b>95.45%</b>	<b>94.41%</b>	<b>95.02%</b>
<b>Estado de flujo de efectivo</b>					
DyA	2.44%	2.44%	2.42%	2.41%	2.41%
CapEx	1.26%	0.79%	1.02%	0.91%	0.97%

## h) Pronósticos

### COMERCI

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	46,013	43,897	43,065	42,075	40,863
- Costo de ventas	34,725	33,574	32,719	32,074	31,098
<b>= Resultado bruto</b>	<b>11,288</b>	<b>10,323</b>	<b>10,346</b>	<b>10,001</b>	<b>9,765</b>
- Gasto operativo	8,291	7,676	7,535	7,360	7,149
+ Otros ingresos/gastos	-61	344	557	683	810
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>2,937</b>	<b>2,991</b>	<b>3,368</b>	<b>3,325</b>	<b>3,426</b>
+ Resultado integral financiamiento	37	-660	-613	-418	-341
Ingreso financiero	200	132	110	99	73
Gasto financiero	163	792	723	517	414
+ Resultado de inversión permanente	0	234	160	76	89
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>2,973</b>	<b>2,565</b>	<b>2,915</b>	<b>2,983</b>	<b>3,174</b>
- Impuestos	889	549	574	648	634
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	13	12	11	9	8
<b>= Resultado neto</b>	<b>2,071</b>	<b>2,004</b>	<b>2,331</b>	<b>2,325</b>	<b>2,531</b>

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>11,374</b>	<b>10,251</b>	<b>10,045</b>	<b>9,650</b>	<b>9,513</b>
Efectivo e Invers CP	3,877	2,441	2,521	2,419	2,641
<b>Activo no Corriente</b>	<b>31,736</b>	<b>32,283</b>	<b>31,061</b>	<b>30,071</b>	<b>29,315</b>
<b>AT</b>	<b>43,110</b>	<b>42,534</b>	<b>41,106</b>	<b>39,721</b>	<b>38,828</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>9,063</b>	<b>9,069</b>	<b>8,978</b>	<b>8,583</b>	<b>8,343</b>
Otros Credit c/Costo CP	765	772	875	776	770
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>4,374</b>	<b>10,958</b>	<b>8,765</b>	<b>6,833</b>	<b>6,796</b>
Acredores Varios LP	1,100	8,871	6,342	4,028	4,169
<b>Capital Contable</b>	<b>29,672</b>	<b>22,508</b>	<b>23,362</b>	<b>24,305</b>	<b>23,689</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>43,110</b>	<b>42,534</b>	<b>41,106</b>	<b>39,721</b>	<b>38,828</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	-801	-486	-578	-577	-702
-------------	------	------	------	------	------

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	2,047	2,442	2,794	2,677	2,792
DyA	1,123	1,070	1,040	1,012	986
CapEx	581	346	441	381	395
Δ WK non cash	567	315	-93	2	-125
<b>FCFF</b>	<b>2,022</b>	<b>2,851</b>	<b>3,486</b>	<b>3,306</b>	<b>3,508</b>



## i) Cálculo WACC

### COMERCI

Fecha	COMERCIUBC	IPC	COMERCIUBC	IPC
dec-08	2.92	22,380		
ene-09	3.00	19,565	0.03	-0.13
feb-09	2.78	17,752	-0.07	-0.09
mar-09	3.93	19,627	0.41	0.11
abr-09	5.03	21,899	0.28	0.12
may-09	7.84	24,332	0.56	0.11
jun-09	7.36	24,368	-0.06	0.00
jul-09	8.60	27,044	0.17	0.11
ago-09	10.71	28,130	0.25	0.04
set-09	10.62	29,232	-0.01	0.04
oct-09	10.15	28,646	-0.04	-0.02
nov-09	10.61	30,957	0.05	0.08
dec-09	10.76	32,120	0.01	0.04
ene-10	10.40	30,392	-0.03	-0.05
feb-10	10.90	31,635	0.05	0.04
mar-10	9.83	33,266	-0.10	0.05
abr-10	11.55	32,687	0.18	-0.02
may-10	11.85	32,039	0.03	-0.02
jun-10	11.30	31,157	-0.05	-0.03
jul-10	11.50	32,309	0.02	0.04
ago-10	10.82	31,680	-0.06	-0.02
set-10	10.90	33,330	0.01	0.05
oct-10	13.05	35,568	0.20	0.07
nov-10	13.31	36,817	0.02	0.04
dec-10	14.80	38,551	0.11	0.05
ene-11	14.93	36,982	0.01	-0.04
feb-11	16.34	37,020	0.09	0.00
mar-11	18.95	37,441	0.16	0.01
abr-11	19.65	36,963	0.04	-0.01
may-11	19.24	35,833	-0.02	-0.03
jun-11	19.15	36,558	-0.00	0.02
jul-11	19.59	35,999	0.02	-0.02
ago-11	19.19	35,721	-0.02	-0.01
set-11	18.22	33,503	-0.05	-0.06
oct-11	18.77	36,160	0.03	0.08
nov-11	19.25	36,829	0.03	0.02
dec-11	22.92	37,078	0.19	0.01
ene-12	25.40	37,423	0.11	0.01
feb-12	22.57	37,817	-0.11	0.01
mar-12	24.52	39,521	0.09	0.05
abr-12	27.07	39,461	0.10	-0.00
may-12	23.84	37,873	-0.12	-0.04
jun-12	29.74	40,200	0.25	0.06
jul-12	29.50	40,704	-0.01	0.01
ago-12	29.32	39,422	-0.01	-0.03
set-12	33.16	40,867	0.13	0.04
oct-12	36.26	41,620	0.09	0.02
nov-12	39.78	41,834	0.10	0.01
dec-12	44.53	43,706	0.12	0.04
ene-13	45.48	45,278	0.02	0.04
feb-13	43.44	44,121	-0.04	-0.03
mar-13	44.62	44,077	0.03	-0.00
abr-13	46.29	42,263	0.04	-0.04
may-13	46.60	41,588	0.01	-0.02
jun-13	48.63	40,623	0.04	-0.02
jul-13	53.37	40,838	0.10	0.01
ago-13	49.96	39,492	-0.06	-0.03
set-13	54.58	40,185	0.09	0.02
oct-13	53.00	41,039	-0.03	0.02
nov-13	52.46	42,499	-0.01	0.04
dec-13	55.39	42,727	0.06	0.01

#### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	1,024	728	409	299	268
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0
Resultado antes impuest	1,819	2,112	2,446	2,638	0
Impuesto a las gananc	555	590	747	807	2,745

#### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	19,031,641,000	17,685,193,000	17,750,948,000	4,533,368,000	3,682,149,000
D	19,032	17,685	17,751	4,533	3,682

Beta	1.52	
CETES 360	3.64%	
Rp	6.50%	
Ke	13.49%	
Kd	3.05%	
Tasa i	4.35%	
t	30.00%	
D	2,935	4.61%
E	60,707	95.39%
WACC	13.01%	

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

COMERCI						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		2,022	2,851	3,486	3,306	3,508
					<b>VT</b>	<b>75,543</b>
<b>WACC</b>	<b>9.01%</b>					
<b>g</b>	<b>4.17%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	2,022	2,851	3,486	3,306	79,051
	<b>VP</b>	1,855	2,399	2,691	2,341	51,349
<b>EV</b>	<b>60,635</b>					
- Deuda	2,936					
+ efectivo	3,166					
- int min	158					
<b>= Equity Value</b>	<b>60,707</b>					
No acciones	1,086					
<b>= VPA</b>	<b>56</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>60,707</b>

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

COMERCI						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		2,022	2,851	3,486	3,306	3,508
					<b>VT</b>	<b>96,141</b>
<b>WACC</b>	<b>9.01%</b>					
<b>g</b>	<b>5.17%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	2,022	2,851	3,486	3,306	99,649
	<b>VP</b>	1,855	2,399	2,691	2,341	64,728
<b>EV</b>	<b>74,015</b>					
- Deuda	2,936					
+ efectivo	3,166					
- int min	158					
<b>= Equity Value</b>	<b>74,087</b>					
No acciones	1,086					
<b>= VPA</b>	<b>68</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>60,707</b>

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

COMERCI						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		2,022	2,851	3,486	3,306	3,835
					<b>VT</b>	<b>82,585</b>
<b>WACC</b>	<b>9.01%</b>					
<b>g</b>	<b>4.17%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	2,022	2,851	3,486	3,306	86,420
	<b>VP</b>	1,855	2,399	2,691	2,341	56,135
	<b>65,421</b>					
- Deuda	2,936					
+ efectivo	3,166					
- int min	158					
<b>= Equity Value</b>	<b>65,493</b>					
No acciones	1,086					
<b>= VPA</b>	<b>60</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>60,707</b>

### III. Valuación Soriana

#### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

SORIANA													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>65,725</b>	<b>69,217</b>	<b>74,084</b>	<b>74,377</b>	<b>78,952</b>	<b>80,720</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>33,795</b>	<b>34,355</b>	<b>36,162</b>	<b>34,106</b>	<b>35,553</b>	<b>34,319</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>16,698</b>	<b>18,769</b>	<b>22,211</b>	<b>20,806</b>	<b>23,709</b>	<b>24,579</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>19,462</b>	<b>19,852</b>	<b>26,394</b>	<b>23,310</b>	<b>23,564</b>	<b>22,292</b>
Efectivo e Invers CP	2,139	2,087	3,082	1,335	1,666	2,673	Deudas Financieras CP	0	0	0	0	850	0
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	3,529	2,197	6,188	2,744	1,098	0
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	0	0	0	0	0	0
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	14,284	15,677	18,450	17,834	18,908	19,807
Actv Finan Mant Vcmt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	850	1,042	815	1,682	1,599	1,262
Cuentas por cobrar CP	1,436	1,928	2,348	3,170	4,038	2,844	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	419	296	173
Clientes	1,436	1,928	2,348	3,170	4,038	2,844	Otros impuestos p/ pagar	850	1,042	815	1,263	1,304	1,089
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	0	0	0	Otros Pasivos CP	801	936	942	1,050	1,109	1,223
Otr cuent por cobrar CP	2,000	2,237	2,998	2,729	2,958	2,863	Interes por Pagar	24	1	1	0	0	0
Otras cuentas por cob CP	2,000	2,237	2,998	2,729	2,958	2,863	Inst Finan Den (PasCir)	0	0	0	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	0	Otr ingresos difer circ	0	0	0	0	0	0
Inventario	11,084	12,489	13,742	13,515	15,003	16,145	Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	-	-	0	0	0	Provisiones CP	0	0	0	0	0	0
Otros Activos CP	39	29	41	57	44	55	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	-	0	0	0
Gast pagados por antic	39	29	41	57	44	55	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	777	935	941	1,050	1,109	1,223
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	0							
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0							
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0							
Otros Activos	0	0	0	0	0	0							
<b>Activo no Corriente</b>	<b>48,893</b>	<b>49,819</b>	<b>51,199</b>	<b>53,571</b>	<b>55,244</b>	<b>56,141</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>13,157</b>	<b>13,352</b>	<b>8,493</b>	<b>10,796</b>	<b>11,988</b>	<b>12,027</b>
Document por Cobrar LP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	0	0	0	0	0	0
Inversiones	0	0	0	752	820	867	Bonos y papeles comer LP	5,500	5,500	0	0	0	0
Inv en Empresas Relac	0	0	0	0	0	0	Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Impuestos Diferidos LP	7,532	7,693	8,276	7,460	8,684	8,606
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Otras obligaciones	125	159	217	3,336	3,304	3,421
Otras Inversiones	0	0	0	752	820	867	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Prop. planta y equi neto	37,610	39,245	40,750	42,292	43,769	44,648	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	31,552	33,985	36,279	37,798	39,995	41,365	Beneficios Empleados LP	125	159	217	281	333	366
Maquinarias y Equipos	0	0	0	0	0	0	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otros Equipos	16,860	17,762	18,000	16,928	17,965	19,052	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	-	0	0	0
Amortiz y Deprec Acum	-10,987	-12,755	-13,684	-12,597	-14,279	-15,960	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construcciones en Proc	185	253	154	163	88	192	Otros LP	0	0	0	3,055	2,971	3,055
Propiedades de inversion	0	0	0	0	0	0							
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	<b>PATRIMONIO</b>	<b>31,931</b>	<b>34,862</b>	<b>37,922</b>	<b>40,271</b>	<b>43,400</b>	<b>46,400</b>
Intangibles neto	11,189	10,483	10,357	10,439	10,568	10,544	Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
Creditos Comerciales CP	0	0	0	0	0	0	Patrimonio neto	31,931	34,862	37,922	40,271	43,400	46,400
Marcas	0	0	0	0	0	0	Capital social	2,067	2,067	2,067	1,253	1,253	1,253
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	1,609	1,609	1,609	977	977	977
Otros	11,189	10,483	10,357	10,439	10,568	10,544	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Otro capital contribuido	550	550	550	550	550	550
Otros ativos nocorriente	95	92	92	88	87	83	Utilid reten (perd acum)	27,704	30,636	33,696	37,521	40,638	43,642
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	413	413	413	413	413	413
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	0	0	0	0	0	0
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	24,422	26,944	30,222	33,550	37,107	39,525
Act ncurr dis p/venta LP	-	-	-	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	2,868	3,278	3,060	3,557	3,117	3,704
Operaciones Discort LP	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Exceso Actizc Pat Neto	0	0	0	-31	-18	-21
Otros Activos LP	95	92	92	88	87	83	Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
							Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-31	-18	-21
							Efecto Acum p/Conversion	0	0	0	0	0	0
							Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	0	0	0	0	0	0
							Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0

## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### SORIANA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>88,637</b>	<b>93,700</b>	<b>98,263</b>	<b>104,611</b>	<b>105,028</b>	<b>101,829</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	693	730	729
Venta de bienes	88,637	93,700	98,263	102,605	102,853	99,617
Ingresos por Interes	0	0	0	0	0	0
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	980	1,065	1,076
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	332	379	407
<b>Costo de Ventas</b>	<b>70,344</b>	<b>74,138</b>	<b>77,858</b>	<b>83,059</b>	<b>82,799</b>	<b>79,338</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>18,294</b>	<b>19,562</b>	<b>20,404</b>	<b>21,552</b>	<b>22,229</b>	<b>22,491</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>13,817</b>	<b>14,458</b>	<b>15,455</b>	<b>16,102</b>	<b>16,656</b>	<b>17,556</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>4,476</b>	<b>5,104</b>	<b>4,949</b>	<b>5,450</b>	<b>5,573</b>	<b>4,934</b>
Otros ingresos (gastos)	24	-44	-95	-41	-14	42
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>4,500</b>	<b>5,059</b>	<b>4,854</b>	<b>5,410</b>	<b>5,558</b>	<b>4,977</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-658</b>	<b>-305</b>	<b>-418</b>	<b>-200</b>	<b>-276</b>	<b>-464</b>
Tot ingresos financieros	227	255	189	316	184	140
Ingresos Financieros	148	172	189	206	184	140
Util por fluct cambiaria	79	83	0	110	0	0
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	885	561	607	516	460	604
Gastos Financieros	883	559	419	298	221	89
Perd por fluct cambiaria	0	0	186	0	9	291
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	2	1	2	219	230	224
Result Inver Permanent	0	-39	17	-5	44	65
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>3,842</b>	<b>4,715</b>	<b>4,453</b>	<b>5,204</b>	<b>5,326</b>	<b>4,578</b>
Impuesto a las gananc	974	1,436	1,393	1,647	2,209	875
I.S.R.	593	1,275	810	1,015	984	953
I.S.R. Diferido	380	161	583	632	1,224	-78
<b>Result despues de Imp</b>	<b>2,868</b>	<b>3,278</b>	<b>3,060</b>	<b>3,557</b>	<b>3,117</b>	<b>3,704</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>2,868</b>	<b>3,278</b>	<b>3,060</b>	<b>3,557</b>	<b>3,117</b>	<b>3,704</b>
Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>2,868</b>	<b>3,278</b>	<b>3,060</b>	<b>3,557</b>	<b>3,117</b>	<b>3,704</b>
Depreciacion Operativa	1,984	2,077	2,019	2,016	1,976	2,083
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>2,868</b>	<b>3,278</b>	<b>3,060</b>	<b>3,557</b>	<b>3,117</b>	<b>3,704</b>
Total otr partid integr	0	0	0	-23	0	0
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-23	0	0
Efecto acum p/conversion	0	0	0	0	0	0
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>2,868</b>	<b>3,278</b>	<b>3,060</b>	<b>3,535</b>	<b>3,117</b>	<b>3,704</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	0	0	0
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>2,868</b>	<b>3,278</b>	<b>3,060</b>	<b>3,535</b>	<b>3,117</b>	<b>3,704</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### SORIANA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>3,842</b>	<b>4,715</b>	<b>4,453</b>	<b>5,204</b>	<b>5,326</b>	<b>4,578</b>
Partidas s/Impac en Efec	0	0	0	0	0	0
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Provision el Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas N/Realiza	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>1,806</b>	<b>2,007</b>	<b>2,150</b>	<b>1,933</b>	<b>1,975</b>	<b>2,272</b>
Depreciacion y amortiz	1,984	2,077	2,019	2,016	1,976	2,083
Util(Per)/Vta Inmu Maq Eq	-10	-23	10	0	36	0
Perdida por Deterioro	0	17	0	0	0	0
Part Asocia Negoc Conjun	0	39	-17	5	-44	-65
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	0	0	0	0	0	0
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	-88	8	254
Otras partidas	-168	-103	138	0	0	0
<b>Part Relativ Financiam</b>	<b>885</b>	<b>561</b>	<b>421</b>	<b>516</b>	<b>451</b>	<b>313</b>
Intereses Devengados	885	561	421	516	451	313
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	0	0	0
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deriv Res Antes Imp</b>	<b>6,532</b>	<b>7,282</b>	<b>7,024</b>	<b>7,654</b>	<b>7,752</b>	<b>7,163</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>147</b>	<b>-1,554</b>	<b>-628</b>	<b>-1,396</b>	<b>-2,529</b>	<b>-268</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	-423	-492	-420	-822	-868	1,194
Dec(inc) inventarios	-67	-1,405	-1,253	-287	-1,488	-1,141
De/Inc en Otr Ctas x Cob	164	-1,370	-1,584	-774	-1,249	-870
Incr(decr) proveedores	276	1,393	2,762	-605	1,074	771
Incr(decr) otros pasivos	861	1,517	1,306	1,865	956	1,137
Impues Utilid Paga/Devue	-663	-1,198	-1,439	-773	-955	-1,358
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>6,680</b>	<b>5,728</b>	<b>6,396</b>	<b>6,258</b>	<b>5,222</b>	<b>6,895</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-1,215</b>	<b>-3,520</b>	<b>-3,436</b>	<b>-3,496</b>	<b>-3,641</b>	<b>-2,920</b>
Inver Acc c/Carat Perman	63	-521	-28	-61	-24	19
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-1,172	-3,052	-3,464	-3,471	-3,657	-3,030
Venta de activos fijos	38	52	56	36	39	91
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	-24	0	0	0	0	0
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	0	0	0	0	0	0
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	-120	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-5,071</b>	<b>-2,260</b>	<b>-1,964</b>	<b>-4,509</b>	<b>-1,250</b>	<b>-2,968</b>
Financiamientos Bancario	0	0	0	0	2,630	29,930
Financiamient Bursatiles	31,535	45,390	46,525	47,025	62,611	6,300
Otros Financiamientos	-212	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	-400	0	0	0	-1,780	-30,780
Amort Financiam Bursatil	-35,056	-46,720	-48,037	-50,468	-64,257	-7,400
Amortiz Otr Financiam	0	0	0	0	0	0
Inc.Desc en Capit Social	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	-347	0	-500	0	-700
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-937	-584	-421	-561	-450	-315
Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	-31	-5	-4	-3
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>394</b>	<b>-53</b>	<b>995</b>	<b>-1,747</b>	<b>331</b>	<b>1,007</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	0	0
Efec Eq Efe Prin Periodo	1,745	2,139	2,087	3,082	1,335	1,666
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>2,139</b>	<b>2,087</b>	<b>3,082</b>	<b>1,335</b>	<b>1,666</b>	<b>2,673</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800

## b) Indicadores financieros

### SORIANA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	1.59	1.82	1.70	1.98	1.73	2.06
Valor Libro p/ Accion \$	17.74	19.37	21.07	22.37	24.11	25.78
Ventas p/ Accion \$	49.24	52.06	54.59	58.12	58.35	56.57
EBITDA p/ Accion \$	3.60	3.96	3.82	4.13	4.19	3.92
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	6,889,293,000	5,609,920,000	3,105,806,000	1,409,294,000	282,441,000	-2,672,849,000
Deuda Total Bruta \$	9,028,653,000	7,696,589,000	6,187,918,000	2,744,301,000	1,948,391,000	0
Deuda Bruta / Act Tt %	13.70	11.10	8.40	3.70	2.50	0.00
Deuda Bruta / Pat Neto %	28.30	22.10	16.30	6.80	4.50	0.00
Deuda Neta / Patr Neto %	21.60	16.10	8.20	3.50	0.70	-5.80
EBIT / Deuda Bruta %	49.80	65.70	78.40	197.10	285.30	-
EBIT / Deuda Neta %	65.30	90.20	156.30	383.90	1,967.90	-186.20
EBIT / Gast Fin Net x	-6.80	-16.60	-11.60	-27.00	-20.10	-10.70
Deuda Bruta / Ebitda x	1.40	1.10	0.90	0.40	0.30	0.00
Deuda neta / Ebitda x	1.10	0.80	0.50	0.20	0.00	-0.40
Deuda CP / Deuda Total %	39.10	28.50	100.00	100.00	100.00	-
Kd nom (costo deuda) %	6.80	6.20	7.90	4.80	8.40	19.50
Pasivo Tt / Activo Tt %	51.40	49.60	48.80	45.90	45.00	42.50
Pasivo Tot / Patr Neto %	105.80	98.50	95.40	84.70	81.90	74.00
Pasivo Tt / Ventas %	38.10	36.70	36.80	32.60	33.90	33.70
Activo Fijo / Pat Neto %	117.80	112.60	107.50	105.00	100.90	96.20
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	0.90	0.90	0.80	0.90	1.00	1.10
Liquidez Acida x	0.30	0.30	0.30	0.30	0.40	0.40
Capital de Trabajo \$	-2,764,273,000	-1,082,707,000	-4,182,976,000	-2,504,002,000	144,429,000	2,286,113,000
Capital Employed \$	49,791,688,000	51,562,099,000	53,877,714,000	53,811,154,000	57,336,543,000	58,427,392,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	57	61	64	59	65	73
Plazo Promed Proved dias	73	76	85	77	82	90
Plazo Promed Cobro(dias)	6	7	9	11	14	10
Ciclo Financiero (dias)	-11	-8	-13	-8	-3	-7
Ciclo Operativo (dias)	63	68	72	70	79	83
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	6,483,669,000	7,136,105,000	6,872,657,000	7,425,539,000	7,533,855,000	7,060,300,000
EBITDA Operativo \$	6,483,669,000	7,136,105,000	6,872,657,000	7,425,539,000	7,533,853,000	7,060,300,000
UtilAntesImp + DespFin \$	3,183,773,000	4,409,198,000	4,035,036,000	5,004,080,000	5,049,436,000	4,114,524,000
Rotacion del Actv x	1.30	1.40	1.30	1.40	1.30	1.30
Rotacion del PatNt x	2.80	2.70	2.60	2.60	2.40	2.20
Margen Bruto %	20.60	20.90	20.80	20.60	21.20	22.10
Margen EBIT %	5.10	5.40	4.90	5.20	5.30	4.90
Margen Neto %	3.20	3.50	3.10	3.40	3.00	3.60
Margen Ebitda %	7.30	7.60	7.00	7.10	7.20	6.90
Rentab del Actvo %	4.40	4.70	4.10	4.80	3.90	4.60
Rent Patr (pat final) %	9.00	9.40	8.10	8.80	7.20	8.00
Rent Patr (pat prom) %	9.40	9.80	8.40	9.10	7.50	8.20
Rent Patr (pat inicial)%	9.80	10.30	8.80	9.40	7.70	8.50
ROIC (IC fin) %	6.30	6.90	6.40	6.90	6.70	6.00
ROIC (IC prom) %	6.20	7.00	6.50	7.00	6.90	6.00
ROIC (IC inicial) %	6.20	7.10	6.60	7.10	7.10	6.00
Invested Capital \$	47,676,270,000	49,476,246,000	50,796,537,000	52,476,147,000	55,670,593,000	55,754,543,000
Rentabil Invers Perman %	-	-	-	-	-	-
Apalancamiento Financ x	1.70	1.80	1.70	1.70	1.70	1.50
Apalancamiento Operat x	4.10	3.80	4.10	4.00	4.00	4.60
<b>Otros</b>						
Capex \$	1,094,891,000	3,520,437,000	3,436,260,000	3,495,955,000	3,641,320,000	2,920,032,000
Depreciacion y amortiz \$	1,983,744,000	2,076,715,000	2,018,794,000	2,015,958,000	1,975,744,000	2,083,414,000
Capex / Deprec %	55.20	169.50	170.20	173.40	184.30	140.20
Deprec/ ActFij y Intang%	4.00	4.30	4.10	3.90	3.70	3.80

## c) Indicadores de mercado

### SORIANA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	20.60	21.80	19.70	24.90	26.90	19.60
Precio / Valor Libro x	1.80	2.00	1.60	2.20	1.90	1.60
Price Sales Ratio x	0.70	0.80	0.60	0.80	0.80	0.70
Precio / EBITDA x	9.10	10.00	8.80	12.00	11.10	10.30
Precio / Fij Cj Libre x	10.60	32.30	20.40	32.10	53.00	18.20
Utilidad / Precio %	4.90	4.60	5.10	4.00	3.70	5.10
Capitaliz Bursatil \$	59,004,000,000	71,370,000,000	60,354,000,000	88,740,000,000	83,772,000,000	72,540,000,000
Enterprise Value \$	65,893,293,000	76,979,920,000	63,459,806,000	90,149,294,000	84,054,441,000	69,867,151,000
EV / EBITDA de la empr x	10.20	10.80	9.20	12.10	11.20	9.90
EV / EBITDA de la clase x	10.20	10.80	9.20	12.10	11.20	9.90
EV / EBIT de la empr x	14.60	15.20	13.10	16.70	15.10	14.00
EV / EBIT de la clase x	14.60	15.20	13.10	16.70	15.10	14.00

## d) Cotización

### SORIANA

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig SORIANAB	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var cap SORIANAB	Cierre ajust p/var cap en moneda orig SORIANAB
2009	0.00	1.59	32.27
2010	0.00	1.82	39.03
2011	0.00	1.70	33.01
2012	0.28	1.98	48.86
2013	0.00	1.73	46.13
2014	0.39	2.06	40.30





## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### SORIANA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	88,637	93,700	98,263	104,611	105,028	<b>97,913</b>	<b>100,884</b>	<b>99,538</b>	<b>97,971</b>	<b>95,558</b>
		5.71%	4.87%	6.46%	0.40%	-6.77%	3.03%	-1.33%	-1.57%	-2.46%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	3.83%	3.85%	3.78%	3.77%	3.63%	3.38%	3.29%	3.17%	3.05%	2.91%
		0.02%	-0.07%	-0.01%	-0.14%	-0.26%	-0.09%	-0.11%	-0.12%	-0.14%

## g) Supuestos

### SORIANA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	97,913	100,884	99,538	97,971	95,558
- Costo de ventas	77.91%	78.37%	78.14%	78.26%	78.20%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	17.24%	15.60%	15.60%	15.61%	15.60%
+ Otros ingresos/gastos	0.04%	-0.03%	-0.03%	-0.01%	-0.01%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.14%	0.22%	0.20%	0.21%	0.19%
Gasto financiero	0.59%	0.55%	0.54%	0.52%	0.53%
+ Resultado de inversión permanente	0.06%	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	19.11%	30.79%	30.86%	30.78%	30.60%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

#### = Resultado neto

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>24.14%</b>	<b>21.85%</b>	<b>22.21%</b>	<b>22.13%</b>	<b>22.58%</b>
Efectivo e Invers CP	2.62%	2.17%	2.16%	1.96%	2.10%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>55.13%</b>	<b>53.11%</b>	<b>52.97%</b>	<b>53.00%</b>	<b>53.36%</b>
<b>AT</b>	<b>79.27%</b>	<b>74.96%</b>	<b>75.18%</b>	<b>75.14%</b>	<b>75.94%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>21.89%</b>	<b>22.93%</b>	<b>23.28%</b>	<b>22.56%</b>	<b>22.62%</b>
Otros Credit c/Costo CP	0.00%	2.62%	2.68%	1.96%	1.82%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>11.81%</b>	<b>11.79%</b>	<b>11.06%</b>	<b>11.28%</b>	<b>11.47%</b>
Acredores Varios LP	0.00%	1.17%	0.23%	0.28%	0.34%
<b>Capital Contable</b>	<b>45.57%</b>	<b>40.24%</b>	<b>40.84%</b>	<b>41.29%</b>	<b>41.85%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>79.27%</b>	<b>74.96%</b>	<b>75.18%</b>	<b>75.14%</b>	<b>75.94%</b>

#### Estado de flujo de efectivo

DyA	2.05%	1.95%	1.96%	1.99%	1.97%
CapEx	2.87%	3.23%	3.19%	3.09%	3.17%

## h) Pronósticos

### SORIANA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	97,913	100,884	99,538	97,971	95,558
- Costo de ventas	76,287	79,067	77,783	76,671	74,728
<b>= Resultado bruto</b>	<b>21,626</b>	<b>21,817</b>	<b>21,756</b>	<b>21,300</b>	<b>20,831</b>
- Gasto operativo	16,881	15,737	15,530	15,296	14,912
+ Otros ingresos/gastos	40	-31	-28	-14	-9
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>4,786</b>	<b>6,048</b>	<b>6,198</b>	<b>5,990</b>	<b>5,910</b>
+ Resultado integral financiamiento	-446	-335	-332	-309	-325
Ingreso financiero	135	218	204	203	180
Gasto financiero	581	553	536	512	504
+ Resultado de inversión permanente	63	15	27	28	34
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>4,402</b>	<b>5,729</b>	<b>5,893</b>	<b>5,709</b>	<b>5,619</b>
- Impuestos	841	1,764	1,819	1,757	1,720
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	0	0	0	0	0
<b>= Resultado neto</b>	<b>3,561</b>	<b>3,965</b>	<b>4,074</b>	<b>3,952</b>	<b>3,900</b>
t	19.11%	30.79%	30.86%	30.78%	30.60%

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>23,634</b>	<b>22,040</b>	<b>22,108</b>	<b>21,682</b>	<b>21,577</b>
Efectivo e Invers CP	2,570	2,189	2,149	1,923	2,007
<b>Activo no Corriente</b>	<b>53,982</b>	<b>53,584</b>	<b>52,724</b>	<b>51,929</b>	<b>50,994</b>
<b>AT</b>	<b>77,615</b>	<b>75,624</b>	<b>74,832</b>	<b>73,612</b>	<b>72,571</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>21,435</b>	<b>23,134</b>	<b>23,173</b>	<b>22,107</b>	<b>21,616</b>
Otros Credit c/Costo CP	0	2,647	2,667	1,917	1,742
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>11,564</b>	<b>11,897</b>	<b>11,005</b>	<b>11,050</b>	<b>10,961</b>
Acredores Varios LP	0	1,184	234	276	323
<b>Capital Contable</b>	<b>44,615</b>	<b>40,592</b>	<b>40,654</b>	<b>40,455</b>	<b>39,993</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>77,614</b>	<b>75,624</b>	<b>74,832</b>	<b>73,612</b>	<b>72,571</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	-371	-636	-547	-431	-304
-------------	------	------	------	------	------

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	3,944	4,284	4,380	4,233	4,191
DyA	2,003	1,969	1,950	1,945	1,878
CapEx	2,808	3,254	3,172	3,030	3,028
Δ WK non cash	-782	-265	90	116	127
<b>FCCF</b>	<b>3,921</b>	<b>3,264</b>	<b>3,069</b>	<b>3,032</b>	<b>2,915</b>

## i) Cálculo WACC

### SORIANA

Fecha	SORIANAB	IPC	SORIANAB	IPC
dec-08	28.29	22,380		
ene-09	21.89	19,565	-0.23	-0.13
feb-09	19.65	17,752	-0.10	-0.09
mar-09	22.31	19,627	0.14	0.11
abr-09	24.13	21,899	0.08	0.12
may-09	27.07	24,332	0.12	0.11
jun-09	29.13	24,368	0.08	0.00
jul-09	32.55	27,044	0.12	0.11
ago-09	32.03	28,130	-0.02	0.04
set-09	32.79	29,232	0.02	0.04
oct-09	29.22	28,646	-0.11	-0.02
nov-09	31.59	30,957	0.08	0.08
dec-09	32.27	32,120	0.02	0.04
ene-10	29.85	30,392	-0.08	-0.05
feb-10	33.89	31,635	0.14	0.04
mar-10	36.26	33,266	0.07	0.05
abr-10	36.07	32,687	-0.01	-0.02
may-10	34.05	32,039	-0.06	-0.02
jun-10	32.22	31,157	-0.05	-0.03
jul-10	33.08	32,309	0.03	0.04
ago-10	32.16	31,680	-0.03	-0.02
set-10	34.36	33,330	0.07	0.05
oct-10	37.28	35,568	0.08	0.07
nov-10	38.23	36,817	0.03	0.04
dec-10	39.03	38,551	0.02	0.05
ene-11	37.51	36,982	-0.04	-0.04
feb-11	39.39	37,020	0.05	0.00
mar-11	41.75	37,441	0.06	0.01
abr-11	39.09	36,963	-0.06	-0.01
may-11	35.53	35,833	-0.09	-0.03
jun-11	34.57	36,558	-0.03	0.02
jul-11	32.04	35,999	-0.07	-0.02
ago-11	29.64	35,721	-0.07	-0.01
set-11	27.97	33,503	-0.06	-0.06
oct-11	28.51	36,160	0.02	0.08
nov-11	32.49	36,829	0.14	0.02
dec-11	33.01	37,078	0.02	0.01
ene-12	32.19	37,423	-0.02	0.01
feb-12	32.74	37,817	0.02	0.01
mar-12	36.45	39,521	0.11	0.05
abr-12	36.57	39,461	0.00	-0.00
may-12	37.45	37,873	0.02	-0.04
jun-12	41.26	40,200	0.10	0.06
jul-12	39.37	40,704	-0.05	0.01
ago-12	38.97	39,422	-0.01	-0.03
set-12	41.52	40,867	0.07	0.04
oct-12	43.61	41,620	0.05	0.02
nov-12	45.46	41,834	0.04	0.01
dec-12	48.86	43,706	0.07	0.04
ene-13	48.79	45,278	-0.00	0.04
feb-13	43.62	44,121	-0.11	-0.03
mar-13	47.92	44,077	0.10	-0.00
abr-13	49.55	42,263	0.03	-0.04
may-13	46.58	41,588	-0.06	-0.02
jun-13	48.17	40,623	0.03	-0.02
jul-13	42.43	40,838	-0.12	0.01
ago-13	41.20	39,492	-0.03	-0.03
set-13	42.17	40,185	0.02	0.02
oct-13	41.75	41,039	-0.01	0.02
nov-13	41.91	42,499	0.00	0.04
dec-13	46.13	42,727	0.10	0.01

#### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	298	323	312	427	221
Otros gastos financieros	219	167	162	44	230
Resultado antes impuest	5,204	5,282	5,238	5,255	5,326
Impuesto a las gananc	1,647	1,678	1,646	1,653	2,209

#### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	6,187,918,000	7,085,171,000	5,198,423,000	6,445,790,000	2,744,301,000
D	6,188	7,085	5,198	6,446	2,744

Beta	1.16				
CETES 360	3.64%				
Rp	6.50%				
Ke	11.20%				
Kd	5.77%				
Tasa i	8.69%				
t	33.58%				
D	1,948	2.27%			
E	83,772	97.73%			
WACC	11.08%				

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

SORIANA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		3,921	3,264	3,069	3,032	2,915
					<b>VT</b>	<b>99,474</b>
<b>WACC</b>	<b>7.08%</b>					
<b>g</b>	<b>4.03%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	3,921	3,264	3,069	3,032	102,388
	<b>VP</b>	3,662	2,847	2,499	2,306	72,739
	<b>84,054</b>					
- Deuda	1,948					
+ efectivo	1,666					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>83,772</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>		<b>83,772</b>
No acciones	1,800					
<b>= VPA</b>	<b>47</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

SORIANA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		3,921	3,264	3,069	3,032	2,915
					<b>VT</b>	<b>149,464</b>
<b>WACC</b>	<b>7.08%</b>					
<b>g</b>	<b>5.03%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	3,921	3,264	3,069	3,032	152,379
	<b>VP</b>	3,662	2,847	2,499	2,306	108,253
	<b>119,568</b>					
- Deuda	1,948					
+ efectivo	1,666					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>119,286</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>		<b>83,772</b>
No acciones	1,800					
<b>= VPA</b>	<b>66</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

SORIANA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		3,921	3,264	3,069	3,032	3,578
					<b>VT</b>	<b>122,106</b>
<b>WACC</b>	<b>7.08%</b>					
<b>g</b>	<b>4.03%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	3,921	3,264	3,069	3,032	125,684
	<b>VP</b>	3,662	2,847	2,499	2,306	89,289
<b>EV</b>	<b>100,604</b>					
- Deuda	1,948					
+ efectivo	1,666					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>100,322</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>83,772</b>
No acciones	1,800					
<b>= VPA</b>	<b>56</b>					

## IV. Valuación Wal-Mart

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

WAL-MART													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>133,139</b>	<b>194,808</b>	<b>225,026</b>	<b>222,286</b>	<b>230,262</b>	<b>246,081</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>49,991</b>	<b>71,948</b>	<b>91,748</b>	<b>82,449</b>	<b>87,312</b>	<b>95,835</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>48,246</b>	<b>61,423</b>	<b>77,460</b>	<b>78,647</b>	<b>82,649</b>	<b>90,452</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>39,913</b>	<b>50,726</b>	<b>66,595</b>	<b>62,164</b>	<b>65,721</b>	<b>75,528</b>
Efectivo e Invers CP	19,483	24,661	25,166	28,163	21,129	28,048	Deudas Financieras CP	0	260	0	0	0	0
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	0	0	0	0	0	0
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	262	596	526	608	851	692
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	30,378	38,000	50,854	44,770	47,609	52,710
Activ Financ Mant Vcmt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	1,728	1,454	2,081	2,425	1,596	3,407
Cuentas por cobrar CP	2,806	3,433	5,290	6,638	8,291	1,736	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	1,512	627	2,289
Clientes	2,806	3,433	5,290	7,101	8,856	1,829	Otros impuestos p/ pagar	1,728	1,454	2,081	912	969	1,118
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	-463	-566	-93	Otros Pasivos CP	7,545	10,417	13,134	14,362	15,665	18,719
Otr cuent por cobrar CP	2,734	3,444	5,825	3,739	4,488	4,647	Interes por Pagar	0	0	0	0	0	0
Otras cuentas por cob CP	2,734	3,444	5,825	3,798	4,565	4,801	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	-59	-77	-155	Otr ingresos difer circ	0	0	0	761	786	1,179
Inventario	22,520	29,023	40,163	39,092	43,795	47,175	Beneficios a Empleados	16	18	19	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	0	0	0	0	0	Provisiones CP	0	0	0	598	606	599
Otros Activos CP	703	862	1,016	1,016	4,946	8,847	Pas s/ act ncor a ven CP	-	0	0	0	966	5,771
Gast pagados por antic	703	862	1,016	890	795	729	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	7,529	10,399	13,115	13,003	13,307	11,170
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	3,933	7,988							
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0							
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0							
Otros Activos	0	0	0	126	219	129							
<b>Activo no Corriente</b>	<b>84,893</b>	<b>133,384</b>	<b>147,567</b>	<b>143,638</b>	<b>147,613</b>	<b>155,628</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>10,079</b>	<b>21,222</b>	<b>25,153</b>	<b>20,286</b>	<b>21,590</b>	<b>20,307</b>
Document por Cobrar LP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	0	0	0	0	0	0
Inversiones	0	0	0	0	207	74	Bonos y papeles comer LP	0	0	0	0	0	0
Inv en Empresas Relac	0	0	0	0	0	0	Acredores Varios LP	4,451	13,533	16,387	12,639	13,247	12,570
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	207	74	Impuestos Diferidos LP	5,476	6,955	7,866	6,589	6,852	5,822
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Otras obligaciones	151	735	900	1,058	1,492	1,915
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Prop, planta y equi neto	84,893	102,300	116,680	117,377	121,083	125,996	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	82,237	97,323	112,003	122,216	127,190	133,576	Beneficios Empleados LP	151	735	900	1,058	972	1,305
Maquinarias y Equipos	0	0	0	0	0	0	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otros Equipos	33,138	40,347	45,398	47,721	49,386	54,738	Pas s/ act ncor a ven LP	-	0	0	0	0	0
Amortiz y Deprec Acum	-32,349	-37,563	-44,311	-55,589	-58,106	-65,802	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construcciones en Proc	1,866	2,193	3,590	3,029	2,612	3,484	Otros LP	0	0	0	0	520	610
Propiedades de inversion	0	0	0	0	0	0							
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	<b>PATRIMONIO</b>	<b>83,148</b>	<b>122,860</b>	<b>133,279</b>	<b>139,837</b>	<b>142,951</b>	<b>150,246</b>
Intangibles neto	0	31,084	30,887	25,928	25,957	29,115	Int min(part no control)	0	329	316	136	20	23
Creditos Comerciales CP	0	29,768	29,768	24,745	24,745	28,020	Patrimonio neto	83,148	122,531	132,962	139,701	142,930	150,223
Marcas	0	0	0	609	620	677	Capital social	23,428	52,161	51,924	45,960	45,778	45,524
Derechos y licencias	0	0	0	416	446	281	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	-1,561	-1,998	-1,994	-2,578	-2,746	-3,134
Otros	0	1,316	1,119	158	146	136	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Otro capital contribuido	0	0	0	0	0	0
Otros ativos nocorriente	0	0	0	333	366	444	Utilid reten (perd acum)	61,304	71,897	81,341	96,157	99,501	102,351
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	4,718	4,718	5,696	5,786	6,949	8,085
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	0	0	0	0	0	0
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	39,780	47,629	53,391	67,096	69,835	63,840
Act ncurr dis p/venta LP	-	0	0	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	16,806	19,550	22,254	23,275	22,717	30,426
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Exceso Actizc Pat Neto	-22	470	1,692	163	398	5,482
Otros Activos LP	0	0	0	333	366	444	Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
							Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-270	-213	-371
							Efecto Acum p/Conversion	-22	470	1,692	433	611	5,853
							Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	0	0	0	0	0	0
							Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0



## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### WAL-MART

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>270,451</b>	<b>335,857</b>	<b>380,907</b>	<b>412,060</b>	<b>423,823</b>	<b>440,988</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	0	0	0
Venta de bienes	270,451	335,857	380,907	407,844	420,577	437,658
Ingresos por Interes	0	0	0	943	0	0
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	790	840	965
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	2,483	2,406	2,365
<b>Costo de Ventas</b>	<b>211,851</b>	<b>261,798</b>	<b>297,208</b>	<b>321,833</b>	<b>330,874</b>	<b>343,369</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>58,600</b>	<b>74,059</b>	<b>83,699</b>	<b>90,228</b>	<b>92,948</b>	<b>97,619</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>36,332</b>	<b>47,015</b>	<b>53,620</b>	<b>58,541</b>	<b>61,318</b>	<b>64,010</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>22,268</b>	<b>27,044</b>	<b>30,079</b>	<b>31,687</b>	<b>31,630</b>	<b>33,609</b>
Otros ingresos (gastos)	88	126	-71	-265	6	1,107
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>22,356</b>	<b>27,170</b>	<b>30,007</b>	<b>31,422</b>	<b>31,636</b>	<b>34,716</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>662</b>	<b>460</b>	<b>191</b>	<b>401</b>	<b>-16</b>	<b>-154</b>
Tot ingresos financieros	934	1,210	1,297	1,221	1,140	1,106
Ingresos Financieros	934	1,149	1,297	650	538	481
Util por fluct cambiaria	0	61	0	9	55	62
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	561	547	564
Total gastos financieros	272	750	1,106	820	1,156	1,260
Gastos Financieros	0	11	11	0	0	0
Perd por fluct cambiaria	11	0	3	0	0	0
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	-59	0	0	0	0
Otros gastos financieros	261	797	1,093	820	1,156	1,260
Result Inver Permanent	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>23,018</b>	<b>27,630</b>	<b>30,198</b>	<b>31,823</b>	<b>31,620</b>	<b>34,562</b>
Impuesto a las gananc	6,212	8,066	7,940	9,237	9,632	9,521
I.S.R.	6,252	7,723	7,158	8,737	9,162	10,864
I.S.R. Diferido	-40	343	781	500	470	-1,342
<b>Result despues de Imp</b>	<b>16,806</b>	<b>19,564</b>	<b>22,258</b>	<b>22,586</b>	<b>21,989</b>	<b>25,041</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	683	724	5,394
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>16,806</b>	<b>19,564</b>	<b>22,258</b>	<b>23,269</b>	<b>22,713</b>	<b>30,435</b>
Int min(part no control)	0	14	5	-7	-4	9
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>16,806</b>	<b>19,550</b>	<b>22,254</b>	<b>23,275</b>	<b>22,717</b>	<b>30,426</b>
Depreciacion Operativa	4,646	6,249	7,336	8,063	8,669	9,279
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>16,806</b>	<b>19,564</b>	<b>22,258</b>	<b>23,269</b>	<b>22,713</b>	<b>30,435</b>
Total otr partid integr	0	0	0	-1,477	235	5,084
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-218	57	-158
Efecto acum p/conversion	0	0	0	-1,259	178	5,242
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>16,806</b>	<b>19,564</b>	<b>22,258</b>	<b>21,792</b>	<b>22,948</b>	<b>35,519</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	-7	-4	9
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>16,806</b>	<b>19,564</b>	<b>22,258</b>	<b>21,798</b>	<b>22,952</b>	<b>35,510</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### WAL-MART

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>23,018</b>	<b>27,630</b>	<b>30,198</b>	<b>31,823</b>	<b>31,620</b>	<b>34,562</b>
Partidas s/Impac en Efec	0	0	0	0	0	0
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Provision el Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas N/Realiza	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>5,046</b>	<b>6,955</b>	<b>8,257</b>	<b>8,232</b>	<b>8,690</b>	<b>8,373</b>
Depreciacion y amortiz	4,646	6,249	7,336	8,393	8,690	9,279
Util(Per)Vta Inmu Maq Eq	193	457	624	47	188	255
Perdida por Deterioro	0	0	0	122	0	585
Part Asocia Negoc Conjun	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	0	0	0	-673	-540	-481
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	206	249	297	343	352	-1,266
<b>Part Relac Ativ Financiam</b>	<b>261</b>	<b>797</b>	<b>1,093</b>	<b>1,100</b>	<b>1,156</b>	<b>1,212</b>
Intereses Devengados	261	797	1,093	1,100	1,156	1,212
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	0	0	0
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>28,325</b>	<b>35,382</b>	<b>39,548</b>	<b>41,155</b>	<b>41,466</b>	<b>44,147</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>-2,008</b>	<b>-6,516</b>	<b>-7,017</b>	<b>-12,489</b>	<b>-13,470</b>	<b>-4,586</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	-1,779	-835	-4,097	1,046	-2,169	2,734
Dec(inc) inventarios	288	-3,400	-10,520	-202	-4,803	-2,790
De/Inc en Otr Ctas x Cob	-171	-166	38	34	-274	204
Incr(decr) proveedores	3,372	4,043	12,101	-5,532	2,888	4,417
Incr(decr) otros pasivos	803	1,955	2,071	846	886	1,487
Impues Utilid Paga/Devue	-4,522	-8,113	-6,609	-8,680	-9,997	-10,639
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>26,317</b>	<b>28,866</b>	<b>32,531</b>	<b>28,666</b>	<b>27,996</b>	<b>39,561</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-10,108</b>	<b>-13,571</b>	<b>-18,479</b>	<b>-13,329</b>	<b>-13,623</b>	<b>-5,522</b>
Inver Acc c/Carat Perman	0	117	-13	-190	-348	-18
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	975	510	-1,437
Compra de Bienes de Uso	-9,735	-13,130	-18,352	-14,660	-13,987	-12,691
Venta de activos fijos	122	127	179	515	182	120
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	0	0	0
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	8,744
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	0	0	0	673	540	481
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	-496	-685	-294	-643	-520	-721
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-8,054</b>	<b>-10,040</b>	<b>-14,582</b>	<b>-11,992</b>	<b>-20,737</b>	<b>-27,244</b>
Financiamientos Bancario	0	0	0	0	0	0
Financiamient Bursatiles	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	0	-6	-261	0	0	0
Amort Financiam Bursatil	0	0	0	0	0	0
Amortiz Otr Financiamt	-505	-819	-1,207	-1,292	-1,353	-1,605
Inc.Desc en Capit Social	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-5,040	-5,743	-9,659	-9,612	-16,056	-21,643
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	-2,509	-3,472	-3,455	-1,088	-3,328	-3,996
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>8,155</b>	<b>5,256</b>	<b>-530</b>	<b>3,345</b>	<b>-6,365</b>	<b>6,796</b>
Difere Cambi Efect Equiv	-22	-77	1,035	-348	-669	122
Efec Eq Efe Prin Periodo	11,350	19,483	24,661	25,166	28,163	21,129
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>19,483</b>	<b>24,661</b>	<b>25,166</b>	<b>28,163</b>	<b>21,129</b>	<b>28,048</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	8,435	17,883	17,747	17,722	17,627	17,507

## b) Indicadores financieros

### WAL-MART

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	1.00	1.11	1.25	1.31	1.28	1.74
Valor Libro p/ Accion \$	4.93	6.85	7.49	7.88	8.11	8.58
Ventas p/ Accion \$	16.03	19.04	21.37	23.22	23.95	25.18
EBITDA p/ Accion \$	1.60	1.89	2.09	2.24	2.28	2.51
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	-14,769,945,000	-10,272,968,000	-8,253,335,000	-14,917,002,000	-7,032,065,000	-14,786,130,000
Deuda Total Bruta \$	4,712,771,000	14,388,082,000	16,913,051,000	13,246,227,000	14,097,426,000	13,261,718,000
Deuda Bruta / Act Tt %	3.50	7.40	7.50	6.00	6.10	5.40
Deuda Bruta / Patr Neto %	5.70	11.70	12.70	9.50	9.90	8.80
Deuda Neta / Patr Neto %	-17.80	-8.40	-6.20	-10.70	-4.90	-9.80
EBIT / Deuda Bruta %	474.40	188.80	177.40	237.20	224.40	261.80
EBIT / Deuda Neta %	-151.40	-264.50	-363.60	-210.60	-449.90	-234.80
EBIT / Gast Fin Net x	33.80	59.10	157.10	78.40	-2,009.40	-225.40
Deuda Bruta / Ebitda x	0.20	0.40	0.50	0.30	0.30	0.30
Deuda neta / Ebitda x	-0.50	-0.30	-0.20	-0.40	-0.20	-0.30
Deuda CP / Deuda Total %	5.60	5.90	3.10	4.60	6.00	5.20
Kd nom (costo deuda) %	0.30	0.20	0.10	0.00	0.00	0.00
Pasivo Tt / Activo Tt %	37.50	36.90	40.80	37.10	37.90	38.90
Pasivo Tot / Patr Neto %	60.10	58.60	68.80	59.00	61.10	63.80
Pasivo Tt / Ventas %	18.50	21.40	24.10	20.00	20.60	21.70
Activo Fijo / Patr Neto %	102.10	83.30	87.50	83.90	84.70	83.90
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	1.20	1.20	1.20	1.30	1.30	1.20
Liquidez Acida x	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
Capital de Trabajo \$	8,333,819,000	10,697,720,000	10,865,177,000	16,483,807,000	16,927,672,000	14,924,150,000
Capital Employed \$	93,226,552,000	144,341,609,000	158,431,846,000	160,122,161,000	164,540,733,000	170,552,505,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	38	40	49	44	48	50
Plazo Promed Proved dias	52	52	62	50	52	55
Plazo Promed Cobro(dias)	4	4	5	6	7	1
Ciclo Financiero (dias)	-10	-9	-8	-1	3	-4
Ciclo Operativo (dias)	42	44	54	50	55	51
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	27,002,504,000	33,419,360,000	37,343,389,000	39,814,800,000	40,325,830,000	43,995,410,000
EBITDA Operativo \$	27,002,504,000	33,419,360,000	37,343,389,000	39,484,975,000	40,305,463,000	43,995,410,000
UtilAntesImp + DespFin \$	23,680,472,000	28,090,170,000	30,389,062,000	32,223,576,000	31,604,648,000	34,408,128,000
Rotacion del Actv x	2.00	1.70	1.70	1.90	1.80	1.80
Rotacion del PatNt x	3.30	2.70	2.90	2.90	3.00	2.90
Margen Bruto %	21.70	22.10	22.00	21.90	21.90	22.10
Margen EBIT %	8.30	8.10	7.90	7.60	7.50	7.90
Margen Neto %	6.20	5.80	5.80	5.60	5.40	6.90
Margen Ebitda %	10.00	10.00	9.80	9.70	9.50	10.00
Rentab del Actvo %	12.60	10.00	9.90	10.50	9.90	12.40
Rent Patr (pat final) %	20.20	15.90	16.70	16.60	15.90	20.30
Rent Patr (pat prom) %	21.40	19.00	17.40	17.00	16.10	20.80
Rent Patr (pat inicial)%	22.60	23.50	18.10	17.50	16.20	21.30
ROIC (IC fin) %	20.20	15.10	15.00	15.90	14.70	16.20
ROIC (IC prom) %	20.50	18.70	15.80	15.80	15.30	16.20
ROIC (IC inicial) %	20.70	24.60	16.70	15.70	16.00	16.10
Invested Capital \$	74,005,475,000	120,276,082,000	133,791,451,000	132,566,636,000	144,261,975,000	143,196,690,000
Rentabil Invers Perman %	-	-	-	-	-	-
Apalancamiento Financ x	1.70	1.60	1.70	1.60	1.60	1.60
Apalancamiento Operat x	2.60	2.70	2.80	2.80	2.90	2.90
<b>Otros</b>						
Capex \$	9,612,165,000	12,885,466,000	18,185,832,000	13,359,261,000	13,642,855,000	5,281,516,000
Depreciacion y amortiz \$	4,646,212,000	6,249,058,000	7,336,249,000	8,393,098,000	8,689,694,000	9,279,214,000
Capex / Deprec %	206.90	206.20	247.90	159.20	157.00	56.90
Deprec/ ActFij y Intang%	5.90	7.40	5.50	5.70	6.10	6.30

## c) Indicadores de mercado

### WAL-MART

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	29.50	32.00	30.60	32.30	26.70	18.30
Precio / Valor Libro x	6.00	5.20	5.10	5.40	4.20	3.70
Price Sales Ratio x	1.80	1.90	1.80	1.80	1.40	1.30
Precio / EBITDA x	18.30	18.70	18.30	18.90	15.00	12.60
Precio/ Fij Cj Libre x	29.60	39.10	47.50	49.10	42.20	16.20
Utilidad / Precio %	3.40	3.10	3.30	3.10	3.70	5.50
Capitaliz Bursatil \$	495,115,740,830	633,763,951,200	678,471,348,030	750,155,110,720	603,907,904,580	555,310,592,350
Enterprise Value \$	480,345,795,830	623,819,540,200	670,534,189,030	735,373,824,720	596,896,213,580	540,547,707,350
EV / EBITDA de la empr x	17.80	18.70	18.00	18.50	14.80	12.30
EV / EBITDA de la clase x	17.80	18.40	18.00	18.50	14.90	12.30
EV / EBIT de la empr x	21.50	23.00	22.30	23.40	18.90	15.60
EV / EBIT de la clase x	21.50	22.70	22.40	23.40	18.90	15.60

## d) Cotización

### WAL-MART

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig WALMEX	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var cap WALMEX	Cierre ajust p/var cap en moneda orig WALMEX
2009	0.31	1.00	26.62
2010	0.35	1.11	32.51
2011	0.55	1.25	35.61
2012	0.55	1.31	40.01
2013	0.92	1.28	33.18
2014	0.93	1.74	31.60



## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### WAL-MART

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	270,451	335,857	380,907	412,060	423,823	424,027	466,986	485,984	502,758	519,967
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
Vtas/ Retail	11.68%	5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
		2.11%	0.86%	0.21%	-0.20%	-0.04%	0.59%	0.28%	0.17%	0.16%

## g) Supuestos

### WAL-MART

<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ventas	424,027	466,986	485,984	502,758	519,967
- Costo de ventas	77.86%	78.00%	78.01%	78.01%	77.99%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	14.52%	14.25%	14.30%	14.35%	14.38%
+ Otros ingresos/gastos	0.25%	0.04%	0.04%	0.05%	0.08%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.25%	0.30%	0.29%	0.28%	0.28%
Gasto financiero	0.29%	0.25%	0.26%	0.25%	0.27%
+ Resultado de inversión permanente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	27.55%	28.50%	28.37%	28.78%	28.73%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado neto</b>					
<b>t</b>					
<b>Estado de situación financiera resumen</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>20.51%</b>	<b>19.54%</b>	<b>19.80%</b>	<b>19.69%</b>	<b>19.81%</b>
Efectivo e Invers CP	6.36%	6.43%	6.24%	6.17%	6.04%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>35.29%</b>	<b>36.69%</b>	<b>36.08%</b>	<b>35.55%</b>	<b>35.69%</b>
<b>AT</b>	<b>55.80%</b>	<b>56.23%</b>	<b>55.88%</b>	<b>55.24%</b>	<b>55.50%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>17.13%</b>	<b>16.06%</b>	<b>16.25%</b>	<b>16.01%</b>	<b>16.19%</b>
Otros Credit c/Costo CP	0.16%	0.18%	0.16%	0.17%	0.17%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>4.60%</b>	<b>5.51%</b>	<b>5.35%</b>	<b>5.10%</b>	<b>5.13%</b>
Acredores Varios LP	2.85%	3.47%	3.36%	3.18%	3.20%
<b>Capital Contable</b>	<b>34.07%</b>	<b>34.66%</b>	<b>34.28%</b>	<b>34.13%</b>	<b>34.17%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>55.80%</b>	<b>56.23%</b>	<b>55.88%</b>	<b>55.24%</b>	<b>55.50%</b>
<b>Estado de flujo de efectivo</b>					
DyA	2.10%	2.00%	2.02%	2.04%	2.04%
CapEx	1.25%	3.32%	3.17%	2.84%	2.76%

## h) Pronósticos

### WAL-MART

<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ventas	424,027	466,986	485,984	502,758	519,967
- Costo de ventas	330,163	364,260	379,131	392,203	405,531
<b>= Resultado bruto</b>	<b>93,864</b>	<b>102,726</b>	<b>106,854</b>	<b>110,555</b>	<b>114,436</b>
- Gasto operativo	61,548	66,560	69,515	72,143	74,760
+ Otros ingresos/gastos	1,064	193	205	273	406
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>33,381</b>	<b>36,360</b>	<b>37,544</b>	<b>38,686</b>	<b>40,082</b>
+ Resultado integral financiamiento	-148	230	153	140	73
Ingreso financiero	1,063	1,417	1,419	1,419	1,453
Gasto financiero	1,212	1,187	1,266	1,279	1,381
+ Resultado de inversión permanente	0	0	0	0	0
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>33,233</b>	<b>36,589</b>	<b>37,697</b>	<b>38,826</b>	<b>40,155</b>
- Impuestos	9,155	10,429	10,693	11,175	11,537
+ Operación discontinua	5,187	0	0	0	0
- Int Min	9	5	2	1	3
<b>= Resultado neto</b>	<b>29,256</b>	<b>26,155</b>	<b>27,002</b>	<b>27,651</b>	<b>28,615</b>
t	27.55%	28.50%	28.37%	28.78%	28.73%
<b>Estado de situación financiera resumen</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>86,973</b>	<b>91,270</b>	<b>96,204</b>	<b>98,982</b>	<b>102,995</b>
Efectivo e Invers CP	26,969	30,008	30,338	31,019	31,389
<b>Activo no Corriente</b>	<b>149,643</b>	<b>171,322</b>	<b>175,349</b>	<b>178,727</b>	<b>185,563</b>
<b>AT</b>	<b>236,616</b>	<b>262,592</b>	<b>271,553</b>	<b>277,709</b>	<b>288,558</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>72,623</b>	<b>75,004</b>	<b>78,986</b>	<b>80,476</b>	<b>84,188</b>
Otros Credit c/Costo CP	665	839	800	854	907
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>19,526</b>	<b>25,726</b>	<b>25,985</b>	<b>25,618</b>	<b>26,675</b>
Acredores Varios LP	12,087	16,228	16,349	15,970	16,630
<b>Capital Contable</b>	<b>144,467</b>	<b>161,863</b>	<b>166,582</b>	<b>171,615</b>	<b>177,696</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>236,616</b>	<b>262,593</b>	<b>271,554</b>	<b>277,709</b>	<b>288,559</b>
<b>Estado de situación financiera análisis</b>					
Wk non cash	-11,954	-12,904	-12,321	-11,659	-11,675
<b>Estado de flujo de efectivo</b>					
EBITDA	42,303	45,679	47,373	48,952	50,705
NOPAT	24,226	25,930	26,850	27,511	28,545
DyA	8,922	9,319	9,829	10,266	10,622
CapEx	5,310	15,498	15,426	14,272	14,349
Δ WK non cash	-8,733	-950	583	662	-16
<b>FCFF</b>	<b>36,571</b>	<b>20,701</b>	<b>20,671</b>	<b>22,843</b>	<b>24,835</b>



## i) Cálculo WACC

### WAL-MART

Fecha	WALMEX	IPC	WALMEX	IPC
dec-08	16.52	22,380		
ene-09	13.38	19,565	-0.19	-0.13
feb-09	12.68	17,752	-0.05	-0.09
mar-09	14.77	19,627	0.16	0.11
abr-09	17.07	21,899	0.16	0.12
may-09	17.55	24,332	0.03	0.11
jun-09	17.67	24,368	0.01	0.00
jul-09	20.38	27,044	0.15	0.11
ago-09	21.46	28,130	0.05	0.04
set-09	21.29	29,232	-0.01	0.04
oct-09	21.32	28,646	0.00	-0.02
nov-09	24.03	30,957	0.13	0.08
dec-09	26.62	32,120	0.11	0.04
ene-10	26.30	30,392	-0.01	-0.05
feb-10	28.88	31,635	0.10	0.04
mar-10	28.62	33,266	-0.01	0.05
abr-10	26.29	32,687	-0.08	-0.02
may-10	26.39	32,039	0.00	-0.02
jun-10	26.27	31,157	-0.00	-0.03
jul-10	26.97	32,309	0.03	0.04
ago-10	27.07	31,680	0.00	-0.02
set-10	28.97	33,330	0.07	0.05
oct-10	30.98	35,568	0.07	0.07
nov-10	32.21	36,817	0.04	0.04
dec-10	32.51	38,551	0.01	0.05
ene-11	30.91	36,982	-0.05	-0.04
feb-11	31.75	37,020	0.03	0.00
mar-11	32.68	37,441	0.03	0.01
abr-11	33.59	36,963	0.03	-0.01
may-11	32.79	35,833	-0.02	-0.03
jun-11	32.31	36,558	-0.01	0.02
jul-11	30.16	35,999	-0.07	-0.02
ago-11	30.53	35,721	0.01	-0.01
set-11	29.77	33,503	-0.02	-0.06
oct-11	32.05	36,160	0.08	0.08
nov-11	34.37	36,829	0.07	0.02
dec-11	35.61	37,078	0.04	0.01
ene-12	37.51	37,423	0.05	0.01
feb-12	37.33	37,817	-0.00	0.01
mar-12	40.11	39,521	0.07	0.05
abr-12	35.21	39,461	-0.12	-0.00
may-12	32.77	37,873	-0.07	-0.04
jun-12	33.79	40,200	0.03	0.06
jul-12	35.61	40,704	0.05	0.01
ago-12	33.26	39,422	-0.07	-0.03
set-12	34.23	40,867	0.03	0.04
oct-12	36.55	41,620	0.07	0.02
nov-12	38.35	41,834	0.05	0.01
dec-12	40.01	43,706	0.04	0.04
ene-13	38.96	45,278	-0.03	0.04
feb-13	37.93	44,121	-0.03	-0.03
mar-13	38.19	44,077	0.01	-0.00
abr-13	37.23	42,263	-0.02	-0.04
may-13	36.35	41,588	-0.02	-0.02
jun-13	35.15	40,623	-0.03	-0.02
jul-13	33.68	40,838	-0.04	0.01
ago-13	30.87	39,492	-0.08	-0.03
set-13	33.17	40,185	0.07	0.02
oct-13	32.68	41,039	-0.01	0.02
nov-13	33.55	42,499	0.03	0.04
dec-13	33.18	42,727	-0.01	0.01

#### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos financieros	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	820	798	769	754	1,156
Resultado antes impuest	31,823	32,432	32,474	32,794	31,620
Impuesto a las gananc	9,237	9,440	9,395	9,651	9,632

#### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	16,913,051,000	16,961,740,000	17,808,119,000	17,762,943,000	13,246,227,000
D	16,913	16,962	17,808	17,763	13,246

Beta	1.08	
CETES 360	3.64%	
Rp	6.50%	
Ke	10.65%	
Kd	3.67%	
Tasa i	5.20%	
t	29.39%	
D	14,097	2.28%
E	603,908	97.72%
WACC	10.49%	

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

WAL-MART						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		36,571	20,701	20,671	22,843	24,835
					<b>VT</b>	<b>672,869</b>
<b>WACC</b>	<b>6.49%</b>					
<b>g</b>	<b>2.70%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	36,571	20,701	20,671	22,843	697,704
	<b>VP</b>	34,342	18,254	17,116	17,761	509,424
	<b>596,897</b>					
- Deuda	14,098					
+ efectivo	21,129					
- int min	20					
<b>= Equity Value</b>	<b>603,908</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>603,908</b>
No acciones	17,627					
<b>= VPA</b>	<b>34</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

WAL-MART						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		36,571	20,701	20,671	22,843	24,835
					<b>VT</b>	<b>922,892</b>
<b>WACC</b>	<b>6.49%</b>					
<b>g</b>	<b>3.70%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	36,571	20,701	20,671	22,843	947,727
	<b>VP</b>	34,342	18,254	17,116	17,761	691,976
	<b>779,450</b>					
- Deuda	14,098					
+ efectivo	21,129					
- int min	20					
<b>= Equity Value</b>	<b>786,461</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>603,908</b>
No acciones	17,627					
<b>= VPA</b>	<b>45</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

WAL-MART						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		36,571	20,701	20,671	22,843	28,540
					<b>VT</b>	<b>773,272</b>
<b>WACC</b>	<b>6.49%</b>					
<b>g</b>	<b>2.70%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	36,571	20,701	20,671	22,843	801,812
	<b>VP</b>	34,342	18,254	17,116	17,761	585,438
<b>EV</b>	<b>672,911</b>					
- Deuda	14,098					
+ efectivo	21,129					
- int min	20					
<b>= Equity Value</b>	<b>679,922</b>					
No acciones	17,627					
<b>= VPA</b>	<b>39</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>603,908</b>	

## V. Valuación Elektra

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

ELEKTRA													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>119,230</b>	<b>119,955</b>	<b>177,508</b>	<b>165,179</b>	<b>174,774</b>	<b>195,898</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>81,808</b>	<b>83,373</b>	<b>110,613</b>	<b>119,682</b>	<b>128,874</b>	<b>141,149</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>109,406</b>	<b>76,506</b>	<b>99,113</b>	<b>127,873</b>	<b>118,107</b>	<b>138,702</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>70,057</b>	<b>73,781</b>	<b>80,609</b>	<b>94,573</b>	<b>102,589</b>	<b>115,333</b>
Efectivo e Invers CP	63,302	47,936	52,381	19,476	19,810	23,116	Deudas Financieras CP	1,105	2,055	1,800	3,750	2,020	207
Inversiones financieras	0	0	0	35,158	34,377	48,848	Bonos y papeles comer CP	2,406	3,577	629	2,740	1,800	1,575
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	967	0	Otros Credit c/Costo CP	56,587	58,146	65,264	74,138	82,989	97,960
Con fines de negociac CP	0	0	0	16,849	25,327	35,956	Proveedores CP	4,423	4,912	5,569	5,029	4,219	4,643
Actv Finan Mant Vont CP	0	0	0	18,309	8,083	12,892	Impuestos por Pagar CP	260	346	532	352	1,826	1,453
Cuentas por cobrar CP	21,989	17,277	27,839	48,016	48,952	49,662	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	74	1,308	1,121
Clientes	21,989	17,277	27,839	55,746	57,595	58,945	Otros impuestos p/ pagar	260	346	532	278	518	333
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	-7,730	-8,643	-9,283	Otros Pasivos CP	5,276	4,745	6,814	8,564	9,736	9,495
Otr cuent por cobrar CP	5,228	5,218	8,099	7,678	7,245	9,857	Interes por Pagar	13	25	259	262	275	275
Otras cuentas por cob CP	5,228	5,218	8,099	7,678	7,245	10,946	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	11	5	182
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	-1,089	Otr ingresos difer circ	0	0	0	158	149	141
Inventario	4,134	5,143	7,608	7,180	6,043	5,906	Beneficios a Empleados	121	37	86	701	728	1,152
Activos Biologicos CP	-	-	-	0	0	0	Provisiones CP	1,319	1,006	942	1,488	1,527	1,318
Otros Activos CP	14,754	932	3,185	10,365	1,679	1,313	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	-	0	0	0
Gast pagados por antic	0	0	0	2,223	1,679	1,313	Operac Discontinua(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	13,571	0	1,788	8,142	0	0	Otros CP	3,824	3,677	5,527	5,944	7,068	6,427
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	0	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>11,134</b>	<b>9,141</b>	<b>28,925</b>	<b>25,108</b>	<b>26,285</b>	<b>25,816</b>
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	161	125	99	950	3,763	291
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer LP	4,207	3,629	10,579	12,891	14,156	16,815
Otros Activos	1,183	932	1,398	0	0	0	Acredores Varios LP	15	15	467	1,063	675	27
<b>Activo no Corriente</b>	<b>9,678</b>	<b>43,264</b>	<b>78,038</b>	<b>37,306</b>	<b>56,667</b>	<b>57,196</b>	Impuestos Diferidos LP	6,496	5,037	17,387	8,572	6,132	6,266
Document por Cobrar LP	0	9,563	11,843	18,013	20,996	18,156	Otras obligaciones	255	335	393	1,632	1,558	2,417
Inversiones	1,893	2,592	2,527	3,895	4,317	4,348	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	214	298	1,347
Inv en Empresas Relac	1,893	2,592	2,527	3,895	4,317	4,348	Otros ingresos diferidos	0	0	0	246	210	180
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Beneficios Empleados LP	255	335	393	529	593	615
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Provisiones LP	0	0	0	56	47	25
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	-	0	0	0
Prop, planta y equi neto	6,534	5,941	5,935	6,922	7,431	7,103	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	3,371	3,223	2,859	2,679	2,746	2,730	Otros LP	0	0	0	587	410	251
Maquinarias y Equipos	511	674	742	751	893	872							
Otros Equipos	8,819	8,603	9,362	15,908	18,481	20,301	<b>PATRIMONIO</b>	<b>37,422</b>	<b>36,582</b>	<b>66,895</b>	<b>45,497</b>	<b>45,900</b>	<b>54,748</b>
Amortiz y Deprec Acum	-6,166	-6,558	-7,028	-12,416	-14,689	-16,799	Int min(part no control)	19	41	100	105	107	109
Construcciones en Proc	0	0	0	0	0	0	Patrimonio neto	37,402	36,541	66,795	45,392	45,793	54,639
Propiedades de inversion	0	0	0	206	203	272	Capital social	800	800	800	566	566	566
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	Recompra de Acciones	-632	-1,360	-2,398	-5,279	-4,117	-4,035
Intangibles neto	848	848	848	7,279	7,311	7,738	Sobreprecio Venta Acc	3,881	3,822	4,994	4,218	3,094	2,538
Creditos Comerciales CP	848	848	848	5,016	5,219	5,826	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Marcas	0	0	0	1,206	1,217	1,371	Otro capital contribuido	3,329	3,329	3,329	0	0	0
Derechos y licencias	0	0	0	628	608	493	Utilid reten (perd acum)	29,709	29,782	59,396	45,735	45,494	52,825
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	160	160	160	160	160	160
Otros	0	0	0	430	267	48	Otras Reservas	0	0	0	8,190	8,190	8,190
Impuestos Diferidos	0	0	0	248	494	752	Result Ejerci Anteriores	24,604	29,159	29,202	56,608	36,317	37,144
Otros ativos nocorriente	402	24,319	56,885	743	15,915	18,827	Utilidad del Ejercicio	4,945	463	30,034	-19,224	827	7,330
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Instr Finan Derivados LP	0	9,268	42,043	0	4,515	7,199	Exceso Actlzc Pat Neto	315	169	674	152	756	2,746
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
Act ncurr dis p/venta LP	-	-	-	81	82	-	Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	78	-41
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	-	Efecto Acum p/Conversion	377	154	674	152	545	2,887
Activos Diferidos	0	0	0	229	150	163	Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Otros Activos LP	402	15,051	14,841	432	11,168	11,455	Efe Acum p/Val Inst Fina	-62	-25	0	0	0	0
							Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	134	-100
							Result p/Impuest Diferid	0	40	0	0	0	0

## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### ELEKTRA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>43,122</b>	<b>43,690</b>	<b>52,019</b>	<b>69,179</b>	<b>70,423</b>	<b>74,082</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	2,872	3,028	5,221
Venta de bienes	43,122	43,690	52,019	21,276	16,881	18,079
Ingresos por Interes	0	0	0	41,739	46,515	47,158
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	0	0	0
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	3,292	3,998	3,624
<b>Costo de Ventas</b>	<b>22,555</b>	<b>20,612</b>	<b>24,297</b>	<b>29,864</b>	<b>29,050</b>	<b>32,744</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>20,567</b>	<b>23,077</b>	<b>27,722</b>	<b>39,316</b>	<b>41,373</b>	<b>41,337</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>16,920</b>	<b>18,354</b>	<b>21,197</b>	<b>30,111</b>	<b>34,385</b>	<b>34,682</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>3,647</b>	<b>4,723</b>	<b>6,525</b>	<b>9,204</b>	<b>6,988</b>	<b>6,656</b>
Otros ingresos (gastos)	-406	395	-394	-19	-37	-867
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>3,241</b>	<b>5,117</b>	<b>6,131</b>	<b>9,185</b>	<b>6,951</b>	<b>5,789</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>3,840</b>	<b>-5,530</b>	<b>37,295</b>	<b>-37,646</b>	<b>-6,481</b>	<b>3,347</b>
Tot ingresos financieros	5,082	755	38,620	765	451	4,844
Ingresos Financieros	551	635	757	765	451	481
Util por fluct cambiaria	0	0	433	0	0	397
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	74
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	3,501
Otros Productos Financie	4,532	120	37,429	0	0	391
Total gastos financieros	1,242	6,285	1,325	38,411	6,932	1,497
Gastos Financieros	1,136	1,122	1,325	1,783	1,625	1,497
Perd por fluct cambiaria	107	247	0	49	194	0
Perdida por derivados	0	0	0	6,234	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	28,186	3,571	0
Otros gastos financieros	0	4,917	0	2,158	1,543	0
Result Inver Permanent	240	539	55	503	289	126
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>7,322</b>	<b>127</b>	<b>43,480</b>	<b>-27,957</b>	<b>759</b>	<b>9,262</b>
Impuesto a las gananc	1,980	-366	13,402	-8,837	70	1,616
I.S.R.	1,693	1,088	1,052	1,737	1,793	1,473
I.S.R. Diferido	287	-1,454	12,351	-10,573	-1,722	143
<b>Result despues de Imp</b>	<b>5,342</b>	<b>493</b>	<b>30,078</b>	<b>-19,121</b>	<b>689</b>	<b>7,647</b>
Operac descontinuadas	-397	0	0	-99	140	-314
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>4,945</b>	<b>493</b>	<b>30,078</b>	<b>-19,219</b>	<b>829</b>	<b>7,333</b>
Int min(part no control)	0	29	44	5	2	2
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>4,945</b>	<b>463</b>	<b>30,034</b>	<b>-19,224</b>	<b>827</b>	<b>7,330</b>
Depreciacion Operativa	1,989	2,054	1,760	2,321	2,894	2,829
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>4,945</b>	<b>493</b>	<b>30,078</b>	<b>-19,219</b>	<b>829</b>	<b>7,333</b>
Total otr partid integr	0	0	0	-368	604	1,990
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	78	-119
Efecto acum p/conversion	0	0	0	-368	392	2,342
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	134	-233
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>4,945</b>	<b>493</b>	<b>30,078</b>	<b>-19,587</b>	<b>1,432</b>	<b>9,322</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	5	2	2
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>4,945</b>	<b>493</b>	<b>30,078</b>	<b>-19,592</b>	<b>1,431</b>	<b>9,320</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### ELEKTRA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	7,322	127	43,480	-27,957	759	9,262
Partidas s/Impac en Efec	1,129	7,303	-31,862	8,802	10,689	12,611
Estimacion del Ejercicio	3,575	2,309	3,485	8,439	10,227	11,804
Provision el Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas N/Realiza	-2,446	4,994	-35,347	364	462	807
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>-819</b>	<b>785</b>	<b>-722</b>	<b>1,073</b>	<b>2,153</b>	<b>2,385</b>
Depreciacion y amortiz	1,989	2,054	1,760	2,321	2,894	2,829
Util(Per)Vta Inmu Maq Eq	5	0	0	0	0	0
Perdida por Deterioro	0	26	338	20	0	164
Part Asocia Negoc Conjun	-240	-539	-55	-503	-289	-126
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-551	-635	-757	-765	-451	-481
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	-2,021	-120	-2,008	0	0	0
<b>Part Relac Activ Financiam</b>	<b>1,136</b>	<b>1,122</b>	<b>1,325</b>	<b>36,204</b>	<b>5,196</b>	<b>-2,078</b>
Intereses Devengados	1,136	1,122	1,325	1,783	1,625	1,497
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	0	0	0
Operac fin de derivados	0	0	0	34,421	3,571	-3,575
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>8,768</b>	<b>9,337</b>	<b>12,221</b>	<b>18,122</b>	<b>18,797</b>	<b>22,181</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>10,827</b>	<b>-8,301</b>	<b>-11,917</b>	<b>-18,908</b>	<b>-3,509</b>	<b>2,995</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	799	-7,160	-16,326	-28,491	-13,583	-9,963
Dec(inc) inventarios	181	-1,009	-2,465	428	1,137	654
De/Inc en Otr Ctas x Cob	-72	-428	-2,288	785	1,284	-680
Incr(decr) proveedores	810	489	657	-539	-806	235
Incr(decr) otros pasivos	9,758	223	8,947	9,587	10,181	15,473
Impues Utilid Paga/Devue	-649	-416	-441	-678	-1,721	-2,724
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>19,595</b>	<b>1,035</b>	<b>304</b>	<b>-787</b>	<b>15,288</b>	<b>25,175</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-87</b>	<b>-1,164</b>	<b>1,156</b>	<b>1,085</b>	<b>-13,516</b>	<b>-16,314</b>
Inver Acc c/Carat Perman	-552	-313	678	-1,009	0	0
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-1,457	-1,758	-2,346	-3,261	-3,290	-2,290
Venta de activos fijos	16	0	0	0	0	0
Inversiones temporales	0	0	0	14,866	-9,955	-14,705
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	-144	-187	-120
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	-9,973	-516	-452
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	262	0	0	0
Intereses Cobrados	1,905	556	2,562	741	395	374
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	352	0	-136	38	878
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-1,512</b>	<b>-754</b>	<b>2,985</b>	<b>2,052</b>	<b>-1,438</b>	<b>-5,643</b>
Financiamientos Bancario	0	950	350	4,414	3,843	3,682
Financiamient Bursatiles	2,000	1,000	4,579	6,418	6,500	4,075
Otros Financiamientos	0	0	533	622	24	44
Amort Financia Bancarios	-1,639	-37	-631	-2,148	-2,761	-8,965
Amort Financiam Bursatil	-361	-406	-577	-1,629	-6,240	-2,553
Amortiz Otr Financiamient	-557	-156	0	0	-277	-928
Inc.Desc en Capit Social	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-365	-390	-435	-484	-1,067	0
Prima Venta de Acciones	374	-60	1,172	-9	-1,124	-556
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-906	-928	-968	-1,886	-1,562	-1,434
Recompra de Acciones	-58	-728	-1,038	-2,881	1,162	82
Otras Partidas	0	0	0	-366	65	911
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>17,995</b>	<b>-882</b>	<b>4,445</b>	<b>2,351</b>	<b>335</b>	<b>3,219</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	0	87
Efec Eq Efe Prin Periodo	45,307	48,818	47,936	17,125	19,476	19,810
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>63,302</b>	<b>47,936</b>	<b>52,381</b>	<b>19,476</b>	<b>19,810</b>	<b>23,116</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	245	243	242	237	237	236

## b) Indicadores financieros

### ELEKTRA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	20.21	1.90	123.54	-80.24	3.49	30.96
Valor Libro p/ Accion \$	152.87	150.13	275.79	191.44	193.05	231.15
Ventas p/ Accion \$	176.25	179.04	213.97	288.75	296.90	312.85
EBITDA p/ Accion \$	21.38	29.39	32.46	48.03	41.51	36.39
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	1,178,753,000	19,611,015,000	26,457,192,000	76,056,637,000	85,592,221,000	93,758,407,000
Deuda Total Bruta \$	64,481,166,000	67,546,879,000	78,838,387,000	95,532,322,000	105,402,537,000	116,874,426,000
Deuda Bruta / Act Tt %	54.10	56.30	44.40	57.80	60.30	59.70
Deuda Bruta / Patr Neto %	172.30	184.60	117.90	210.00	229.60	213.50
Deuda Neta / Patr Neto %	3.10	53.60	39.60	167.20	186.50	171.30
EBIT / Deuda Bruta %	5.00	7.60	7.80	9.60	6.60	5.00
EBIT / Deuda Neta %	275.00	26.10	23.20	12.10	8.10	6.20
EBIT / Gast Fin Net x	0.80	-0.90	0.20	-0.20	-1.10	1.70
Deuda Bruta / Ebitda x	12.30	9.40	10.00	8.30	10.70	13.60
Deuda neta / Ebitda x	0.20	2.70	3.40	6.60	8.70	10.90
Deuda CP / Deuda Total %	93.20	94.40	85.90	84.40	82.40	85.30
Kd nom (costo deuda) %	2.30	2.10	2.00	2.30	1.90	1.40
Pasivo Tt / Activo Tt %	68.60	69.50	62.30	72.50	73.70	72.10
Pasivo Tot / Patr Neto %	218.60	227.90	165.40	263.10	280.80	257.80
Pasivo Tt / Ventas %	189.70	190.80	212.60	173.00	183.00	190.50
Activo Fijo / Patr Neto %	17.50	16.20	8.90	15.20	16.20	13.00
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	1.60	1.00	1.20	1.40	1.20	1.20
Liquidez Acida x	1.50	1.00	1.10	1.30	1.10	1.20
Capital de Trabajo \$	39,349,086,000	2,725,051,000	18,503,926,000	33,299,490,000	15,518,422,000	23,369,040,000
Capital Employed \$	52,683,448,000	51,806,314,000	99,328,565,000	77,095,792,000	76,004,584,000	82,346,965,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	66	90	113	87	75	65
Plazo Promed Proved dias	71	86	83	61	52	51
Plazo Promed Cobro(dias)	184	142	193	250	250	241
Ciclo Financiero (dias)	179	146	223	276	273	255
Ciclo Operativo (dias)	250	232	305	336	325	306
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	5,230,079,000	7,171,173,000	7,890,678,000	11,506,643,000	9,844,935,000	8,617,535,000
EBITDA Operativo \$	5,230,079,000	7,171,173,000	7,890,678,000	11,506,643,000	9,844,935,000	8,617,535,000
UtilAntesImp + DespFin \$	11,162,239,000	-5,403,475,000	80,774,990,000	-65,603,088,000	-5,721,954,000	12,609,814,000
Rotacion del Actv x	0.40	0.40	0.30	0.40	0.40	0.40
Rotacion del PatNt x	1.20	1.20	0.80	1.50	1.50	1.40
Margen Bruto %	47.70	52.80	53.30	56.80	58.70	55.80
Margen EBIT %	7.50	11.70	11.80	13.30	9.90	7.80
Margen Neto %	11.50	1.10	57.80	-27.80	1.20	9.90
Margen Ebitda %	12.10	16.40	15.20	16.60	14.00	11.60
Rentab del Actvo %	4.10	0.40	16.90	-11.60	0.50	3.70
Rent Patr (pat final) %	13.20	1.30	45.00	-42.20	1.80	13.40
Rent Patr (pat prom) %	14.10	1.30	58.10	-34.20	1.80	14.60
Rent Patr (pat inicial) %	15.00	1.30	82.20	-28.70	1.80	16.00
ROIC (IC fin) %	4.70	5.50	3.70	6.40	4.40	3.60
ROIC (IC prom) %	4.50	6.30	4.70	5.90	4.60	3.60
ROIC (IC inicial) %	4.40	7.50	6.60	5.50	4.80	3.70
Invested Capital \$	45,981,184,000	62,041,041,000	112,470,497,000	96,861,777,000	105,063,235,000	108,617,529,000
Rentabil Invers Perman %	12.70	20.80	2.20	12.90	6.70	2.90
Apalancamiento Financ x	14.30	0.30	-11.10	-3.80	0.40	6.60
Apalancamiento Operat x	5.60	4.90	4.20	4.30	5.90	6.20
<b>Otros</b>						
Capex \$	1,992,304,000	2,071,093,000	1,667,556,000	14,386,995,000	3,993,527,000	2,861,173,000
Depreciacion y amortiz \$	1,988,713,000	2,053,701,000	1,760,148,000	2,321,232,000	2,894,113,000	2,828,655,000
Capex / Deprec %	100.20	100.80	94.70	619.80	138.00	101.10
Deprec/ ActFij y Intang%	25.10	27.80	25.90	34.20	20.40	19.20

## c) Indicadores de mercado

### ELEKTRA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	31.80	275.40	11.20	-6.90	127.40	18.20
Precio / Valor Libro x	4.20	3.50	5.00	2.90	2.30	2.40
Price Sales Ratio x	3.60	2.90	6.50	1.90	1.50	1.80
Precio / EBITDA x	30.10	17.80	42.70	11.50	10.70	15.50
Precio/ Flj Cj Libre x	8.90	-123.20	-247.10	-8.70	9.30	6.00
Utilidad / Precio %	3.10	0.40	8.90	-14.60	0.80	5.50
Capitaliz Bursatil \$	157,225,187,970	127,260,201,440	335,612,547,260	130,478,965,690	105,429,639,180	133,064,345,220
Enterprise Value \$	158,423,379,970	146,912,473,450	362,170,236,260	206,640,976,700	191,129,072,190	226,932,138,220
EV / EBITDA de la empr x	30.30	20.50	45.90	18.00	19.40	26.30
EV / EBITDA dela clase x	30.30	20.50	46.10	18.10	19.40	26.40
EV / EBIT de la empr x	48.90	28.70	59.10	22.50	27.50	39.20
EV / EBIT de la clase x	48.90	28.80	59.30	22.70	27.50	39.30

## d) Cotización

### ELEKTRA

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var	Cierre ajust p/var cap en moneda orig
	ELEKTRA	ELEKTRA	ELEKTRA
2009	1.50	20.21	631.67
2010	1.60	1.90	515.25
2011	1.80	123.54	1,370.40
2012	2.00	-80.24	545.11
2013	4.50	3.49	444.47
2014	0.00	30.96	562.93





## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### ELEKTRA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	43,122	43,690	52,019	69,179	70,423	71,233	79,063	85,674	92,370	97,080
		1.32%	19.06%	32.99%	1.80%	1.15%	10.99%	8.36%	7.82%	5.10%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	1.86%	1.79%	2.00%	2.49%	2.44%	2.46%	2.57%	2.73%	2.88%	2.95%
		-0.07%	0.21%	0.49%	-0.06%	0.02%	0.12%	0.16%	0.15%	0.08%

## g) Supuestos

### ELEKTRA

<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ventas	71,233	79,063	85,674	92,370	97,080
- Costo de ventas	44.20%	44.50%	43.97%	43.42%	43.47%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	46.82%	44.39%	44.86%	45.68%	46.11%
+ Otros ingresos/gastos	-1.17%	-0.22%	-0.45%	-0.38%	-0.45%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	6.54%	16.85%	19.88%	9.00%	10.58%
Gasto financiero	2.02%	16.86%	17.36%	20.32%	13.28%
+ Resultado de inversión permanente	0.17%	0.53%	0.39%	0.45%	0.39%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	17.45%	-39.37%	9.95%	5.77%	0.60%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.00%	0.03%	0.03%	0.01%	0.02%
<b>= Resultado neto</b>					
<b>t</b>					
<b>Estado de situación financiera resumen</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>187.23%</b>	<b>181.09%</b>	<b>182.28%</b>	<b>180.63%</b>	<b>179.79%</b>
Efectivo e Invers CP	31.20%	59.58%	49.55%	39.32%	41.56%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>77.21%</b>	<b>92.35%</b>	<b>90.93%</b>	<b>78.98%</b>	<b>83.99%</b>
<b>AT</b>	<b>264.43%</b>	<b>273.44%</b>	<b>273.21%</b>	<b>259.61%</b>	<b>263.77%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>155.68%</b>	<b>152.38%</b>	<b>149.08%</b>	<b>147.91%</b>	<b>150.15%</b>
Otros Credit c/Costo CP	134.64%	130.11%	126.94%	126.30%	128.25%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>34.85%</b>	<b>37.62%</b>	<b>40.75%</b>	<b>37.37%</b>	<b>37.58%</b>
Acredores Varios LP	23.13%	20.23%	22.54%	22.77%	23.01%
<b>Capital Contable</b>	<b>73.90%</b>	<b>83.43%</b>	<b>83.38%</b>	<b>74.33%</b>	<b>76.04%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>264.43%</b>	<b>273.44%</b>	<b>273.21%</b>	<b>259.61%</b>	<b>263.77%</b>
<b>Estado de flujo de efectivo</b>					
DyA	3.82%	3.87%	3.71%	3.77%	3.86%
CapEx	22.02%	2.66%	2.66%	2.66%	2.66%

## h) Pronósticos

### ELEKTRA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	71,233	79,063	85,674	92,370	97,080
- Costo de ventas	31,485	35,184	37,667	40,105	42,198
<b>= Resultado bruto</b>	<b>39,748</b>	<b>43,879</b>	<b>48,007</b>	<b>52,266</b>	<b>54,882</b>
- Gasto operativo	33,348	35,092	38,434	42,197	44,768
+ Otros ingresos/gastos	-834	-175	-382	-354	-441
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>5,566</b>	<b>8,612</b>	<b>9,191</b>	<b>9,714</b>	<b>9,674</b>
+ Resultado integral financiamiento	3,218	-10	2,155	-10,456	-2,622
Ingreso financiero	4,658	13,323	17,028	8,315	10,273
Gasto financiero	1,439	13,333	14,873	18,772	12,894
+ Resultado de inversión permanente	121	419	333	411	377
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>8,906</b>	<b>9,020</b>	<b>11,679</b>	<b>-331</b>	<b>7,429</b>
- Impuestos	1,554	-3,551	1,162	-19	45
+ Operación discontinua	-302	0	0	0	0
- Int Min	2	26	22	13	15
<b>= Resultado neto</b>	<b>7,048</b>	<b>12,546</b>	<b>10,495</b>	<b>-325</b>	<b>7,369</b>

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>133,367</b>	<b>143,171</b>	<b>156,167</b>	<b>166,848</b>	<b>174,537</b>
Efectivo e Invers CP	22,227	47,106	42,454	36,324	40,344
<b>Activo no Corriente</b>	<b>54,996</b>	<b>73,015</b>	<b>77,905</b>	<b>72,951</b>	<b>81,534</b>
<b>AT</b>	<b>188,363</b>	<b>216,186</b>	<b>234,072</b>	<b>239,799</b>	<b>256,071</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>110,897</b>	<b>120,476</b>	<b>127,725</b>	<b>136,621</b>	<b>145,761</b>
Otros Credit c/Costo CP	95,906	102,871	108,755	116,665	124,507
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>24,823</b>	<b>29,744</b>	<b>34,915</b>	<b>34,517</b>	<b>36,485</b>
Acredores Varios LP	16,474	15,991	19,315	21,032	22,342
<b>Capital Contable</b>	<b>52,642</b>	<b>65,966</b>	<b>71,432</b>	<b>68,660</b>	<b>73,824</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>188,363</b>	<b>216,185</b>	<b>234,072</b>	<b>239,798</b>	<b>256,070</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	96,149	78,460	94,744	110,569	112,939
-------------	--------	--------	--------	---------	---------

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	4,012	12,163	8,030	9,733	9,629
DyA	2,720	3,063	3,177	3,485	3,744
CapEx	15,687	2,106	2,283	2,461	2,586
Δ WK non cash	16,806	-17,689	16,284	15,825	2,370
<b>FCFF</b>	<b>-25,760</b>	<b>30,808</b>	<b>-7,360</b>	<b>-5,068</b>	<b>8,416</b>

## i) Cálculo WACC

### ELEKTRA

Fecha	ELEKTRA	IPC	ELEKTRA	IPC
dec-08	569.87	22,380		
ene-09	318.18	19,565	-0.44	-0.13
feb-09	297.62	17,752	-0.06	-0.09
mar-09	461.02	19,627	0.55	0.11
abr-09	572.03	21,899	0.24	0.12
may-09	679.34	24,332	0.19	0.11
jun-09	588.33	24,368	-0.13	0.00
jul-09	672.06	27,044	0.14	0.11
ago-09	497.30	28,130	-0.26	0.04
set-09	525.10	29,232	0.06	0.04
oct-09	526.99	28,646	0.00	-0.02
nov-09	562.29	30,957	0.07	0.08
dec-09	631.67	32,120	0.12	0.04
ene-10	652.53	30,392	0.03	-0.05
feb-10	656.58	31,635	0.01	0.04
mar-10	617.34	33,266	-0.06	0.05
abr-10	577.25	32,687	-0.06	-0.02
may-10	494.75	32,039	-0.14	-0.02
jun-10	510.98	31,157	0.03	-0.03
jul-10	497.32	32,309	-0.03	0.04
ago-10	416.27	31,680	-0.16	-0.02
set-10	435.28	33,330	0.05	0.05
oct-10	456.55	35,568	0.05	0.07
nov-10	493.66	36,817	0.08	0.04
dec-10	515.25	38,551	0.04	0.05
ene-11	496.83	36,982	-0.04	-0.04
feb-11	497.53	37,020	0.00	0.00
mar-11	505.14	37,441	0.02	0.01
abr-11	518.41	36,963	0.03	-0.01
may-11	528.19	35,833	0.02	-0.03
jun-11	596.05	36,558	0.13	0.02
jul-11	845.48	35,999	0.42	-0.02
ago-11	1,016.12	35,721	0.20	-0.01
set-11	1,046.35	33,503	0.03	-0.06
oct-11	1,012.25	36,160	-0.03	0.08
nov-11	1,328.29	36,829	0.31	0.02
dec-11	1,370.40	37,078	0.03	0.01
ene-12	1,128.24	37,423	-0.18	0.01
feb-12	1,107.72	37,817	-0.02	0.01
mar-12	1,194.35	39,521	0.08	0.05
abr-12	798.30	39,461	-0.33	-0.00
may-12	505.87	37,873	-0.37	-0.04
jun-12	534.99	40,200	0.06	0.06
jul-12	622.98	40,704	0.16	0.01
ago-12	527.63	39,422	-0.15	-0.03
set-12	523.08	40,867	-0.01	0.04
oct-12	534.48	41,620	0.02	0.02
nov-12	540.12	41,834	0.01	0.01
dec-12	545.11	43,706	0.01	0.04
ene-13	587.41	45,278	0.08	0.04
feb-13	524.60	44,121	-0.11	-0.03
mar-13	482.06	44,077	-0.08	-0.00
abr-13	520.69	42,263	0.08	-0.04
may-13	469.14	41,588	-0.10	-0.02
jun-13	426.83	40,623	-0.09	-0.02
jul-13	460.59	40,838	0.08	0.01
ago-13	434.19	39,492	-0.06	-0.03
set-13	415.25	40,185	-0.04	0.02
oct-13	437.94	41,039	0.05	0.02
nov-13	468.08	42,499	0.07	0.04
dec-13	444.47	42,727	-0.05	0.01

### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	1,783	1,780	1,666	1,647	1,625
Otros gastos financieros	2,158	3,142	2,012	2,662	1,543
Resultado antes impuest	-27,957	-23,556	1,496	-112	759
Impuesto a las gananc	-8,837	-7,624	-623	-969	70

### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	78,838,387,000	79,699,070,000	86,330,765,000	87,097,514,000	95,532,322,000
D	78,838	79,699	86,331	87,098	95,532

Beta	1.72	
CETES 360	3.64%	
Rp	6.50%	
Ke	14.80%	
Kd	2.98%	
Tasa i	4.68%	
t	36.42%	
D	105,403	49.99%
E	105,430	50.01%
WACC	8.89%	

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

ELEKTRA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		-25,760	30,808	-7,360	-5,068	8,416
					VT	243,245
<b>WACC</b>	4.89%					
<b>g</b>	1.38%					
	<b>FCFF Total</b>	-25,760	30,808	-7,360	-5,068	251,662
	<b>VP</b>	-24,559	28,004	-6,378	-4,187	198,250
<b>EV</b>	<b>191,130</b>					
- Deuda	105,403					
+ efectivo	19,810					
- int min	107					
<b>= Equity Value</b>	<b>105,430</b>					
					Dic-13	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>105,430</b>
No acciones	237					
<b>= VPA</b>	<b>445</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

ELEKTRA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		-25,760	30,808	-7,360	-5,068	8,416
					VT	343,597
<b>WACC</b>	4.89%					
<b>g</b>	2.38%					
	<b>FCFF Total</b>	-25,760	30,808	-7,360	-5,068	352,013
	<b>VP</b>	-24,559	28,004	-6,378	-4,187	277,304
<b>EV</b>	<b>270,183</b>					
- Deuda	105,403					
+ efectivo	19,810					
- int min	107					
<b>= Equity Value</b>	<b>184,483</b>					
					Dic-13	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>105,430</b>
No acciones	237					
<b>= VPA</b>	<b>778</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

ELEKTRA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		-25,760	30,808	-7,360	-5,068	9,096
					<b>VT</b>	<b>262,885</b>
<b>WACC</b>	<b>4.89%</b>					
<b>g</b>	<b>1.38%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	-25,760	30,808	-7,360	-5,068	271,981
	<b>VP</b>	-24,559	28,004	-6,378	-4,187	214,257
<b>EV</b>	<b>207,137</b>					
- Deuda	105,403					
+ efectivo	19,810					
- int min	107					
<b>= Equity Value</b>	<b>121,437</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>105,430</b>
No acciones	237					
<b>= VPA</b>	<b>512</b>					

## VI. Valuación Gfamsa

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

GFAMSA													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>22,604</b>	<b>25,668</b>	<b>28,294</b>	<b>29,070</b>	<b>32,943</b>	<b>35,162</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>14,237</b>	<b>16,682</b>	<b>19,091</b>	<b>20,780</b>	<b>23,999</b>	<b>24,846</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>19,068</b>	<b>21,735</b>	<b>24,265</b>	<b>23,874</b>	<b>27,058</b>	<b>28,171</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>13,077</b>	<b>14,049</b>	<b>15,135</b>	<b>13,398</b>	<b>15,038</b>	<b>15,352</b>
Efectivo e Invers CP	1,706	1,114	1,451	1,529	1,509	1,701	Deudas Financieras CP	1,396	523	456	1,065	1,666	1,496
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	1,494	1,672	1,558	1,519	2,643	1,634
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	7,377	8,907	10,436	8,382	8,416	10,135
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	1,729	2,064	1,896	1,563	1,601	1,306
Actv Finan Mant Vcmr CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	314	214	201	212	259	241
Cuentas por cobrar CP	14,131	16,572	18,972	18,546	21,641	22,562	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	27	21	24
Clientes	14,131	16,572	18,972	19,582	22,938	24,313	Otros impuestos p/ pagar	314	214	201	185	238	217
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	-1,035	-1,297	-1,751	Otros Pasivos CP	767	669	588	657	453	540
Otr cuent por cobrar CP	1,112	1,830	1,830	1,841	1,733	1,787	Interes por Pagar	18	140	173	172	38	42
Otras cuentas por cob CP	1,112	1,830	1,830	1,841	1,733	1,787	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	0	Otr ingresos difer circ	0	0	0	239	234	222
Inventario	2,118	2,218	2,011	1,951	2,174	2,121	Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	-	-	0	0	0	Provisiones CP	74	75	62	49	79	138
Otros Activos CP	0	0	0	8	0	0	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	-	0	0	0
Gast pagados por antic	0	0	0	8	0	0	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	675	454	353	197	102	138
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	0	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>1,160</b>	<b>2,633</b>	<b>3,956</b>	<b>7,382</b>	<b>8,961</b>	<b>9,494</b>
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	10	16	13	10	60	66
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer LP	1,000	2,470	3,790	3,554	3,177	4,601
Otros Activos	0	0	0	0	0	0	Acredores Varios LP	0	0	0	3,617	5,514	4,616
<b>Activo no Corriente</b>	<b>3,434</b>	<b>3,864</b>	<b>3,972</b>	<b>5,196</b>	<b>5,885</b>	<b>6,991</b>	Otros obligaciones	150	147	153	202	211	211
Document por Cobrar LP	0	0	0	669	526	857	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Inversiones	0	0	0	0	0	0	Otros ingresos diferidos	0	0	0	116	118	104
Inv en Empresas Relac	0	0	0	0	0	0	Beneficios Empleados LP	150	147	153	85	93	107
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	-	0	0	0
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Prop, planta y equi neto	2,732	2,562	2,486	2,370	2,568	2,441	Otros LP	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	3,094	3,126	3,359	3,158	3,204	3,506	<b>PATRIMONIO</b>	<b>8,367</b>	<b>8,986</b>	<b>9,203</b>	<b>8,290</b>	<b>8,944</b>	<b>10,316</b>
Maquinarias y Equipos	41	41	41	41	41	41	Int min(part no control)	17	21	23	26	29	30
Otros Equipos	1,773	1,816	1,960	1,801	1,773	1,893	Patrimonio neto	8,350	8,965	9,179	8,264	8,915	10,286
Amortiz y Deprec Acum	-2,194	-2,474	-2,943	-2,766	-2,657	-3,002	Capital social	2,473	2,473	2,473	1,458	1,458	1,709
Construcciones en Proc	18	52	70	136	207	2	Recompa de Acciones	0	0	0	0	0	62
Propiedades de inversion	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	3,068	3,068	3,068	2,778	2,778	3,877
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Intangibles neto	241	241	241	300	315	276	Otro capital contribuido	110	110	110	0	0	0
Creditos Comerciales CP	241	241	241	241	241	241	Utilid reten (perd acum)	2,893	3,598	3,704	4,382	5,040	4,621
Marcas	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	255	260	296	301	302	336
Derechos y licencias	0	0	0	58	74	35	Otras Reservas	511	521	591	602	605	671
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	2,029	2,112	2,712	3,027	3,345	3,087
Otros	0	0	0	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	97	706	106	323	658	397
Impuestos Diferidos	364	1,001	1,182	1,548	1,811	2,356	Otros	0	0	0	130	130	130
Otros ativos nocorriente	98	60	62	309	665	1,060	Exceso Actzr Pat Neto	-194	-284	-176	-355	-361	17
Pagos anticipados	0	0	0	0	365	480	Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-2	2	2
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Efecto Acum p/Conversion	219	129	237	60	50	15
Act ncur dis p/venta LP	-	-	-	0	0	0	Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	0	Efe Acum p/Val Inst Fina	0	0	0	0	0	0
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Otros Activos LP	97	60	62	309	300	579	Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	-413	-413	-413	-413	-413	0



## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### GFAMSA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>14,947</b>	<b>14,993</b>	<b>15,295</b>	<b>14,124</b>	<b>15,048</b>	<b>14,856</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	0	0	0
Venta de bienes	14,947	14,993	15,295	10,446	10,643	10,666
Ingresos por Interes	0	0	0	3,677	4,405	4,190
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	0	0	0
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	0	0	0
<b>Costo de Ventas</b>	<b>7,355</b>	<b>7,361</b>	<b>7,336</b>	<b>7,536</b>	<b>8,143</b>	<b>8,065</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>7,592</b>	<b>7,632</b>	<b>7,959</b>	<b>6,587</b>	<b>6,904</b>	<b>6,791</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>6,469</b>	<b>6,325</b>	<b>6,667</b>	<b>5,183</b>	<b>5,493</b>	<b>5,659</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>1,123</b>	<b>1,307</b>	<b>1,292</b>	<b>1,404</b>	<b>1,411</b>	<b>1,132</b>
Otros ingresos (gastos)	2	-111	-54	71	8	37
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>1,125</b>	<b>1,196</b>	<b>1,238</b>	<b>1,475</b>	<b>1,420</b>	<b>1,170</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-1,236</b>	<b>-1,079</b>	<b>-1,315</b>	<b>-658</b>	<b>-985</b>	<b>-1,101</b>
Tot ingresos financieros	16	10	1	64	2	2
Ingresos Financieros	16	3	1	2	2	2
Util por fluct cambiaria	0	6	0	62	0	0
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	1,251	1,089	1,316	722	987	1,103
Gastos Financieros	1,125	1,089	1,213	722	932	887
Perd por fluct cambiaria	126	0	103	0	55	215
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0	0
Result Inver Permanent	0	-6	103	0	0	0
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>-110</b>	<b>111</b>	<b>26</b>	<b>817</b>	<b>434</b>	<b>69</b>
Impuesto a las gananc	-210	-592	-185	-107	-226	-331
I.S.R.	415	33	20	55	25	42
I.S.R. Diferido	-625	-625	-205	-162	-252	-373
<b>Result despues de Imp</b>	<b>100</b>	<b>703</b>	<b>211</b>	<b>924</b>	<b>660</b>	<b>399</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	-598	0	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>100</b>	<b>703</b>	<b>211</b>	<b>326</b>	<b>660</b>	<b>399</b>
Int min(part no control)	2	4	3	3	3	2
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>97</b>	<b>699</b>	<b>209</b>	<b>323</b>	<b>658</b>	<b>397</b>
Depreciacion Operativa	431	395	405	314	287	386
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>100</b>	<b>703</b>	<b>211</b>	<b>326</b>	<b>660</b>	<b>399</b>
Total otr partid integr	0	0	0	-50	-7	-35
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-2	4	0
Efecto acum p/conversion	0	0	0	-48	-11	-35
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>100</b>	<b>703</b>	<b>211</b>	<b>275</b>	<b>654</b>	<b>364</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	3	3	2
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>100</b>	<b>703</b>	<b>211</b>	<b>272</b>	<b>651</b>	<b>362</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### GFAMSA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>-110</b>	<b>117</b>	<b>-77</b>	<b>817</b>	<b>434</b>	<b>69</b>
Partidas s/Impac en Efec	1,257	1,104	1,451	1,189	1,323	1,287
Estimacion del Ejercicio	31	27	61	16	38	45
Provision el Ejercicio	1,226	1,077	1,390	1,173	1,284	1,242
Otras Partidas N/Realiza	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>396</b>	<b>377</b>	<b>391</b>	<b>311</b>	<b>284</b>	<b>386</b>
Depreciacion y amortiz	431	395	405	314	287	386
Util(Per)/Vta Inmu Maq Eq	-2	-2	-2	-1	-2	2
Perdida por Deterioro	0	0	0	0	0	0
Part Asocia Negoc Conjun	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-16	-3	-1	-2	-2	-2
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	-17	-12	-11	0	0	0
<b>Part Relac Ativ Financiam</b>	<b>1,125</b>	<b>1,089</b>	<b>1,213</b>	<b>1,199</b>	<b>1,650</b>	<b>2,010</b>
Intereses Devengados	1,125	1,089	1,213	1,312	1,630	1,583
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	-113	19	427
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>2,668</b>	<b>2,687</b>	<b>2,978</b>	<b>3,516</b>	<b>3,690</b>	<b>3,751</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>-3,670</b>	<b>-4,543</b>	<b>-4,090</b>	<b>-2,541</b>	<b>-3,525</b>	<b>-3,637</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	-2,420	-3,518	-3,790	-2,477	-4,236	-3,201
Dec(inc) inventarios	43	-167	158	-309	-224	53
De/Inc en Otr Ctas x Cob	-449	-811	-75	-129	-249	-290
Incr(decr) proveedores	-204	335	-177	87	28	-301
Incr(decr) otros pasivos	-236	-183	-180	326	1,183	139
Impues Utilid Paga/Devue	-406	-198	-26	-40	-27	-38
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>-1,002</b>	<b>-1,856</b>	<b>-1,112</b>	<b>976</b>	<b>166</b>	<b>114</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-254</b>	<b>-188</b>	<b>-288</b>	<b>-190</b>	<b>-497</b>	<b>-197</b>
Inver Acc c/Carat Perman	0	0	0	0	0	0
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-281	-196	-295	-202	-526	-194
Venta de activos fijos	11	5	5	10	63	12
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	0	-35	-16
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	16	3	1	2	2	2
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>1,308</b>	<b>1,423</b>	<b>1,194</b>	<b>-522</b>	<b>321</b>	<b>278</b>
Financiamientos Bancario	483	7	50	300	760	28
Financiamient Bursatiles	2,509	4,240	2,558	0	3,826	157
Otros Financiamientos	4,245	1,531	1,529	0	0	0
Amort Financia Bancarios	-3,722	-873	-120	-104	-110	-218
Amort Financiam Bursatil	-2,277	-2,494	-1,672	0	-3,107	-240
Amortiz Otr Financiamient	0	0	0	0	0	0
Inc.Desc en Capit Social	218	0	0	0	0	261
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Prima Venta de Acciones	963	0	0	0	0	1,216
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-1,133	-988	-1,151	-719	-1,049	-860
Recompra de Acciones	22	0	0	0	0	-65
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>52</b>	<b>-621</b>	<b>-206</b>	<b>263</b>	<b>-10</b>	<b>195</b>
Difere Cambi Efect Equiv	206	29	543	4	-10	-4
Efec Eq Efe Prin Periodo	1,449	1,706	1,114	1,261	1,529	1,509
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>1,706</b>	<b>1,114</b>	<b>1,451</b>	<b>1,529</b>	<b>1,509</b>	<b>1,701</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	439	439	439	439	439	564

## b) Indicadores financieros

### GFAMSA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	0.26	1.59	0.48	0.74	1.50	0.88
Valor Libro p/ Accion \$	19.01	20.41	20.90	18.82	20.30	18.22
Ventas p/ Accion \$	39.67	34.14	34.83	32.16	34.26	33.06
EBITDA p/ Accion \$	4.13	3.62	3.74	4.07	3.89	3.46
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	9,570,270,000	12,473,802,000	14,800,888,000	16,617,979,000	19,967,334,000	20,847,348,000
Deuda Total Bruta \$	11,276,356,000	13,588,261,000	16,252,243,000	18,146,706,000	21,476,426,000	22,548,019,000
Deuda Bruta / Act Tt %	49.90	52.90	57.40	62.40	65.20	64.10
Deuda Bruta / Patr Neto %	134.80	151.20	176.60	218.90	240.10	218.60
Deuda Neta / Patr Neto %	114.40	138.80	160.80	200.50	223.30	202.10
EBIT / Deuda Bruta %	10.00	8.80	7.60	8.10	6.60	5.20
EBIT / Deuda Neta %	11.80	9.60	8.40	8.90	7.10	5.60
EBIT / Gast Fin Net x	-0.90	-1.10	-0.90	-2.20	-1.40	-1.10
Deuda Bruta / Ebitda x	7.20	8.50	9.90	10.10	12.60	14.50
Deuda neta / Ebitda x	6.10	7.80	9.00	9.30	11.70	13.40
Deuda CP / Deuda Total %	91.00	81.70	76.60	60.40	59.30	58.80
Kd nom (costo deuda) %	12.40	9.70	9.70	4.40	5.40	5.10
Pasivo Tt / Activo Tt %	63.00	65.00	67.50	71.50	72.90	70.70
Pasivo Tot / Patr Neto %	170.20	185.60	207.40	250.70	268.30	240.90
Pasivo Tt / Ventas %	95.30	111.30	124.80	147.10	159.50	167.20
Activo Fijo / Patr Neto %	32.60	28.50	27.00	28.60	28.70	23.70
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	1.50	1.50	1.60	1.80	1.80	1.80
Liquidez Acida x	1.30	1.40	1.50	1.60	1.70	1.70
Capital de Trabajo \$	5,990,763,000	7,686,222,000	9,129,975,000	10,476,217,000	12,019,968,000	12,819,569,000
Capital Employed \$	12,417,430,000	13,814,035,000	15,172,231,000	18,255,551,000	22,214,600,000	22,939,861,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	104	109	99	93	96	95
Plazo Promed Proved dias	85	101	93	75	71	58
Plazo Promed Cobro(dias)	340	398	447	473	518	547
Ciclo Financiero (dias)	359	406	452	491	543	583
Ciclo Operativo (dias)	444	506	545	566	614	641
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	1,556,355,000	1,591,017,000	1,643,383,000	1,789,497,000	1,706,340,000	1,555,557,000
EBITDA Operativo \$	1,556,355,000	1,591,017,000	1,643,383,000	1,789,497,000	1,706,340,000	1,555,557,000
UtilAntesimp + DespFin \$	-1,346,024,000	-968,313,000	-1,288,554,000	158,350,000	-551,247,000	-1,032,367,000
Rotacion del Actv x	0.70	0.60	0.50	0.50	0.50	0.40
Rotacion del PatNt x	1.80	1.70	1.70	1.70	1.70	1.40
Margen Bruto %	50.80	50.90	52.00	46.60	45.90	45.70
Margen EBIT %	7.50	8.00	8.10	10.40	9.40	7.90
Margen Neto %	0.70	4.70	1.40	2.30	4.40	2.70
Margen Ebitda %	10.40	10.60	10.70	12.70	11.30	10.50
Rentab del Activo %	0.40	2.70	0.70	1.10	2.00	1.10
Rent Patr (pat final) %	1.20	7.80	2.30	3.90	7.40	3.90
Rent Patr (pat prom) %	1.30	8.10	2.30	3.70	7.70	4.10
Rent Patr (pat inicial)%	1.40	8.40	2.40	3.50	8.00	4.50
ROIC (IC fin) %	4.20	3.70	3.40	3.90	3.30	2.50
ROIC (IC prom) %	4.40	4.00	3.60	4.00	3.50	2.60
ROIC (IC inicial) %	4.60	4.40	3.80	4.10	3.80	2.70
Invested Capital \$	18,106,278,000	21,747,251,000	24,330,329,000	25,280,888,000	29,160,098,000	31,416,092,000
Rentabil Invers Perman %	-	-	-	-	-	-
Apalancamiento Financ x	0.20	1.10	0.40	1.20	1.50	0.90
Apalancamiento Operat x	6.80	5.80	6.20	4.70	4.90	6.00
<b>Otros</b>						
Capex \$	269,508,000	191,465,000	289,572,000	191,768,000	498,140,000	198,649,000
Depreciacion y amortiz \$	431,267,000	394,759,000	405,303,000	314,397,000	286,771,000	385,870,000
Capex / Deprec %	62.50	48.50	71.40	61.00	173.70	51.50
Deprec/ ActFij y Intang%	13.90	13.30	14.50	11.50	10.70	13.40

## c) Indicadores de mercado

### GFAMSA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	97.70	14.40	25.60	21.90	15.80	13.80
Precio / Valor Libro x	1.30	1.10	0.60	0.90	1.20	0.70
Price Sales Ratio x	0.60	0.70	0.30	0.50	0.70	0.40
Precio / EBITDA x	6.10	6.30	3.20	4.00	6.10	3.50
Precio/ Flj Cj Libre x	-7.50	-4.90	-3.80	9.00	-31.20	-64.40
Utilidad / Precio %	1.00	7.00	3.90	4.60	6.30	7.30
Capitaliz Bursatil \$	11,089,504,423	10,053,020,049	5,340,529,655	7,070,931,533	10,369,235,621	6,875,398,482
Enterprise Value \$	20,676,933,424	22,547,666,050	20,164,799,655	23,715,041,533	30,365,545,621	27,753,066,482
EV / EBITDA de la empr x	13.30	14.20	12.30	13.30	17.80	17.80
EV / EBITDA dela clase x	11.40	14.20	12.30	13.30	17.80	14.20
EV / EBIT de la empr x	18.40	18.80	16.30	16.10	21.40	23.70
EV / EBIT de la clase x	15.80	18.80	16.30	16.10	21.40	18.90

## d) Cotización

### GFAMSA

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig GFAMSAA	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var GFAMSAA	Cierre ajust p/var cap en moneda orig GFAMSAA
2009	0.00	0.26	24.71
2010	0.00	1.59	22.40
2011	0.00	0.48	11.90
2012	0.00	0.74	15.76
2013	0.00	1.50	23.11
2014	0.00	0.88	12.18



## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### GFAMSA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	14,947	14,993	15,295	14,124	15,048	14,285	14,183	13,525	12,832	12,416
		0.31%	2.01%	-7.66%	6.54%	-5.07%	-0.71%	-4.64%	-5.12%	-3.24%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	0.65%	0.62%	0.59%	0.51%	0.52%	0.49%	0.46%	0.43%	0.40%	0.38%
		-0.03%	-0.03%	-0.08%	0.01%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%

## g) Supuestos

### GFAMSA

<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ventas	14,285	14,183	13,525	12,832	12,416
- Costo de ventas	54.29%	53.92%	54.11%	54.10%	54.04%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	38.09%	40.06%	38.99%	38.07%	38.34%
+ Otros ingresos/gastos	0.25%	-0.06%	0.08%	0.17%	0.10%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.01%	0.11%	0.12%	0.14%	0.08%
Gasto financiero	7.42%	6.99%	6.94%	6.61%	6.90%
+ Resultado de inversión permanente	0.00%	0.13%	0.16%	0.06%	0.07%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
<b>= Resultado neto</b>					
<b>t</b>					
<b>Estado de situación financiera resumen</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>189.63%</b>	<b>168.42%</b>	<b>173.11%</b>	<b>176.00%</b>	<b>177.39%</b>
Efectivo e Invers CP	11.45%	9.84%	10.33%	10.49%	10.43%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>47.06%</b>	<b>35.11%</b>	<b>36.88%</b>	<b>38.99%</b>	<b>39.43%</b>
<b>AT</b>	<b>236.69%</b>	<b>203.52%</b>	<b>209.99%</b>	<b>214.99%</b>	<b>216.82%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>103.34%</b>	<b>98.16%</b>	<b>99.05%</b>	<b>99.07%</b>	<b>99.91%</b>
Otros Credit c/Costo CP	89.29%	81.39%	82.86%	83.15%	84.25%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>63.91%</b>	<b>43.83%</b>	<b>49.08%</b>	<b>53.73%</b>	<b>54.02%</b>
Acredores Varios LP	62.49%	42.59%	47.79%	52.37%	52.68%
<b>Capital Contable</b>	<b>69.44%</b>	<b>61.54%</b>	<b>61.86%</b>	<b>62.19%</b>	<b>62.89%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>236.69%</b>	<b>203.52%</b>	<b>209.99%</b>	<b>214.99%</b>	<b>216.82%</b>
<b>Estado de flujo de efectivo</b>					
DyA	2.60%	2.07%	1.99%	2.03%	2.01%
CapEx	1.33%	2.31%	2.81%	2.56%	2.69%

## h) Pronósticos

### GFAMSA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	14,285	14,183	13,525	12,832	12,416
- Costo de ventas	7,755	7,648	7,318	6,943	6,710
<b>= Resultado bruto</b>	<b>6,530</b>	<b>6,536</b>	<b>6,207</b>	<b>5,889</b>	<b>5,706</b>
- Gasto operativo	5,441	5,682	5,273	4,885	4,760
+ Otros ingresos/gastos	36	-8	11	21	12
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>1,124</b>	<b>846</b>	<b>945</b>	<b>1,026</b>	<b>958</b>
+ Resultado integral financiamiento	-1,059	-976	-922	-829	-847
Ingreso financiero	2	16	16	18	10
Gasto financiero	1,061	992	938	848	857
+ Resultado de inversión permanente	0	18	22	7	9
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>65</b>	<b>-112</b>	<b>44</b>	<b>204</b>	<b>119</b>
- Impuestos	20	-34	13	61	36
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	2	3	3	2	2
<b>= Resultado neto</b>	<b>44</b>	<b>-81</b>	<b>28</b>	<b>140</b>	<b>81</b>

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>27,088</b>	<b>23,887</b>	<b>23,413</b>	<b>22,584</b>	<b>22,025</b>
Efectivo e Invers CP	1,636	1,396	1,397	1,347	1,295
<b>Activo no Corriente</b>	<b>6,722</b>	<b>4,979</b>	<b>4,988</b>	<b>5,003</b>	<b>4,895</b>
<b>AT</b>	<b>33,810</b>	<b>28,866</b>	<b>28,401</b>	<b>27,587</b>	<b>26,920</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>14,762</b>	<b>13,922</b>	<b>13,396</b>	<b>12,712</b>	<b>12,405</b>
Otros Credit c/Costo CP	12,755	11,544	11,206	10,669	10,460
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>9,129</b>	<b>6,216</b>	<b>6,639</b>	<b>6,894</b>	<b>6,707</b>
Acredores Varios LP	8,926	6,040	6,463	6,720	6,540
<b>Capital Contable</b>	<b>9,919</b>	<b>8,728</b>	<b>8,366</b>	<b>7,980</b>	<b>7,809</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>33,810</b>	<b>28,866</b>	<b>28,401</b>	<b>27,587</b>	<b>26,920</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	23,445	20,112	19,826	19,194	18,786
-------------	--------	--------	--------	--------	--------

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	1,104	880	931	965	922
DyA	371	293	269	260	249
CapEx	189	328	380	329	333
Δ WK non cash	1,103	-3,333	-286	-632	-409
<b>FCFF</b>	<b>183</b>	<b>4,177</b>	<b>1,107</b>	<b>1,527</b>	<b>1,247</b>



## i) Cálculo WACC

### GFAMSA

Fecha	GFAMSA	IPC	GFAMSA	IPC
dec-08	7.63	22,380		
ene-09	5.61	19,565	-0.26	-0.13
feb-09	4.78	17,752	-0.15	-0.09
mar-09	6.87	19,627	0.44	0.11
abr-09	9.60	21,899	0.40	0.12
may-09	12.83	24,332	0.34	0.11
jun-09	12.47	24,368	-0.03	0.00
jul-09	17.13	27,044	0.37	0.11
ago-09	20.65	28,130	0.21	0.04
set-09	20.97	29,232	0.02	0.04
oct-09	22.43	28,646	0.07	-0.02
nov-09	25.07	30,957	0.12	0.08
dec-09	24.71	32,120	-0.01	0.04
ene-10	26.55	30,392	0.07	-0.05
feb-10	23.90	31,635	-0.10	0.04
mar-10	23.50	33,266	-0.02	0.05
abr-10	22.12	32,687	-0.06	-0.02
may-10	20.90	32,039	-0.06	-0.02
jun-10	20.26	31,157	-0.03	-0.03
jul-10	17.02	32,309	-0.16	0.04
ago-10	14.12	31,680	-0.17	-0.02
set-10	15.06	33,330	0.07	0.05
oct-10	17.50	35,568	0.16	0.07
nov-10	19.15	36,817	0.09	0.04
dec-10	22.40	38,551	0.17	0.05
ene-11	21.20	36,982	-0.05	-0.04
feb-11	21.42	37,020	0.01	0.00
mar-11	19.67	37,441	-0.08	0.01
abr-11	22.71	36,963	0.15	-0.01
may-11	20.61	35,833	-0.09	-0.03
jun-11	19.69	36,558	-0.04	0.02
jul-11	15.27	35,999	-0.22	-0.02
ago-11	13.50	35,721	-0.12	-0.01
set-11	10.77	33,503	-0.20	-0.06
oct-11	11.72	36,160	0.09	0.08
nov-11	12.20	36,829	0.04	0.02
dec-11	11.90	37,078	-0.02	0.01
ene-12	11.36	37,423	-0.05	0.01
feb-12	10.97	37,817	-0.03	0.01
mar-12	10.17	39,521	-0.07	0.05
abr-12	9.46	39,461	-0.07	-0.00
may-12	11.50	37,873	0.22	-0.04
jun-12	12.07	40,200	0.05	0.06
jul-12	15.37	40,704	0.27	0.01
ago-12	13.71	39,422	-0.11	-0.03
set-12	13.80	40,867	0.01	0.04
oct-12	15.23	41,620	0.10	0.02
nov-12	14.21	41,834	-0.07	0.01
dec-12	15.76	43,706	0.11	0.04
ene-13	16.96	45,278	0.08	0.04
feb-13	18.26	44,121	0.08	-0.03
mar-13	25.72	44,077	0.41	-0.00
abr-13	23.65	42,263	-0.08	-0.04
may-13	24.12	41,588	0.02	-0.02
jun-13	22.16	40,623	-0.08	-0.02
jul-13	23.52	40,838	0.06	0.01
ago-13	26.21	39,492	0.11	-0.03
set-13	25.18	40,185	-0.04	0.02
oct-13	24.00	41,039	-0.05	0.02
nov-13	23.19	42,499	-0.03	0.04
dec-13	23.11	42,727	-0.00	0.01

### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	722	732	761	832	932
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0
Resultado antes impuest	817	850	802	673	434
Impuesto a las gananc	-107	-7	22	-25	-226

### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	16,252,243,000	16,624,625,000	17,176,284,000	17,120,709,000	18,146,706,000
D	16,252	16,625	17,176	17,121	18,147
Beta	1.96				
CE TES 360	3.64%				
Rp	6.50%				
Ke	16.40%				
Kd	5.95%				
Tasa i	8.50%				
t	30.00%				
D	21,476	67.44%			
E	10,369	32.56%			
WACC	9.35%				

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

GFAMSA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		183	4,177	1,107	1,527	1,247
					<b>VT</b>	<b>30,216</b>
<b>WACC</b>	<b>5.35%</b>					
<b>g</b>	<b>1.18%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	183	4,177	1,107	1,527	31,462
	<b>VP</b>	174	3,763	946	1,240	24,241
<b>EV</b>	<b>30,365</b>					
- Deuda	21,476					
+ efectivo	1,509					
- int min	29					
<b>= Equity Value</b>	<b>10,369</b>					
No acciones	439					
<b>= VPA</b>	<b>24</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>10,369</b>

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

GFAMSA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		183	4,177	1,107	1,527	1,247
					<b>VT</b>	<b>40,127</b>
<b>WACC</b>	<b>5.35%</b>					
<b>g</b>	<b>2.18%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	183	4,177	1,107	1,527	41,374
	<b>VP</b>	174	3,763	946	1,240	31,878
<b>EV</b>	<b>38,002</b>					
- Deuda	21,476					
+ efectivo	1,509					
- int min	29					
<b>= Equity Value</b>	<b>18,006</b>					
No acciones	439					
<b>= VPA</b>	<b>41</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>10,369</b>

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

GFAMSA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		183	4,177	1,107	1,527	1,333
					<b>VT</b>	<b>32,322</b>
<b>WACC</b>	<b>5.35%</b>					
<b>g</b>	<b>1.18%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	183	4,177	1,107	1,527	33,656
	<b>VP</b>	174	3,763	946	1,240	25,932
<b>EV</b>	<b>32,055</b>					
- Deuda	21,476					
+ efectivo	1,509					
- int min	29					
<b>= Equity Value</b>	<b>12,059</b>					
No acciones	439					
<b>= VPA</b>	<b>27</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>10,369</b>	

## VII. Valuación Liverpool

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

##### LIVERPOOL

	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>59,168</b>	<b>68,278</b>	<b>73,023</b>	<b>85,110</b>	<b>94,581</b>	<b>103,438</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>25,831</b>	<b>30,458</b>	<b>29,764</b>	<b>35,580</b>	<b>39,754</b>	<b>40,772</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>30,472</b>	<b>35,219</b>	<b>30,623</b>	<b>33,537</b>	<b>37,140</b>	<b>40,786</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>13,649</b>	<b>17,369</b>	<b>16,598</b>	<b>17,716</b>	<b>25,626</b>	<b>23,521</b>
Efectivo e Invers CP	6,511	6,605	775	699	603	570	Deudas Financieras CP	793	0	0	0	2,011	0
Inversiones financieras	0	0	1,790	2,211	1,015	5,322	Bonos y papeles comer CP	700	2,250	0	0	4,000	0
Acts Dis p/Venta CP	0	0	1,790	2,211	1,015	5,322	Otros Credit c/Costo CP	0	0	0	0	0	0
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	6,147	7,453	9,584	10,288	11,454	12,950
Actv Finan Mant Vcmt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	120	363	293	193	322	2,081
Cuentas por cobrar CP	15,978	18,635	15,990	17,562	21,437	21,050	Impue a la utilidad a pg	0	0	138	0	0	1,879
Clientes	15,978	18,635	17,164	18,870	23,204	23,266	Otros impuestos p/ pagar	120	363	155	193	322	202
Estimac p/ cuent incobr	0	0	-1,174	-1,309	-1,767	-2,216	Otros Pasivos CP	5,889	7,302	6,721	7,236	7,839	8,490
Otr cuent por cobrar CP	1,680	1,872	1,770	2,318	2,455	1,818	Interes por Pagar	57	78	73	123	123	169
Otras cuentas por cob CP	1,680	1,872	1,771	2,319	2,457	1,822	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	0	148	0
Provisiones deudores	0	0	-1	-1	-3	-4	Otr ingresos difer circ	0	0	1,339	1,480	1,541	1,625
Inventario	6,136	8,028	10,109	10,558	11,422	11,754	Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	-	0	0	0	0	Provisiones CP	63	67	1,392	1,502	1,283	1,906
Otros Activos CP	168	79	188	189	208	273	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	0	0	0	0
Gast pagados por antic	0	0	177	169	177	208	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	8	0	Otros CP	5,769	7,157	3,917	4,131	4,745	4,790
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	0	Pasivo no corriente	12,072	12,821	13,166	17,864	14,128	17,251
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	921	921	921	921	921	921
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer LP	7,250	8,000	8,000	12,000	8,000	12,422
Otros Activos	168	79	11	20	24	65	Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0
<b>Activo no Corriente</b>	<b>27,119</b>	<b>28,940</b>	<b>42,400</b>	<b>51,573</b>	<b>57,442</b>	<b>62,652</b>	Impuestos Diferidos LP	3,784	3,655	3,621	4,202	5,086	3,347
Document por Cobrar LP	0	0	4,927	6,562	6,886	7,844	Otras obligaciones	117	245	623	740	121	560
Inversiones	22	22	3,569	4,007	4,617	5,028	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	358	341	121	118
Inv en Empresas Relac	22	22	3,108	3,523	3,967	4,370	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Beneficios Empleados LP	117	245	265	399	0	442
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	39	43	43	55	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones	0	0	422	442	606	603	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	0	0	0	0
Prop, planta y equi neto	26,743	28,470	22,319	26,491	29,054	30,390	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	26,068	27,928	21,478	24,896	27,245	29,514	Otros LP	0	0	0	0	0	0
Maquinarias y Equipos	9,097	9,706	9,654	10,822	12,082	13,108							
Otros Equipos	77	116	155	201	239	297							
Amortiz y Deprec Acum	-9,613	-10,612	-10,120	-11,083	-12,339	-13,645	<b>PATRIMONIO</b>	<b>33,337</b>	<b>37,819</b>	<b>43,259</b>	<b>49,530</b>	<b>54,827</b>	<b>62,666</b>
Construcciones en Proc	1,113	1,333	1,152	1,655	1,827	1,116	Int min(part no control)	1	1	1	2	2	3
Propiedades de inversion	0	0	10,103	12,360	14,234	15,641	Patrimonio neto	33,335	37,818	43,258	49,528	54,825	62,663
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	Capital social	6,595	6,595	3,374	3,374	3,374	3,374
Intangibles neto	0	0	927	1,504	1,794	2,069	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Creditos Comerciales CP	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	0	0	0	0	0	0
Marcas	0	0	0	0	0	0	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Derechos y licencias	0	0	283	547	543	506	Otro capital contribuido	467	467	0	0	0	0
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Utilid reten (perd acum)	26,374	30,938	40,601	46,900	52,011	59,775
Otros	0	0	645	957	1,251	1,562	Reserva Legal	1,139	1,139	582	582	582	582
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	184	184	562	562	562	562
Otros ativos nocorriente	354	448	555	650	857	1,681	Result Ejerci Anteriores	21,264	24,460	32,914	38,558	43,165	50,867
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	3,787	5,155	6,543	7,198	7,702	7,763
Instr Finan Derivados LP	93	174	240	318	312	800	Otros	0	0	0	0	0	0
Beneficios a Empleados	261	275	0	0	128	192	Exceso Actizc Pat Neto	-101	-183	-718	-746	-561	-486
Act ncur dis p/venta LP	-	-	0	0	0	0	Res p Activo Monet	0	0	0	0	61	61
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	0	Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	-515	-639	-571	-681
Activos Diferidos	0	0	315	331	417	688	Efecto Acum p/Conversion	0	0	0	0	-8	12
Otros Activos LP	0	0	0	0	0	0	Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	-101	-183	-203	-108	-41	122
							Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0

## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### LIVERPOOL

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>46,766</b>	<b>52,262</b>	<b>58,648</b>	<b>66,247</b>	<b>74,105</b>	<b>81,027</b>
Ingr por Servicios	0	0	127	129	252	242
Venta de bienes	46,766	52,262	50,881	57,017	63,528	69,623
Ingresos por Interes	0	0	5,904	6,980	7,745	8,427
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	1,737	2,120	2,580	2,735
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	0	0	0
<b>Costo de Ventas</b>	<b>27,588</b>	<b>30,423</b>	<b>34,933</b>	<b>39,527</b>	<b>44,134</b>	<b>48,194</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>19,178</b>	<b>21,839</b>	<b>23,716</b>	<b>26,720</b>	<b>29,971</b>	<b>32,833</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>13,507</b>	<b>14,305</b>	<b>14,701</b>	<b>16,756</b>	<b>19,431</b>	<b>21,906</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>5,671</b>	<b>7,534</b>	<b>9,015</b>	<b>9,964</b>	<b>10,540</b>	<b>10,927</b>
Otros ingresos (gastos)	168	100	213	342	296	186
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>5,839</b>	<b>7,634</b>	<b>9,228</b>	<b>10,306</b>	<b>10,836</b>	<b>11,113</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-587</b>	<b>-550</b>	<b>-628</b>	<b>-772</b>	<b>-945</b>	<b>-1,048</b>
Tot ingresos financieros	327	349	227	213	182	202
Ingresos Financieros	253	270	227	201	182	202
Util por fluct cambiaria	73	79	0	13	0	0
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	914	899	855	985	1,127	1,249
Gastos Financieros	914	890	834	977	1,048	1,157
Perd por fluct cambiaria	0	0	8	0	38	85
Pérdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	0	9	14	8	41	8
Result Inver Permanent	-13	140	305	415	510	496
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>5,240</b>	<b>7,224</b>	<b>8,905</b>	<b>9,949</b>	<b>10,401</b>	<b>10,562</b>
Impuesto a las gananc	1,453	2,069	2,361	2,751	2,698	2,797
I.S.R.	1,580	2,201	2,400	2,174	1,809	4,540
I.S.R. Diferido	-127	-132	-39	576	889	-1,743
<b>Result despues de Imp</b>	<b>3,787</b>	<b>5,155</b>	<b>6,544</b>	<b>7,199</b>	<b>7,703</b>	<b>7,764</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>3,787</b>	<b>5,155</b>	<b>6,544</b>	<b>7,199</b>	<b>7,703</b>	<b>7,764</b>
Int min(part no control)	0	0	1	1	1	1
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>3,787</b>	<b>5,155</b>	<b>6,543</b>	<b>7,198</b>	<b>7,702</b>	<b>7,763</b>
Depreciacion Operativa	1,208	1,213	1,283	1,463	1,700	1,910
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>3,787</b>	<b>5,155</b>	<b>6,544</b>	<b>7,199</b>	<b>7,703</b>	<b>7,764</b>
Total otr partid integr	0	0	-133	-28	186	75
Res p activ no monet	0	0	0	0	61	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	-113	-123	67	-109
Efecto acum p/conversion	0	0	0	0	-8	20
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	-20	95	66	164
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>3,787</b>	<b>5,155</b>	<b>6,411</b>	<b>7,170</b>	<b>7,889</b>	<b>7,839</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	1	1	1	1
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>3,787</b>	<b>5,155</b>	<b>6,411</b>	<b>7,169</b>	<b>7,888</b>	<b>7,838</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### LIVERPOOL

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>5,240</b>	<b>7,224</b>	<b>8,905</b>	<b>9,949</b>	<b>10,401</b>	<b>10,562</b>
Partidas s/Impac en Efec	2,847	3,163	3,548	3,935	4,401	5,254
Estimacion del Ejercicio	1,281	1,140	1,574	1,777	2,099	2,707
Provision el Ejercicio	1,543	2,103	2,053	2,282	2,481	2,535
Otras Partidas N/Realiza	23	-79	-79	-124	-180	12
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>1,217</b>	<b>1,073</b>	<b>-1,984</b>	<b>-2,369</b>	<b>-2,410</b>	<b>-2,813</b>
Depreciacion y amortiz	1,208	1,213	1,283	1,463	1,700	1,910
Util(Per)Vta Inmu Maq Eq	-3	-1	-19	-82	-24	-59
Perdida por Deterioro	0	0	0	0	0	0
Part Asocia Negoc Conjun	13	-140	-305	-415	-510	-496
Dividendos Cobrados	0	0	81	0	0	0
Intereses a Favor	0	0	-3,024	-3,335	-3,576	-4,169
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Part Relac Activ Financiam</b>	<b>914</b>	<b>899</b>	<b>834</b>	<b>977</b>	<b>1,048</b>	<b>682</b>
Intereses Devengados	914	899	834	977	1,048	1,157
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	0	0	0
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	-474
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>10,218</b>	<b>12,358</b>	<b>11,303</b>	<b>12,493</b>	<b>13,440</b>	<b>13,684</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>-1,631</b>	<b>-6,905</b>	<b>-9,250</b>	<b>-9,306</b>	<b>-10,422</b>	<b>-6,101</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	-207	-3,253	-3,069	-4,284	-5,864	-2,649
Dec(inc) inventarios	161	-2,437	-2,649	-1,148	-1,321	-874
De/Inc en Otr Ctas x Cob	146	-45	-529	-128	-427	-1,870
Incr(decr) proveedores	960	1,306	1,141	704	1,166	1,496
Incr(decr) otros pasivos	-2,178	-547	-1,880	-1,803	-1,785	-362
Impues Utilid Paga/Devue	-513	-1,929	-2,262	-2,646	-2,191	-1,842
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>8,586</b>	<b>5,453</b>	<b>2,053</b>	<b>3,187</b>	<b>3,019</b>	<b>7,583</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-1,337</b>	<b>-5,398</b>	<b>2,133</b>	<b>-5,436</b>	<b>-1,487</b>	<b>-4,918</b>
Inver Acc c/Carac Perman	0	-2,539	0	0	0	-20
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-1,063	-2,740	-5,151	-7,711	-5,956	-4,345
Venta de activos fijos	61	15	35	176	232	140
Inversiones temporales	0	0	0	-420	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	4,633	0	1,196	-4,307
Invers en Activos Intang	-335	-135	-400	-831	-595	-640
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Disposicion de negocios	0	0	0	0	65	113
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	0	0	3,017	3,350	3,570	4,142
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-2,352</b>	<b>39</b>	<b>-3,813</b>	<b>2,174</b>	<b>-1,627</b>	<b>-2,699</b>
Financiamientos Bancario	0	0	0	0	2,011	0
Financiamient Bursatiles	0	2,300	0	4,000	0	4,422
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	-886	-793	0	0	0	-2,011
Amort Financiam Bursatil	0	0	-2,250	0	0	-4,000
Amortiz Otr Financiamient	0	0	0	0	0	0
Inc.Desc en Capit Social	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-537	-591	-725	-899	-2,590	0
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-929	-878	-839	-927	-1,048	-1,111
Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>4,897</b>	<b>94</b>	<b>373</b>	<b>-76</b>	<b>-96</b>	<b>-34</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	0	0
Efec Eq Efe Prin Periodo	1,613	6,511	403	775	699	603
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>6,511</b>	<b>6,605</b>	<b>775</b>	<b>699</b>	<b>603</b>	<b>570</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342	1,342

## b) Indicadores financieros

### LIVERPOOL

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	2.82	3.84	4.88	5.36	5.74	5.78
Valor Libro p/ Accion \$	24.84	28.18	32.23	36.90	40.85	46.69
Ventas p/ Accion \$	34.84	38.94	43.70	49.36	55.21	60.37
EBITDA p/ Accion \$	5.25	6.59	7.83	8.77	9.34	9.70
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	3,153,534,000	4,566,892,000	8,146,235,000	12,222,119,000	14,329,284,000	12,774,211,000
Deuda Total Bruta \$	9,664,313,000	11,171,456,000	8,921,456,000	12,921,456,000	14,932,584,000	13,343,876,000
Deuda Bruta / Act Tt %	16.30	16.40	12.20	15.20	15.80	12.90
Deuda Bruta / Pat Neto %	29.00	29.50	20.60	26.10	27.20	21.30
Deuda Neta / Patr Neto %	9.50	12.10	18.80	24.70	26.10	20.40
EBIT / Deuda Bruta %	60.40	68.30	103.40	79.80	72.60	83.30
EBIT / Deuda Neta %	185.20	167.20	113.30	84.30	75.60	87.00
EBIT / Gast Fin Net x	-9.90	-13.90	-14.70	-13.40	-11.50	-10.60
Deuda Bruta / Ebitda x	1.40	1.30	0.80	1.10	1.20	1.00
Deuda neta / Ebitda x	0.40	0.50	0.80	1.00	1.10	1.00
Deuda CP / Deuda Total %	15.40	20.10	0.00	0.00	40.30	0.00
Kd nom (costo deuda) %	8.70	9.20	7.50	10.90	8.40	8.30
Pasivo Tt / Activo Tt %	43.70	44.60	40.80	41.80	42.00	39.40
Pasivo Tot / Patr Neto %	77.50	80.50	68.80	71.80	72.50	65.10
Pasivo Tt / Ventas %	55.20	58.30	50.70	53.70	53.60	50.30
Activo Fijo / Pat Neto %	80.20	75.30	51.60	53.50	53.00	48.50
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	2.20	2.00	1.80	1.90	1.40	1.70
Liquidez Acida x	1.80	1.60	1.20	1.30	1.00	1.20
Capital de Trabajo \$	16,823,011,000	17,849,843,000	14,024,742,000	15,820,221,000	11,513,436,000	17,265,106,000
Capital Employed \$	47,011,450,000	53,158,600,000	56,424,869,000	67,393,406,000	74,966,102,000	79,917,412,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	80	95	104	96	93	88
Plazo Promed Proved dias	80	88	99	94	93	97
Plazo Promed Cobro(dias)	123	128	98	95	104	94
Ciclo Financiero (dias)	123	135	104	98	104	85
Ciclo Operativo (dias)	203	223	202	192	197	181
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	7,047,167,000	8,846,862,000	10,510,562,000	11,768,982,000	12,536,327,000	13,023,604,000
EBITDA Operativo \$	7,047,167,000	8,846,862,000	10,510,562,000	11,768,982,000	12,536,327,000	13,023,604,000
UtilAntesImp + DespFin \$	4,652,660,000	6,674,216,000	8,277,241,000	9,177,632,000	9,455,803,000	9,513,922,000
Rotacion del Actv x	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Rotacion del PatNt x	1.40	1.40	1.40	1.30	1.40	1.30
Margen Bruto %	41.00	41.80	40.40	40.30	40.40	40.50
Margen EBIT %	12.50	14.60	15.70	15.60	14.60	13.70
Margen Neto %	8.10	9.90	11.20	10.90	10.40	9.60
Margen Ebitda %	15.10	16.90	17.90	17.80	16.90	16.10
Rentab del Actvo %	6.40	7.50	9.00	8.50	8.10	7.50
Rent Patr (pat final) %	11.40	13.60	15.10	14.50	14.00	12.40
Rent Patr (pat prom) %	11.90	14.50	16.10	15.50	14.80	13.20
Rent Patr (pat inicial)%	12.50	15.50	17.30	16.60	15.60	14.20
ROIC (IC fin) %	9.60	11.00	11.50	10.70	9.90	10.00
ROIC (IC prom) %	9.40	11.70	12.30	11.70	10.50	10.10
ROIC (IC inicial) %	9.10	12.60	13.30	12.80	11.20	10.10
Invested Capital \$	40,558,053,000	46,632,212,000	53,932,309,000	64,606,182,000	73,471,022,000	74,194,941,000
Rentabil Invers Perman %	-57.30	629.20	9.80	11.80	12.90	11.30
Apalancamiento Financ x	1.50	1.60	1.50	1.60	1.50	1.50
Apalancamiento Operat x	3.40	2.90	2.60	2.70	2.80	3.00
<b>Otros</b>						
Capex \$	1,337,330,000	5,398,320,000	5,516,033,000	8,365,616,000	6,253,341,000	4,752,333,000
Depreciacion y amortiz \$	1,207,710,000	1,213,268,000	1,282,746,000	1,462,907,000	1,700,245,000	1,910,298,000
Capex / Deprec %	110.70	444.90	430.00	571.80	367.80	248.80
Deprec/ ActFij y Intang%	4.50	4.50	4.50	6.30	6.10	6.20

## c) Indicadores de mercado

### LIVERPOOL

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	20.70	22.00	20.50	25.30	26.00	25.60
Precio / Valor Libro x	2.40	3.00	3.10	3.70	3.60	3.20
Price Sales Ratio x	1.70	2.20	2.30	2.70	2.70	2.40
Precio / EBITDA x	11.10	12.80	12.80	15.50	16.00	15.20
Precio/ Fij Cj Libre x	10.80	2,053.20	-38.80	-35.10	-61.90	70.10
Utilidad / Precio %	4.80	4.60	4.90	4.00	3.80	3.90
Capitaliz Bursatil \$	80,235,591,000	115,064,778,680	139,963,094,600	181,297,157,460	200,001,025,220	204,339,141,100
Enterprise Value \$	83,390,342,000	119,632,255,680	148,110,746,600	193,521,303,460	214,332,658,220	217,116,530,100
EV / EBITDA de la empr x	11.80	13.50	14.10	16.40	17.10	16.70
EV / EBITDA dela clase x	11.60	13.30	13.60	16.50	17.10	16.20
EV / EBIT de la empr x	14.30	15.70	16.10	18.80	19.80	19.50
EV / EBIT de la clase x	14.00	15.40	15.40	18.80	19.80	19.00

## d) Cotización

### LIVERPOOL

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig LIVEPOLC-1	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var LIVEPOLC-1	Cierre ajust p/var cap en moneda orig LIVEPOLC-1
2009	0.40	2.82	56.65
2010	0.44	3.84	82.21
2011	0.54	4.88	98.19
2012	0.67	5.36	133.74
2013	1.93	5.74	149.07
2014	0.00	5.78	147.85





## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### LIVERPOOL

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	46,766	52,262	58,648	66,247	74,105	77,911	86,580	92,682	99,339	106,337
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
Vtas/ Retail	2.02%	2.15%	2.26%	2.39%	2.56%	2.69%	2.82%	2.95%	3.09%	3.23%
		0.13%	0.11%	0.13%	0.17%	0.12%	0.13%	0.13%	0.14%	0.14%

## g) Supuestos

### LIVERPOOL

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	77,911	86,580	92,682	99,339	106,337
- Costo de ventas	59.48%	59.30%	59.51%	59.50%	59.47%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	27.04%	26.20%	25.96%	26.14%	26.31%
+ Otros ingresos/gastos	0.23%	0.34%	0.37%	0.37%	0.34%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.25%	0.37%	0.32%	0.30%	0.30%
Gasto financiero	1.54%	1.55%	1.51%	1.52%	1.53%
+ Resultado de inversión permanente	0.61%	0.54%	0.60%	0.61%	0.61%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	26.48%	27.05%	26.73%	26.77%	26.59%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado neto</b>					

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>50.34%</b>	<b>54.14%</b>	<b>51.49%</b>	<b>51.34%</b>	<b>51.48%</b>
Efectivo e Invers CP	0.70%	3.31%	1.44%	1.46%	1.55%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>77.32%</b>	<b>73.65%</b>	<b>75.73%</b>	<b>76.41%</b>	<b>76.12%</b>
<b>AT</b>	<b>127.66%</b>	<b>127.78%</b>	<b>127.21%</b>	<b>127.75%</b>	<b>127.61%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>29.03%</b>	<b>30.38%</b>	<b>29.81%</b>	<b>30.11%</b>	<b>30.78%</b>
Otros Credit c/Costo CP	0.00%	2.48%	2.12%	2.54%	3.05%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>21.29%</b>	<b>22.96%</b>	<b>22.55%</b>	<b>22.57%</b>	<b>21.69%</b>
Acredores Varios LP	16.47%	16.06%	15.86%	15.98%	15.28%
<b>Capital Contable</b>	<b>77.34%</b>	<b>74.44%</b>	<b>74.86%</b>	<b>75.08%</b>	<b>75.14%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>127.66%</b>	<b>127.78%</b>	<b>127.21%</b>	<b>127.75%</b>	<b>127.61%</b>

#### Estado de flujo de efectivo

DyA	2.36%	2.27%	2.26%	2.28%	2.29%
CapEx	6.07%	4.59%	3.45%	4.86%	4.20%

## h) Pronósticos

### LIVERPOOL

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	77,911	86,580	92,682	99,339	106,337
- Costo de ventas	46,340	51,338	55,157	59,108	63,237
<b>= Resultado bruto</b>	<b>31,570</b>	<b>35,242</b>	<b>37,525</b>	<b>40,231</b>	<b>43,100</b>
- Gasto operativo	21,063	22,682	24,063	25,969	27,979
+ Otros ingresos/gastos	179	294	343	369	364
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>10,686</b>	<b>12,855</b>	<b>13,805</b>	<b>14,630</b>	<b>15,484</b>
+ Resultado integral financiamiento	-1,007	-1,014	-1,107	-1,212	-1,309
Ingreso financiero	194	324	292	299	316
Gasto financiero	1,201	1,338	1,400	1,511	1,625
+ Resultado de inversión permanente	477	470	554	609	650
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>10,156</b>	<b>12,311</b>	<b>13,252</b>	<b>14,028</b>	<b>14,825</b>
- Impuestos	2,689	3,330	3,542	3,755	3,942
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	1	1	1	1	1
<b>= Resultado neto</b>	<b>7,465</b>	<b>8,980</b>	<b>9,709</b>	<b>10,271</b>	<b>10,881</b>

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>39,217</b>	<b>46,872</b>	<b>47,718</b>	<b>51,001</b>	<b>54,746</b>
Efectivo e Invers CP	548	2,863	1,335	1,454	1,643
<b>Activo no Corriente</b>	<b>60,242</b>	<b>63,764</b>	<b>70,184</b>	<b>75,907</b>	<b>80,948</b>
<b>AT</b>	<b>99,460</b>	<b>110,636</b>	<b>117,902</b>	<b>126,907</b>	<b>135,694</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>22,616</b>	<b>26,301</b>	<b>27,625</b>	<b>29,908</b>	<b>32,730</b>
Otros Credit c/Costo CP	0	2,150	1,964	2,526	3,245
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>16,588</b>	<b>19,881</b>	<b>20,897</b>	<b>22,417</b>	<b>23,060</b>
Acredores Varios LP	12,830	13,903	14,696	15,879	16,249
<b>Capital Contable</b>	<b>60,256</b>	<b>64,453</b>	<b>69,381</b>	<b>74,582</b>	<b>79,903</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>99,460</b>	<b>110,636</b>	<b>117,902</b>	<b>126,907</b>	<b>135,694</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	16,053	19,858	20,723	22,165	23,617
-------------	--------	--------	--------	--------	--------

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	7,996	9,525	10,263	10,875	11,542
DyA	1,837	1,969	2,099	2,264	2,439
CapEx	4,729	3,978	3,196	4,833	4,463
Δ WK non cash	-218	3,805	865	1,442	1,452
<b>FCFF</b>	<b>5,322</b>	<b>3,710</b>	<b>8,301</b>	<b>6,865</b>	<b>8,066</b>

## i) Cálculo WACC

### LIVERPOOL

Fecha	LIVEPOLC-1	IPC	LIVEPOLC-1	IPC
dec-08	37.43	22,380		
ene-09	37.43	19,565	0.00	-0.13
feb-09	37.43	17,752	0.00	-0.09
mar-09	32.63	19,627	-0.13	0.11
abr-09	38.39	21,899	0.18	0.12
may-09	42.02	24,332	0.09	0.11
jun-09	46.36	24,368	0.10	0.00
jul-09	46.46	27,044	0.00	0.11
ago-09	47.81	28,130	0.03	0.04
set-09	52.16	29,232	0.09	0.04
oct-09	50.36	28,646	-0.03	-0.02
nov-09	53.26	30,957	0.06	0.08
dec-09	56.65	32,120	0.06	0.04
ene-10	62.95	30,392	0.11	-0.05
feb-10	57.14	31,635	-0.09	0.04
mar-10	62.17	33,266	0.09	0.05
abr-10	64.40	32,687	0.04	-0.02
may-10	60.86	32,039	-0.05	-0.02
jun-10	63.49	31,157	0.04	-0.03
jul-10	63.78	32,309	0.00	0.04
ago-10	63.88	31,680	0.00	-0.02
set-10	64.07	33,330	0.00	0.05
oct-10	69.21	35,568	0.08	0.07
nov-10	71.22	36,817	0.03	0.04
dec-10	82.21	38,551	0.15	0.05
ene-11	81.89	36,982	-0.00	-0.04
feb-11	85.48	37,020	0.04	0.00
mar-11	84.18	37,441	-0.02	0.01
abr-11	85.77	36,963	0.02	-0.01
may-11	85.13	35,833	-0.01	-0.03
jun-11	87.84	36,558	0.03	0.02
jul-11	92.82	35,999	0.06	-0.02
ago-11	94.17	35,721	0.01	-0.01
set-11	87.93	33,503	-0.07	-0.06
oct-11	89.36	36,160	0.02	0.08
nov-11	95.94	36,829	0.07	0.02
dec-11	98.19	37,078	0.02	0.01
ene-12	97.18	37,423	-0.01	0.01
feb-12	100.37	37,817	0.03	0.01
mar-12	103.20	39,521	0.03	0.05
abr-12	101.66	39,461	-0.01	-0.00
may-12	101.81	37,873	0.00	-0.04
jun-12	110.56	40,200	0.09	0.06
jul-12	102.47	40,704	-0.07	0.01
ago-12	105.55	39,422	0.03	-0.03
set-12	111.99	40,867	0.06	0.04
oct-12	115.82	41,620	0.03	0.02
nov-12	120.56	41,834	0.04	0.01
dec-12	133.74	43,706	0.11	0.04
ene-13	139.07	45,278	0.04	0.04
feb-13	142.13	44,121	0.02	-0.03
mar-13	150.13	44,077	0.06	-0.00
abr-13	151.97	42,263	0.01	-0.04
may-13	148.65	41,588	-0.02	-0.02
jun-13	150.89	40,623	0.02	-0.02
jul-13	145.84	40,838	-0.03	0.01
ago-13	138.70	39,492	-0.05	-0.03
set-13	146.28	40,185	0.05	0.02
oct-13	139.75	41,039	-0.04	0.02
nov-13	148.36	42,499	0.06	0.04
dec-13	149.07	42,727	0.00	0.01

#### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	977	1,034	1,030	1,032	1,048
Otros gastos financieros	8	7	6	8	41
Resultado antes impuest	9,949	9,961	10,020	9,960	10,401
Impuesto a las gananc	2,751	2,754	2,764	2,735	2,698

#### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	8,921,456,000	12,921,456,000	12,921,456,000	12,921,456,000	12,921,456,000
D	8,921	12,921	12,921	12,921	12,921

Beta	1.00				
CETES 360	3.64%				
Rp	6.50%				
Ke	10.14%				
Kd	6.23%				
Tasa i	8.56%				
t	27.25%				
D	14,933	6.95%			
E	200,001	93.05%			
WACC	9.87%				

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

LIVERPOOL						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		5,322	3,710	8,301	6,865	8,066
					<b>VT</b>	<b>249,323</b>
<b>WACC</b>	<b>5.87%</b>					
<b>g</b>	<b>2.55%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	5,322	3,710	8,301	6,865	257,389
	<b>VP</b>	5,027	3,310	6,996	5,464	193,534
	<b>214,332</b>					
- Deuda	14,932					
+ efectivo	603					
- int min	2					
<b>= Equity Value</b>	<b>200,001</b>					
No acciones	1,342					
<b>= VPA</b>	<b>149</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>200,001</b>	

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

LIVERPOOL						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		5,322	3,710	8,301	6,865	8,066
					<b>VT</b>	<b>360,375</b>
<b>WACC</b>	<b>5.87%</b>					
<b>g</b>	<b>3.55%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	5,322	3,710	8,301	6,865	368,441
	<b>VP</b>	5,027	3,310	6,996	5,464	277,036
	<b>297,833</b>					
- Deuda	14,932					
+ efectivo	603					
- int min	2					
<b>= Equity Value</b>	<b>283,502</b>					
No acciones	1,342					
<b>= VPA</b>	<b>211</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>200,001</b>	

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

LIVERPOOL						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		5,322	3,710	8,301	6,865	8,847
					<b>VT</b>	<b>273,451</b>
<b>WACC</b>	<b>5.87%</b>					
<b>g</b>	<b>2.55%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	5,322	3,710	8,301	6,865	282,298
	<b>VP</b>	5,027	3,310	6,996	5,464	212,263
	<b>233,061</b>					
- Deuda	14,932					
+ efectivo	603					
- int min	2					
<b>= Equity Value</b>	<b>218,730</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>200,001</b>
<b>No acciones</b>	<b>1,342</b>					
<b>= VPA</b>	<b>163</b>					

## VIII. Valuación Palacio

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

PALACIO													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>18,305</b>	<b>19,110</b>	<b>21,829</b>	<b>24,449</b>	<b>26,724</b>	<b>28,463</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>8,045</b>	<b>8,182</b>	<b>10,189</b>	<b>12,392</b>	<b>14,050</b>	<b>13,137</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>6,612</b>	<b>7,061</b>	<b>8,741</b>	<b>9,435</b>	<b>11,092</b>	<b>10,714</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>3,871</b>	<b>4,334</b>	<b>5,481</b>	<b>6,619</b>	<b>7,451</b>	<b>7,506</b>
Efectivo e Invers CP	894	692	1,155	1,155	1,556	1,444	Deudas Financieras CP	1,630	657	681	524	606	1,209
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	0	0	0	0	0	0
Actis Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	0	0	0	0	0	0
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	1,127	2,139	2,860	3,441	3,857	3,294
Actv Finan Mant Vcmt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	367	335	214	401	461	565
Cuentas por cobrar CP	3,275	3,698	4,394	4,410	4,740	4,648	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	0	0	0
Clientes	3,275	3,698	4,394	4,709	5,072	5,010	Otros impuestos p/ pagar	367	335	214	401	461	565
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	-298	-332	-362	Otros Pasivos CP	746	1,204	1,726	2,253	2,527	2,439
Otr cuent por cobrar CP	344	238	294	629	926	520	Interes por Pagar	0	0	0	0	0	0
Otras cuentas por cob CP	344	238	294	629	926	520	Inst Finan Deri (PasCir)	0	1,204	1,726	84	106	98
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	0	Otr ingresos difer circ	0	0	0	0	0	0
Inventario	2,073	2,392	2,847	3,105	3,675	3,841	Beneficios a Empleados	53	0	0	60	89	91
Activos Biologicos CP	-	-	-	0	0	0	Provisiones CP	0	0	0	0	0	0
Otros Activos CP	25	42	50	135	195	261	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	-	0	0	0
Gast pagados por antic	25	42	50	135	195	261	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	693	0	0	2,110	2,332	2,250
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	0	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>4,121</b>	<b>3,727</b>	<b>4,598</b>	<b>5,773</b>	<b>6,599</b>	<b>5,632</b>
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	1,928	1,530	2,352	3,178	4,205	3,441
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer LP	0	0	0	0	0	0
Otros Activos	0	0	0	0	0	0	Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0
<b>Activo no Corriente</b>	<b>11,155</b>	<b>11,375</b>	<b>12,112</b>	<b>15,014</b>	<b>15,632</b>	<b>17,748</b>	Impuestos Diferidos LP	2,037	1,980	1,963	0	0	1,331
Document por Cobrar LP	1,180	1,202	1,318	1,809	1,888	2,226	Otras obligaciones	156	217	283	2,595	2,394	859
Inversiones	139	136	126	202	222	220	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Inv en Empresas Relac	139	136	126	202	222	220	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Beneficios Empleados LP	156	217	283	517	520	667
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	-	0	0	0
Prop, planta y equi neto	9,809	9,999	10,631	11,148	11,221	12,979	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	10,856	11,131	11,754	9,942	11,000	12,068	Otros LP	0	0	0	2,078	1,874	192
Maquinarias y Equipos	0	0	0	0	0	525	<b>PATRIMONIO</b>	<b>10,260</b>	<b>10,928</b>	<b>11,640</b>	<b>12,057</b>	<b>12,673</b>	<b>15,325</b>
Otros Equipos	1,616	1,781	2,135	1,659	1,223	1,507	Int min(part no control)	0	0	0	27	30	541
Amortiz y Deprec Acum	-2,893	-3,188	-3,569	-1,037	-1,422	-1,900	Patrimonio neto	10,260	10,928	11,640	12,029	12,644	14,785
Construciones en Proc	230	275	309	585	420	778	Capital social	2,737	2,737	2,737	1,783	1,778	1,892
Propiedades de inversion	0	0	0	782	768	801	Recompra de Acciones	0	0	0	0	-99	0
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	0	0	0	0	0	1,715
Intangibles neto	0	0	0	950	1,232	1,165	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Creditos Comerciales CP	0	0	0	0	0	0	Otro capital contribuido	252	252	252	0	0	0
Marcas	0	0	0	0	0	0	Utilid reten (perd acum)	7,271	7,939	8,651	10,375	11,139	11,335
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	259	291	335	387	357	357
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	950	1,232	1,165	Result Ejerci Anteriores	6,369	6,766	7,279	9,001	9,718	10,498
Impuestos Diferidos	27	37	37	122	301	358	Utilidad del Ejercicio	643	882	1,037	987	1,064	480
Otros ativos nocorriente	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Exceso Actizc Pat Neto	0	0	0	-129	-175	-157
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-89	-90	-89
Act ncurr dis p/venta LP	-	-	-	0	0	0	Efecto Acum p/Conversion	0	0	0	0	0	0
Operaciones Discort LP	0	0	0	0	0	0	Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Efe Acum p/Val Inst Fin	0	0	0	-40	-84	-68
Otros Activos LP	0	0	0	0	0	0	Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0



## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### PALACIO

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>13,859</b>	<b>15,246</b>	<b>17,698</b>	<b>20,303</b>	<b>21,402</b>	<b>22,702</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	0	0	0
Venta de bienes	13,859	15,246	17,698	18,083	18,916	20,195
Ingresos por Interes	0	0	0	863	962	997
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	452	500	513
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	906	1,024	998
<b>Costo de Ventas</b>	<b>8,333</b>	<b>9,163</b>	<b>10,772</b>	<b>12,519</b>	<b>13,298</b>	<b>14,225</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>5,526</b>	<b>6,083</b>	<b>6,926</b>	<b>7,784</b>	<b>8,103</b>	<b>8,476</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>4,105</b>	<b>4,377</b>	<b>5,128</b>	<b>6,168</b>	<b>6,759</b>	<b>7,338</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>1,421</b>	<b>1,705</b>	<b>1,799</b>	<b>1,616</b>	<b>1,344</b>	<b>1,139</b>
Otros ingresos (gastos)	-15	-59	0	-9	-38	-237
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>1,406</b>	<b>1,647</b>	<b>1,799</b>	<b>1,608</b>	<b>1,307</b>	<b>901</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-285</b>	<b>-328</b>	<b>-264</b>	<b>-178</b>	<b>-311</b>	<b>-362</b>
Tot ingresos financieros	41	23	26	217	179	104
Ingresos Financieros	41	23	26	26	30	34
Util por fluct cambiaria	0	0	0	191	149	70
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	326	351	290	395	490	466
Gastos Financieros	308	229	238	230	359	367
Perd por fluct cambiaria	18	122	52	165	131	99
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0	0
Result Inver Permanent	0	0	0	69	74	276
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>1,120</b>	<b>1,318</b>	<b>1,535</b>	<b>1,498</b>	<b>1,069</b>	<b>815</b>
Impuesto a las gananc	477	437	499	484	-25	339
I.S.R.	355	498	509	457	409	686
I.S.R. Diferido	122	-62	-10	27	-434	-347
<b>Result despues de Imp</b>	<b>643</b>	<b>882</b>	<b>1,037</b>	<b>1,014</b>	<b>1,094</b>	<b>476</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>643</b>	<b>882</b>	<b>1,037</b>	<b>1,014</b>	<b>1,094</b>	<b>476</b>
Int min(part no control)	0	0	0	27	30	-4
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>643</b>	<b>882</b>	<b>1,037</b>	<b>987</b>	<b>1,064</b>	<b>480</b>
Depreciacion Operativa	542	501	548	555	649	708
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>643</b>	<b>882</b>	<b>1,037</b>	<b>1,014</b>	<b>1,094</b>	<b>476</b>
Total otr partid integr	0	0	0	-129	-16	8
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	-89	-1	2
Efecto acum p/conversion	0	0	0	0	0	0
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	-40	-15	6
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>643</b>	<b>882</b>	<b>1,037</b>	<b>885</b>	<b>1,077</b>	<b>484</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	24	29	-4
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>643</b>	<b>882</b>	<b>1,037</b>	<b>861</b>	<b>1,048</b>	<b>487</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### PALACIO

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>1,120</b>	<b>1,318</b>	<b>1,535</b>	<b>1,498</b>	<b>1,069</b>	<b>815</b>
Partidas s/Impac en Efec	0	0	0	0	0	0
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Provision el Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas N/Realiza	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>-93</b>	<b>529</b>	<b>610</b>	<b>-322</b>	<b>-261</b>	<b>-235</b>
Depreciacion y amortiz	542	501	548	555	649	708
Util(Per)Vta Inmu Maq Eq	-32	25	43	3	52	253
Perdida por Deterioro	0	0	0	0	0	0
Part Asocia Negoc Conjun	7	3	19	8	4	10
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-878	0	0	-888	-992	-1,030
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	268	0	0	1	26	-175
<b>Part Relac Ativ Financiam</b>	<b>0</b>	<b>220</b>	<b>238</b>	<b>230</b>	<b>359</b>	<b>367</b>
Intereses Devengados	0	220	238	230	359	367
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	0	0	0
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>1,027</b>	<b>2,068</b>	<b>2,384</b>	<b>1,406</b>	<b>1,167</b>	<b>947</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>-772</b>	<b>399</b>	<b>-686</b>	<b>-997</b>	<b>-1,317</b>	<b>-1,118</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	-282	-445	-813	-887	-361	-244
Dec(inc) inventarios	-73	-319	-454	-259	-570	-166
De/Inc en Otr Ctas x Cob	-39	80	-64	-420	-356	340
Incr(decr) proveedores	209	1,027	697	550	416	-564
Incr(decr) otros pasivos	-295	596	576	18	-446	-485
Impues Utilid Paga/Devue	-292	-541	-629	0	0	0
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>255</b>	<b>2,466</b>	<b>1,698</b>	<b>409</b>	<b>-150</b>	<b>-171</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-50</b>	<b>-853</b>	<b>-1,534</b>	<b>-754</b>	<b>261</b>	<b>-1,258</b>
Inver Acc c/Carat Perman	-1	4	-4	-84	-25	-7
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-124	-570	-1,076	-1,173	-333	-923
Venta de activos fijos	191	6	14	2	56	65
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	-408	-448	-176
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	-1,309
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	0	0	0	844	944	1,029
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	-116	-292	-468	65	67	64
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>173</b>	<b>-1,816</b>	<b>300</b>	<b>344</b>	<b>290</b>	<b>1,318</b>
Financiamientos Bancario	600	2,019	7,826	1,571	1,600	600
Financiamient Bursatiles	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	-868	-3,400	-6,994	-639	-494	-759
Amort Financiam Bursatil	0	0	0	0	0	0
Amortiz Otr Financiamient	0	0	0	0	0	0
Inc.Desc en Capit Social	0	0	0	0	0	1,846
Dividendos	-200	-224	-309	-363	-357	0
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-268	-211	-224	-225	-356	-369
Recompra de Acciones	0	0	0	0	-104	0
Otras Partidas	909	0	0	0	0	0
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>377</b>	<b>-202</b>	<b>463</b>	<b>0</b>	<b>401</b>	<b>-111</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	0	0
Efec Eq Efe Prin Periodo	517	894	692	1,155	1,155	1,556
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>894</b>	<b>692</b>	<b>1,155</b>	<b>1,155</b>	<b>1,556</b>	<b>1,444</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	340	340	340	340	339	364

## b) Indicadores financieros

### PALACIO

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	1.89	2.60	3.05	2.91	3.13	1.41
Valor Libro p/ Accion \$	30.21	32.18	34.28	35.42	37.34	40.66
Ventas p/ Accion \$	40.81	44.90	52.12	59.79	63.02	66.50
EBITDA p/ Accion \$	5.73	6.32	6.91	6.37	5.76	4.71
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	2,663,868,000	1,494,610,000	1,877,717,000	2,547,053,000	3,255,449,000	3,205,388,000
Deuda Total Bruta \$	3,558,209,000	2,186,776,000	3,032,979,000	3,702,000,000	4,811,146,000	4,649,774,000
Deuda Bruta / Act Tt %	19.40	11.40	13.90	15.10	18.00	16.30
Deuda Bruta / Pat Net %	34.70	20.00	26.10	30.70	38.00	30.30
Deuda Neta / Patr Neto %	26.00	13.70	16.10	21.10	25.70	20.90
EBIT / Deuda Bruta %	39.50	75.30	59.30	43.40	27.20	19.40
EBIT / Deuda Neta %	52.80	110.20	95.80	63.10	40.10	28.10
EBIT / Gast Fin Net x	-4.90	-5.00	-6.80	-9.00	-4.20	-2.50
Deuda Bruta / Ebitda x	1.80	1.00	1.30	1.70	2.50	2.90
Deuda neta / Ebitda x	1.40	0.70	0.80	1.20	1.70	2.00
Deuda CP / Deuda Total %	45.80	30.00	22.40	14.10	12.60	26.00
Kd nom (costo deuda) %	8.60	9.90	13.20	13.00	13.20	9.70
Pasivo Tt / Activo Tt %	43.90	42.80	46.70	50.70	52.60	46.20
Pasivo Tot / Patr Neto %	78.40	74.90	87.50	102.80	110.90	85.70
Pasivo Tt / Ventas %	58.00	53.70	57.60	61.00	65.70	57.90
Activo Fijo / Patr Neto %	95.60	91.50	91.30	92.50	88.50	84.70
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	1.70	1.60	1.60	1.40	1.50	1.40
Liquidez Acida x	1.20	1.10	1.10	1.00	1.00	0.90
Capital de Trabajo \$	2,741,571,000	2,727,310,000	3,260,057,000	2,815,539,000	3,640,061,000	3,208,586,000
Capital Employed \$	16,064,915,000	15,432,764,000	17,028,638,000	18,353,403,000	19,878,529,000	22,165,558,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	90	94	95	89	100	97
Plazo Promed Proved dias	49	84	96	99	104	83
Plazo Promed Cobro(dias)	85	87	89	78	80	74
Ciclo Financiero (dias)	126	97	89	69	75	88
Ciclo Operativo (dias)	175	181	185	168	179	171
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	1,947,292,000	2,147,274,000	2,347,413,000	2,163,124,000	1,955,857,000	1,609,027,000
EBITDA Operativo \$	1,947,292,000	2,147,274,000	2,347,413,000	2,163,125,000	1,955,857,000	1,609,027,000
UtilAntesImp + DespFin \$	834,828,000	989,819,000	1,271,646,000	1,319,872,000	757,599,000	453,231,000
Rotacion del Actv x	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Rotacion del PatNt x	1.40	1.40	1.50	1.70	1.70	1.50
Margen Bruto %	39.90	39.90	39.10	38.30	37.90	37.30
Margen EBIT %	10.10	10.80	10.20	7.90	6.10	4.00
Margen Neto %	4.60	5.80	5.90	5.00	5.10	2.10
Margen Ebitda %	14.10	14.10	13.30	10.70	9.10	7.10
Rentab del Actvo %	3.50	4.60	4.70	4.10	4.10	1.70
Rent Patr (pat final) %	6.30	8.10	8.90	8.40	8.60	3.10
Rent Patr (pat prom) %	6.40	8.30	9.20	8.60	8.80	3.40
Rent Patr (pat inicial)%	6.50	8.60	9.50	8.70	9.10	3.80
ROIC (IC fin) %	6.20	7.50	7.60	6.30	4.80	2.90
ROIC (IC prom) %	6.20	7.40	7.90	6.50	4.90	3.10
ROIC (IC inicial) %	6.20	7.30	8.20	6.80	5.10	3.30
Invested Capital \$	15,170,574,000	14,740,598,000	15,873,376,000	17,198,456,000	18,322,832,000	20,721,172,000
Rentabil Invers Perman %	0.00	0.00	0.00	34.00	33.10	125.80
Apalancamiento Financ x	1.20	1.30	1.50	1.70	1.60	1.10
Apalancamiento Operat x	3.90	3.60	3.90	4.80	6.00	7.40
<b>Otros</b>						
Capex \$	-65,895,000	560,431,000	1,066,387,000	1,663,100,000	749,742,000	2,351,014,000
Depreciacion y amortiz \$	541,682,000	500,713,000	548,329,000	555,473,000	649,084,000	707,555,000
Capex / Deprec %	-12.20	111.90	194.50	299.40	115.50	332.30
Deprec/ ActFij y Intang%	5.30	5.10	5.50	5.20	5.40	5.70

## c) Indicadores de mercado

### PALACIO

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	27.90	23.80	25.80	-	35.10	56.90
Precio / Valor Libro x	1.70	1.90	2.30	-	2.90	2.00
Price Sales Ratio x	1.30	1.40	1.50	-	1.70	1.20
Precio / EBITDA x	9.20	9.80	11.40	-	19.10	17.00
Precio/ Fij Cj Libre x	55.90	11.00	42.30	-	-41.50	-10.80
Utilidad / Precio %	3.60	4.20	3.90	-	2.80	1.80
Capitaliz Bursatil \$	17,913,306,510	20,949,229,926	26,742,613,984	-	37,244,762,390	29,089,310,080
Enterprise Value \$	20,577,184,510	22,443,849,926	28,620,340,984	-	40,529,831,390	32,835,348,080
EV / EBITDA de la empr x	10.60	10.50	12.20	-	20.70	20.40
EV / EBITDA dela clase x	10.60	10.50	12.20	-	20.80	19.20
EV / EBIT de la empr x	14.60	13.60	15.90	-	31.00	36.40
EV / EBIT de la clase x	14.60	13.60	15.90	-	31.10	34.20

## d) Cotización

### PALACIO

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var	Cierre ajust p/var cap en moneda orig
	GPH1	GPH1	GPH1
2009	0.59	1.89	49.82
2010	0.66	2.60	58.94
2011	0.91	3.05	76.31
2012	1.05	2.91	88.37
2013	0.00	3.13	108.01
2014	0.00	1.41	80.00



## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### PALACIO

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	13,859	15,246	17,698	20,303	21,402	21,829	24,057	25,566	27,027	28,390
		10.01%	16.08%	14.72%	5.41%	1.99%	10.21%	6.27%	5.71%	5.04%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	0.60%	0.63%	0.68%	0.73%	0.74%	0.75%	0.78%	0.81%	0.84%	0.86%
		0.03%	0.05%	0.05%	0.01%	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%

## g) Supuestos

### PALACIO

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	21,829	24,057	25,566	27,027	28,390
- Costo de ventas	62.66%	61.48%	61.76%	61.94%	62.00%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	32.32%	30.39%	30.73%	31.08%	31.22%
+ Otros ingresos/gastos	-1.04%	-0.33%	-0.32%	-0.38%	-0.45%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.46%	0.53%	0.61%	0.70%	0.63%
Gasto financiero	2.05%	2.05%	1.99%	2.07%	2.09%
+ Resultado de inversión permanente	1.22%	0.38%	0.46%	0.55%	0.59%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	41.54%	27.44%	26.30%	25.05%	23.60%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	-0.02%	0.05%	0.06%	0.07%	0.06%

#### = Resultado neto

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>47.19%</b>	<b>48.24%</b>	<b>48.62%</b>	<b>48.47%</b>	<b>48.87%</b>
Efectivo e Invers CP	6.36%	6.08%	6.38%	6.36%	6.49%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>78.18%</b>	<b>75.63%</b>	<b>74.95%</b>	<b>75.15%</b>	<b>75.39%</b>
<b>AT</b>	<b>125.38%</b>	<b>123.87%</b>	<b>123.58%</b>	<b>123.62%</b>	<b>124.26%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>33.06%</b>	<b>31.98%</b>	<b>32.68%</b>	<b>33.03%</b>	<b>33.11%</b>
Otros Credit c/Costo CP	5.33%	3.78%	3.67%	3.64%	3.85%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>24.80%</b>	<b>27.18%</b>	<b>27.57%</b>	<b>27.77%</b>	<b>27.63%</b>
Acredores Varios LP	15.16%	14.76%	15.70%	16.18%	16.29%
<b>Capital Contable</b>	<b>67.51%</b>	<b>64.71%</b>	<b>63.32%</b>	<b>62.83%</b>	<b>63.51%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>125.37%</b>	<b>123.87%</b>	<b>123.57%</b>	<b>123.62%</b>	<b>124.26%</b>

#### Estado de flujo de efectivo

DyA	3.12%	3.05%	3.01%	2.99%	3.04%
CapEx	5.54%	4.46%	4.23%	3.35%	3.27%

## h) Pronósticos

### PALACIO

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	21,829	24,057	25,566	27,027	28,390
- Costo de ventas	13,678	14,791	15,790	16,740	17,601
<b>= Resultado bruto</b>	<b>8,151</b>	<b>9,266</b>	<b>9,776</b>	<b>10,286</b>	<b>10,789</b>
- Gasto operativo	7,056	7,312	7,857	8,400	8,864
+ Otros ingresos/gastos	-228	-80	-82	-104	-128
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>867</b>	<b>1,874</b>	<b>1,838</b>	<b>1,782</b>	<b>1,797</b>
+ Resultado integral financiamiento	-348	-364	-354	-369	-415
Ingreso financiero	100	128	156	189	178
Gasto financiero	448	492	510	558	593
+ Resultado de inversión permanente	265	91	117	148	167
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>785</b>	<b>1,602</b>	<b>1,600</b>	<b>1,562</b>	<b>1,550</b>
- Impuestos	326	439	421	391	366
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	-4	12	16	20	18
<b>= Resultado neto</b>	<b>462</b>	<b>1,150</b>	<b>1,164</b>	<b>1,151</b>	<b>1,166</b>

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>10,302</b>	<b>11,605</b>	<b>12,431</b>	<b>13,100</b>	<b>13,874</b>
Efectivo e Invers CP	1,388	1,462	1,632	1,718	1,842
<b>Activo no Corriente</b>	<b>17,066</b>	<b>18,195</b>	<b>19,162</b>	<b>20,311</b>	<b>21,403</b>
<b>AT</b>	<b>27,368</b>	<b>29,800</b>	<b>31,593</b>	<b>33,411</b>	<b>35,278</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>7,217</b>	<b>7,692</b>	<b>8,356</b>	<b>8,926</b>	<b>9,401</b>
Otros Credit c/Costo CP	1,163	909	939	983	1,093
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>5,414</b>	<b>6,539</b>	<b>7,049</b>	<b>7,504</b>	<b>7,845</b>
Acredores Varios LP	3,309	3,550	4,014	4,374	4,624
<b>Capital Contable</b>	<b>14,736</b>	<b>15,568</b>	<b>16,188</b>	<b>16,980</b>	<b>18,032</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>27,367</b>	<b>29,799</b>	<b>31,593</b>	<b>33,410</b>	<b>35,277</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	2,859	3,360	3,382	3,439	3,724
-------------	-------	-------	-------	-------	-------

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	541	1,435	1,417	1,391	1,432
DyA	681	735	769	808	863
CapEx	1,210	1,073	1,082	904	929
Δ WK non cash	271	501	22	57	285
<b>FCFF</b>	<b>-259</b>	<b>595</b>	<b>1,082</b>	<b>1,238</b>	<b>1,081</b>



## i) Cálculo WACC

### PALACIO

Fecha	GPH1	IPC	GPH1	IPC
dec-08	16.52	22,380		
ene-09	13.38	19,565	-0.19	-0.13
feb-09	12.68	17,752	-0.05	-0.09
mar-09	14.77	19,627	0.16	0.11
abr-09	17.07	21,899	0.16	0.12
may-09	17.55	24,332	0.03	0.11
jun-09	17.67	24,368	0.01	0.00
jul-09	20.38	27,044	0.15	0.11
ago-09	21.46	28,130	0.05	0.04
set-09	21.29	29,232	-0.01	0.04
oct-09	21.32	28,646	0.00	-0.02
nov-09	24.03	30,957	0.13	0.08
dec-09	26.62	32,120	0.11	0.04
ene-10	26.30	30,392	-0.01	-0.05
feb-10	28.88	31,635	0.10	0.04
mar-10	28.62	33,266	-0.01	0.05
abr-10	26.29	32,687	-0.08	-0.02
may-10	26.39	32,039	0.00	-0.02
jun-10	26.27	31,157	-0.00	-0.03
jul-10	26.97	32,309	0.03	0.04
ago-10	27.07	31,680	0.00	-0.02
set-10	28.97	33,330	0.07	0.05
oct-10	30.98	35,568	0.07	0.07
nov-10	32.21	36,817	0.04	0.04
dec-10	32.51	38,551	0.01	0.05
ene-11	30.91	36,982	-0.05	-0.04
feb-11	31.75	37,020	0.03	0.00
mar-11	32.68	37,441	0.03	0.01
abr-11	33.59	36,963	0.03	-0.01
may-11	32.79	35,833	-0.02	-0.03
jun-11	32.31	36,558	-0.01	0.02
jul-11	30.16	35,999	-0.07	-0.02
ago-11	30.53	35,721	0.01	-0.01
set-11	29.77	33,503	-0.02	-0.06
oct-11	32.05	36,160	0.08	0.08
nov-11	34.37	36,829	0.07	0.02
dec-11	35.61	37,078	0.04	0.01
ene-12	37.51	37,423	0.05	0.01
feb-12	37.33	37,817	-0.00	0.01
mar-12	40.11	39,521	0.07	0.05
abr-12	35.21	39,461	-0.12	-0.00
may-12	32.77	37,873	-0.07	-0.04
jun-12	33.79	40,200	0.03	0.06
jul-12	35.61	40,704	0.05	0.01
ago-12	33.26	39,422	-0.07	-0.03
set-12	34.23	40,867	0.03	0.04
oct-12	36.55	41,620	0.07	0.02
nov-12	38.35	41,834	0.05	0.01
dec-12	40.01	43,706	0.04	0.04
ene-13	38.96	45,278	-0.03	0.04
feb-13	37.93	44,121	-0.03	-0.03
mar-13	38.19	44,077	0.01	-0.00
abr-13	37.23	42,263	-0.02	-0.04
may-13	36.35	41,588	-0.02	-0.02
jun-13	35.15	40,623	-0.03	-0.02
jul-13	33.68	40,838	-0.04	0.01
ago-13	30.87	39,492	-0.08	-0.03
set-13	33.17	40,185	0.07	0.02
oct-13	32.68	41,039	-0.01	0.02
nov-13	33.55	42,499	0.03	0.04
dec-13	33.18	42,727	-0.01	0.01

Estado de ganancias o pérdidas	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	230	233	255	289	359
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0
Resultado antes impuest	1,498	1,428	1,429	1,295	1,069
Impuesto a las gananc	484	466	470	427	-25

Estructura de capital	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	3,032,979,000	3,418,708,000	3,962,960,000	4,016,445,000	3,702,000,000
D	3,033	3,419	3,963	4,016	3,702

Beta	1.00
CETES 360	3.64%
Rp	6.50%
Ke	10.14%
Kd	5.49%
Tasa i	7.53%
t	27.12%
D	4,811
E	11.44%
WACC	37,245
	88.56%
	9.61%

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

PALACIO DE HIERRO						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		-259	595	1,082	1,238	1,081
					<b>VT</b>	<b>49,269</b>
<i>WACC</i>	5.61%					
<i>g</i>	3.34%					
	<i>FCFF Total</i>	-259	595	1,082	1,238	50,350
	<i>VP</i>	-245	534	918	995	38,328
<i>EV</i>	<b>40,530</b>					
- Deuda	4,811					
+ efectivo	1,556					
- int min	30					
<b>= Equity Value</b>	<b>37,245</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>37,245</b>
No acciones	339					
<b>= VPA</b>	<b>110</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

PALACIO DE HIERRO						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		-259	595	1,082	1,238	1,081
					<b>VT</b>	<b>88,996</b>
<i>WACC</i>	5.61%					
<i>g</i>	4.34%					
	<i>FCFF Total</i>	-259	595	1,082	1,238	90,077
	<i>VP</i>	-245	534	918	995	68,569
<i>EV</i>	<b>70,771</b>					
- Deuda	4,811					
+ efectivo	1,556					
- int min	30					
<b>= Equity Value</b>	<b>67,486</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>37,245</b>
No acciones	339					
<b>= VPA</b>	<b>200</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

PALACIO DE HIERRO						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		-259	595	1,082	1,238	1,298
					<b>VT</b>	<b>59,155</b>
<b>WACC</b>	5.61%					
<b>g</b>	4.34%					
	<b>FCFF Total</b>	-259	595	1,082	1,238	60,453
	<b>VP</b>	-245	534	918	995	46,018
<b>EV</b>	<b>48,221</b>					
- Deuda	4,811					
+ efectivo	1,556					
- int min	30					
<b>= Equity Value</b>	<b>44,936</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>37,245</b>
No acciones	339					
<b>= VPA</b>	<b>133</b>					

## IX. Valuación Saba

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

SABA													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>15,088</b>	<b>31,235</b>	<b>31,390</b>	<b>32,501</b>	<b>28,514</b>	<b>5,981</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>8,436</b>	<b>24,152</b>	<b>24,267</b>	<b>26,020</b>	<b>23,929</b>	<b>5,182</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>11,975</b>	<b>18,711</b>	<b>19,409</b>	<b>21,231</b>	<b>17,436</b>	<b>3,857</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>6,679</b>	<b>21,609</b>	<b>15,024</b>	<b>17,662</b>	<b>16,961</b>	<b>5,400</b>
Efectivo e Invers CP	664	1,290	2,279	1,068	1,136	146	Deudas Financieras CP	1,491	9,208	2,839	2,487	1,683	200
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	0	0	0	0	0	0
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	0	0	0	0	0	0
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	5,052	9,605	9,153	11,312	13,411	3,414
Actv Finan Mant Vcmt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	0	0	0	504	743	141
Cuentas por cobrar CP	5,228	6,938	6,004	7,599	6,664	1,081	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	0	0	0
Clientes	5,228	6,938	6,004	9,018	8,258	2,588	Otros impuestos p/ pagar	0	0	0	504	743	141
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	-1,419	-1,593	-1,507	Otros Pasivos CP	136	2,797	3,031	3,359	1,123	1,646
Otr cuent por cobrar CP	896	1,435	2,184	4,665	2,404	1,939	Interes por Pagar	0	0	0	0	0	0
Otras cuentas por cob CP	896	1,435	2,184	4,665	2,404	1,939	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	0	Otr ingresos difer circ	0	0	0	0	0	0
Inventario	5,141	8,857	8,815	7,886	7,219	683	Beneficios a Empleados	0	0	0	201	281	337
Activos Biologicos CP	-	-	-	0	0	0	Provisiones CP	0	0	0	0	0	0
Otros Activos CP	46	191	127	13	13	8	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	-	0	0	0
Gast pagados por antic	0	0	0	0	0	0	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	136	2,797	3,031	3,158	842	1,308
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	0							
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0							
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0							
Otros Activos	46	191	127	13	13	8							
<b>Activo no Corriente</b>	<b>3,112</b>	<b>12,524</b>	<b>11,980</b>	<b>11,270</b>	<b>11,078</b>	<b>2,124</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>892</b>	<b>2,289</b>	<b>9,506</b>	<b>8,358</b>	<b>6,968</b>	<b>-218</b>
Document por Cobrar LP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	892	2,289	9,506	8,161	7,374	0
Inversiones	0	51	55	37	33	0	Bonos y papeles comer LP	0	0	0	0	0	0
Inv en Empresas Relac	0	51	55	0	0	0	Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Impuestos Diferidos LP	0	0	0	197	-406	-218
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Otras obligaciones	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones	0	0	0	37	33	0	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Prop, planta y equi neto	1,356	3,727	2,383	3,041	3,116	1,747	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	1,359	1,776	1,790	2,472	2,249	1,537	Beneficios Empleados LP	0	0	0	0	0	0
Maquinarias y Equipos	471	363	2,277	1,605	2,644	488	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otros Equipos	676	6,130	1,995	2,555	1,764	466	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	-	0	0	0
Amortiz y Deprec Acum	-1,150	-4,546	-3,680	-3,622	-3,555	-744	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construciones en Proc	0	4	1	31	13	0	Otros LP	0	0	0	0	0	0
Propiedades de inversion	0	0	0	0	0	0							
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0							
Intangibles neto	1,491	8,513	3,995	6,990	6,567	196	<b>PATRIMONIO</b>	<b>6,651</b>	<b>7,083</b>	<b>7,122</b>	<b>6,481</b>	<b>4,585</b>	<b>799</b>
Creditos Comerciales CP	1,491	0	0	2,810	2,462	156	Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
Marcas	0	0	0	2,719	2,678	0	Patrimonio neto	6,651	7,083	7,122	6,481	4,585	799
Derechos y licencias	0	0	0	1,445	1,412	30	Capital social	1,124	1,124	1,124	1,634	1,724	1,724
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	1,062
Otros	0	8,513	3,995	16	15	10	Sobreprecio Venta Acc	870	870	870	870	870	870
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Otros ativos nocorriente	265	233	5,547	1,202	1,362	181	Otro capital contribuido	1,062	1,062	1,062	0	0	0
Pagos anticipados	0	0	0	24	29	26	Utilid reten (perd acum)	3,458	4,027	4,066	3,977	1,991	621
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	0	0	0	0	0	0
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	0	0	0	1,062	1,062	195
Act ncurr dis p/venta LP	-	-	-	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	3,178	3,757	3,979	3,060	1,416	-170
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	280	270	87	-145	-487	597
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Otros Activos LP	265	233	5,547	1,178	1,333	155	Exceso Actlzc Pat Neto	138	0	0	0	0	-3,479
							Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
							Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	0	0
							Efecto Acum p/Conversion	138	0	0	0	0	0
							Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	0	0	0	0	0	0
							Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/impuest Diferid	0	0	0	0	0	-3,479

## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### SABA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>29,792</b>	<b>34,244</b>	<b>46,568</b>	<b>46,689</b>	<b>42,077</b>	<b>18,527</b>
Ingr por Servicios	29,792	34,244	46,568	0	42,077	18,527
Venta de bienes	0	0	0	46,689	0	0
Ingresos por Interes	0	0	0	0	0	0
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	0	0	0
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	0	0	0
<b>Costo de Ventas</b>	<b>26,566</b>	<b>29,614</b>	<b>37,804</b>	<b>38,124</b>	<b>34,550</b>	<b>14,586</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>3,226</b>	<b>4,630</b>	<b>8,764</b>	<b>8,566</b>	<b>7,527</b>	<b>3,941</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>2,335</b>	<b>3,784</b>	<b>7,198</b>	<b>7,333</b>	<b>6,988</b>	<b>5,007</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>891</b>	<b>846</b>	<b>1,566</b>	<b>1,233</b>	<b>539</b>	<b>-1,066</b>
Otros ingresos (gastos)	-136	-259	-126	-129	-98	1,954
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>754</b>	<b>587</b>	<b>1,440</b>	<b>1,105</b>	<b>442</b>	<b>888</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-262</b>	<b>-263</b>	<b>-1,040</b>	<b>-854</b>	<b>-804</b>	<b>-219</b>
Tot ingresos financieros	5	230	57	152	104	238
Ingresos Financieros	5	12	57	176	49	198
Util por fluct cambiaria	0	218	0	-24	56	39
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	267	493	1,097	1,007	908	457
Gastos Financieros	264	493	1,029	1,007	908	457
Perd por fluct cambiaria	3	0	69	0	0	0
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0	0
Result Inver Permanent	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>492</b>	<b>324</b>	<b>400</b>	<b>250</b>	<b>-362</b>	<b>668</b>
Impuesto a las gananc	212	54	312	395	125	71
I.S.R.	344	392	745	365	145	71
I.S.R. Diferido	-132	-338	-432	30	-20	0
<b>Result despues de Imp</b>	<b>280</b>	<b>270</b>	<b>87</b>	<b>-145</b>	<b>-487</b>	<b>597</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>280</b>	<b>270</b>	<b>87</b>	<b>-145</b>	<b>-487</b>	<b>597</b>
Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>280</b>	<b>270</b>	<b>87</b>	<b>-145</b>	<b>-487</b>	<b>597</b>
Depreciacion Operativa	109	191	448	426	368	230
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>280</b>	<b>270</b>	<b>87</b>	<b>-145</b>	<b>-487</b>	<b>597</b>
Total otr partid integr	0	0	0	0	0	0
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	0	0
Efecto acum p/conversion	0	0	0	0	0	0
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>280</b>	<b>270</b>	<b>87</b>	<b>-145</b>	<b>-487</b>	<b>597</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	0	0	0
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>280</b>	<b>270</b>	<b>87</b>	<b>-145</b>	<b>-487</b>	<b>597</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### SABA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>492</b>	<b>324</b>	<b>400</b>	<b>250</b>	<b>-362</b>	<b>668</b>
Partidas s/Impac en Efec	-212	-54	-312	-395	-125	-71
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Provision el Ejercicio	-212	-54	-312	-395	-125	-71
Otras Partidas N/Realiza	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>287</b>	<b>191</b>	<b>448</b>	<b>426</b>	<b>368</b>	<b>230</b>
Depreciacion y amortiz	287	191	448	426	368	230
Util(Per)Vta Inmu Maq Eq	0	0	0	0	0	0
Perdida por Deterioro	0	0	0	0	0	0
Part Asocia Negoc Conjun	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	0	0	0	0	0	0
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Part Relativ Financiam</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Intereses Devengados	0	0	0	0	0	0
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	0	0	0
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>568</b>	<b>461</b>	<b>535</b>	<b>281</b>	<b>-119</b>	<b>827</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>-1,012</b>	<b>1,366</b>	<b>73</b>	<b>-612</b>	<b>2,961</b>	<b>2,514</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	-6	-1,996	934	-2,218	935	5,583
Dec(inc) inventarios	-176	-3,935	42	728	667	6,536
De/Inc en Otr Ctas x Cob	-121	-1,502	-686	-1,757	1,256	472
Incr(decr) proveedores	-638	5,212	-452	1,989	2,100	-9,997
Incr(decr) otros pasivos	-71	3,587	234	646	-1,997	-80
Impues Utilid Paga/Devue	0	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>-445</b>	<b>1,827</b>	<b>608</b>	<b>-331</b>	<b>2,842</b>	<b>3,342</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-386</b>	<b>-10,328</b>	<b>-468</b>	<b>487</b>	<b>-1,273</b>	<b>4,526</b>
Inver Acc c/Carat Perman	0	0	0	18	4	33
Dispo Accio c/Carac Perm	0	-51	-4	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-5	-2,440	-2,599	-137	-374	-126
Venta de activos fijos	-7	1	3,543	9	6	1,264
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	0	0	0
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	0	0	0	0	0	0
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	-374	-7,839	-1,408	597	-909	3,355
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>888</b>	<b>9,127</b>	<b>848</b>	<b>-1,398</b>	<b>-1,501</b>	<b>-8,857</b>
Financiamientos Bancario	1,058	9,127	848	-1,908	-1,591	-8,857
Financiamient Bursatiles	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	0	0	0	0	0	0
Amort Financiam Bursatil	0	0	0	0	0	0
Amortiz Otr Financiamen	0	0	0	0	0	0
Inc.Desc en Capit Social	0	0	0	510	90	0
Dividendos	-170	0	0	0	0	0
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	0	0	0	0	0	0
Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>58</b>	<b>626</b>	<b>989</b>	<b>-1,242</b>	<b>67</b>	<b>-990</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	0	0
Efec Eq Efe Prin Periodo	607	664	1,290	2,310	1,068	1,136
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>664</b>	<b>1,290</b>	<b>2,279</b>	<b>1,068</b>	<b>1,136</b>	<b>146</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	265	265	265	319	329	329

## b) Indicadores financieros

### SABA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	1.06	1.02	0.33	-0.51	-1.50	1.82
Valor Libro p/ Accion \$	25.06	26.69	26.83	20.31	13.95	2.43
Ventas p/ Accion \$	112.24	129.02	175.45	165.57	129.67	56.39
EBITDA p/ Accion \$	3.93	2.93	7.11	5.43	2.50	3.40
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	1,718,509,000	10,206,562,000	10,065,946,000	9,580,074,000	7,921,524,000	54,045,000
Deuda Total Bruta \$	2,382,770,000	11,497,028,000	12,345,204,000	10,648,331,000	9,057,060,000	200,000,000
Deuda Bruta / Act Tt %	15.80	36.80	39.30	32.80	31.80	3.30
Deuda Bruta / Pat Neto %	35.80	162.30	173.30	164.30	197.50	25.00
Deuda Neta / Patr Neto %	25.80	144.10	141.30	147.80	172.80	6.80
EBIT / Deuda Bruta %	31.70	5.10	11.70	10.40	4.90	443.80
EBIT / Deuda Neta %	43.90	5.80	14.30	11.50	5.60	1,642.40
EBIT / Gast Fin Net x	-2.90	-2.20	-1.40	-1.30	-0.50	-4.00
Deuda Bruta / Ebitda x	2.30	14.80	6.50	7.00	11.20	0.20
Deuda neta / Ebitda x	1.60	13.10	5.30	6.30	9.80	0.00
Deuda CP / Deuda Total %	62.60	80.10	23.00	23.40	18.60	100.00
Kd nom (costo deuda) %	20.20	20.70	9.50	8.20	8.50	5.00
Pasivo Tt / Activo Tt %	55.90	77.30	77.30	80.10	83.90	86.60
Pasivo Tot / Patr Neto %	126.80	341.00	340.70	401.50	521.90	648.80
Pasivo Tt / Ventas %	28.30	70.50	52.10	55.70	56.90	28.00
Activo Fijo / Pat Neto %	20.40	52.60	33.50	46.90	68.00	218.70
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	1.80	0.90	1.30	1.20	1.00	0.70
Liquidez Acida x	1.00	0.50	0.70	0.80	0.60	0.60
Capital de Trabajo \$	5,295,761,000	-2,898,097,000	4,385,422,000	3,569,710,000	475,279,000	-1,543,270,000
Capital Employed \$	9,899,313,000	18,833,330,000	19,205,207,000	17,326,503,000	13,236,179,000	780,884,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	70	108	84	75	75	17
Plazo Promed Proved dias	69	117	87	107	140	84
Plazo Promed Cobro(dias)	63	73	46	59	57	21
Ciclo Financiero (dias)	64	64	43	26	-8	-46
Ciclo Operativo (dias)	133	181	130	133	132	38
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	1,041,853,000	778,364,000	1,887,421,000	1,530,203,000	809,667,000	1,117,808,000
EBITDA Operativo \$	863,077,000	778,364,000	1,887,421,000	1,530,203,000	809,667,000	1,117,808,000
UtilAntesImp + DespFin \$	229,932,000	61,172,000	-640,366,000	-604,381,000	-1,165,957,000	448,893,000
Rotacion del Actv x	2.00	1.10	1.50	1.40	1.50	3.10
Rotacion del PatNt x	4.50	4.80	6.50	7.20	9.20	23.20
Margen Bruto %	10.80	13.50	18.80	18.30	17.90	21.30
Margen EBIT %	2.50	1.70	3.10	2.40	1.10	4.80
Margen Neto %	0.90	0.80	0.20	-0.30	-1.20	3.20
Margen Ebitda %	3.50	2.30	4.10	3.30	1.90	6.00
Rentab del Actvo %	1.90	0.90	0.30	-0.40	-1.70	10.00
Rent Patr (pat final) %	4.20	3.80	1.20	-2.20	-10.60	74.70
Rent Patr (pat prom) %	4.20	3.90	1.20	-2.10	-8.80	22.20
Rent Patr (pat inicial)%	4.20	4.10	1.20	-2.00	-7.50	13.00
ROIC (IC fin) %	5.50	2.20	5.70	4.60	2.40	93.70
ROIC (IC prom) %	5.90	2.90	5.60	4.50	2.10	9.30
ROIC (IC inicial) %	6.30	4.30	5.50	4.40	1.80	4.90
Invested Capital \$	9,235,052,000	17,542,864,000	16,925,949,000	16,258,246,000	12,100,643,000	634,929,000
Rentabil Invers Perman %	-	0.00	0.00	-	-	-
Apalancamiento Financ x	1.20	2.20	0.30	-1.00	-9.60	5.50
Apalancamiento Operat x	3.60	5.50	5.60	6.90	14.00	-3.70
<b>Otros</b>						
Capex \$	11,720,000	2,489,544,000	-940,205,000	109,077,000	363,907,000	-1,171,083,000
Depreciacion y amortiz \$	287,435,000	191,140,000	447,669,000	425,654,000	367,840,000	230,181,000
Capex / Deprec %	4.10	1,302.50	-210.00	25.60	98.90	-508.80
Deprec/ ActFij y Intang%	10.60	6.70	3.70	6.70	3.70	2.40

## c) Indicadores de mercado

### SABA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	24.10	17.20	31.40	-19.80	-3.90	18.30
Precio / Valor Libro x	1.00	0.70	0.40	0.50	0.40	3.70
Price Sales Ratio x	0.20	0.10	0.10	0.10	0.10	1.30
Precio / EBITDA x	6.50	6.00	1.40	1.90	2.50	12.60
Precio/ Fij Cj Libre x	-14.80	-7.00	1.80	-6.50	-2.60	16.20
Utilidad / Precio %	4.10	5.80	3.20	-5.00	-25.70	5.50
Capitaliz Bursatil \$	6,768,193,680	4,647,492,994	2,736,473,602	3,254,856,414	2,489,007,846	555,310,592,350
Enterprise Value \$	8,486,702,680	14,854,054,993	12,802,419,601	12,834,930,414	11,804,751,846	540,547,707,350
EV / EBITDA de la empr x	8.10	19.10	6.80	8.40	12.70	12.30
EV / EBITDA de la clase x	8.10	19.10	6.80	7.40	11.70	12.30
EV / EBIT de la empr x	11.20	25.30	8.90	11.60	22.40	15.60
EV / EBIT de la clase x	11.20	25.30	8.90	10.30	20.70	15.60

## d) Cotización

### SABA

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var	Cierre ajust p/var cap en moneda orig
	SAB	SAB	SAB
2009	0.64	1.06	24.62
2010	0.00	1.02	16.91
2011	0.00	0.33	9.95
2012	0.05	-0.51	10.20
2013	0.00	-1.50	7.80
2014	0.00	1.82	-



## e) Normalización de estados financieros

### SABA

Estado de situación financiera		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activo Corriente		11,975	18,711	19,409	21,231	17,436	3,857	40.20%	54.64%	41.68%	45.47%	41.44%	20.82%
Activo no corriente		3,113	12,524	11,981	11,270	11,078	2,124	10.45%	36.57%	25.73%	24.14%	26.33%	11.46%
Activo total		15,088	31,235	31,390	32,501	28,514	5,981	50.64%	91.21%	67.41%	69.61%	67.77%	32.28%
Pasivo Corriente		6,679	21,609	15,024	17,662	16,961	5,400	22.42%	63.10%	32.26%	37.83%	40.31%	29.15%
Pasivo no corriente		1,757	2,543	9,243	8,358	6,968	-218	5.90%	7.43%	19.85%	17.90%	16.56%	-1.18%
Capital Contable		6,651	7,083	7,122	6,481	4,585	799	22.32%	20.68%	15.29%	13.88%	10.90%	4.31%
VE a VL		15,087	31,235	31,389	32,501	28,514	5,981	50.64%	91.21%	67.40%	69.61%	67.77%	32.28%
Estado de ganancias o pérdidas													
Resultado neto		43.00%	16.67%	78.00%	159.27%	-34.44%	10.61%	46.02%	51.90%	46.67%	24.15%	35.87%	
Estado de situación financiera resumen													
Activo Corriente		11,975	18,711	19,409	21,231	17,436	3,857	40.20%	54.64%	41.68%	45.47%	41.44%	20.82%
Activo no corriente		3,113	12,524	11,981	11,270	11,078	2,124	10.45%	36.57%	25.73%	24.14%	26.33%	11.46%
Capital Contable		6,651	7,083	7,122	6,481	4,585	799	22.32%	20.68%	15.29%	13.88%	10.90%	4.31%
VE a VL		15,087	31,235	31,389	32,501	28,514	5,981	50.64%	91.21%	67.40%	69.61%	67.77%	32.28%
Estado de situación financiera análisis													
Wk		5.296	-2,898	4.385	3.569	475	-1,543	17.78%	-8.46%	9.42%	7.64%	1.13%	-8.33%
Wk non cash		6.123	5.020	4.945	4.988	1,022	-1,489	20.55%	14.66%	10.62%	10.68%	2.43%	-8.04%
Wk ajust		6.787	6.310	7.224	6.056	2,158	-1,343	22.78%	18.43%	15.51%	12.97%	5.13%	-7.25%
AP net		2,248	12,270	12,244	11,073	11,484	2,342	7.55%	35.83%	26.29%	23.72%	27.29%	12.64%
AT n		9,035	18,580	19,468	17,129	13,642	999	30.33%	54.26%	41.81%	36.69%	32.42%	5.39%
Deuda total		2,383	11,497	12,345	10,648	9,057	200	8.00%	33.57%	26.51%	22.81%	21.52%	1.08%
EaVL		6.651	7.083	7.122	6.481	4.585	799	22.32%	20.68%	15.29%	13.88%	10.90%	4.31%
VE a VL n		9,034	18,580	19,467	17,129	13,642	999	30.32%	54.26%	41.80%	36.69%	32.42%	5.39%
Estado de flujo de efectivo													
Vtas		29,792	34,244	46,568	46,689	42,077	18,527	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
U.B.		3,226	4,630	8,764	8,565	7,527	3,941	10.83%	13.52%	18.82%	18.34%	17.89%	21.27%
EBIT		755	587	1,440	1,103	441	888	2.53%	1.71%	3.09%	2.36%	1.05%	4.79%
EBITDA		1,042	778	1,888	1,529	809	1,118	3.50%	2.27%	4.05%	3.27%	1.92%	6.23%
UN		281	270	88	-147	-468	598	0.94%	0.79%	0.19%	-0.31%	-1.16%	3.03%
NOPAT		543	533	1,128	708	316	817	1.82%	1.56%	2.42%	1.52%	0.75%	4.41%
Dya		287	191	448	426	368	230	0.96%	0.50%	0.96%	0.91%	0.87%	1.24%
CapEx		388	10,328	468	-487	1,273	-4,526	1.30%	30.16%	1.00%	-1.04%	3.03%	-24.43%
ΔWK non cash		-1,103	-75	43	-3,966	-2,511		-3.22%	-0.16%	0.09%	-9.43%	-13.55%	
FCFF		-8,501	1,183	1,578	3,377	8,084		-24.82%	2.54%	3.38%	8.03%	43.63%	
Rentabilidad													
ROA		1.86%	1.17%	0.28%	-0.46%	-1.60%	3.47%						
ROE		4.22%	3.93%	1.24%	-2.16%	-8.82%	22.21%						
ROC		3.86%	5.33%	3.87%	2.86%	11.16%							
Mg Bruto		10.83%	13.52%	18.82%	18.84%	17.89%	21.7%						
Mg EBIT		2.53%	1.71%	3.09%	2.36%	1.05%	4.79%						
Mg EBITDA		3.50%	2.27%	4.05%	3.27%	1.92%	6.03%						
Mg Neto		0.94%	0.79%	0.19%	-0.31%	-1.16%	3.23%						
Apalancamiento													
PTI AT		55.91%	77.32%	77.31%	80.06%	83.92%	86.64%						
PTE a VL		126.84%	340.99%	340.73%	401.48%	521.30%	648.56%						
Deuda total		2,383	11,497	12,345	10,648	9,057	200	8.00%	33.57%	26.51%	22.81%	21.52%	1.08%
D neta		1,719	10,207	10,066	9,580	7,921	54	5.77%	29.81%	21.62%	20.52%	18.83%	0.29%
D/E		35.83%	162.32%	173.34%	164.30%	197.54%	25.03%						
D/EBITDA		222.89%	1477.17%	653.87%	696.40%	1110.53%	17.89%						
D/EBIT		315.63%	1958.60%	857.29%	965.37%	2053.74%	22.52%						
D/IAT		15.79%	36.81%	39.33%	32.76%	31.76%	3.34%						
EBITDA / Gasto fin		390.26%	157.81%	172.11%	151.84%	89.10%	244.64%						
EBIT / Gasto fin		282.77%	119.07%	131.27%	109.53%	48.57%	194.31%						
Dividendos													
LPA		1.06	1.02	0.33	-0.51	-1.50	1.82						
Div x acción		0.64	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
POR		0.00%	0.00%	0.00%	14.90%	0.00%	0.00%						
Div		170	0	0	16	0	0	0.57%	0.00%	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%
PPA		25	17	10	10	8							
Div yield (fin año)		2.60%	0.00%	0.00%	0.48%	0.00%	0.00%						
Div yield (inicio año)		0.00%	0.00%	0.49%	0.00%	0.00%							
ΔDeuda total		9,114	848	-1,697	-1,591	-8,857		0.00%	26.81%	1.82%	-3.63%	-3.78%	-47.81%
FCFE		350	991	-974	982	-992		0.00%	1.02%	2.13%	-2.09%	2.33%	-5.35%
Div/FCFE		0.00%	0.00%	-1.60%	0.00%	0.00%							

## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### SABA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	29,792	34,244	46,568	46,689	42,077	17,814	19,169	19,922	20,340	20,952
		14.94%	35.99%	0.26%	-9.88%	-57.66%	7.60%	3.93%	2.10%	3.01%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	1.29%	1.41%	1.79%	1.68%	1.46%	0.61%	0.48%	0.29%	-0.01%	-0.34%
		0.12%	0.39%	-0.11%	-0.23%	-0.84%	-0.13%	-0.19%	-0.30%	-0.34%

## g) Supuestos

### SABA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	17,814	19,169	19,922	20,340	20,952
- Costo de ventas	78.73%	82.03%	81.14%	81.13%	81.03%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	27.03%	21.82%	21.82%	21.82%	21.82%
+ Otros ingresos/gastos	10.55%	1.80%	2.31%	2.83%	3.45%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	1.28%	0.53%	0.50%	0.58%	0.63%
Gasto financiero	2.47%	2.12%	2.25%	2.23%	2.24%
+ Resultado de inversión permanente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	10.61%	46.02%	51.90%	46.67%	24.15%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

#### = Resultado neto

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>20.82%</b>	<b>40.81%</b>	<b>38.04%</b>	<b>37.32%</b>	<b>35.69%</b>
Efectivo e Invers CP	0.79%	2.89%	2.71%	2.27%	2.27%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>11.46%</b>	<b>24.85%</b>	<b>22.50%</b>	<b>21.86%</b>	<b>21.40%</b>
<b>AT</b>	<b>32.28%</b>	<b>65.66%</b>	<b>60.54%</b>	<b>59.17%</b>	<b>57.08%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>29.15%</b>	<b>40.53%</b>	<b>36.02%</b>	<b>36.77%</b>	<b>36.55%</b>
Otros Credit c/Costo CP	1.08%	8.68%	5.04%	4.82%	4.72%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>-1.18%</b>	<b>12.11%</b>	<b>13.05%</b>	<b>11.69%</b>	<b>10.45%</b>
Acredores Varios LP	0.00%	12.42%	13.57%	12.20%	11.14%
<b>Capital Contable</b>	<b>4.31%</b>	<b>13.01%</b>	<b>11.48%</b>	<b>10.72%</b>	<b>10.08%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>32.28%</b>	<b>65.66%</b>	<b>60.54%</b>	<b>59.17%</b>	<b>57.08%</b>

#### Estado de flujo de efectivo

DyA	1.24%	0.89%	0.88%	0.89%	0.89%
CapEx	-24.43%	2.02%	2.52%	2.27%	2.39%

## h) Pronósticos

### SABA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	17,814	19,169	19,922	20,340	20,952
- Costo de ventas	14,025	15,724	16,165	16,502	16,978
<b>= Resultado bruto</b>	<b>3,789</b>	<b>3,444</b>	<b>3,757</b>	<b>3,837</b>	<b>3,975</b>
- Gasto operativo	4,814	4,182	4,346	4,437	4,571
+ Otros ingresos/gastos	1,879	345	461	576	723
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>854</b>	<b>-392</b>	<b>-128</b>	<b>-24</b>	<b>127</b>
+ Resultado integral financiamiento	-211	-304	-348	-336	-339
Ingreso financiero	229	102	100	118	132
Gasto financiero	439	405	448	453	470
+ Resultado de inversión permanente	0	0	0	0	0
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>643</b>	<b>-696</b>	<b>-477</b>	<b>-360</b>	<b>-211</b>
- Impuestos	68	-320	-247	-168	-51
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	0	0	0	0	0
<b>= Resultado neto</b>	<b>575</b>	<b>-376</b>	<b>-229</b>	<b>-192</b>	<b>-160</b>

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>3,709</b>	<b>7,823</b>	<b>7,579</b>	<b>7,590</b>	<b>7,477</b>
Efectivo e Invers CP	140	553	540	463	476
<b>Activo no Corriente</b>	<b>2,042</b>	<b>4,763</b>	<b>4,483</b>	<b>4,445</b>	<b>4,484</b>
<b>AT</b>	<b>5,751</b>	<b>12,585</b>	<b>12,062</b>	<b>12,035</b>	<b>11,961</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>5,192</b>	<b>7,769</b>	<b>7,175</b>	<b>7,478</b>	<b>7,659</b>
Otros Credit c/Costo CP	192	1,664	1,003	981	990
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>-210</b>	<b>2,322</b>	<b>2,600</b>	<b>2,378</b>	<b>2,189</b>
Acredores Varios LP	0	2,381	2,703	2,481	2,335
<b>Capital Contable</b>	<b>768</b>	<b>2,495</b>	<b>2,287</b>	<b>2,180</b>	<b>2,113</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>5,751</b>	<b>12,585</b>	<b>12,062</b>	<b>12,035</b>	<b>11,960</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	-1,432	1,164	867	630	332
-------------	--------	-------	-----	-----	-----

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	786	-72	119	144	178
DyA	221	171	176	181	186
CapEx	-4,352	386	502	461	502
Δ WK non cash	-2,414	2,595	-296	-237	-299
<b>FCFF</b>	<b>7,773</b>	<b>-2,882</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>161</b>

## i) Cálculo WACC

### SABA

Fecha	SAB	IPC	SAB	IPC
dec-08	25.95	22,380		
ene-09	24.92	19,565	-0.04	-0.13
feb-09	21.18	17,752	-0.15	-0.09
abr-09	16.45	19,627	-0.22	0.11
may-09	19.74	21,899	0.20	0.12
jun-09	22.89	24,332	0.16	0.11
jul-09	19.35	24,368	-0.15	0.00
ago-09	23.17	27,044	0.20	0.11
set-09	24.14	28,130	0.04	0.04
oct-09	24.67	29,232	0.02	0.04
nov-09	24.33	28,646	-0.01	-0.02
dec-09	24.62	30,957	0.01	0.08
ene-10	24.62	32,120	0.00	0.04
feb-10	19.60	30,392	-0.20	-0.05
mar-10	19.02	31,635	-0.03	0.04
abr-10	18.93	33,266	-0.00	0.05
may-10	20.85	32,687	0.10	-0.02
jun-10	15.65	32,039	-0.25	-0.02
jul-10	13.90	31,157	-0.11	-0.03
ago-10	14.96	32,309	0.08	0.04
set-10	14.19	31,680	-0.05	-0.02
oct-10	16.41	33,330	0.16	0.05
nov-10	15.11	35,568	-0.08	0.07
dec-10	16.91	36,817	0.12	0.04
ene-11	21.58	38,551	0.28	0.05
mar-11	21.58	36,982	0.00	-0.04
abr-11	21.72	37,020	0.01	0.00
may-11	21.72	37,441	0.00	0.01
oct-11	12.55	36,963	-0.42	-0.01
nov-11	11.59	35,833	-0.08	-0.03
dec-11	9.95	36,558	-0.14	0.02
ene-12	10.52	35,999	0.06	-0.02
feb-12	10.62	35,721	0.01	-0.01
mar-12	11.59	33,503	0.09	-0.06
abr-12	11.59	36,160	0.00	0.08
jun-12	10.62	36,829	-0.08	0.02
ago-12	10.62	37,078	0.00	0.01
set-12	10.94	37,423	0.03	0.01
nov-12	7.00	37,817	-0.36	0.01
dec-12	10.20	39,521	0.46	0.05
ene-13	8.78	39,461	-0.14	-0.00
feb-13	8.35	37,873	-0.05	-0.04
mar-13	7.63	40,200	-0.09	0.06
abr-13	7.68	40,704	0.01	0.01
may-13	7.80	39,422	0.02	-0.03
set-12	34.23	40,867	3.39	0.04
oct-12	36.55	41,620	0.07	0.02
nov-12	38.35	41,834	0.05	0.01
dec-12	40.01	43,706	0.04	0.04
ene-13	38.96	45,278	-0.03	0.04
feb-13	37.93	44,121	-0.03	-0.03
mar-13	38.19	44,077	0.01	-0.00
abr-13	37.23	42,263	-0.02	-0.04
may-13	36.35	41,588	-0.02	-0.02
jun-13	35.15	40,623	-0.03	-0.02
jul-13	33.68	40,838	-0.04	0.01
ago-13	30.87	39,492	-0.08	-0.03
set-13	33.17	40,185	0.07	0.02
oct-13	32.68	41,039	-0.01	0.02
nov-13	33.55	42,499	0.03	0.04
dec-13	33.18	42,727	-0.01	0.01

### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	1,007	976	1,011	908	908
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0
Resultado antes impuest	250	-279	-574	-715	-362
Impuesto a las gananc	395	314	254	122	125

### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	12,345,204,000	12,072,998,000	11,232,215,000	11,297,438,000	10,648,331,000
D	12,345	12,073	11,232	11,297	10,648

Beta	2.00	
CETES 360	3.64%	
Rp	6.50%	
Ke	16.64%	
Kd	5.85%	
Tasa i	8.35%	
t	30.00%	
D	9,057	78.44%
E	2,489	21.56%
WACC	8.17%	

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

SABA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		7,773	-2,882	90	100	161
					<b>VT</b>	<b>6,513</b>
<b>WACC</b>	4.17%					
<b>g</b>	1.66%					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	7,773	-2,882	90	100	6,674
	<b>VP</b>	7,462	-2,656	79	85	5,440
	<b>10,410</b>					
- Deuda	9,057					
+ efectivo	1,136					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>2,489</b>				<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>2,489</b>
No acciones	329					
<b>= VPA</b>	<b>8</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

SABA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		7,773	-2,882	90	100	161
					<b>VT</b>	<b>10,921</b>
<b>WACC</b>	4.17%					
<b>g</b>	2.66%					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	7,773	-2,882	90	100	11,082
	<b>VP</b>	7,462	-2,656	79	85	9,033
	<b>14,003</b>					
- Deuda	9,057					
+ efectivo	1,136					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>6,082</b>				<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>2,489</b>
No acciones	329					
<b>= VPA</b>	<b>18</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

SABA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		7,773	-2,882	90	100	308
					<b>VT</b>	<b>12,443</b>
<b>WACC</b>	<b>4.17%</b>					
<b>g</b>	<b>1.66%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	7,773	-2,882	90	100	12,751
	<b>VP</b>	7,462	-2,656	79	85	10,394
	<b>15,364</b>					
- Deuda	9,057					
+ efectivo	1,136					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>7,443</b>					
No acciones	329					
<b>= VPA</b>	<b>23</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>2,489</b>	

## X. Valuación Pochteca

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

##### POCHTECA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>1,741</b>	<b>2,044</b>	<b>2,008</b>	<b>2,476</b>	<b>3,633</b>	<b>3,817</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>1,323</b>	<b>1,586</b>	<b>1,408</b>	<b>1,431</b>	<b>2,439</b>	<b>2,630</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>1,169</b>	<b>1,502</b>	<b>1,466</b>	<b>1,654</b>	<b>2,096</b>	<b>2,336</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>1,138</b>	<b>1,126</b>	<b>1,003</b>	<b>936</b>	<b>1,520</b>	<b>1,615</b>
Efectivo e Invers CP	42	71	95	379	181	324	Deudas Financieras CP	355	275	270	5	186	65
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	0	0	0	0	0	0
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	36	35	0	0	0	0
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	664	730	630	806	1,053	1,263
Actv Finan Mant Vcmt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	0	0	0	-12	3	30
Cuentas por cobrar CP	472	624	643	617	970	920	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	2	3	5
Clientes	472	624	643	676	1,061	974	Otros impuestos p/ pagar	0	0	0	-13	0	25
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	-59	-91	-54	Otros Pasivos CP	83	85	102	137	278	257
Otr cuent por cobrar CP	95	88	44	42	17	109	Interes por Pagar	2	2	4	3	3	9
Otras cuentas por cob CP	95	88	44	42	17	109	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	0	Otr ingresos difer circ	0	0	0	0	0	0
Inventario	550	703	665	594	890	910	Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	-	-	0	0	0	Provisiones CP	0	0	0	0	0	0
Otros Activos CP	10	16	19	22	38	72	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	-	0	0	0
Gast pagados por antic	10	16	19	16	34	58	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	80	84	98	134	275	248
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	13							
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0							
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0							
Otros Activos	0	0	0	5	4	2							
<b>Activo no Corriente</b>	<b>564</b>	<b>525</b>	<b>526</b>	<b>821</b>	<b>1,537</b>	<b>1,481</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>185</b>	<b>460</b>	<b>406</b>	<b>495</b>	<b>919</b>	<b>1,016</b>
Document por Cobrar LP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	94	51	30	429	618	875
Inversiones	4	4	4	5	5	4	Bonos y papeles comer LP	0	351	450	0	0	0
Inv en Empresas Relac	4	4	4	5	5	4	Acreedores Varios LP	37	0	0	0	0	0
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Impuestos Diferidos LP	48	51	-82	0	0	0
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Otras obligaciones	6	7	7	66	301	141
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Prop, planta y equi neto	453	414	413	574	922	896	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	391	364	345	512	708	709	Beneficios Empleados LP	6	7	7	5	7	9
Maquinarias y Equipos	167	174	208	229	329	386	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otros Equipos	200	205	229	227	492	491	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	-	35	0	0
Amortiz y Deprec Acum	-304	-329	-369	-394	-608	-691	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construcciones en Proc	0	0	0	0	0	0	Otros LP	0	0	0	26	294	131
Propiedades de inversion	0	0	0	0	0	0							
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	<b>PATRIMONIO</b>	<b>419</b>	<b>458</b>	<b>600</b>	<b>1,045</b>	<b>1,194</b>	<b>1,186</b>
Intangibles neto	102	102	102	123	584	560	Int mir(part no control)	0	0	0	0	0	0
Creditos Comerciales CP	102	102	102	102	510	433	Patrimonio neto	419	458	600	1,045	1,194	1,186
Marcas	0	0	0	0	0	0	Capital social	829	1,007	1,018	1,152	1,141	1,141
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	22	74	126	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Impuestos Diferidos	0	0	0	43	26	21	Otro capital contribuido	0	0	0	0	0	0
Otros ativos nocorriente	5	5	8	77	0	0	Utilid reten (perd acum)	-411	-549	-401	-78	82	70
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	0	0	0	0	0	0
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	0	0	0	59	42	26
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	-354	-411	-549	-188	1	41
Act ncurr dis p/venta LP	-	-	-	77	0	0	Utilidad del Ejercicio	-57	-139	148	51	40	3
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Exceso Actizc: Pat Neto	0	0	-17	-29	-30	-25
Otros Activos LP	5	5	8	0	0	0	Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
							Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	0	0
							Efecto Acum p/Conversion	0	0	-17	-29	-30	-25
							Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	0	0	0	0	0	0
							Camb valor razon otr conj	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0



## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### POCHTECA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>3,159</b>	<b>3,317</b>	<b>3,984</b>	<b>3,896</b>	<b>4,473</b>	<b>6,032</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	0	0	0
Venta de bienes	3,159	3,317	3,984	3,896	4,473	6,032
Ingresos por Interes	0	0	0	0	0	0
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	0	0	0
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	0	0	0
<b>Costo de Ventas</b>	<b>2,678</b>	<b>2,883</b>	<b>3,312</b>	<b>3,269</b>	<b>3,723</b>	<b>4,980</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>481</b>	<b>434</b>	<b>671</b>	<b>627</b>	<b>749</b>	<b>1,051</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>414</b>	<b>457</b>	<b>520</b>	<b>473</b>	<b>593</b>	<b>856</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>66</b>	<b>-23</b>	<b>152</b>	<b>154</b>	<b>156</b>	<b>196</b>
Otros ingresos (gastos)	-20	-15	-15	0	0	0
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>46</b>	<b>-38</b>	<b>136</b>	<b>154</b>	<b>156</b>	<b>196</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-96</b>	<b>-90</b>	<b>-112</b>	<b>-68</b>	<b>-89</b>	<b>-178</b>
Tot ingresos financieros	0	0	1	5	4	12
Ingresos Financieros	0	0	1	1	4	12
Util por fluct cambiaria	0	0	0	3	0	0
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	96	90	113	73	93	191
Gastos Financieros	74	73	66	45	33	80
Perd por fluct cambiaria	13	13	29	0	30	77
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	9	4	17	28	30	34
Result Inver Permanent	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>-50</b>	<b>-128</b>	<b>25</b>	<b>86</b>	<b>66</b>	<b>17</b>
Impuesto a las gananc	7	11	-123	30	27	14
I.S.R.	12	9	9	19	14	9
I.S.R. Diferido	-5	2	-132	11	13	5
<b>Result despues de Imp</b>	<b>-57</b>	<b>-139</b>	<b>148</b>	<b>56</b>	<b>40</b>	<b>3</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	-5	0	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>-57</b>	<b>-139</b>	<b>148</b>	<b>51</b>	<b>40</b>	<b>3</b>
Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>-57</b>	<b>-139</b>	<b>148</b>	<b>51</b>	<b>40</b>	<b>3</b>
Depreciacion Operativa	35	42	44	36	60	107
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>-57</b>	<b>-139</b>	<b>148</b>	<b>51</b>	<b>40</b>	<b>3</b>
Total otr partid integr	0	0	0	0	0	0
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	0	0
Efecto acum p/conversion	0	0	0	0	0	0
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>-57</b>	<b>-139</b>	<b>148</b>	<b>51</b>	<b>40</b>	<b>3</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	0	0	0
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>-57</b>	<b>-139</b>	<b>148</b>	<b>51</b>	<b>40</b>	<b>3</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### POCHTECA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>-50</b>	<b>-128</b>	<b>25</b>	<b>86</b>	<b>66</b>	<b>17</b>
Partidas s/Impac en Efec	0	0	0	0	0	0
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Provision el Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas N/Realiza	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>17</b>	<b>38</b>	<b>17</b>	<b>18</b>
Depreciacion y amortiz	35	42	44	36	60	107
Util(Per)Vta Inmu Maq Eq	0	7	-26	-1	-10	0
Perdida por Deterioro	0	0	0	0	0	0
Part Asocia Negoc Conjun	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	0	0	-1	-1	-4	-12
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	3	-30	0
Otras partidas	5	0	0	0	0	-77
<b>Part Relativ Financiam</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>66</b>	<b>42</b>	<b>63</b>	<b>157</b>
Intereses Devengados	74	73	66	45	33	80
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	-3	30	77
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deriv Res Antes Imp</b>	<b>64</b>	<b>-5</b>	<b>108</b>	<b>166</b>	<b>146</b>	<b>192</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>65</b>	<b>-251</b>	<b>-33</b>	<b>316</b>	<b>-369</b>	<b>120</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	67	-502	69	4	-425	87
Dec(inc) inventarios	38	-153	38	52	-327	-20
De/Inc en Otr Ctas x Cob	15	-8	-48	29	-5	-127
Incr(decr) proveedores	-61	66	-81	198	265	210
Incr(decr) otros pasivos	19	357	-134	51	142	-21
Impues Utilid Paga/Devue	-12	-11	123	-18	-19	-8
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>129</b>	<b>-256</b>	<b>75</b>	<b>482</b>	<b>-222</b>	<b>312</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-93</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-99</b>	<b>-73</b>	<b>-137</b>
Inver Acc c/Carat Perman	0	0	0	0	0	0
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-94	-47	-72	-103	-208	-69
Venta de activos fijos	0	36	56	3	44	24
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	0	0	0
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	-122	-105
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	0	0	1	1	4	12
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	0	209	0
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-26</b>	<b>295</b>	<b>-36</b>	<b>-98</b>	<b>115</b>	<b>-32</b>
Financiamientos Bancario	72	0	0	444	110	1,004
Financiamient Bursatiles	0	350	0	0	0	0
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	-34	-124	37	-294	0	-907
Amort Financiam Bursatil	0	0	0	-450	0	0
Amortiz Otr Financiamient	0	-36	0	0	0	0
Inc.Desc en Capit Social	0	178	0	289	44	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-74	-73	-66	-85	-59	-113
Recompra de Acciones	0	0	0	-4	-24	-16
Otras Partidas	10	0	-6	2	44	1
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>285</b>	<b>-181</b>	<b>143</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	0	0
Efec Eq Efe Prin Periodo	32	42	71	94	362	181
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>42</b>	<b>71</b>	<b>95</b>	<b>379</b>	<b>181</b>	<b>324</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	352	455	455	622	131	131

## b) Indicadores financieros

### POCHTECA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	-0.81	-1.78	1.63	0.44	0.30	0.02
Valor Libro p/ Accion \$	5.94	5.03	6.59	8.40	9.15	9.09
Ventas p/ Accion \$	44.86	42.44	43.76	33.91	34.35	46.21
EBITDA p/ Accion \$	1.14	0.06	1.98	1.66	1.66	2.32
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	479,810,000	642,554,000	655,761,000	54,548,000	622,696,000	615,533,000
Deuda Total Bruta \$	522,038,000	713,059,000	750,357,000	433,821,000	804,067,000	939,991,000
Deuda Bruta / Act Tt %	30.00	34.90	37.40	17.50	22.10	24.60
Deuda Bruta / Pat Net %	124.70	155.60	125.10	41.50	67.40	79.20
Deuda Neta / Patr Neto %	114.60	140.30	109.30	5.20	52.20	51.90
EBIT / Deuda Bruta %	8.80	-5.30	18.20	35.50	19.40	20.80
EBIT / Deuda Neta %	9.50	-5.90	20.80	282.50	25.00	31.80
EBIT / Gast Fin Net x	-0.50	0.40	-1.20	-2.30	-1.70	-1.10
Deuda Bruta / Ebitda x	6.50	153.70	4.20	2.30	3.70	3.10
Deuda neta / Ebitda x	6.00	138.50	3.60	0.30	2.90	2.00
Deuda CP / Deuda Total %	74.90	43.50	36.00	1.10	23.20	6.90
Kd nom (costo deuda) %	18.10	16.50	13.50	6.00	14.50	19.50
Pasivo Tt / Activo Tt %	76.00	77.60	70.10	57.80	67.10	68.90
Pasivo Tot / Patr Neto %	316.00	346.20	234.80	137.00	204.30	221.70
Pasivo Tt / Ventas %	41.90	47.80	35.40	36.70	54.50	43.60
Activo Fijo / Pat Neto %	108.30	90.50	68.90	54.90	77.20	75.50
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	1.00	1.30	1.50	1.80	1.40	1.40
Liquidez Acida x	0.50	0.70	0.80	1.10	0.80	0.90
Capital de Trabajo \$	31,365,000	375,846,000	463,422,000	718,347,000	576,170,000	721,379,000
Capital Employed \$	958,315,000	1,193,426,000	1,275,692,000	1,544,631,000	2,299,326,000	2,267,067,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	74	88	72	65	86	66
Plazo Promed Proved dias	89	91	69	89	102	91
Plazo Promed Cobro(dias)	54	68	58	57	78	55
Ciclo Financiero (días)	39	64	62	34	62	29
Ciclo Operativo (días)	128	156	130	122	164	121
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	80,504,000	4,639,000	180,050,000	190,303,000	216,086,000	302,834,000
EBITDA Operativo \$	80,504,000	4,639,000	180,050,000	190,303,000	216,086,000	302,834,000
UtilAntesImp + DespFin \$	-146,378,000	-218,135,000	-86,697,000	17,642,000	-23,042,000	-161,190,000
Rotacion del Actv x	1.80	1.60	2.00	1.60	1.20	1.60
Rotacion del PatNt x	7.50	7.20	6.60	3.70	3.70	5.10
Margen Bruto %	15.20	13.10	16.90	16.10	16.80	17.40
Margen EBIT %	1.50	-1.10	3.40	4.00	3.50	3.20
Margen Neto %	-1.80	-4.20	3.70	1.30	0.90	0.10
Margen Ebitda %	2.50	0.10	4.50	4.90	4.80	5.00
Rentab del Actvo %	-3.30	-6.80	7.40	2.10	1.10	0.10
Rent Patr (pat final) %	-13.60	-30.30	24.70	4.90	3.30	0.30
Rent Patr (pat prom) %	-12.90	-31.70	28.00	6.20	3.50	0.30
Rent Patr (pat inicial)%	-12.30	-33.20	32.30	8.50	3.80	0.30
ROIC (IC fin) %	3.20	-2.20	7.70	8.80	4.90	6.70
ROIC (IC prom) %	3.20	-2.40	7.80	8.80	6.30	6.40
ROIC (IC inicial) %	3.10	-2.60	7.90	8.70	8.90	6.20
Invested Capital \$	954,782,000	1,159,709,000	1,184,785,000	1,168,494,000	2,120,485,000	1,951,166,000
Rentabil Invers Perman %	0.00	0.00	8.90	0.00	0.00	0.00
Apalancamiento Financ x	-6.10	12.80	1.90	1.00	0.90	0.10
Apalancamiento Operat x	7.30	-18.70	4.40	4.10	4.80	5.40
<b>Otros</b>						
Capex \$	93,657,000	10,822,000	16,782,000	100,265,000	285,783,000	149,341,000
Depreciacion y amortiz \$	34,698,000	42,356,000	43,823,000	36,197,000	60,250,000	107,244,000
Capex / Deprec %	269.90	25.60	38.30	277.00	474.30	139.30
Deprec/ ActFij y Intang%	7.00	7.60	8.50	7.00	8.60	7.10

## c) Indicadores de mercado

### POCHTECA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	-14.80	-5.10	6.30	57.30	59.10	559.60
Precio / Valor Libro x	2.00	1.80	1.60	3.00	2.00	1.50
Price Sales Ratio x	0.30	0.20	0.20	0.70	0.50	0.30
Precio / EBITDA x	10.50	153.30	5.20	15.30	10.80	5.70
Precio/ Flj Cj Libre x	23.60	-2.70	16.00	7.60	-4.60	10.60
Utilidad / Precio %	-6.80	-19.50	15.80	1.70	1.70	0.20
Capitaliz Bursatil \$	841,415,778	828,508,543	937,762,416	3,152,988,085	2,344,176,000	1,732,027,590
Enterprise Value \$	1,321,225,778	1,471,062,543	1,593,523,416	3,207,536,085	2,966,872,000	2,347,560,590
EV / EBITDA de la empr x	16.40	317.10	8.90	16.90	13.70	7.80
EV / EBITDA de la clase x	16.40	272.20	8.90	15.60	13.70	7.80
EV / EBIT de la empr x	28.80	-39.00	11.70	20.80	19.00	12.00
EV / EBIT de la clase x	28.80	-33.50	11.70	19.20	19.00	12.00

## d) Cotización

### POCHTECA

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig POCHTECB	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var POCHTECB	Cierre ajust p/var cap en moneda orig POCHTECB
2009	0.00	-0.81	11.08
2010	0.00	-1.78	8.57
2011	0.00	1.63	9.70
2012	0.00	0.44	25.22
2013	0.00	0.30	17.96
2014	0.00	0.02	13.27



## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### POCHTECA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	3,159	3,317	3,984	3,896	4,473	5,800	6,531	7,152	7,800	8,659
		5.00%	20.11%	-2.21%	14.81%	29.67%	12.60%	9.52%	9.05%	11.01%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	0.14%	0.14%	0.15%	0.14%	0.15%	0.20%	0.21%	0.23%	0.24%	0.26%
		-0.00%	0.02%	-0.01%	0.01%	0.05%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%

## g) Supuestos

### POCHTECA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	5,800	6,531	7,152	7,800	8,659
- Costo de ventas	82.56%	83.95%	83.36%	83.40%	83.30%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	14.19%	13.28%	13.18%	13.21%	13.43%
+ Otros ingresos/gastos	0.00%	-0.17%	-0.11%	-0.05%	-0.07%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.20%	0.09%	0.11%	0.12%	0.12%
Gasto financiero	3.17%	2.53%	2.50%	2.43%	2.54%
+ Resultado de inversión permanente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	82.35%	-68.73%	-80.76%	1.49%	-5.19%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado neto</b>					

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>38.73%</b>	<b>42.02%</b>	<b>41.37%</b>	<b>42.29%</b>	<b>42.25%</b>
Efectivo e Invers CP	5.37%	4.73%	5.25%	5.83%	5.05%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>24.55%</b>	<b>21.99%</b>	<b>23.12%</b>	<b>25.03%</b>	<b>25.81%</b>
<b>AT</b>	<b>63.28%</b>	<b>64.02%</b>	<b>64.49%</b>	<b>67.31%</b>	<b>68.06%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>26.77%</b>	<b>28.78%</b>	<b>27.75%</b>	<b>28.26%</b>	<b>29.11%</b>
Otros Credit c/Costo CP	1.08%	4.30%	3.29%	2.59%	3.08%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>16.83%</b>	<b>14.82%</b>	<b>15.01%</b>	<b>15.98%</b>	<b>16.64%</b>
Acredores Varios LP	14.51%	12.70%	12.82%	12.97%	13.36%
<b>Capital Contable</b>	<b>19.66%</b>	<b>20.41%</b>	<b>21.73%</b>	<b>23.06%</b>	<b>22.31%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>63.26%</b>	<b>64.01%</b>	<b>64.49%</b>	<b>67.31%</b>	<b>68.06%</b>

#### Estado de flujo de efectivo

DyA	1.77%	1.28%	1.29%	1.32%	1.40%
CapEx	2.27%	1.44%	1.66%	1.91%	1.78%

## h) Pronósticos

### POCHTECA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	5,800	6,531	7,152	7,800	8,659
- Costo de ventas	4,788	5,483	5,962	6,505	7,213
<b>= Resultado bruto</b>	<b>1,012</b>	<b>1,048</b>	<b>1,190</b>	<b>1,295</b>	<b>1,446</b>
- Gasto operativo	823	868	943	1,031	1,163
+ Otros ingresos/gastos	0	-11	-8	-4	-6
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>188</b>	<b>170</b>	<b>240</b>	<b>260</b>	<b>278</b>
+ Resultado integral financiamiento	-172	-160	-171	-180	-210
Ingreso financiero	12	6	8	10	10
Gasto financiero	184	165	179	190	220
+ Resultado de inversión permanente	0	0	0	0	0
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>16</b>	<b>10</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>68</b>
- Impuestos	13	-7	-55	1	-4
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	0	0	0	0	0
<b>= Resultado neto</b>	<b>3</b>	<b>17</b>	<b>124</b>	<b>79</b>	<b>72</b>
t	82.35%	-68.73%	-80.76%	1.49%	-5.19%

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>2,246</b>	<b>2,745</b>	<b>2,959</b>	<b>3,298</b>	<b>3,659</b>
Efectivo e Invers CP	312	309	376	454	437
<b>Activo no Corriente</b>	<b>1,424</b>	<b>1,436</b>	<b>1,654</b>	<b>1,952</b>	<b>2,235</b>
<b>AT</b>	<b>3,670</b>	<b>4,181</b>	<b>4,613</b>	<b>5,250</b>	<b>5,894</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>1,553</b>	<b>1,880</b>	<b>1,985</b>	<b>2,204</b>	<b>2,521</b>
Otros Credit c/Costo CP	63	281	235	202	267
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>976</b>	<b>968</b>	<b>1,074</b>	<b>1,247</b>	<b>1,441</b>
Acredores Varios LP	841	829	917	1,012	1,157
<b>Capital Contable</b>	<b>1,140</b>	<b>1,333</b>	<b>1,554</b>	<b>1,799</b>	<b>1,932</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>3,669</b>	<b>4,181</b>	<b>4,613</b>	<b>5,250</b>	<b>5,893</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	444	836	834	842	968
-------------	-----	-----	-----	-----	-----

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	175	177	295	259	281
DyA	103	84	92	103	121
CapEx	132	94	118	149	154
Δ WK non cash	-114	392	-2	8	127
<b>FCFF</b>	<b>261</b>	<b>-225</b>	<b>271</b>	<b>205</b>	<b>122</b>



## i) Cálculo WACC

### POCHTECA

Fecha	POCHTECB	IPC	POCHTECB	IPC
dec-08	6.82	22,380		
ene-09	6.40	19,565	-0.06	-0.13
feb-09	5.47	17,752	-0.14	-0.09
mar-09	5.84	19,627	0.07	0.11
abr-09	7.28	21,899	0.25	0.12
may-09	11.18	24,332	0.54	0.11
jun-09	10.67	24,368	-0.05	0.00
jul-09	10.94	27,044	0.03	0.11
ago-09	11.36	28,130	0.04	0.04
set-09	11.69	29,232	0.03	0.04
oct-09	10.43	28,646	-0.11	-0.02
nov-09	10.80	30,957	0.04	0.08
dec-09	11.08	32,120	0.03	0.04
ene-10	10.53	30,392	-0.05	-0.05
feb-10	10.43	31,635	-0.01	0.04
mar-10	10.11	33,266	-0.03	0.05
abr-10	10.39	32,687	0.03	-0.02
may-10	9.41	32,039	-0.09	-0.02
jun-10	9.14	31,157	-0.03	-0.03
jul-10	9.23	32,309	0.01	0.04
ago-10	8.47	31,680	-0.08	-0.02
set-10	9.27	33,330	0.09	0.05
oct-10	8.90	35,568	-0.04	0.07
nov-10	8.71	36,817	-0.02	0.04
dec-10	8.57	38,551	-0.02	0.05
ene-11	7.96	36,982	-0.07	-0.04
feb-11	7.63	37,020	-0.04	0.00
mar-11	7.25	37,441	-0.05	0.01
abr-11	8.80	36,963	0.21	-0.01
may-11	8.00	35,833	-0.09	-0.03
jun-11	8.76	36,558	0.09	0.02
jul-11	8.47	35,999	-0.03	-0.02
ago-11	7.81	35,721	-0.08	-0.01
set-11	7.48	33,503	-0.04	-0.06
oct-11	9.04	36,160	0.21	0.08
nov-11	9.98	36,829	0.10	0.02
dec-11	9.70	37,078	-0.03	0.01
ene-12	9.56	37,423	-0.01	0.01
feb-12	9.89	37,817	0.03	0.01
mar-12	10.50	39,521	0.06	0.05
abr-12	10.44	39,461	-0.00	-0.00
may-12	10.00	37,873	-0.04	-0.04
jun-12	11.29	40,200	0.13	0.06
jul-12	15.67	40,704	0.39	0.01
ago-12	16.51	39,422	0.05	-0.03
set-12	19.20	40,867	0.16	0.04
oct-12	22.53	41,620	0.17	0.02
nov-12	25.61	41,834	0.14	0.01
dec-12	25.22	43,706	-0.02	0.04
ene-13	28.50	45,278	0.13	0.04
feb-13	27.35	44,121	-0.04	-0.03
mar-13	25.23	44,077	-0.08	-0.00
abr-13	23.29	42,263	-0.08	-0.04
may-13	23.13	41,588	-0.01	-0.02
jun-13	19.49	40,623	-0.16	-0.02
jul-13	20.88	40,838	0.07	0.01
ago-13	17.70	39,492	-0.15	-0.03
set-13	18.93	40,185	0.07	0.02
oct-13	17.56	41,039	-0.07	0.02
nov-13	17.88	42,499	0.02	0.04
dec-13	17.96	42,727	0.00	0.01

#### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	45	38	34	34	33
Otros gastos financieros	28	29	20	26	30
Resultado antes impuest	86	104	100	64	66
Impuesto a las gananc	30	39	45	38	27

#### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	750,357,000	698,693,000	450,251,000	445,618,000	433,821,000
D	750	699	450	446	434
Beta	1.42				
CETES 360	3.64%				
Rp	6.50%				
Ke	12.86%				
Kd	6.55%				
Tasa i	11.41%				
t	42.62%				
D	804	25.54%			
E	2,344	74.46%			
WACC	11.25%				

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

POCHTECA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		261	-225	271	205	122
					<b>VT</b>	<b>3,489</b>
<b>WACC</b>	<b>7.25%</b>					
<b>g</b>	<b>3.63%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	261	-225	271	205	3,611
	<b>VP</b>	243	-196	220	155	2,545
<b>EV</b>	<b>2,967</b>					
- Deuda	804					
+ efectivo	181					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>2,344</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>2,344</b>
No acciones	131					
<b>= VPA</b>	<b>18</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento

POCHTECA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		261	-225	271	205	122
					<b>VT</b>	<b>4,867</b>
<b>WACC</b>	<b>7.25%</b>					
<b>g</b>	<b>4.63%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	261	-225	271	205	4,989
	<b>VP</b>	243	-196	220	155	3,516
<b>EV</b>	<b>3,938</b>					
- Deuda	804					
+ efectivo	181					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>3,315</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>2,344</b>
No acciones	131					
<b>= VPA</b>	<b>25</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

POCHTECA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		261	-225	271	205	183
					<b>VT</b>	<b>5,224</b>
<b>WACC</b>	<b>7.25%</b>					
<b>g</b>	<b>3.63%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	261	-225	271	205	5,406
	<b>VP</b>	243	-196	220	155	3,811
	<b>4,233</b>					
<b>- Deuda</b>	804					
<b>+ efectivo</b>	181					
<b>- int min</b>	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>3,610</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>2,344</b>
<b>No acciones</b>	131					
<b>= VPA</b>	<b>28</b>					

# XI. Valuación Fragua

## a) Estados financieros

### Estado de situación financiera consolidado

FRAGUA													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>7,549</b>	<b>8,337</b>	<b>9,971</b>	<b>11,837</b>	<b>13,205</b>	<b>14,614</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>3,280</b>	<b>3,449</b>	<b>4,568</b>	<b>5,636</b>	<b>6,091</b>	<b>6,589</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>4,079</b>	<b>4,595</b>	<b>5,735</b>	<b>6,903</b>	<b>7,143</b>	<b>7,534</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>2,835</b>	<b>3,059</b>	<b>4,143</b>	<b>5,240</b>	<b>5,777</b>	<b>6,314</b>
Efectivo e Invers CP	862	1,589	1,525	1,660	1,173	860	Deudas Financieras CP	0	36	29	0	0	0
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	0	0	0	0	0	0
Acts Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	0	0	0	0	0	0
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	2,603	2,756	3,775	4,767	5,273	5,691
Actv Finan Mant Vcmt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	64	70	70	120	131	194
Cuentas por cobrar CP	40	58	62	111	83	65	Impue a la utilidad a pg	0	0	0	0	0	0
Clientes	40	58	62	111	83	65	Otros impuestos p/ pagar	64	70	70	120	131	194
Estimac p/ cuent incobr	0	0	0	0	0	0	Otros Pasivos CP	169	197	269	353	373	429
Otr cuent por cobrar CP	4	9	19	44	34	24	Interes por Pagar	0	0	0	0	0	0
Otras cuentas por cob CP	4	9	19	44	34	24	Inst Finan Deri (PasCir)	0	0	0	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	0	Otr ingresos difer circ	0	0	0	0	0	0
Inventario	2,635	2,438	3,628	4,452	5,227	6,030	Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	-	-	0	0	0	Provisiones CP	0	0	0	0	0	0
Otros Activos CP	538	501	500	636	625	555	Pas s/ act ncor a ven CP	-	-	-	0	0	0
Gast pagados por antic	538	501	500	562	562	473	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	0	0	0	0	0	Otros CP	169	197	269	353	373	429
Act disponib p/ su venta	0	0	0	0	0	0							
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0							
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0							
Otros Activos	0	0	0	74	63	81							
<b>Activo no Corriente</b>	<b>2,515</b>	<b>2,552</b>	<b>2,860</b>	<b>4,934</b>	<b>6,062</b>	<b>7,080</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>417</b>	<b>357</b>	<b>385</b>	<b>396</b>	<b>313</b>	<b>275</b>
Document por Cobrar LP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	0	0	0	0	0	0
Inversiones	2	2	2	2	2	2	Bonos y papeles comer LP	0	0	0	0	0	0
Inv en Empresas Relac	2	2	2	2	2	2	Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Impuestos Diferidos LP	417	357	385	347	264	215
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Otras obligaciones	0	0	0	49	49	61
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Prop, planta y equi neto	2,478	2,487	2,750	3,288	4,208	4,403	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	1,149	1,175	1,211	1,399	1,537	1,659	Beneficios Empleados LP	0	0	0	49	49	61
Maquinarias y Equipos	0	0	0	0	0	0	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otros Equipos	2,024	2,172	2,526	2,895	3,266	3,996	Pas s/ act ncor a ven LP	-	-	-	0	0	0
Amortiz y Deprec Acum	-795	-915	-1,111	-1,165	-1,325	-1,565	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construcciones en Proc	100	55	125	159	730	314	Otros LP	0	0	0	0	0	0
Propiedades de inversion	0	0	0	0	0	0							
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	<b>PATRIMONIO</b>	<b>4,270</b>	<b>4,888</b>	<b>5,403</b>	<b>6,201</b>	<b>7,115</b>	<b>8,024</b>
Intangibles neto	0	0	0	0	0	0	Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
Creditos Comerciales CP	0	0	0	0	0	0	Patrimonio neto	4,269	4,887	5,403	6,201	7,114	8,024
Marcas	0	0	0	0	0	0	Capital social	172	172	172	34	34	34
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	315	315	319	319	319	319
Otros	0	0	0	0	0	0	Aportac p Fut Acum Cap	0	0	0	0	0	0
Impuestos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Otro capital contribuido	321	433	176	138	138	138
Otros ativos nocorriente	35	63	108	1,644	1,852	2,674	Utilid reten (perd acum)	3,460	3,967	4,735	5,542	6,393	7,241
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	14	14	14	14	14	14
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	0	0	0	465	470	475
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	2,837	3,222	3,873	4,154	4,945	5,780
Act ncurr dis p/venta LP	-	-	-	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	609	731	849	909	963	972
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Activos Diferidos	0	0	0	1,524	1,707	2,468	Exceso Actlzc Pat Neto	0	0	0	167	230	291
Otros Activos LP	35	63	108	120	145	207	Res p Activ no Monet	0	0	0	167	230	291
							Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	0	0
							Efecto Acum p/Conversion	0	0	0	0	0	0
							Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	0	0	0	0	0	0
							Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0

## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### FRAGUA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>19,147</b>	<b>21,152</b>	<b>23,237</b>	<b>26,383</b>	<b>28,955</b>	<b>32,033</b>
Ingr por Servicios	0	0	0	0	0	0
Venta de bienes	19,147	21,152	23,237	26,383	28,955	32,033
Ingresos por Interes	0	0	0	0	0	0
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	0	0	0
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	0	0	0
<b>Costo de Ventas</b>	<b>15,716</b>	<b>17,284</b>	<b>18,876</b>	<b>21,310</b>	<b>23,359</b>	<b>25,883</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>3,430</b>	<b>3,868</b>	<b>4,361</b>	<b>5,072</b>	<b>5,596</b>	<b>6,150</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>2,877</b>	<b>3,307</b>	<b>3,785</b>	<b>4,499</b>	<b>5,081</b>	<b>5,667</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>554</b>	<b>561</b>	<b>576</b>	<b>573</b>	<b>514</b>	<b>483</b>
Otros ingresos (gastos)	279	408	586	639	761	1,118
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>832</b>	<b>970</b>	<b>1,162</b>	<b>1,213</b>	<b>1,275</b>	<b>1,601</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-10</b>	<b>-25</b>	<b>29</b>	<b>-32</b>	<b>-51</b>	<b>-118</b>
Tot ingresos financieros	6	31	88	74	45	52
Ingresos Financieros	5	30	63	49	30	22
Util por fluct cambiaria	1	1	25	25	15	30
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	16	56	59	106	96	170
Gastos Financieros	16	56	59	82	96	170
Perd por fluct cambiaria	0	0	0	25	0	0
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0	0
Result Inver Permanent	-26	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>796</b>	<b>944</b>	<b>1,191</b>	<b>1,180</b>	<b>1,224</b>	<b>1,482</b>
Impuesto a las gananc	187	214	342	268	266	504
I.S.R.	210	274	314	307	349	549
I.S.R. Diferido	-23	-60	28	-39	-83	-44
<b>Result despues de Imp</b>	<b>609</b>	<b>731</b>	<b>849</b>	<b>912</b>	<b>958</b>	<b>978</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	-4	5	-6
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>609</b>	<b>731</b>	<b>849</b>	<b>909</b>	<b>963</b>	<b>972</b>
Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>609</b>	<b>731</b>	<b>849</b>	<b>909</b>	<b>963</b>	<b>972</b>
Depreciacion Operativa	186	251	257	300	365	437
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>609</b>	<b>731</b>	<b>849</b>	<b>909</b>	<b>963</b>	<b>972</b>
Total otr partid integr	0	0	0	0	0	0
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	0	0
Efecto acum p/conversion	0	0	0	0	0	0
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>609</b>	<b>731</b>	<b>849</b>	<b>909</b>	<b>963</b>	<b>972</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	0	0	0
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>609</b>	<b>731</b>	<b>849</b>	<b>909</b>	<b>963</b>	<b>972</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### FRAGUA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>796</b>	<b>944</b>	<b>1,191</b>	<b>1,180</b>	<b>1,224</b>	<b>1,482</b>
Partidas s/Impac en Efec	6	6	7	9	0	11
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Provision el Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas N/Realiza	6	6	7	9	0	11
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>139</b>	<b>137</b>	<b>173</b>	<b>191</b>	<b>178</b>	<b>322</b>
Depreciacion y amortiz	186	251	257	300	365	437
Util(Per)/Vta Inmu Maq Eq	-2	-6	-8	4	-5	6
Perdida por Deterioro	0	0	0	0	0	0
Part Asocia Negoc Conjun	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-22	-48	-103	-74	-99	-76
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	-23	-60	28	-39	-83	-44
<b>Part Relac Activ Financiam</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>75</b>	<b>106</b>	<b>150</b>	<b>194</b>
Intereses Devengados	58	73	75	106	150	194
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	0	0	0	0
Operac fin de derivados	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>999</b>	<b>1,160</b>	<b>1,446</b>	<b>1,487</b>	<b>1,552</b>	<b>2,010</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>272</b>	<b>157</b>	<b>-517</b>	<b>-259</b>	<b>-471</b>	<b>-740</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	55	-22	-14	-74	38	29
Dec(inc) inventarios	-378	196	-1,190	-824	-775	-803
De/Inc en Otr Ctas x Cob	-189	9	-44	-148	-15	10
Incr(decr) proveedores	1,016	153	1,019	992	506	419
Incr(decr) otros pasivos	-24	95	27	102	124	155
Impues Utilid Paga/Devue	-210	-274	-314	-307	-349	-549
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>1,271</b>	<b>1,317</b>	<b>929</b>	<b>1,228</b>	<b>1,081</b>	<b>1,270</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>-596</b>	<b>-478</b>	<b>-585</b>	<b>-902</b>	<b>-1,310</b>	<b>-1,266</b>
Inver Acc c/Carat Perman	0	0	0	0	0	0
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-618	-526	-688	-972	-1,414	-1,336
Venta de activos fijos	0	0	0	-4	5	-6
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	0	0	0
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Disposicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	22	48	103	74	99	76
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-128</b>	<b>-113</b>	<b>-408</b>	<b>-192</b>	<b>-258</b>	<b>-317</b>
Financiamientos Bancario	0	0	0	0	0	0
Financiamient Bursatiles	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	0	0	0	0	0	0
Amort Financiam Bursatil	0	0	0	0	0	0
Amortiz Otr Financiamient	0	0	0	0	0	0
Inc.Desc en Capit Social	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-72	-77	-80	-98	-113	-123
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-58	-73	-75	-106	-150	-194
Recompra de Acciones	2	37	-253	13	5	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>547</b>	<b>727</b>	<b>-64</b>	<b>135</b>	<b>-487</b>	<b>-313</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	0	0
Efec Eq Efe Prin Periodo	314	862	1,589	1,525	1,660	1,173
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>862</b>	<b>1,589</b>	<b>1,525</b>	<b>1,660</b>	<b>1,173</b>	<b>860</b>
<b>CANT ACCION</b>						
Total de acciones outst	100	100	99	98	98	98

## b) Indicadores financieros

### FRAGUA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	6.07	7.31	8.49	9.22	9.79	9.88
Valor Libro p/ Accion \$	42.69	48.89	54.59	63.03	72.31	81.55
Ventas p/ Accion \$	190.87	211.54	232.45	267.75	294.30	325.58
EBITDA p/ Accion \$	10.15	12.21	14.19	15.35	16.67	20.71
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	-861,769,000	-1,552,901,000	-1,495,371,000	-1,659,769,000	-1,173,010,000	-859,844,000
Deuda Total Bruta \$	0.00	35,897,000.00	29,420,000.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Bruta / Act Tt %	0.00	0.40	0.30	0.00	0.00	0.00
Deuda Bruta / Pat Neto %	0.00	0.70	0.50	0.00	0.00	0.00
Deuda Neta / Patr Neto %	-20.20	-31.80	-27.70	-26.80	-16.50	-10.70
EBIT / Deuda Bruta %	-	2,700.80	3,950.50	-	-	-
EBIT / Deuda Neta %	-96.60	-62.40	-77.70	-73.10	-108.70	-186.10
EBIT / Gast Fin Net x	-84.30	-38.60	40.70	-37.70	-25.00	-13.50
Deuda Bruta / Ebitda x	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda neta / Ebitda x	-0.80	-1.30	-1.10	-1.10	-0.70	-0.40
Deuda CP / Deuda Total %	-	100.00	100.00	-	-	-
Kd nom (costo deuda) %	-	-	165.70	361.80	-	-
Pasivo Tt / Activo Tt %	43.40	41.40	45.80	47.60	46.10	45.10
Pasivo Tot / Patr Neto %	76.80	70.60	84.50	90.90	85.60	82.10
Pasivo Tt / Ventas %	17.10	16.30	19.70	21.40	21.00	20.60
Activo Fijo / Pat Neto %	58.00	50.90	50.90	53.00	59.10	54.90
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	1.40	1.50	1.40	1.30	1.20	1.20
Liquidez Acida x	0.50	0.70	0.50	0.50	0.30	0.20
Capital de Trabajo \$	1,243,516,000	1,536,433,000	1,591,741,000	1,663,492,000	1,365,843,000	1,219,879,000
Capital Employed \$	4,713,856,000	5,313,927,000	5,858,077,000	6,597,337,000	7,427,823,000	8,299,526,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	60	51	69	75	81	84
Plazo Promed Proved dias	60	57	72	81	81	79
Plazo Promed Cobro(dias)	1	1	1	2	1	1
Ciclo Financiero (días)	2	-6	-2	-4	0	5
Ciclo Operativo (días)	61	52	70	77	82	85
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	1,018,211,000	1,220,500,000	1,418,921,000	1,512,689,000	1,640,425,000	2,037,241,000
EBITDA Operativo \$	1,018,211,000	1,220,500,000	1,418,921,000	1,512,689,000	1,640,425,000	2,037,241,000
UtilAntesImp + DespFin \$	786,425,000	919,320,000	1,219,377,000	1,148,242,000	1,173,147,000	1,363,928,000
Rotacion del Actv x	2.50	2.50	2.30	2.20	2.20	2.20
Rotacion del PatNt x	4.50	4.30	4.30	4.30	4.10	4.00
Margen Bruto %	17.90	18.30	18.80	19.20	19.30	19.20
Margen EBIT %	4.30	4.60	5.00	4.60	4.40	5.00
Margen Neto %	3.20	3.50	3.70	3.40	3.30	3.00
Margen Ebitda %	5.30	5.80	6.10	5.70	5.70	6.40
Rentab del Actvo %	8.10	8.80	8.50	7.70	7.30	6.70
Rent Patr (pat final) %	14.30	15.00	15.70	14.70	13.50	12.10
Rent Patr (pat prom) %	15.20	16.00	16.50	15.70	14.50	12.80
Rent Patr (pat inicial)%	16.30	17.10	17.40	16.80	15.50	13.70
ROIC (IC fin) %	14.50	17.40	18.00	16.50	13.70	14.40
ROIC (IC prom) %	14.30	17.10	19.30	17.50	15.30	15.70
ROIC (IC inicial) %	14.20	16.90	20.90	18.70	17.30	17.10
Invested Capital \$	3,852,087,000	3,725,129,000	4,333,286,000	4,937,568,000	6,254,813,000	7,439,682,000
Rentabil Invers Perman %	-1,186	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Apalancamiento Financ x	1.70	1.60	1.90	1.80	1.80	1.60
Apalancamiento Operat x	6.20	6.90	7.60	8.80	10.90	12.70
<b>Otros</b>						
Capex \$	617,645,000	525,745,000	688,357,000	975,792,000	1,408,679,000	1,341,840,000
Depreciacion y amortiz \$	185,967,000	250,982,000	256,672,000	300,089,000	365,256,000	436,697,000
Capex / Deprec %	332.10	209.50	268.20	325.20	385.70	307.30
Deprec/ ActFij y Intang%	8.40	10.10	10.30	10.90	11.10	10.40

## c) Indicadores de mercado

### FRAGUA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	21.40	19.80	21.20	24.40	24.40	23.80
Precio / Valor Libro x	3.00	3.00	3.30	3.60	3.30	2.90
Price Sales Ratio x	0.70	0.70	0.80	0.80	0.80	0.70
Precio / EBITDA x	12.80	11.90	12.70	14.70	14.30	11.30
Precio/ Flj Cj Libre x	20.00	18.30	74.90	87.80	-71.80	-322.30
Utilidad / Precio %	4.70	5.00	4.70	4.10	4.10	4.20
Capitaliz Bursatil \$	13,000,702,869	14,495,664,500	17,814,618,000	22,137,132,150	23,514,553,706	23,121,004,690
Enterprise Value \$	12,139,243,869	12,943,098,500	16,319,555,000	20,477,714,150	22,341,902,706	22,261,528,690
EV / EBITDA de la empr x	11.90	10.60	11.50	13.50	13.60	10.90
EV / EBITDA dela clase x	12.00	10.60	11.60	13.60	13.60	10.90
EV / EBIT de la empr x	14.60	13.40	14.00	16.90	17.50	13.90
EV / EBIT de la clase x	14.60	13.40	14.20	16.90	17.50	13.90

## d) Cotización

### FRAGUA

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig FRAGUAB	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var cap FRAGUAB	Cierre ajust p/var cap en moneda orig FRAGUAB
2009	0.70	6.07	127.06
2010	0.75	7.31	142.78
2011	0.80	8.49	178.19
2012	1.00	9.22	223.85
2013	0.00	9.79	237.77
2014	1.20	9.88	235.00



# e) Normalización de estados financieros

## FRAGUA

Estado de situación financiera	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Activo Corriente</b>	<b>4,079</b>	<b>4,595</b>	<b>5,735</b>	<b>6,903</b>	<b>7,143</b>	<b>7,534</b>	<b>21.30%</b>	<b>21.72%</b>	<b>24.68%</b>	<b>26.16%</b>	<b>24.67%</b>	<b>23.52%</b>
Efectivo e Invers CP	862	1,589	1,525	1,660	1,173	860	4.50%	7.51%	6.56%	6.29%	4.05%	2.68%
Cuentas por cobrar CP	40	56	111	83	65	65	0.21%	0.27%	0.27%	0.22%	0.20%	0.20%
Otros	4	9	19	44	34	24	0.02%	0.04%	0.08%	0.17%	0.12%	0.07%
Inventario	2,635	2,438	3,628	4,452	5,227	6,030	13.76%	11.53%	15.61%	16.87%	18.05%	18.82%
Otros	538	501	501	636	626	555	2.81%	2.37%	2.16%	2.41%	2.16%	1.73%
<b>Activo no corriente</b>	<b>3,470</b>	<b>3,742</b>	<b>4,236</b>	<b>4,934</b>	<b>6,062</b>	<b>7,080</b>	<b>18.12%</b>	<b>17.69%</b>	<b>18.23%</b>	<b>18.70%</b>	<b>20.94%</b>	<b>22.10%</b>
Doctos x cobrar LP e Inversiones	2	2	2	2	2	2	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
Prop. planta y equi neto	2,478	2,487	2,750	3,288	4,208	4,403	12.94%	11.76%	11.83%	12.66%	14.53%	13.75%
Intangibles neto	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Creditos Comerciales CP	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Marcas	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Otros activos</b>	<b>600</b>	<b>1,263</b>	<b>1,484</b>	<b>1,644</b>	<b>1,396</b>	<b>0</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>
<b>Activo total</b>	<b>7,549</b>	<b>8,337</b>	<b>9,971</b>	<b>11,837</b>	<b>13,205</b>	<b>14,614</b>	<b>39.43%</b>	<b>39.41%</b>	<b>42.91%</b>	<b>44.87%</b>	<b>45.61%</b>	<b>45.62%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>2,835</b>	<b>3,059</b>	<b>4,143</b>	<b>5,240</b>	<b>5,777</b>	<b>6,314</b>	<b>14.81%</b>	<b>14.46%</b>	<b>17.83%</b>	<b>19.86%</b>	<b>19.95%</b>	<b>19.71%</b>
Proveedores CP	2,603	2,756	3,775	4,767	5,273	5,691	13.50%	13.03%	16.25%	18.07%	18.21%	17.77%
Otros Credit c/Costo CP	0	36	29	0	0	0	0.00%	0.17%	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%
Impuestos por Pagar CP	64	70	70	120	131	194	0.33%	0.33%	0.30%	0.45%	0.45%	0.61%
Otros	168	197	269	353	373	429	0.86%	0.93%	1.16%	1.34%	1.29%	1.34%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>445</b>	<b>390</b>	<b>425</b>	<b>396</b>	<b>314</b>	<b>275</b>	<b>2.32%</b>	<b>1.84%</b>	<b>1.83%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.08%</b>	<b>0.86%</b>
Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Impuestos Diferidos LP	417	357	385	347	264	215	2.18%	1.69%	1.66%	1.32%	0.91%	0.67%
Otras obligaciones	28	33	40	49	50	60	0.15%	0.16%	0.17%	0.19%	0.17%	0.19%
Int minor(na no control)	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Patrimonio neto	4,270	4,888	5,403	6,201	7,115	8,024	22.30%	23.11%	23.25%	23.50%	24.57%	25.05%
<b>Capital Contable</b>	<b>4,270</b>	<b>4,888</b>	<b>5,403</b>	<b>6,201</b>	<b>7,115</b>	<b>8,024</b>	<b>22.30%</b>	<b>23.11%</b>	<b>23.25%</b>	<b>23.50%</b>	<b>24.57%</b>	<b>25.05%</b>
<b>VE a VL</b>	<b>7,550</b>	<b>8,337</b>	<b>9,971</b>	<b>11,837</b>	<b>13,206</b>	<b>14,613</b>	<b>39.43%</b>	<b>39.41%</b>	<b>42.91%</b>	<b>44.87%</b>	<b>45.61%</b>	<b>45.62%</b>
<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>												
Ventas	19,147	21,152	23,237	26,383	28,955	32,033	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
- Costo de ventas	15,716	17,284	18,876	21,310	23,359	25,883	82.08%	81.71%	81.23%	80.77%	80.67%	80.80%
<b>= Resultado bruto</b>	<b>3,431</b>	<b>3,868</b>	<b>4,361</b>	<b>5,073</b>	<b>5,596</b>	<b>6,150</b>	<b>17.92%</b>	<b>18.29%</b>	<b>18.77%</b>	<b>19.23%</b>	<b>19.33%</b>	<b>19.20%</b>
- Gasto operativo	2,877	3,307	3,785	4,499	5,081	5,667	15.03%	15.63%	16.29%	17.05%	17.55%	17.69%
Otros ingresos/egastos	279	406	596	659	781	1,118	1.46%	1.93%	2.52%	2.92%	3.48%	4.23%
<b>= Unidad operativa o EBIT</b>	<b>833</b>	<b>969</b>	<b>1,162</b>	<b>1,213</b>	<b>1,276</b>	<b>1,601</b>	<b>4.35%</b>	<b>4.58%</b>	<b>5.00%</b>	<b>4.60%</b>	<b>4.41%</b>	<b>5.00%</b>
+ Resultado integral financiamiento	-10	-25	29	-32	-51	-118	-0.05%	-0.12%	0.12%	-0.12%	-0.18%	-0.37%
- Ingreso financiero	6	31	88	74	45	52	0.03%	0.15%	0.38%	0.28%	0.16%	0.22%
- Gasto financiero	16	56	59	106	96	170	0.08%	0.26%	0.25%	0.40%	0.33%	0.53%
+ Resultado de inversión permanente	-26	0	0	0	0	0	-0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>797</b>	<b>944</b>	<b>1,191</b>	<b>1,181</b>	<b>1,225</b>	<b>1,483</b>	<b>4.16%</b>	<b>4.46%</b>	<b>5.13%</b>	<b>4.48%</b>	<b>4.23%</b>	<b>4.63%</b>
- Impuestos	187	214	342	268	266	504	0.98%	1.01%	1.47%	1.02%	0.92%	1.57%
+ Operación discontinua	0	0	0	-4	5	-6	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	0.02%	-0.02%
+ Int Min	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado neto</b>	<b>610</b>	<b>730</b>	<b>849</b>	<b>909</b>	<b>964</b>	<b>973</b>	<b>3.19%</b>	<b>3.45%</b>	<b>3.65%</b>	<b>3.45%</b>	<b>3.33%</b>	<b>3.04%</b>
<b>t</b>	<b>23.46%</b>	<b>22.67%</b>	<b>28.72%</b>	<b>22.69%</b>	<b>21.71%</b>	<b>33.99%</b>	<b>25.96%</b>	<b>26.61%</b>	<b>26.19%</b>	<b>26.89%</b>	<b>27.93%</b>	
<b>Estado de situación financiera resumen</b>												
<b>Activo Corriente</b>	<b>4,079</b>	<b>4,595</b>	<b>5,735</b>	<b>6,903</b>	<b>7,143</b>	<b>7,534</b>	<b>21.30%</b>	<b>21.72%</b>	<b>24.68%</b>	<b>26.16%</b>	<b>24.67%</b>	<b>23.52%</b>
Efectivo e Invers CP	862	1,589	1,525	1,660	1,173	860	4.50%	7.51%	6.56%	6.29%	4.05%	2.68%
<b>Activo no corriente</b>	<b>3,470</b>	<b>3,742</b>	<b>4,236</b>	<b>4,934</b>	<b>6,062</b>	<b>7,080</b>	<b>18.12%</b>	<b>17.69%</b>	<b>18.23%</b>	<b>18.70%</b>	<b>20.94%</b>	<b>22.10%</b>
<b>AT</b>	<b>7,549</b>	<b>8,337</b>	<b>9,971</b>	<b>11,837</b>	<b>13,205</b>	<b>14,614</b>	<b>39.43%</b>	<b>39.41%</b>	<b>42.91%</b>	<b>44.87%</b>	<b>45.61%</b>	<b>45.62%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>2,835</b>	<b>3,059</b>	<b>4,143</b>	<b>5,240</b>	<b>5,777</b>	<b>6,314</b>	<b>14.81%</b>	<b>14.46%</b>	<b>17.83%</b>	<b>19.86%</b>	<b>19.95%</b>	<b>19.71%</b>
Otros Credit c/Costo CP	0	36	29	0	0	0	0.00%	0.17%	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>445</b>	<b>390</b>	<b>425</b>	<b>396</b>	<b>314</b>	<b>275</b>	<b>2.32%</b>	<b>1.84%</b>	<b>1.83%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.08%</b>	<b>0.86%</b>
Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Capital Contable</b>	<b>4,270</b>	<b>4,888</b>	<b>5,403</b>	<b>6,201</b>	<b>7,115</b>	<b>8,024</b>	<b>22.30%</b>	<b>23.11%</b>	<b>23.25%</b>	<b>23.50%</b>	<b>24.57%</b>	<b>25.05%</b>
<b>VE a VL n</b>	<b>7,550</b>	<b>8,337</b>	<b>9,971</b>	<b>11,837</b>	<b>13,206</b>	<b>14,613</b>	<b>39.43%</b>	<b>39.41%</b>	<b>42.91%</b>	<b>44.87%</b>	<b>45.61%</b>	<b>45.62%</b>
<b>Estado de situación financiera análisis</b>												
Wk	1,244	1,536	1,592	1,663	1,366	1,220	6.50%	7.26%	6.85%	6.30%	4.72%	3.81%
Wk non cash	382	-17	96	100	0	80	2.00%	-0.08%	0.41%	0.01%	0.67%	1.12%
Wk ajust	1,244	1,572	1,621	1,663	1,366	1,220	6.50%	7.43%	6.98%	6.30%	4.72%	3.81%
AP net	3,025	3,352	3,811	4,538	5,748	6,805	15.80%	15.85%	16.40%	17.20%	19.85%	21.24%
<b>AT n</b>	<b>4,269</b>	<b>4,924</b>	<b>5,432</b>	<b>6,201</b>	<b>7,114</b>	<b>8,025</b>	<b>22.30%</b>	<b>23.28%</b>	<b>23.38%</b>	<b>23.50%</b>	<b>24.57%</b>	<b>25.05%</b>
Deuda total	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>EaVL</b>	<b>4,270</b>	<b>4,888</b>	<b>5,403</b>	<b>6,201</b>	<b>7,115</b>	<b>8,024</b>	<b>22.30%</b>	<b>23.11%</b>	<b>23.25%</b>	<b>23.50%</b>	<b>24.57%</b>	<b>25.05%</b>
<b>VE a VL n</b>	<b>4,270</b>	<b>4,924</b>	<b>5,432</b>	<b>6,201</b>	<b>7,115</b>	<b>8,024</b>	<b>22.30%</b>	<b>23.28%</b>	<b>23.38%</b>	<b>23.50%</b>	<b>24.57%</b>	<b>25.05%</b>
<b>Estado de flujo de efectivo</b>												
V	19,147	21,152	23,237	26,383	28,955	32,033	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
gV	10,477%	9.86%	13.54%	9.75%	10.63%							
U.B.	3,431	3,868	4,361	5,073	5,596	6,150	17.92%	18.29%	18.77%	19.23%	19.33%	19.20%
g U.B.	833	969	1,162	1,213	1,276	1,601	4.35%	4.58%	5.00%	4.60%	4.41%	5.00%
EBIT	1,019	1,220	1,419	1,513	1,641	2,038	5.32%	5.77%	6.11%	5.73%	5.67%	6.36%
g EBIT	19.73%	16.31%	6.62%	8.46%	24.19%							
UN	610	730	849	909	964	973	3.19%	3.45%	3.65%	3.45%	3.33%	3.04%
g UN	19.67%	16.30%	7.07%	6.05%	0.93%							
NOPAT	648	755	820	945	1,010	1,097	3.37%	3.57%	3.53%	3.58%	3.49%	3.42%
Dya	186	251	257	300	365	437	0.97%	1.19%	1.11%	1.14%	1.26%	1.36%
CapEx	596	478	585	902	1,310	1,266	3.11%	2.26%	2.52%	3.42%	4.52%	3.95%
ΔWK non cash	-399	113	-93	190	167			-1.89%	0.49%	-0.35%	0.66%	0.52%
<b>FCFF</b>	<b>927</b>	<b>379</b>	<b>436</b>	<b>-125</b>	<b>101</b>			<b>4.38%</b>	<b>1.63%</b>	<b>1.65%</b>	<b>-0.43%</b>	<b>0.32%</b>
<b>Rentabilidad</b>												
ROA	8.08%	9.19%	9.27%	8.34%	7.70%	7.00%						
ROE	14.29%	15.94%	16.50%	15.67%	14.48%	12.85						

## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### FRAGUA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	19,147	21,152	23,237	26,383	28,955	30,801	34,054	36,300	38,841	41,463
		10.47%	9.86%	13.54%	9.75%	6.38%	10.56%	6.60%	7.00%	6.75%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	0.83%	0.87%	0.89%	0.95%	1.00%	1.06%	1.11%	1.16%	1.21%	1.26%
		0.04%	0.03%	0.06%	0.05%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%

## g) Supuestos

### FRAGUA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	30,801	34,054	36,300	38,841	41,463
- Costo de ventas	80.80%	81.04%	80.90%	80.84%	80.85%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	17.69%	16.84%	17.08%	17.24%	17.28%
+ Otros ingresos/gastos	3.49%	2.60%	2.73%	2.77%	2.84%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.16%	0.22%	0.24%	0.21%	0.20%
Gasto financiero	0.53%	0.36%	0.37%	0.40%	0.40%
+ Resultado de inversión permanente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	33.99%	25.96%	26.61%	26.19%	26.89%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado neto</b>					

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>23.52%</b>	<b>24.15%</b>	<b>24.64%</b>	<b>24.63%</b>	<b>24.32%</b>
Efectivo e Invers CP	2.68%	5.42%	5.00%	4.69%	4.37%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>22.10%</b>	<b>19.53%</b>	<b>19.90%</b>	<b>20.23%</b>	<b>20.54%</b>
<b>AT</b>	<b>45.62%</b>	<b>43.68%</b>	<b>44.54%</b>	<b>44.86%</b>	<b>44.86%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>19.71%</b>	<b>18.36%</b>	<b>19.14%</b>	<b>19.41%</b>	<b>19.31%</b>
Otros Credit c/Costo CP	0.00%	0.06%	0.04%	0.02%	0.02%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>0.86%</b>	<b>1.42%</b>	<b>1.34%</b>	<b>1.24%</b>	<b>1.19%</b>
Acredores Varios LP	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Capital Contable</b>	<b>25.05%</b>	<b>23.90%</b>	<b>24.05%</b>	<b>24.22%</b>	<b>24.36%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>45.62%</b>	<b>43.68%</b>	<b>44.54%</b>	<b>44.86%</b>	<b>44.86%</b>

#### Estado de flujo de efectivo

DyA	1.36%	1.21%	1.22%	1.24%	1.26%
CapEx	3.95%	2.91%	2.71%	2.81%	2.76%

## h) Pronósticos

### FRAGUA

#### Estado de ganancias o pérdidas

	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	30,801	34,054	36,300	38,841	41,463
- Costo de ventas	24,888	27,597	29,368	31,398	33,523
<b>= Resultado bruto</b>	<b>5,913</b>	<b>6,457</b>	<b>6,932</b>	<b>7,443</b>	<b>7,940</b>
- Gasto operativo	5,449	5,736	6,202	6,698	7,166
+ Otros ingresos/gastos	1,075	885	992	1,078	1,179
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>1,539</b>	<b>1,606</b>	<b>1,722</b>	<b>1,823</b>	<b>1,954</b>
+ Resultado integral financiamiento	-113	-45	-49	-72	-83
Ingreso financiero	50	77	87	83	83
Gasto financiero	163	121	136	155	165
+ Resultado de inversión permanente	0	0	0	0	0
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>1,426</b>	<b>1,561</b>	<b>1,673</b>	<b>1,750</b>	<b>1,871</b>
- Impuestos	485	405	445	458	503
+ Operación discontinua	-6	0	0	0	0
- Int Min	0	0	0	0	0
<b>= Resultado neto</b>	<b>936</b>	<b>1,156</b>	<b>1,228</b>	<b>1,292</b>	<b>1,368</b>

t

#### Estado de situación financiera resumen

<b>Activo Corriente</b>	<b>7,244</b>	<b>8,224</b>	<b>8,943</b>	<b>9,566</b>	<b>10,084</b>
Efectivo e Invers CP	827	1,846	1,816	1,822	1,812
<b>Activo no Corriente</b>	<b>6,808</b>	<b>6,651</b>	<b>7,224</b>	<b>7,859</b>	<b>8,517</b>
<b>AT</b>	<b>14,052</b>	<b>14,876</b>	<b>16,167</b>	<b>17,425</b>	<b>18,601</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>6,071</b>	<b>6,253</b>	<b>6,949</b>	<b>7,538</b>	<b>8,009</b>
Otros Credit c/Costo CP	0	20	13	7	10
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>264</b>	<b>485</b>	<b>486</b>	<b>482</b>	<b>493</b>
Acredores Varios LP	0	0	0	0	0
<b>Capital Contable</b>	<b>7,715</b>	<b>8,138</b>	<b>8,732</b>	<b>9,406</b>	<b>10,100</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>14,051</b>	<b>14,876</b>	<b>16,167</b>	<b>17,425</b>	<b>18,601</b>

#### Estado de situación financiera análisis

Wk non cash	346	145	192	214	273
-------------	-----	-----	-----	-----	-----

#### Estado de flujo de efectivo

NOPAT	1,055	1,201	1,277	1,364	1,450
DyA	420	412	441	481	522
CapEx	1,217	991	985	1,092	1,146
Δ WK non cash	161	-201	46	22	59
<b>FCFF</b>	<b>97</b>	<b>823</b>	<b>687</b>	<b>730</b>	<b>767</b>

## i) Cálculo WACC

### FRAGUA

Fecha	FRAGUAB	IPC	FRAGUAB	IPC
dec-08	94.95	22,380		
ene-09	92.04	19,565	-0.03	-0.13
feb-09	87.20	17,752	-0.05	-0.09
mar-09	81.39	19,627	-0.07	0.11
abr-09	78.20	21,899	-0.04	0.12
may-09	78.20	24,332	0.00	0.11
jun-09	82.10	24,368	0.05	0.00
jul-09	88.95	27,044	0.08	0.11
ago-09	101.65	28,130	0.14	0.04
set-09	101.65	29,232	0.00	0.04
oct-09	102.63	28,646	0.01	-0.02
nov-09	111.42	30,957	0.09	0.08
dec-09	127.06	32,120	0.14	0.04
ene-10	127.06	30,392	0.00	-0.05
feb-10	99.70	31,635	-0.22	0.04
mar-10	107.03	33,266	0.07	0.05
abr-10	100.54	32,687	-0.06	-0.02
may-10	100.44	32,039	-0.00	-0.02
jun-10	98.47	31,157	-0.02	-0.03
jul-10	103.39	32,309	0.05	0.04
ago-10	105.36	31,680	0.02	-0.02
set-10	105.36	33,330	0.00	0.05
oct-10	118.16	35,568	0.12	0.07
nov-10	128.01	36,817	0.08	0.04
dec-10	142.78	38,551	0.12	0.05
ene-11	142.78	36,982	0.00	-0.04
feb-11	142.78	37,020	0.00	0.00
mar-11	147.70	37,441	0.03	0.01
abr-11	147.70	36,963	0.00	-0.01
may-11	148.49	35,833	0.01	-0.03
jun-11	158.39	36,558	0.07	0.02
jul-11	158.38	35,999	-0.00	-0.02
ago-11	158.39	35,721	0.00	-0.01
set-11	168.29	33,503	0.06	-0.06
oct-11	173.24	36,160	0.03	0.08
nov-11	178.19	36,829	0.03	0.02
dec-11	178.19	37,078	0.00	0.01
ene-12	178.19	37,423	0.00	0.01
feb-12	180.17	37,817	0.01	0.01
mar-12	202.94	39,521	0.13	0.05
abr-12	197.99	39,461	-0.02	-0.00
may-12	213.90	37,873	0.08	-0.04
jun-12	212.41	40,200	-0.01	0.06
jul-12	212.89	40,704	0.00	0.01
ago-12	208.92	39,422	-0.02	-0.03
set-12	206.93	40,867	-0.01	0.04
oct-12	203.75	41,620	-0.02	0.02
nov-12	202.95	41,834	-0.00	0.01
dec-12	223.85	43,706	0.10	0.04
ene-13	210.91	45,278	-0.06	0.04
feb-13	218.32	44,121	0.04	-0.03
mar-13	218.86	44,077	0.00	-0.00
abr-13	231.24	42,263	0.06	-0.04
may-13	228.82	41,588	-0.01	-0.02
jun-13	226.48	40,623	-0.01	-0.02
jul-13	223.85	40,838	-0.01	0.01
ago-13	228.82	39,492	0.02	-0.03
set-13	220.59	40,185	-0.04	0.02
oct-13	226.83	41,039	0.03	0.02
nov-13	224.67	42,499	-0.01	0.04
dec-13	237.77	42,727	0.06	0.01

#### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	82	85	90	93	96
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0
Resultado antes impuest	1,180	1,222	1,234	1,193	1,224
Impuesto a las gananc	268	282	280	264	266

#### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	29,420,000	0	0	0	0
D	29	0	0	0	0

Beta	1.00	
CETES 360	3.64%	
Rp	6.50%	
Ke	10.14%	
Kd	1175.36%	
Tasa i	1515.98%	
t	22.47%	
D	0	0.00%
E	23,515	100.00%
WACC	10.14%	

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

FRAGUA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		97	823	687	730	767
					<b>VT</b>	<b>26,673</b>
<b>WACC</b>	<b>6.14%</b>					
<b>g</b>	<b>3.17%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	97	823	687	730	27,440
	<b>VP</b>	91	731	574	576	20,370
	<b>22,342</b>					
- Deuda	0					
+ efectivo	1,173					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>23,515</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>23,515</b>
No acciones	98					
<b>= VPA</b>	<b>240</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento.

FRAGUA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		97	823	687	730	767
					<b>VT</b>	<b>40,617</b>
<b>WACC</b>	<b>6.14%</b>					
<b>g</b>	<b>4.17%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	97	823	687	730	41,384
	<b>VP</b>	91	731	574	576	30,721
	<b>32,693</b>					
- Deuda	0					
+ efectivo	1,173					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>33,866</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>23,515</b>
No acciones	98					
<b>= VPA</b>	<b>346</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

FRAGUA						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		97	823	687	730	1,070
					<b>VT</b>	<b>42,776</b>
<b>WACC</b>	<b>6.14%</b>					
<b>g</b>	<b>3.17%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	97	823	687	730	43,847
	<b>VP</b>	91	731	574	576	32,549
<b>EV</b>	<b>34,521</b>					
- Deuda	0					
+ efectivo	1,173					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>35,694</b>					
					<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>23,515</b>
<b>No acciones</b>	98					
<b>= VPA</b>	<b>364</b>					

## XII. Valuación Benavides

### a) Estados financieros

#### Estado de situación financiera consolidado

BENAVIDES													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVO</b>							<b>PASIVO</b>						
<b>Activo total</b>	<b>3,928</b>	<b>3,950</b>	<b>4,172</b>	<b>4,410</b>	<b>5,063</b>	<b>5,668</b>	<b>Pasivo total</b>	<b>2,555</b>	<b>2,650</b>	<b>2,649</b>	<b>2,861</b>	<b>3,513</b>	<b>4,172</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>2,224</b>	<b>2,295</b>	<b>2,654</b>	<b>2,874</b>	<b>3,425</b>	<b>4,077</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>2,523</b>	<b>2,596</b>	<b>2,580</b>	<b>2,737</b>	<b>3,399</b>	<b>4,012</b>
Efectivo e Invers CP	148	217	303	315	485	766	Deudas Financieras CP	0	0	0	0	0	0
Inversiones financieras	0	0	0	0	0	0	Bonos y papeles comer CP	0	0	0	0	0	0
Actis Dis p/Venta CP	0	0	0	0	0	0	Otros Credit c/Costo CP	0	0	0	0	0	0
Con fines de negociac CP	0	0	0	0	0	0	Provedores CP	2,407	2,190	2,141	2,003	2,698	3,263
Actv Finan Mant Vcmt CP	0	0	0	0	0	0	Impuestos por Pagar CP	95	130	183	270	100	116
Cuentas por cobrar CP	131	127	243	234	317	210	Impue a la utilidad a pg	0	25	56	73	98	108
Clientes	131	141	260	247	335	237	Otros impuestos p/ pagar	95	105	128	197	2	8
Estimac p/ cuent incobr	0	-14	-17	-14	-18	-27	Otros Pasivos CP	21	276	255	464	600	632
Otr cuent por cobrar CP	178	0	302	432	367	499	Interes por Pagar	0	0	0	0	0	0
Otras cuentas por cob CP	178	0	302	432	367	499	Inst Finan Deri (PasCir)	0	10	1	0	0	0
Provisiones deudores	0	0	0	0	0	0	Otr ingresos difer circ	0	0	0	0	0	0
Inventario	1,682	1,647	1,715	1,807	2,182	2,548	Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0
Activos Biologicos CP	-	0	0	0	0	0	Provisiones CP	10	3	7	12	17	16
Otros Activos CP	86	304	90	87	74	55	Pas s/ act ncor a ven CP	-	0	0	0	0	0
Gast pagados por antic	0	10	60	61	74	55	Operac Discontin(PaCir)	0	0	0	0	0	0
Instrum Financi Deriv CP	0	6	1	0	0	0	Otros CP	11	263	247	452	583	617
Act disponib p/ su venta	0	31	29	26	0	0							
Operaciones Discontin CP	0	0	0	0	0	0							
Derechos y licencias	0	0	0	0	0	0							
Otros Activos	86	257	0	0	0	0							
<b>Activo no Corriente</b>	<b>1,703</b>	<b>1,655</b>	<b>1,519</b>	<b>1,536</b>	<b>1,637</b>	<b>1,591</b>	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>32</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>124</b>	<b>114</b>	<b>161</b>
Document por Cobrar LP	0	0	0	0	0	0	Deudas Financieras LP	0	0	0	0	0	0
Inversiones	0	1	1	1	0	0	Bonos y papeles comer LP	0	0	0	0	0	0
Inv en Empresas Relac	0	0	0	0	0	0	Acredores Varios LP	0	0	0	0	0	0
Activos Fin Mant a Venci	0	0	0	0	0	0	Impuestos Diferidos LP	14	7	21	20	1	2
Activos Dispo p/Venta LP	0	0	0	0	0	0	Otras obligaciones	18	47	49	104	113	159
Otras Inversiones	0	1	1	1	0	0	Pasiv p/Inst Finan Deriv	0	0	0	0	0	0
Prop. planta y equi neto	1,503	1,352	1,189	1,221	1,357	1,129	Otros ingresos diferidos	0	0	0	0	0	0
Construc y Obras Infrs	0	0	0	152	180	33	Beneficios Empleados LP	18	47	48	104	113	159
Maquinarias y Equipos	1,453	1,464	1,487	1,455	1,490	1,562	Provisiones LP	0	0	0	0	0	0
Otros Equipos	2,288	2,406	2,411	2,448	2,546	2,745	Pas s/ act ncor a ven LP	-	0	0	0	0	0
Amortiz y Deprec Acum	-2,264	-2,528	-2,738	-2,895	-3,035	-3,262	Operaciones Discontin LP	0	0	0	0	0	0
Construcciones en Proc	26	9	30	62	176	51	Otros LP	0	0	0	0	0	0
Propiedades de inversion	0	0	0	0	0	0							
Activos Biologicos LP	0	0	0	0	0	0	<b>PATRIMONIO</b>	<b>1,373</b>	<b>1,300</b>	<b>1,508</b>	<b>1,549</b>	<b>1,550</b>	<b>1,496</b>
Intangibles neto	21	18	36	32	53	144	Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
Creditos Comerciales CP	0	0	0	0	0	0	Patrimonio neto	1,373	1,300	1,508	1,549	1,550	1,496
Marcas	0	0	0	0	0	0	Capital social	733	733	733	733	733	733
Derechos y licencias	0	17	35	32	53	144	Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Acuerdos de concesion	0	0	0	0	0	0	Sobreprecio Venta Acc	0	0	0	0	0	0
Otros	21	1	1	1	0	0	Aportac p Fut Aum Cap	0	0	0	0	0	0
Impuestos Diferidos	148	242	251	240	185	269	Otro capital contribuido	0	0	0	0	0	0
Otros ativos nocorriente	31	42	41	42	42	49	Utilid reten (perd acum)	641	568	775	817	818	782
Pagos anticipados	0	0	0	0	0	0	Reserva Legal	0	147	147	147	147	147
Instr Finan Derivados LP	0	0	0	0	0	0	Otras Reservas	269	123	123	123	123	115
Beneficios a Empleados	0	0	0	0	0	0	Result Ejerci Anteriores	247	212	298	289	259	418
Act ncurr dis p/venta LP	-	0	0	0	0	0	Utilidad del Ejercicio	124	86	208	258	290	102
Operaciones Discont LP	0	0	0	0	0	0	Otros	0	0	0	0	0	0
Activos Diferidos	0	0	0	0	0	0	Exceso Actizc Pat Neto	0	0	0	0	-1	-19
Otros Activos LP	31	42	41	42	42	49	Res p Activ no Monet	0	0	0	0	0	0
							Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	-1	-19
							Efecto Acum p/Conversion	0	0	0	0	0	0
							Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
							Efe Acum p/Val Inst Fina	0	0	0	0	0	0
							Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
							Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
							Result p/Impuest Diferid	0	0	0	0	0	0



## Estado de ganancias o pérdidas consolidado

### BENAVIDES

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ingresos netos</b>	<b>10,046</b>	<b>9,640</b>	<b>10,133</b>	<b>10,622</b>	<b>10,356</b>	<b>11,473</b>
Ingr por Servicios	0	38	34	33	199	128
Venta de bienes	10,046	9,601	10,100	10,590	10,156	11,345
Ingresos por Interes	0	0	0	0	0	0
Regalias	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Arrendamientos	0	0	0	0	0	0
Construccion	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	0	0	0	0	0	0
<b>Costo de Ventas</b>	<b>7,745</b>	<b>7,405</b>	<b>7,746</b>	<b>8,053</b>	<b>7,611</b>	<b>8,524</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>2,301</b>	<b>2,235</b>	<b>2,387</b>	<b>2,569</b>	<b>2,745</b>	<b>2,949</b>
<b>Gastos operativos</b>	<b>2,116</b>	<b>2,180</b>	<b>2,083</b>	<b>2,191</b>	<b>2,337</b>	<b>2,713</b>
<b>Util(per) ant ot ing/gas</b>	<b>185</b>	<b>54</b>	<b>305</b>	<b>378</b>	<b>408</b>	<b>236</b>
Otros ingresos (gastos)	-13	38	-10	-59	-5	-91
<b>Result operativo EBIT</b>	<b>173</b>	<b>92</b>	<b>295</b>	<b>320</b>	<b>403</b>	<b>145</b>
<b>Ing (gastos) financ neto</b>	<b>-34</b>	<b>-26</b>	<b>-9</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>4</b>
Tot ingresos financieros	29	40	40	43	51	25
Ingresos Financieros	5	2	6	25	28	16
Util por fluct cambiaria	24	38	34	18	23	9
Utilidad por derivados	0	0	0	0	0	0
Variac val raz inst fina	0	0	0	0	0	0
Otros Productos Financie	0	0	0	0	0	0
Total gastos financieros	63	66	49	22	29	21
Gastos Financieros	54	39	26	20	25	14
Perd por fluct cambiaria	9	27	23	1	4	7
Perdida por derivados	0	0	0	0	0	0
Amort de gast p/ emision	0	0	0	0	0	0
Va raz in fin(par no or)	0	0	0	0	0	0
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0	0
Result Inver Permanent	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes impuest</b>	<b>139</b>	<b>66</b>	<b>287</b>	<b>341</b>	<b>425</b>	<b>148</b>
Impuesto a las gananc	15	-20	77	83	136	46
I.S.R.	20	75	55	72	100	105
I.S.R. Diferido	-5	-95	21	10	36	-59
<b>Result despues de Imp</b>	<b>124</b>	<b>86</b>	<b>210</b>	<b>258</b>	<b>290</b>	<b>102</b>
Operac descontinuadas	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>124</b>	<b>86</b>	<b>210</b>	<b>258</b>	<b>290</b>	<b>102</b>
Int min(part no control)	0	0	0	0	0	0
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>124</b>	<b>86</b>	<b>210</b>	<b>258</b>	<b>290</b>	<b>102</b>
Depreciacion Operativa	236	235	231	223	163	194
<b>Utilidad Consolidada</b>	<b>124</b>	<b>86</b>	<b>210</b>	<b>258</b>	<b>290</b>	<b>102</b>
Total otr partid integr	0	0	0	0	-1	-18
Res p activ no monet	0	0	0	0	0	0
Ga (pe) actua p/ obl lab	0	0	0	0	-1	-18
Efecto acum p/conversion	0	0	0	0	0	0
Camb val act fi dis p/ve	0	0	0	0	0	0
Efe acum p/val inst fina	0	0	0	0	0	0
Camb valor razon otr act	0	0	0	0	0	0
Met part asoc y neg conj	0	0	0	0	0	0
Ot resultados integrales	0	0	0	0	0	0
<b>Utilidad (perd) integral</b>	<b>124</b>	<b>86</b>	<b>210</b>	<b>258</b>	<b>289</b>	<b>85</b>
Ut (pe) int no controlad	0	0	0	0	0	0
<b>Ut (pe) integr controlad</b>	<b>124</b>	<b>86</b>	<b>210</b>	<b>258</b>	<b>289</b>	<b>85</b>

## Estado de flujo de efectivo consolidado

### BENAVIDES

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultado Antes de Impue</b>	<b>139</b>	<b>66</b>	<b>287</b>	<b>341</b>	<b>425</b>	<b>148</b>
Partidas s/Impac en Efec	0	-77	-4	-5	-5	14
Estimacion del Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Provision el Ejercicio	0	-2	-4	-5	-5	14
Otras Partidas N/Realiza	0	-75	0	0	0	0
<b>Partidas Relac/Act Inve</b>	<b>220</b>	<b>233</b>	<b>225</b>	<b>239</b>	<b>141</b>	<b>193</b>
Depreciacion y amortiz	236	225	221	211	151	183
Util(Per)Vta Inmu Maq Eq	5	0	0	42	5	-1
Perdida por Deterioro	0	10	10	12	12	11
Part Asocia Negoc Conjun	0	0	0	0	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses a Favor	-5	-2	-6	-25	-26	0
Fluctuac cambiaria (inv)	0	0	0	0	0	0
Otras partidas	-15	0	0	0	0	0
<b>Part Relac Ativ Financiam</b>	<b>58</b>	<b>30</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>-2</b>
Intereses Devengados	58	39	0	0	0	0
Fluctuac cambiaria (fin)	0	0	11	16	20	-2
Operac fin de derivados	0	-10	4	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo Deri Res Antes Imp</b>	<b>417</b>	<b>252</b>	<b>522</b>	<b>592</b>	<b>581</b>	<b>353</b>
<b>Flujos Gene/Util en Oper</b>	<b>-17</b>	<b>76</b>	<b>-329</b>	<b>-138</b>	<b>208</b>	<b>146</b>
Dec(inc) Cuentas p/ Cobr	0	4	-116	10	-99	99
Dec(inc) inventarios	-152	35	-68	-92	-376	-366
De/Inc en Otr Ctas x Cob	46	-30	-39	-43	-196	-225
Incr(decr) proveedores	96	-19	-49	-138	698	565
Incr(decr) otros pasivos	11	87	-57	124	180	74
Impues Utilid Paga/Devue	-20	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por la Op</b>	<b>400</b>	<b>329</b>	<b>193</b>	<b>454</b>	<b>789</b>	<b>499</b>
<b>Recurs Generd en Inver</b>	<b>5</b>	<b>-86</b>	<b>-81</b>	<b>-242</b>	<b>-307</b>	<b>-73</b>
Inver Acc c/Carat Perman	4	0	0	0	0	0
Dispo Accio c/Carac Perm	0	0	0	0	0	0
Compra de Bienes de Uso	-51	-88	-84	-250	-307	-73
Venta de activos fijos	46	0	0	0	0	0
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Dispos de invers tempora	0	0	0	0	0	0
Invers en Activos Intang	0	0	0	0	0	0
Disposi Activos Intangib	0	0	0	0	0	0
Adquisicion de negocios	0	0	0	0	0	0
Disposicion de negocios	0	0	0	-1	0	0
Dividendos Cobrados	0	0	0	0	0	0
Intereses Cobrados	5	2	2	8	0	0
Decr(Incr)Antic Pres Ter	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Recurs Generd por Finac</b>	<b>-648</b>	<b>-173</b>	<b>-26</b>	<b>-200</b>	<b>-312</b>	<b>-145</b>
Financiamientos Bancario	-472	0	0	1	0	0
Financiamient Bursatiles	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0	0
Amort Financia Bancarios	0	0	0	-1	0	0
Amort Financiam Bursatil	0	0	0	0	0	0
Amortiz Otr Financiamient	0	0	0	0	0	0
Inc.Desc en Capit Social	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-66	-134	0	-180	-288	-131
Prima Venta de Acciones	0	0	0	0	0	0
Aporte p/Fut Aum Capital	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	-58	-39	-26	-20	-24	-14
Recompra de Acciones	0	0	0	0	0	0
Otras Partidas	-52	0	0	0	0	0
<b>Incr neto en efec e inv</b>	<b>-243</b>	<b>70</b>	<b>86</b>	<b>11</b>	<b>170</b>	<b>281</b>
Difere Cambi Efect Equiv	0	0	0	0	0	0
Efec Eq Efe Prin Periodo	391	148	217	303	315	485
<b>Efect Equi Efe Fin Perio</b>	<b>148</b>	<b>217</b>	<b>303</b>	<b>315</b>	<b>485</b>	<b>766</b>
CANT ACCION						
Total de acciones outst	409	409	409	409	409	409

## b) Indicadores financieros

### BENAVIDES

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Datos por acción</b>						
Utilidad p/ Accion \$	0.30	0.21	0.51	0.63	0.71	0.25
Valor Libro p/ Accion \$	3.36	3.18	3.69	3.79	3.79	3.66
Ventas p/ Accion \$	24.57	23.58	24.79	25.98	25.33	28.06
EBITDA p/ Accion \$	1.00	0.78	1.26	1.30	1.36	0.80
<b>Estructura de capital</b>						
Deuda Total Neta \$	-147,537,000	-217,167,000	-303,422,000	-314,895,000	-484,735,000	-765,641,000
Deuda Total Bruta \$	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Bruta / Act Tt %	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Bruta / Pat Neto %	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Neta / Patr Neto %	-10.70	-16.70	-20.10	-20.30	-31.30	-51.20
EBIT / Deuda Bruta %	-	-	-	-	-	-
EBIT / Deuda Neta %	-117.10	-42.50	-97.30	-101.50	-83.20	-18.90
EBIT / Gast Fin Net x	-5.10	-3.50	-34.30	14.90	18.00	39.00
Deuda Bruta / Ebitda x	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda neta / Ebitda x	-0.40	-0.70	-0.60	-0.60	-0.90	-2.30
Deuda CP / Deuda Total %	-	-	-	-	-	-
Kd nom (costo deuda) %	13.40	-	-	-	-	-
Pasivo Tt / Activo Tt %	65.00	67.10	63.90	64.90	69.40	73.60
Pasivo Tot / Patr Neto %	186.00	203.80	176.70	184.70	226.60	278.90
Pasivo Tt / Ventas %	25.40	27.50	26.30	26.90	33.90	36.40
Activo Fijo / Pat Neto %	109.40	104.00	78.90	78.80	87.50	75.50
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente x	0.90	0.90	1.00	1.10	1.00	1.00
Liquidez Acida x	0.20	0.20	0.40	0.40	0.40	0.40
Capital de Trabajo \$	-298,639,000	-300,498,000	73,967,000	137,306,000	26,849,000	65,594,000
Capital Employed \$	1,405,414,000	1,354,225,000	1,592,551,000	1,673,660,000	1,664,068,000	1,656,409,000
<b>Ciclo</b>						
Plazo Promed Invent dias	78	80	80	81	103	108
Plazo Promed Proved dias	112	107	100	90	128	138
Plazo Promed Cobro(dias)	5	5	9	8	11	7
Ciclo Financiero (dias)	-29	-22	-11	-1	-13	-24
Ciclo Operativo (dias)	83	85	88	89	114	114
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA \$	408,484,000	316,994,000	515,757,000	530,233,000	554,336,000	327,367,000
EBITDA Operativo \$	408,484,000	327,475,000	526,242,000	542,346,000	565,892,000	338,515,000
UtilAntesImp + DespFin \$	105,269,000	40,083,000	277,899,000	362,383,000	447,811,000	152,170,000
Rotacion del Actv x	2.60	2.40	2.40	2.40	2.00	2.00
Rotacion del PatNt x	7.30	7.40	6.70	6.90	6.70	7.70
Margen Bruto %	22.90	23.20	23.60	24.20	26.50	25.70
Margen EBIT %	1.70	1.00	2.90	3.00	3.90	1.30
Margen Neto %	1.20	0.90	2.10	2.40	2.80	0.90
Margen Ebitda %	4.10	3.30	5.10	5.00	5.40	2.90
Rentab del Activo %	3.20	2.20	5.00	5.90	5.70	1.80
Rent Patr (pat final) %	9.00	6.60	13.90	16.70	18.70	6.80
Rent Patr (pat prom) %	9.10	6.40	14.90	16.90	18.70	6.70
Rent Patr (pat inicial)%	9.10	6.30	16.10	17.10	18.70	6.60
ROIC (IC fin) %	9.20	5.40	15.30	15.80	22.90	10.90
ROIC (IC prom) %	8.40	5.20	16.30	16.20	21.30	9.40
ROIC (IC inicial) %	7.80	4.90	17.40	16.60	19.90	8.20
Invested Capital \$	1,257,877,000	1,137,058,000	1,289,129,000	1,358,765,000	1,179,333,000	890,768,000
Rentabil Invers Perman %	-	-	-	-	-	-
Apalancamiento Financ x	2.20	2.30	2.70	3.10	3.50	3.90
Apalancamiento Operat x	12.40	41.00	7.80	6.80	6.70	12.50
<b>Otros</b>						
Capex \$	423,000	87,836,000	83,560,000	250,177,000	307,180,000	73,352,000
Depreciacion y amortiz \$	235,765,000	224,725,000	220,650,000	210,686,000	151,271,000	182,627,000
Capex / Deprec %	0.20	39.10	37.90	118.70	203.10	40.20
Deprec/ ActFij y Intang%	12.90	14.70	16.10	17.20	12.10	13.00

## c) Indicadores de mercado

### BENAVIDES

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Precio / Utilidad x	-	65.20	26.80	19.00	-	32.70
Precio / Valor Libro x	-	4.30	3.70	3.20	-	4.00
Price Sales Ratio x	-	0.60	0.60	0.50	-	0.50
Precio / EBITDA x	-	17.70	10.90	9.30	-	13.80
Precio/ Flj Cj Libre x	-	23.30	51.30	24.10	-	13.10
Utilidad / Precio %	-	1.50	3.70	5.30	-	3.10
Capitaliz Bursatil \$	-	5,601,168,143	5,621,610,363	4,906,132,680	-	5,928,243,655
Enterprise Value \$	-	5,384,001,143	5,318,188,363	4,591,237,680	-	5,527,213,655
EV / EBITDA de la empr x	-	17.00	10.30	8.70	-	12.80
EV / EBITDA dela clase x	-	17.00	10.30	8.70	-	12.80
EV / EBIT de la empr x	-	58.40	18.00	14.40	-	20.60
EV / EBIT de la clase x	-	58.40	18.00	14.40	-	20.60
						5,928

## d) Cotización

### BENAVIDES

Fecha	Divid por Acción 1 años en moneda orig BEVIDESB	UPA en moneda orig de 12 meses consolid:si* ajust p/var cap BEVIDESB	Cierre ajust p/var cap en moneda orig BEVIDESB
2009	0.16	0.30	8.85
2010	0.33	0.21	12.26
2011	0.00	0.51	12.30
2012	0.44	0.63	11.09
2013	0.70	0.71	12.47
2014	0.32	0.25	14.50

# e) Normalización de estados financieros

## BENAVIDES

Estado de situación financiera	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Activo Corriente</b>	<b>2,224</b>	<b>2,295</b>	<b>2,654</b>	<b>2,874</b>	<b>3,425</b>	<b>4,077</b>	<b>22.14%</b>	<b>23.81%</b>	<b>26.19%</b>	<b>27.06%</b>	<b>33.07%</b>	<b>35.54%</b>
Efectivo e Invers CP	148	217	303	315	485	766	1.47%	2.25%	2.99%	2.97%	4.68%	6.68%
Cuentas por cobrar CP	131	127	243	234	317	210	1.30%	1.32%	2.40%	2.07%	3.06%	1.83%
Otros credit o costo CP	178	0	302	432	367	499	1.77%	0.00%	2.88%	4.20%	3.54%	4.35%
Inventarios	1,682	1,647	1,715	1,807	2,182	2,548	16.74%	17.09%	16.92%	17.01%	21.07%	22.21%
Otros	85	304	91	86	74	54	0.85%	3.15%	0.90%	0.81%	0.71%	0.47%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>1,704</b>	<b>1,655</b>	<b>1,518</b>	<b>1,536</b>	<b>1,638</b>	<b>1,591</b>	<b>16.96%</b>	<b>17.17%</b>	<b>14.98%</b>	<b>14.46%</b>	<b>15.82%</b>	<b>13.87%</b>
Dotos x cobrar LP e Inversiones	0	1	1	1	0	0	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
Prop. planta y equi neto	1,503	1,352	1,189	1,221	1,357	1,129	14.98%	14.02%	11.73%	11.50%	13.10%	9.84%
Intangibles neto	21	18	36	33	53	144	0.21%	0.19%	0.36%	0.31%	0.51%	1.26%
Creditos Comerciales CP	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Marcas	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Derechos y licencias	0	17	35	32	53	144	0.00%	0.18%	0.35%	0.30%	0.51%	1.26%
Otros	21	1	1	1	0	0	0.21%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
Otros activos	180	284	292	281	228	318	1.79%	2.95%	2.88%	2.65%	2.20%	2.77%
<b>Activo total</b>	<b>3,928</b>	<b>3,950</b>	<b>4,172</b>	<b>4,410</b>	<b>5,063</b>	<b>5,668</b>	<b>39.10%</b>	<b>40.98%</b>	<b>41.17%</b>	<b>41.52%</b>	<b>48.89%</b>	<b>49.40%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>2,523</b>	<b>2,596</b>	<b>2,580</b>	<b>2,737</b>	<b>3,399</b>	<b>4,012</b>	<b>25.11%</b>	<b>26.93%</b>	<b>25.46%</b>	<b>25.77%</b>	<b>32.82%</b>	<b>34.97%</b>
Proveedores CP	2,407	2,190	2,141	2,003	2,698	3,263	23.96%	22.72%	21.13%	18.86%	26.05%	28.44%
Otros Credit oCosto CP	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Impuestos por Pagar CP	95	130	183	270	100	116	0.95%	1.35%	1.81%	2.54%	0.97%	1.01%
Otros	21	276	256	464	601	633	0.21%	2.86%	2.53%	4.37%	5.80%	5.52%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>32</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>124</b>	<b>114</b>	<b>160</b>	<b>0.32%</b>	<b>0.56%</b>	<b>0.68%</b>	<b>1.17%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.39%</b>
Acreedores Varios LP	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Impuestos diferidos LP	14	7	21	20	1	2	0.14%	0.07%	0.21%	0.19%	0.01%	0.02%
Otras obligaciones	18	47	48	104	113	158	0.18%	0.49%	0.47%	0.98%	1.09%	1.38%
Int minipart no control)	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Patrimonio neto	1,373	1,300	1,508	1,549	1,550	1,496	13.67%	13.49%	14.88%	14.58%	14.97%	13.04%
<b>Capital Contable</b>	<b>1,373</b>	<b>1,300</b>	<b>1,508</b>	<b>1,549</b>	<b>1,550</b>	<b>1,496</b>	<b>13.67%</b>	<b>13.49%</b>	<b>14.88%</b>	<b>14.58%</b>	<b>14.97%</b>	<b>13.04%</b>
<b>VE a VL</b>	<b>3,928</b>	<b>3,950</b>	<b>4,157</b>	<b>4,410</b>	<b>5,063</b>	<b>5,668</b>	<b>39.10%</b>	<b>40.98%</b>	<b>41.02%</b>	<b>41.52%</b>	<b>48.89%</b>	<b>49.40%</b>
<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>												
Ventas	10,046	9,640	10,133	10,622	10,356	11,473	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
- Costo de ventas	7,745	7,405	7,746	8,053	7,611	8,524	77.10%	76.82%	76.44%	75.81%	73.49%	74.30%
<b>= Resultado bruto</b>	<b>2,301</b>	<b>2,235</b>	<b>2,387</b>	<b>2,569</b>	<b>2,745</b>	<b>2,949</b>	<b>22.90%</b>	<b>23.18%</b>	<b>23.56%</b>	<b>24.19%</b>	<b>26.51%</b>	<b>25.70%</b>
- Gasto operativo	2,116	2,180	2,083	2,191	2,337	2,713	21.06%	22.61%	20.56%	20.63%	22.57%	23.65%
+ Otros ingresos/gastos	-13	38	-10	-59	-6	-91	-0.13%	0.38%	-0.10%	-0.56%	-0.05%	-0.79%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>172</b>	<b>93</b>	<b>294</b>	<b>319</b>	<b>403</b>	<b>145</b>	<b>1.71%</b>	<b>0.96%</b>	<b>2.90%</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.89%</b>	<b>1.26%</b>
+ Resultado integral financiamiento	-34	-26	-9	21	22	4	-0.34%	-0.27%	-0.09%	0.20%	0.21%	0.03%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>138</b>	<b>67</b>	<b>285</b>	<b>340</b>	<b>425</b>	<b>149</b>	<b>1.37%</b>	<b>0.70%</b>	<b>2.81%</b>	<b>3.20%</b>	<b>4.10%</b>	<b>1.30%</b>
- Impuestos	15	<del>77</del>	83	83	136	46	0.15%	-0.21%	0.76%	0.73%	1.31%	0.40%
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado neto</b>	<b>123</b>	<b>87</b>	<b>208</b>	<b>257</b>	<b>289</b>	<b>103</b>	<b>1.22%</b>	<b>0.90%</b>	<b>2.05%</b>	<b>2.42%</b>	<b>2.79%</b>	<b>0.90%</b>
<b>t</b>	<b>10.87%</b>	<b>-9.85%</b>	<b>27.02%</b>	<b>24.41%</b>	<b>32.00%</b>	<b>30.87%</b>	<b>16.89%</b>	<b>26.24%</b>	<b>26.08%</b>	<b>26.42%</b>	<b>25.30%</b>	
<b>Estado de situación financiera resumen</b>												
<b>Activo Corriente</b>	<b>2,224</b>	<b>2,295</b>	<b>2,654</b>	<b>2,874</b>	<b>3,425</b>	<b>4,077</b>	<b>22.14%</b>	<b>23.81%</b>	<b>26.19%</b>	<b>27.06%</b>	<b>33.07%</b>	<b>35.54%</b>
Efectivo e Invers CP	148	217	303	315	485	766	1.47%	2.25%	2.99%	2.97%	4.68%	6.68%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>1,704</b>	<b>1,655</b>	<b>1,518</b>	<b>1,536</b>	<b>1,638</b>	<b>1,591</b>	<b>16.96%</b>	<b>17.17%</b>	<b>14.98%</b>	<b>14.46%</b>	<b>15.82%</b>	<b>13.87%</b>
<b>AT</b>	<b>3,928</b>	<b>3,950</b>	<b>4,172</b>	<b>4,410</b>	<b>5,063</b>	<b>5,668</b>	<b>39.10%</b>	<b>40.98%</b>	<b>41.17%</b>	<b>41.52%</b>	<b>48.89%</b>	<b>49.40%</b>
<b>Capital Contable</b>	<b>1,373</b>	<b>1,300</b>	<b>1,508</b>	<b>1,549</b>	<b>1,550</b>	<b>1,496</b>	<b>13.67%</b>	<b>13.49%</b>	<b>14.88%</b>	<b>14.58%</b>	<b>14.97%</b>	<b>13.04%</b>
<b>VE a VL n</b>	<b>3,928</b>	<b>3,950</b>	<b>4,157</b>	<b>4,410</b>	<b>5,063</b>	<b>5,668</b>	<b>39.10%</b>	<b>40.98%</b>	<b>41.02%</b>	<b>41.52%</b>	<b>48.89%</b>	<b>49.40%</b>
<b>Estado de situación financiera análisis</b>												
Wk	-299	-301	74	137	26	65	-2.99%	-3.12%	0.73%	1.29%	0.25%	0.57%
Wk non cash	-447	-518	-229	-178	-459	-701	-4.45%	-6.37%	-2.26%	-1.68%	-4.43%	-6.11%
Wk ajust	-299	-301	74	137	26	65	-2.99%	-3.12%	0.73%	1.29%	0.25%	0.57%
AP net	1,672	1,601	1,449	1,412	1,524	1,431	16.64%	16.61%	14.30%	13.29%	14.72%	12.47%
<b>AT n</b>	<b>1,373</b>	<b>1,300</b>	<b>1,523</b>	<b>1,549</b>	<b>1,550</b>	<b>1,496</b>	<b>13.67%</b>	<b>13.49%</b>	<b>15.03%</b>	<b>14.58%</b>	<b>14.97%</b>	<b>13.04%</b>
Deuda total	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>EaVL</b>	<b>1,373</b>	<b>1,300</b>	<b>1,508</b>	<b>1,549</b>	<b>1,550</b>	<b>1,496</b>	<b>13.67%</b>	<b>13.49%</b>	<b>14.88%</b>	<b>14.58%</b>	<b>14.97%</b>	<b>13.04%</b>
<b>VE a VL n</b>	<b>1,373</b>	<b>1,300</b>	<b>1,508</b>	<b>1,549</b>	<b>1,550</b>	<b>1,496</b>	<b>13.67%</b>	<b>13.49%</b>	<b>14.88%</b>	<b>14.58%</b>	<b>14.97%</b>	<b>13.04%</b>
<b>Estado de flujo de efectivo</b>												
V	10,046	9,640	10,133	10,622	10,356	11,473	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
U.B.	gV	2,301	-2,235	2,387	2,569	2,745	22.90%	23.18%	23.56%	24.19%	26.51%	25.70%
EBIT	g U.B.	172	93	294	319	403	1.71%	0.96%	2.90%	3.00%	3.89%	1.26%
EBITDA	g EBIT	408	-45.93%	216.13%	8.50%	26.33%	-64.02%	4.06%	3.30%	5.08%	4.99%	5.35%
UN	g UN	157	319	515	530	554	328	1.56%	1.17%	2.14%	2.22%	2.58%
NOPAT	g UN	157	113	217	236	267	99	1.56%	1.17%	2.14%	2.22%	2.58%
Dya	236	225	221	211	151	183	2.35%	2.33%	2.18%	1.99%	1.46%	1.80%
CapEx	-5	86	81	242	307	73	-0.05%	0.89%	0.80%	2.28%	2.96%	0.64%
ΔWK non cash	-71	289	51	-281	-242	-45	-0.74%	2.85%	0.48%	-2.71%	-2.11%	
FCF	68	68	154	392	451		3.35%	0.67%	1.45%	3.79%	3.93%	
<b>Rentabilidad</b>												
ROA	3.13%	2.21%	5.12%	5.99%	6.10%	1.92%						
ROE	8.96%	6.51%	14.81%	16.81%	16.85%	6.76%						
ROC	8.45%	15.46%	15.44%	17.23%	6.50%							
Mg Bruto	22.90%	23.18%	23.56%	24.19%	26.51%	25.70%						
Mg EBIT	1.71%	0.96%	2.90%	3.00%	3.89%	1.26%						
Mg EBITDA	4.06%	3.30%	5.08%	4.99%	5.35%	2.86%						
Mg Neto	1.22%	0.90%	2.05%	2.42%	2.79%	0.90%						
<b>Apalancamiento</b>												
PT/AT	65.05%	67.09%	63.49%	64.88%	69.39%	73.61%						
PTE a VL	196.09%	203.85%	175.66%	184.70%	226.65%	278.88%						
Deuda total	0	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
D neto	-148	-217	-303	-315	-485	-766	-1.47%	-2.25%	-2.99%	-2.97%	-4.68%	-6.68%
DE	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%						
D/EBITDA	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%						
D/EBIT	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%						
D/AT	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%						
EBITDA / Gasto fin	6.48%	4.82%	10.51%	24.09%	19.10%	15.62%						
EBIT / Gasto fin	2.73%	1.41%	6.00%	14.50%	13.90%	6.30%						

## f) Pronóstico de ventas

Table 2 Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2009-2014

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Store-based Retailing	2,216.7	2,324.7	2,475.1	2,631.3	2,732.2	2,838.4
Non-Store Retailing	98.0	109.9	124.2	141.7	159.0	178.1
Retailing	2,314.8	2,434.6	2,599.3	2,773.0	2,891.3	3,016.5

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Table 27 Forecast Sales in Retailing by Store-based vs Non-Store: Value 2014-2019

MXN bn, retail value rsp excl sales tax

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Store-based Retailing	2,838.4	2,879.8	2,932.0	2,990.2	3,049.4	3,110.8
Non-Store Retailing	178.1	191.2	205.7	221.2	238.5	257.8
Retailing	3,016.5	3,071.0	3,137.7	3,211.4	3,287.9	3,368.6

Source: Euromonitor International from trade associations, trade press, company research, trade interviews, trade sources

Note: Forecast value data in constant terms.

### BENAVIDES

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	10,046	9,640	10,133	10,622	10,356	11,032	11,351	11,432	11,537	11,655
		-4.04%	5.11%	4.83%	-2.50%	6.53%	2.89%	0.72%	0.92%	1.03%
Retail Mex	2,314,800	2,434,600	2,599,300	2,773,000	2,891,300	2,900,481	3,071,000	3,137,700	3,211,400	3,287,900
		5.18%	6.76%	6.68%	4.27%	0.32%	5.88%	2.17%	2.35%	2.38%
Vtas/ Retail	0.43%	0.40%	0.39%	0.38%	0.36%	0.38%	0.37%	0.36%	0.36%	0.35%
		-0.04%	-0.01%	-0.01%	-0.02%	0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.00%

## g) Supuestos

### BENAVIDES

<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ventas	11,032	11,351	11,432	11,537	11,655
- Costo de ventas	74.30%	75.37%	75.08%	74.81%	74.61%
<b>= Resultado bruto</b>					
- Gasto operativo	23.65%	22.00%	21.88%	22.14%	22.45%
+ Otros ingresos/gastos	-0.79%	-0.22%	-0.34%	-0.39%	-0.36%
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>					
+ Resultado integral financiamiento					
Ingreso financiero	0.22%	0.38%	0.38%	0.38%	0.37%
Gasto financiero	0.18%	0.37%	0.30%	0.27%	0.28%
+ Resultado de inversión permanente	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado antes de impuestos</b>					
- Impuestos	30.87%	16.89%	26.24%	26.08%	26.42%
+ Operación discontinua	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
- Int Min	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>= Resultado neto</b>					
<b>t</b>					
<b>Estado de situación financiera resumen</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>35.54%</b>	<b>29.13%</b>	<b>30.20%</b>	<b>31.00%</b>	<b>31.79%</b>
Efectivo e Invers CP	6.68%	3.91%	4.25%	4.50%	4.80%
<b>Activo no Corriente</b>	<b>13.87%</b>	<b>15.26%</b>	<b>14.88%</b>	<b>14.86%</b>	<b>14.94%</b>
<b>AT</b>	<b>49.40%</b>	<b>44.39%</b>	<b>45.07%</b>	<b>45.86%</b>	<b>46.72%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>34.97%</b>	<b>29.19%</b>	<b>29.64%</b>	<b>30.48%</b>	<b>31.42%</b>
Otros Credit c/Costo CP	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>1.39%</b>	<b>0.98%</b>	<b>1.06%</b>	<b>1.14%</b>	<b>1.14%</b>
Acredores Varios LP	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Capital Contable</b>	<b>13.04%</b>	<b>14.19%</b>	<b>14.33%</b>	<b>14.22%</b>	<b>14.15%</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>49.40%</b>	<b>44.36%</b>	<b>45.04%</b>	<b>45.84%</b>	<b>46.71%</b>
<b>Estado de flujo de efectivo</b>					
DyA	1.60%	1.91%	1.83%	1.76%	1.71%
CapEx	0.64%	1.51%	1.64%	1.81%	1.71%

## h) Pronósticos

### BENAVIDES

<b>Estado de ganancias o pérdidas</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ventas	11,032	11,351	11,432	11,537	11,655
- Costo de ventas	8,196	8,555	8,584	8,631	8,696
<b>= Resultado bruto</b>	<b>2,836</b>	<b>2,795</b>	<b>2,848</b>	<b>2,906</b>	<b>2,959</b>
- Gasto operativo	2,609	2,497	2,501	2,555	2,616
+ Otros ingresos/gastos	-88	-25	-39	-45	-42
<b>= Utilidad operativa o EBIT</b>	<b>139</b>	<b>273</b>	<b>308</b>	<b>306</b>	<b>301</b>
+ Resultado integral financiamiento	4	2	9	12	10
Ingreso financiero	24	44	43	43	43
Gasto financiero	20	42	35	31	33
+ Resultado de inversión permanente	0	0	0	0	0
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>143</b>	<b>275</b>	<b>316</b>	<b>318</b>	<b>311</b>
- Impuestos	44	46	83	83	82
+ Operación discontinua	0	0	0	0	0
- Int Min	0	0	0	0	0
<b>= Resultado neto</b>	<b>99</b>	<b>229</b>	<b>233</b>	<b>235</b>	<b>229</b>
<b>Estado de situación financiera resumen</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>3,920</b>	<b>3,307</b>	<b>3,452</b>	<b>3,576</b>	<b>3,705</b>
Efectivo e Invers CP	737	444	485	519	560
<b>Activo no Corriente</b>	<b>1,530</b>	<b>1,732</b>	<b>1,701</b>	<b>1,714</b>	<b>1,741</b>
<b>AT</b>	<b>5,450</b>	<b>5,039</b>	<b>5,153</b>	<b>5,290</b>	<b>5,446</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>3,858</b>	<b>3,313</b>	<b>3,389</b>	<b>3,516</b>	<b>3,662</b>
Otros Credit c/Costo CP	0	0	0	0	0
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>154</b>	<b>111</b>	<b>122</b>	<b>132</b>	<b>132</b>
Acredores Varios LP	0	0	0	0	0
<b>Capital Contable</b>	<b>1,438</b>	<b>1,611</b>	<b>1,638</b>	<b>1,641</b>	<b>1,649</b>
<b>VEaVL n</b>	<b>5,450</b>	<b>5,035</b>	<b>5,149</b>	<b>5,289</b>	<b>5,444</b>
<b>Estado de situación financiera análisis</b>					
Wk non cash	-674	-451	-422	-459	-517
<b>Estado de flujo de efectivo</b>					
NOPAT	95	227	225	223	219
DyA	176	217	209	203	199
CapEx	70	172	187	208	200
Δ WK non cash	-233	223	29	-37	-58
<b>FCFF</b>	<b>434</b>	<b>48</b>	<b>217</b>	<b>254</b>	<b>277</b>



## i) Cálculo WACC

### BENAVIDES

Fecha	BEVIDESB	IPC	BEVIDESB	IPC
dec-08	16.52	22,380		
ene-09	13.38	19,565	-0.19	-0.13
feb-09	12.68	17,752	-0.05	-0.09
mar-09	14.77	19,627	0.16	0.11
abr-09	17.07	21,899	0.16	0.12
may-09	17.55	24,332	0.03	0.11
jun-09	17.67	24,368	0.01	0.00
jul-09	20.38	27,044	0.15	0.11
ago-09	21.46	28,130	0.05	0.04
set-09	21.29	29,232	-0.01	0.04
oct-09	21.32	28,646	0.00	-0.02
nov-09	24.03	30,957	0.13	0.08
dec-09	26.62	32,120	0.11	0.04
ene-10	26.30	30,392	-0.01	-0.05
feb-10	28.88	31,635	0.10	0.04
mar-10	28.62	33,266	-0.01	0.05
abr-10	26.29	32,687	-0.08	-0.02
may-10	26.39	32,039	0.00	-0.02
jun-10	26.27	31,157	-0.00	-0.03
jul-10	26.97	32,309	0.03	0.04
ago-10	27.07	31,680	0.00	-0.02
set-10	28.97	33,330	0.07	0.05
oct-10	30.98	35,568	0.07	0.07
nov-10	32.21	36,817	0.04	0.04
dec-10	32.51	38,551	0.01	0.05
ene-11	30.91	36,982	-0.05	-0.04
feb-11	31.75	37,020	0.03	0.00
mar-11	32.68	37,441	0.03	0.01
abr-11	33.59	36,963	0.03	-0.01
may-11	32.79	35,833	-0.02	-0.03
jun-11	32.31	36,558	-0.01	0.02
jul-11	30.16	35,999	-0.07	-0.02
ago-11	30.53	35,721	0.01	-0.01
set-11	29.77	33,503	-0.02	-0.06
oct-11	32.05	36,160	0.08	0.08
nov-11	34.37	36,829	0.07	0.02
dec-11	35.61	37,078	0.04	0.01
ene-12	37.51	37,423	0.05	0.01
feb-12	37.33	37,817	-0.00	0.01
mar-12	40.11	39,521	0.07	0.05
abr-12	35.21	39,461	-0.12	-0.00
may-12	32.77	37,873	-0.07	-0.04
jun-12	33.79	40,200	0.03	0.06
jul-12	35.61	40,704	0.05	0.01
ago-12	33.26	39,422	-0.07	-0.03
set-12	34.23	40,867	0.03	0.04
oct-12	36.55	41,620	0.07	0.02
nov-12	38.35	41,834	0.05	0.01
dec-12	40.01	43,706	0.04	0.04
ene-13	38.96	45,278	-0.03	0.04
feb-13	37.93	44,121	-0.03	-0.03
mar-13	38.19	44,077	0.01	-0.00
abr-13	37.23	42,263	-0.02	-0.04
may-13	36.35	41,588	-0.02	-0.02
jun-13	35.15	40,623	-0.03	-0.02
jul-13	33.68	40,838	-0.04	0.01
ago-13	30.87	39,492	-0.08	-0.03
set-13	33.17	40,185	0.07	0.02
oct-13	32.68	41,039	-0.01	0.02
nov-13	33.55	42,499	0.03	0.04
dec-13	33.18	42,727	-0.01	0.01

#### Estado de ganancias o pérdidas

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013
Gastos Financieros	20	21	24	24	25
Otros gastos financieros	0	0	0	0	0
Resultado antes impuest	341	367	376	362	425
Impuesto a las gananc	83	94	97	87	136

#### Estructura de capital

	31/12/2011	31/03/2012	30/06/2012	30/09/2012	31/12/2012
Deuda Total Bruta \$	0	0	0	0	0
D	0	0	0	0	0
Beta		1.10			
CETES 360		3.64%			
Rp		6.50%			
Ke		10.79%			
Kd		0.00%			
Tasa i		0.00%			
t		26.56%			
D		0	0.00%		
E		5,102	100.00%		
WACC		10.79%			

j) Valuación con tasa de crecimiento implícita

BENAVIDES						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		434	48	217	254	277
					<b>VT</b>	<b>4,994</b>
<b>WACC</b>	<b>6.79%</b>					
<b>g</b>	<b>1.19%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	434	48	217	254	5,271
	<b>VP</b>	406	42	179	195	3,795
	<b>4,617</b>					
- Deuda	0					
+ efectivo	485					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>5,102</b>				<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>5,102</b>
No acciones	409					
<b>= VPA</b>	<b>12</b>					

k) Valuación orientada a una estrategia de crecimiento.

BENAVIDES						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>FCFF</b>		434	48	217	254	277
					<b>VT</b>	<b>6,139</b>
<b>WACC</b>	<b>6.79%</b>					
<b>g</b>	<b>2.19%</b>					
<b>EV</b>	<b>FCFF Total</b>	434	48	217	254	6,415
	<b>VP</b>	406	42	179	195	4,619
	<b>5,441</b>					
- Deuda	0					
+ efectivo	485					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>5,926</b>				<b>Dic-13</b>	
					<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>5,102</b>
No acciones	409					
<b>= VPA</b>	<b>14</b>					

I) Valuación orientada a una estrategia de margen de rentabilidad

BENAVIDES						
AÑO	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<i>FCFF</i>		434	48	217	254	362
					<b>VT</b>	<b>8,042</b>
<b>WACC</b>	<b>6.79%</b>					
<b>g</b>	<b>1.19%</b>					
	<b>FCFF Total</b>	434	48	217	254	8,405
	<b>VP</b>	406	42	179	195	6,052
<b>EV</b>	<b>6,874</b>					
- Deuda	0					
+ efectivo	485					
- int min	0					
<b>= Equity Value</b>	<b>7,359</b>					
No acciones	409					
<b>= VPA</b>	<b>18</b>					
					<b>Dic-13</b>	
				<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>5,102</b>	