

LIVEPOL

Inicio de cobertura

10 de octubre de 2016

Suburbia impulsa crecimiento en el mediano plazo

- Iniciamos cobertura de Liverpool (LIVEPOL) con recomendación de Mantener y PO 2017E de P\$232.00, con un múltiplo objetivo FV/EBITDA 2017E de 17x, ligeramente menor al promedio de 1A
- Liverpool es la cadena de tiendas departamentales más importante en México, con un brazo financiero muy sólido y un portafolio de destacados centros comerciales
- La adquisición de Suburbia se traduce en atractivos crecimientos de mediano plazo, mientras que una eventual participación en Ripley compensaría el impacto a nivel neto por un mayor pago de intereses

LIVEPOL genera valor con Suburbia. Liverpool es la segunda mayor cadena de tiendas departamentales en México con base en sus ventas, y tiene un atractivo modelo de negocios que se complementa con un fuerte negocio crediticio y varios de los mejores centros comerciales en el país. Ello le ha permitido posicionarse como la firma líder de almacenes, y la mejor opción para exponer los portafolios hacia el sector de tiendas departamentales en México. Con la reciente adquisición de Suburbia, su piso de ventas crecería 29.4%, doblando el número de unidades y retomando el liderazgo del sector. Consideramos que esta transacción impulsaría los resultados en el mediano plazo, y que si bien podría presionar la rentabilidad de corto plazo, hacia adelante esperamos expansiones en los márgenes. Anticipamos una desaceleración en la expansión de almacenes hacia 2019 para enfocarse en la integración, por lo que el CAPEX se reduciría en 50% para liberar flujo de efectivo y reducir su deuda. A pesar de que el mayor apalancamiento (1.4x DN/EBITDA 2017E) limita la valuación 12m, esperamos que éste sea convertido en valor del capital conforme se reduzca la deuda. Nuestro PO 2017 de P\$232.00 ya considera esta operación y 43% del capital de Ripley.

www.banorte.com
www.ixc.com.mx
@analisis_fundam

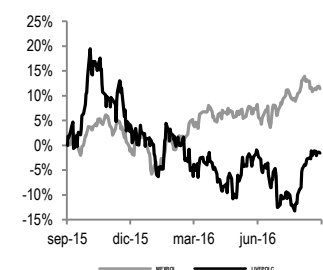
Valentín Mendoza

Autopartes/Bienes Raíces/Comerciales /
Consumo Discrecional
valentin.mendoza@banorte.com

MANTENER

Precio Actual	\$200.44
PO 2017	\$232.00
Dividendo	1.15
Dividendo (%)	0.6%
Rendimiento Potencial	16.3%
Máx - Mín 12m (P\$)	249.3 - 179.0
Valor de Mercado (US\$m)	14,271.0
Acciones circulación (m)	1,342.2
Flotante	24.8%
Operatividad Diaria (P\$ m)	125.4
Múltiplos U12M	
FV/EBITDA	18.4x
P/U	28.8x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros

	2015	2016E	2017E	2018E
Ingresos	91,293	101,190	123,801	137,220
Utilidad Operativa	12,655	14,361	15,999	18,872
EBITDA	14,870	16,768	19,918	23,117
Margen EBITDA	16.3%	16.6%	16.1%	16.8%
Utilidad Neta	9,211	10,543	11,615	14,382
Margen Neto	10.1%	10.4%	9.4%	10.5%
Activo Total	115,001	146,554	156,062	161,242
Disponible	8,583	26,526	5,163	7,587
Pasivo Total	44,142	66,958	65,816	61,616
Deuda	14,096	35,753	33,292	27,463
Capital	70,859	79,596	90,245	99,626

Fuente: Banorte-Ixe

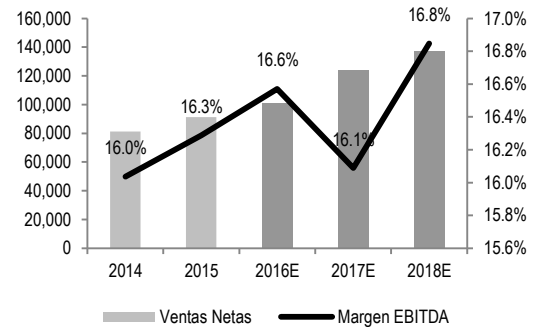
Múltiplos y razones financieras

	2015	2016E	2017E	2018E
FV/EBITDA	18.9x	16.9x	15.2x	12.8x
P/U	29.8x	26.1x	23.7x	19.1x
P/VL	3.9x	3.5x	3.0x	2.8x
ROE	13.8%	14.0%	13.7%	15.1%
ROA	8.0%	7.2%	7.4%	8.9%
EBITDA/ intereses	15.4x	16.3x	17.2x	20.0x
Deuda Neta/EBITDA	0.4x	0.6x	1.4x	0.9x
Deuda/Capital	0.2x	0.4x	0.4x	0.3x

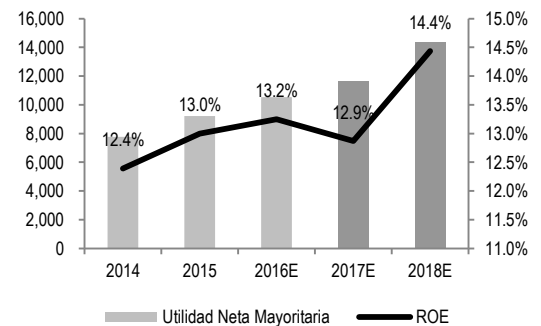
LIVEPOL – Estados financieros proforma (cifras nominales en millones de pesos)

Estado de Resultados					
Año	2015	2016E	2017E	2018E	TACC
Ventas Netas	91,293	101,190	123,801	137,220	14.5%
Costo de Ventas	54,149	60,581	73,808	81,773	14.7%
Utilidad Bruta	37,144	40,609	49,993	55,447	14.3%
Gastos Generales	24,489	26,248	33,994	36,576	14.3%
Utilidad de Operación	12,655	14,361	15,999	18,872	14.2%
Margen Operativo	13.9%	14.2%	12.9%	13.8%	-0.3%
Depreciación Operativa	2,215	2,407	3,919	4,245	24.2%
EBITDA	14,870	16,768	19,918	23,117	15.8%
Margen EBITDA	16.3%	16.6%	16.1%	16.8%	
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(879)	(730)	(1,437)	(726)	-6.2%
Intereses Pagados	965	1,027	1,160	1,154	6.1%
Intereses Ganados	257	451	207	163	-14.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(3)	(3)			-100.0%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(168)	(151)	(484)	264	-216.4%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	699	780	1,464	1,563	30.7%
Utilidad antes de Impuestos	12,476	14,410	16,026	19,708	16.5%
Provisión para Impuestos	3,263	3,797	4,406	5,321	17.7%
Operaciones Discontinuas		(67)			
Utilidad Neta Consolidada	9,213	10,680	11,620	14,387	16.0%
Participación Minoritaria	2	3	5	5	36.1%
Utilidad Neta Mayoritaria	9,211	10,543	11,615	14,382	16.0%
Margen Neto	10.1%	10.4%	9.4%	10.5%	
UPA	6.862	7.855	8.654	10.715	16.0%
Estado de Posición Financiera					
Activo Circulante	47,883	71,874	54,045	60,631	8.2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	8,583	26,526	5,163	7,587	-4.0%
Activos No Circulantes	67,118	74,680	102,017	100,611	14.4%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	31,925	37,030	63,384	60,943	24.1%
Activos Intangibles (Neto)	2,321	2,440	2,440	2,440	1.7%
Activo Total	115,001	146,554	156,062	161,242	11.9%
Pasivo Circulante	26,244	26,404	27,854	29,403	3.9%
Deuda de Corto Plazo		2,285	2,415	2,335	N.A.
Proveedores	15,211	18,852	22,047	24,437	17.1%
Pasivo a Largo Plazo	17,898	40,553	37,962	32,213	21.6%
Deuda de Largo Plazo	14,096	33,468	30,877	25,128	21.3%
Pasivo Total	44,142	66,958	65,816	61,616	11.8%
Capital Contable	70,859	79,596	90,245	99,626	12.0%
Participación Minoritaria	2	3	5	5	36.1%
Capital Contable Mayoritario	70,854	79,590	90,238	99,617	12.0%
Pasivo y Capital	115,001	146,554	156,062	161,242	11.9%
Deuda Neta	5,513	9,227	28,130	19,876	53.3%
Estado de Flujo de Efectivo					
	2015	2016E	2017E	2018E	
Flujo del resultado antes de Impuestos	16,926	13,282	19,434	23,381	
Flujo de la Operación	(12,192)	(920)	(7,901)	(9,165)	
Flujo Neto de Inversión	(2,563)	(7,577)	(26,293)	(3,837)	
Flujo Neto de Financiamiento	(2,060)	19,311	(6,604)	(7,955)	
Incremento (disminución) efectivo	109	24,096	(21,364)	2,424	

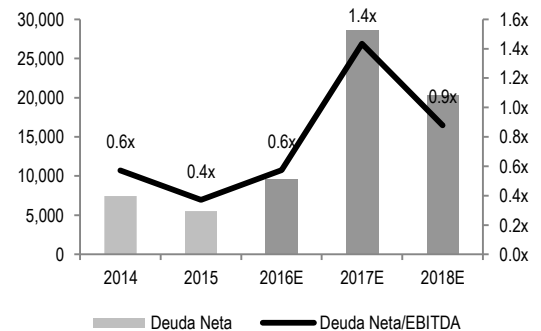
Ventas y Margen EBITDA (cifras en millones)



Utilidad Neta y ROE (cifras en millones)



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA (millones)



Valuación y PO 2017E de P\$232.00

Para obtener el precio objetivo de la acción utilizamos el método de valuación por Flujos Descontados (DCF). Consideramos que éste es el más adecuado ya que valúa la compañía a partir de su capacidad generadora de flujo de efectivo libre. Adicionalmente, incluimos una tabla de valuación relativa con múltiplos de empresas del sector de tiendas departamentales que compiten tanto en el mercado internacional como nacional.

Valuación por DCF

Nuestro precio objetivo 2017, calculado a través del método de DCF, es de P\$232.00 por acción. Éste representa un rendimiento potencial de 16.3% respecto del nivel actual e implicaría un múltiplo objetivo FV/EBITDA 2017E de 17x, ligeramente por abajo del promedio del múltiplo *forward* 12m al que ha cotizado la emisora durante el último año (17.6x) y por debajo del múltiplo conocido actual de 18.4x. Este múltiplo de 17x es mayor al promedio del sector de 10.9x y se justifica por su posición de liderazgo y la integración de las tiendas Suburbia, la cual potenciaría el crecimiento de los resultados pero presionaría los márgenes en el corto plazo. No obstante lo anterior, desde nuestro punto de vista, en el mediano plazo, éstas tienen potencial para mejorar su rentabilidad, apalancando la amplia experiencia de Liverpool. Pensamos que este múltiplo es justo debido a la superior rentabilidad de la emisora, la cual viene acompañada de un nivel de apalancamiento que –aún en el nivel más alto de nuestros estimados de 2.0x DN/EBITDA en 1T17- es bajo en comparación con el sector a nivel global (2.7x DN/EBITDA).

En el modelo de DCF utilizamos una tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 10.2%, la cual fue calculada con una Beta de 0.8, Tasa Libre de Riesgo de 6.3%, premio de mercado de 5.5% y el valor residual se calculó utilizando un múltiplo de salida FV/EBITDA de 16x, muy similar promedio al que ha cotizado la acción en los últimos cinco años.

MODELO DE FLUJOS DESCONTADOS

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Perp.
(+) EBITDA	23,117	25,198	27,465	29,937	32,632	35,569	
(-) Capital de Trabajo	(3,715)	(5,543)	(6,042)	(6,586)	(7,179)	(7,825)	
(-) Inversión en Activo Fijo	(4,000)	(4,120)	(8,240)	(8,487)	(8,742)	(9,004)	
(-) Impuestos	(3,468)	(3,780)	(4,120)	(4,491)	(4,895)	(5,335)	
(=) Flujo Efectivo	11,935	11,755	9,063	10,373	11,816	13,404	
(+) Perpetuidad	0	0	0	0	0	0	522,107
(=) Flujo Total	11,935	11,755	9,063	10,373	11,816	13,404	522,107

			YE17
Tasa Libre de riesgo (RF)	6.30%	(+) Valor presente de los Flujos	49,071
Riesgo Mercado (RM)	5.50%	(+) Valor presente Perpetuidad	291,532
Beta	0.80	= Valor empresa	340,603
CAPM	10.70%	(-) Deuda Neta	(28,810)
Costo de la Deuda	4.40%	(-) Interés minoritario	(8)
Tasa impuestos	30.0%	(+) Otras Inversiones	
Costo Deuda Neto	3.08%	(=) Valor del Capital	311,785
Deuda / Capitalización	6.6%	Acciones en circulación	1,342
WACC	10.2%	Precio Objetivo P\$	232.29
Múltiplo de salida FV/EBITDA	16.0x		

Valuación Relativa

LIVEPOL actualmente cotiza a un múltiplo FV/EBITDA U12M de 18.4x y P/U de 28.8x. Asimismo, la empresa se paga a 15.2x FV/EBITDA 2017E y 23.7x P/U 2017E, todavía por arriba de sus pares comparables. Sin embargo, hay que considerar que además del negocio comercial, propio de cualquier tienda departamental, la empresa cuenta con un fuerte brazo financiero, siendo el tercer mayor colocador de tarjetas de crédito en México. Este negocio, además de generar ingresos por cobro de intereses apoya las ventas en sus tiendas. Por otra parte, Liverpool también participa en el negocio de bienes raíces, poseyendo algunos de los centros comerciales más importantes del país. Estos dos factores, además de diversificar el negocio, son complementarios entre sí y, desde nuestro punto de vista, justifican el pago de un premio respecto de otras tiendas departamentales.

Además, cabe destacar al respecto, que estos niveles de valuación ya consideran el efecto de las adquisiciones tanto de Suburbia como de la participación en Ripley, mismas que incrementan el nivel de apalancamiento y se traducen en un encarecimiento del múltiplo. Sin embargo, consideramos que este efecto se revertirá en el mediano plazo, toda vez que un mayor flujo operativo, en conjunto con el pago de la deuda contraída, apoyarían un abaratamiento en la emisora. A lo anterior, hay que sumar una eventual transformación de la deuda en valor del capital conforme se integren exitosamente las operaciones de Suburbia, se mejore la rentabilidad de ésta, y se reduzca la deuda.

EMISORA	PRECIO	VALUACION RELATIVA										
		Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	P/VL	P/U	P/U 2016E	P/U 2017E	FV/EBITDA	FV/EBITDA 2016E	FV/EBITDA 2017E	DIVIDEND YIELD	
México												
GRUPO ELEKTRA SAB DE CV	P\$251.37	3,098	4,909	1.1x	110.7x				9.9x			1.0%
GRUPO SANBORNS SAB DE CV	P\$21.72	2,598	2,602	1.9x	15.7x	14.6x	13.1x		8.4x	8.0x	7.3x	4.0%
GRUPO PALACIO DE HIERRO-1	P\$57.51	1,128	1,602	1.3x	25.4x				12.6x			
GRUPO FAMSA SAB-A	P\$8.04	238	1,679	0.5x	24.3x	8.0x	8.3x		19.9x	17.5x	16.0x	
	Promedio	1,765	2,698	1.2x	44.0x	11.3x	10.7x		12.7x	12.7x	11.7x	2.5%
	Mediana	1,863	2,140	1.2x	24.8x	11.3x	10.7x		11.3x	12.7x	11.7x	2.5%
Latam												
S.A.C.I. FALABELLA	CLP 4,926.60	17,908	23,145	3.1x	23.0x	22.5x	19.9x	13.2x	13.1x	13.1x	11.8x	1.5%
CENCOSUD SA	CLP 1,954.50	8,295	12,770	1.4x	15.6x	17.1x	17.3x		8.6x	10.4x	10.0x	1.0%
LOJAS AMERICANAS SA-PREF	BRL 20.60	8,086	10,750	17.0x	122.4x	80.8x	41.4x	13.2x	12.0x	10.7x	10.7x	0.1%
LOJAS RENNER S.A.	BRL 25.50	5,096	5,499	7.1x	27.7x	25.2x	20.2x		14.5x	13.3x	11.0x	0.7%
FALABELLA PERU - COMMON	PEN 5.04	3,085	4,693	2.2x	19.3x				12.9x			0.2%
RIPLEY CORP SA	CLP 406.56	1,175	2,836	1.0x	13.8x	13.3x	11.2x		20.0x	17.9x	15.7x	2.9%
EMPRESAS HITES SA	CLP 463.77	261	382	1.3x	14.0x				8.0x			0.9%
	Promedio	6,272	8,582	4.7x	33.7x	31.8x	22.0x		12.9x	13.3x	11.8x	1.0%
	Mediana	5,096	5,499	2.2x	19.3x	22.5x	19.9x		13.2x	13.1x	11.0x	0.9%
EE.UU. y Canadá												
MACY'S INC	\$38.03	11,729	18,363	2.9x	10.7x	11.3x	10.9x		6.9x	6.1x	6.1x	4.0%
NORDSTROM INC	\$54.88	9,518	11,408	10.1x	21.8x	20.1x	18.1x		8.0x	7.4x	7.0x	2.7%
KOHL'S CORP	\$46.19	8,295	12,224	1.6x	13.1x	11.9x	11.2x		5.6x	5.2x	5.1x	4.3%
HUDSON'S BAY CO	\$16.79	3,059	7,019	1.1x			70.5x		7.1x	8.6x	6.4x	1.2%
J.C. PENNEY CO INC	\$9.45	2,908	7,176	2.4x		50.5x	12.4x		11.0x	6.9x	6.0x	
DILLARDS INC CL A	\$66.70	2,282	2,975	1.3x	11.5x	11.3x	11.0x		4.6x	4.8x	4.9x	0.4%
SEARS HOLDINGS CORP	\$11.62	1,242	4,522									
	Promedio	5,576	9,098	3.3x	14.3x	21.0x	22.4x		7.2x	6.5x	5.9x	2.5%
	Mediana	3,059	7,176	2.0x	12.3x	11.9x	11.8x		7.0x	6.5x	6.0x	2.7%
Europa												
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	€ 32.06	111,873	106,440	9.2x	33.7x	31.0x	27.4x		19.6x	18.2x	16.1x	1.4%
NEXT PLC	£4,520.00	8,032	9,278	35.5x	10.0x	10.3x	10.2x		7.6x	7.8x	7.9x	3.5%
MARKS & SPENCER GROUP PLC	£317.00	6,405	8,648	1.5x	12.7x	10.6x	10.8x		6.0x	5.5x	5.6x	5.9%
DEBENHAMS PLC	£54.90	838	1,115	0.8x	6.9x	7.4x	7.7x		4.1x	3.7x	3.8x	6.2%
	Promedio	31,787	31,370	11.8x	15.8x	14.8x	14.0x		9.3x	8.6x	8.3x	4.3%
	Mediana	7,218	8,963	5.4x	11.4x	10.5x	10.5x		6.8x	6.6x	6.7x	4.7%
Asia												
ISETAN MITSUKOSHI HOLDINGS L	¥1,046.00	4,015	5,395	0.7x	18.1x	18.9x	17.7x		10.5x	10.0x	9.5x	1.1%
JFRONT RETAILING CO LTD	¥1,397.00	3,639	5,666	0.9x	15.1x	14.6x	13.8x		9.2x	9.2x	8.5x	2.0%
TAKASHIMAYA CO LTD	¥856.00	2,956	3,633	0.8x	14.1x	13.9x	13.4x		7.1x	7.1x	7.0x	1.4%
HYUNDAI DEPT STORE CO	KRW 121,000.00	2,538	3,422	0.8x	11.0x	9.8x	9.0x		7.4x	6.9x	6.4x	0.6%
LIFESTYLE INTL HLDGS LTD	HKD 10.60	2,190	6,881	1.5x	16.2x	12.9x	12.9x		2.2x	2.5x	2.4x	6.0%
ROBINSON DEPARTMENT STORE PU	THB 59.00	1,878	1,974	4.8x	27.3x	25.7x	22.0x		36.4x	13.5x	12.0x	1.7%
	Promedio	3,537	4,898	0.8x	15.8x	15.8x	15.0x		8.9x	8.7x	8.3x	1.5%
	Mediana	3,639	5,395	0.8x	15.1x	14.6x	13.8x		9.2x	9.2x	8.5x	1.4%
	Promedio	8,370	10,029	4.2x	25.4x	20.1x	17.7x		10.9x	9.4x	8.6x	2.3%
	Mediana	3,072	5,152	1.5x	15.7x	14.3x	13.1x		8.6x	8.0x	7.3x	1.5%
EL PUERTO DE LIVERPOOL-C1	P\$200.23	14,236	14,709	3.7x	28.8x	26.1x	23.7x		18.4x	16.9x	15.2x	0.4%
Premio/Descuento vs Promedio				-12.4%	13.5%	30.0%	33.6%		68.7%	80.4%	77.5%	

Fuente: Banorte-Ixe, Bloomberg

INDICADORES OPERATIVOS

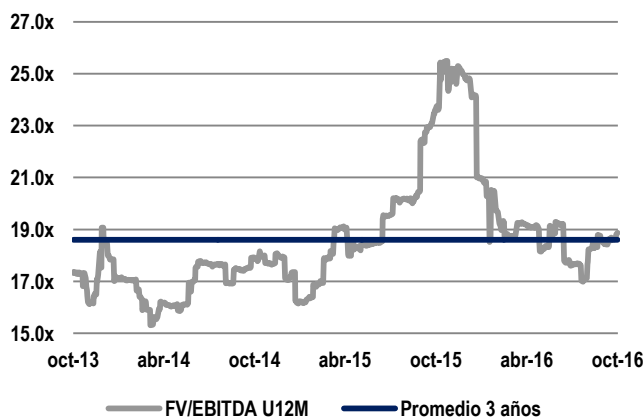
EMISORA	PRECIO	Valor Mercado (US\$MM)	Valor Empresa (US\$MM)	VENTAS (US\$MM)	EBITDA (US\$MM)	MARGEN EBITDA	Crec. EBITDA 2016E	DN/EBITDA	ROA	ROE
GRUPO ELEKTRA SAB DE CV	P\$251.37	\$3,098	\$4,909	4,793	489	12.4%		3.6x	0.3%	6.8%
GRUPO SANBORNS SAB DE CV	P\$21.72	\$2,598	\$2,602	2,804	370	13.2%	9.4%	-0.4x	8.1%	12.2%
GRUPO PALACIO DE HIERRO-1	P\$57.51	\$1,128	\$1,602	1,464	136	8.8%		3.5x	2.9%	5.2%
GRUPO FAMSA SAB-A	P\$8.04	\$238	\$1,679	1,034	105	9.5%	9.3%	17.1x	0.5%	1.4%
S.A.C.I. FALABELLA	CLP 4,926.60	\$17,908	\$23,145	12,839	1,738	13.6%	11.1%	2.4x	4.3%	13.8%
CENCOSUD SA	CLP 1,954.50	\$8,295	\$12,770	16,840	1,331	9.3%	4.3%	3.0x	3.5%	7.9%
LOJAS AMERICANAS SA-PREF	CLP 20.60	\$8,086	\$10,750	5,463	755	14.8%	12.0%	2.8x	1.3%	14.2%
LOJAS RENNER S.A.	CLP 25.50	\$5,096	\$5,499	1,873	365	19.2%	20.7%	1.1x	10.7%	27.7%
FALABELLA PERU - COMMON	CLP 5.04	\$3,085	\$4,693	3,266	381	11.7%		4.3x	4.4%	11.6%
RIPLEY CORP SA	CLP 406.56	\$1,175	\$2,836	2,362	143	6.1%	14.0%	11.7x	-1.5%	9.1%
EMPRESAS HITES SA	CLP 463.77	\$261	\$382	430	50	11.1%		2.5x	4.6%	10.0%
MACY'S INC	\$38.03	\$11,729	\$18,363	27,079	3,100	10.0%	0.4%	2.5x	4.0%	25.4%
NORDSTROM INC	\$54.88	\$9,518	\$11,408	14,437	1,677	9.9%	6.8%	1.3x	4.8%	26.5%
KOHL'S CORP	\$46.19	\$8,295	\$12,224	19,204	2,487	11.6%	1.2%	1.8x	4.1%	12.1%
HUDSON'S BAY CO	\$16.79	\$3,059	\$7,019	8,627	883	7.3%	34.8%	4.0x	1.3%	-6.6%
J.C. PENNEY CO INC	\$9.45	\$2,908	\$7,176	12,625	527	5.2%	14.7%	6.6x	-4.0%	-20.8%
DILLARDS INC-CL A	\$66.70	\$2,282	\$2,975	6,755	722	9.8%	-2.1%	1.1x	5.6%	11.3%
SEARS HOLDINGS CORP	\$11.62	\$1,242	\$4,522	25,146	(578)	-4.9%	18.4%		-16.0%	
INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL	€ 32.06	\$111,873	\$106,440	23,065	5,186	22.1%	12.8%	-1.0x	17.3%	29.1%
NEXT PLC	€ 4,520.00	\$8,032	\$9,278	6,359	1,496	23.3%	-1.3%	1.0x	27.7%	271.7%
MARKS & SPENCER GROUP PLC	€ 317.00	\$6,405	\$8,648	15,914	1,750	11.0%	-0.5%	1.6x	4.9%	17.3%
DEBENHAMS PLC	€ 54.90	\$838	\$1,115	3,608	361	9.5%	-0.7%	1.0x	4.6%	11.0%
ISETAN MITSUKOSHI HOLDINGS L	HKD 1,046.00	\$4,015	\$5,395	10,731	485	4.2%	4.9%	2.5x	1.8%	5.0%
J FRONT RETAILING CO LTD	HKD 1,397.00	\$3,639	\$5,666	9,644	554	5.6%	8.1%	2.4x	2.4%	7.2%
TAKASHIMAYA CO LTD	HKD 856.00	\$2,956	\$3,633	7,177	438	6.2%	0.7%	1.1x	2.2%	4.3%
HYUNDAI DEPT STORE CO	HKD 121,000.00	\$2,538	\$3,422	1,465	432	29.1%	7.5%	0.8x	4.1%	7.4%
LIFESTYLE INTL HLDGS LTD	HKD 10.60	\$2,190	\$681	796	345	44.1%	5.5%	-5.8x	4.7%	12.3%
ROBINSON DEPARTMENT STORE PU	HKD 59.00	\$1,878	\$1,974	736	54	7.3%	12.4%	1.3x	10.0%	18.4%
<i>Promedio</i>		8,370	10,029	8,805	921	12.2%	8.5%	2.7x	4.2%	20.4%
<i>Mediana</i>		3,072	5,152	6,557	487	10.0%	7.8%	2.4x	4.1%	11.3%
EL PUERTO DE LIVERPOOL-C1	P\$200.23	14,236	14,709	5,764	939	16.1%	16.0%	0.6x	8.7%	13.9%

Fuente: Banorte-Ixe, Bloomberg

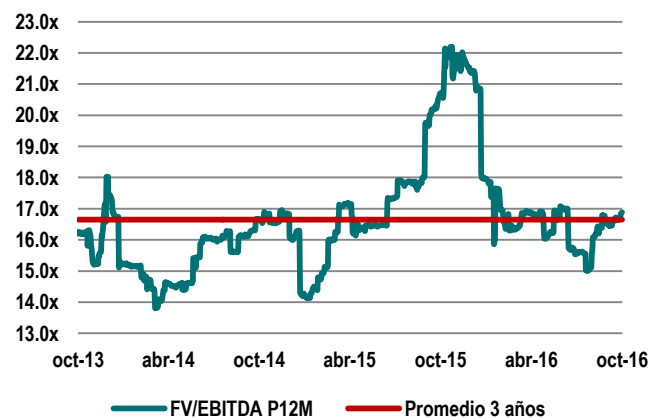
En los U12M, el margen EBITDA de Liverpool se ubica en 16.1% (+6.1pp vs la mediana de sus comparables), a lo que se suma la expectativa de un mayor crecimiento en el flujo operativo (+15.8% vs 8.8% del sector) y un bajo nivel de apalancamiento (0.6x DN/EBITDA al 2T16 vs 2.4x de empresas similares). Asimismo, la rentabilidad de la emisora destaca de otras empresas del sector, con un ROE de 13.9%, el cual compara favorablemente contra el 11.3% correspondiente a la mediana del sector, mientras que el ROA de 8.7% es poco más del doble del 4.1% de la muestra. No obstante lo anterior, hacia adelante, la integración de las tiendas de Suburbia, podría presionar los márgenes como resultado de la menor rentabilidad de las tiendas adquiridas y gastos por la integración. A pesar de ello creemos que los márgenes se recuperarán rápidamente, de la mano de una expansión en la rentabilidad de las tiendas de Suburbia, manteniéndose por arriba de sus pares.

FV/EBITDA últimos 12 meses

(veces)


FV/EBITDA próximos 12 meses

(veces)



Fuente: Bloomberg, Banorte Ixe

Fundamentos de inversión

Líder indiscutible en el sector de tiendas departamentales en México.

Liverpool, a lo largo de prácticamente 170 años de historia, se ha posicionado como el jugador líder de tiendas departamentales para la clase media en México. Actualmente cuenta con 113 almacenes que se distribuyen entre los formatos Liverpool (80), Fábricas de Francia (29) y Duty Free (4), los cuales equivalen a poco más de 1.5m de m² de piso de venta. Sus tiendas cuentan con un fuerte posicionamiento de marca, mismo que apoya la preferencia de los consumidores. El mercado meta al que atiende -la clase media- es el segundo estrato socioeconómico más grande en el país, de acuerdo con el artículo *Cuantificando la clase media en México: un ejercicio exploratorio*, publicado por el INEGI.

Mercado objetivo y penetración de las tiendas departamentales en México

Clase social eje horizontal, Penetración eje vertical (%)



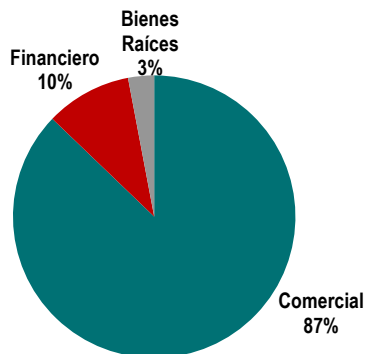
Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

Adquisición de Suburbia crearía valor para los accionistas. Consideramos que la adquisición de Suburbia sería una transacción generadora de valor para los accionistas en el mediano plazo debido a que: (1) se superaría la meta de crecimiento de 100 almacenes para atender a las clases C y D de la población, misma que se había definido para los próximos cinco años, pero a través de una sola operación; (2) la vasta experiencia en el desarrollo y venta de marcas propias por parte del equipo administrativo de Suburbia –que se mantendrá en Liverpool- podría apoyar una mayor penetración de éstas en los almacenes existentes de la cadena, dando un impulso a los márgenes debido a la mayor rentabilidad de estos productos; (3) la capacidad y experiencia del equipo de Liverpool facilitaría una mejora en los márgenes de las tiendas adquiridas, que tienen una menor rentabilidad (13.7% vs 16.1%); (4) esperamos que en 2019, pasados los 2 años de transición, y luego de haber fortalecido el conocimiento sobre cómo atender a los segmentos medio bajo y bajo de la población, las tiendas Suburbia se transformen hacia el formato de Fábricas de Francia, con lo que la oferta de líneas de producto aumentaría, al igual que el ticket promedio y en consecuencia la rentabilidad por m²; (5) esperamos que el

CAPEX se desacelere en un 50% a ~P\$4,000m por año, para destinar estos recursos para disminuir el apalancamiento. En consecuencia, pensamos que el valor de la deuda, eventualmente contraída por Liverpool para financiar esta adquisición y la participación en Ripley, se transformaría en valor del capital; y (6) el múltiplo al que se realizó la transacción fue muy atractivo para Liverpool: 10.3x FV/EBITDA, tomando en consideración las cifras proforma a marzo publicadas por Liverpool, una valuación que compara favorablemente vs el 18.3x al que cotiza actualmente la emisora, sobre todo tomando en consideración las posibles sinergias que se derivarían de ésta.

Negocio diversificado. El modelo de negocio de Liverpool se cimenta en tres divisiones estratégicas: la comercial, la financiera y la de bienes raíces. Al 2T16, la primera contribuyó con el 87% de los ingresos, mientras que la segunda generó el 10% de las ventas y ~45% del EBITDA, en tanto que la tercera división significó el 3% de los ingresos consolidados. Consideramos que esta estructura es adecuada, debido a que además de disminuir el riesgo de que un evento desfavorable en la economía u operaciones de la firma impacte de lleno en los resultados de la compañía, el negocio financiero apoya la generación de ventas de la división comercial a través de una especie de venta cruzada. Lo anterior debido a que ~46% de las ventas en los almacenes se realizan con las tarjetas de marca propia o con la de marca compartida con Visa, de las cuales una parte se refleja en ingresos por cobro de intereses. Por otra parte, su portafolio de 25 centros comerciales, algunos de los cuales son icónicos en sus respectivas zonas de operación, son una fuente de ingresos adicionales que destacan por la estabilidad de sus flujos y la capacidad de incrementar su valor a través del tiempo. En consecuencia, la mezcla de negocios ha permitido alcanzar una rentabilidad por arriba de la industria, misma que esperamos se mantenga en el largo plazo con la eventual mejora en los márgenes de las tiendas Suburbia.

Distribución de los ingresos por división de negocio al 2T16
(%)

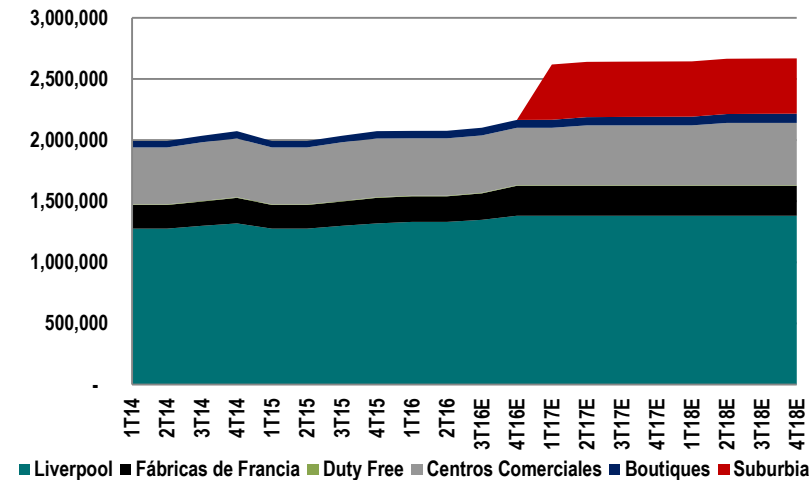


Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

Fortalecimiento de la presencia en las clases media-baja y baja de la población con Suburbia. Consideramos que la adquisición de 119 tiendas de Suburbia, equivalentes a 452,029m² de piso de ventas (29.3% del de los almacenes Liverpool y Fábricas de Francia al 2T16), fortalece aceleradamente la penetración que la compañía tenía planeada llevar a cabo para los segmentos C+ y D de la población.

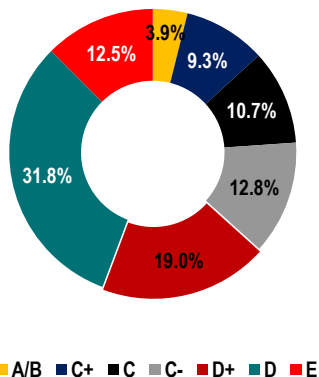
Así, en un breve periodo de tiempo prácticamente cumpliría con el objetivo corporativo de inaugurar 150 Fábricas de Francia en 5 años para desarrollar estos segmentos. Pensamos que en el mediano plazo esta transacción añadirá valor a los accionistas, como resultado de sinergias en la forma de operación de los almacenes. Por una parte, estos segmentos de la población representan el mayor mercado potencial en México con base en el tamaño de la capa de habitantes que abarca. Asimismo, existe la expectativa de que ésta será la que tenga mayor avance socioeconómico en el futuro. Por otro lado, resultado de la vasta experiencia de Liverpool en la exitosa gestión de almacenes, esperamos una mejora en las ventas por metro cuadrado, así como en la rentabilidad de las tiendas adquiridas, que tienen márgenes inferiores en 2.4pp (13.7% vs 16.1%). A lo anterior hay que sumar nuestra expectativa de que las marcas propias incrementen su ponderación en los ingresos consolidados, apoyadas en la experiencia de Suburbia y Ripley al respecto.

Proyección de piso de ventas
(m²)

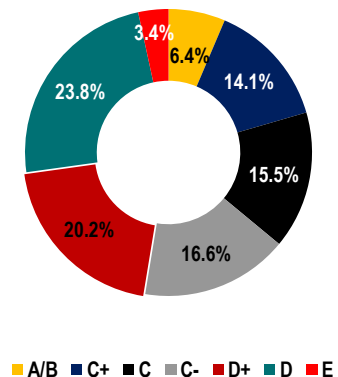


Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

Niveles socioeconómicos en México
(% de los hogares en México)



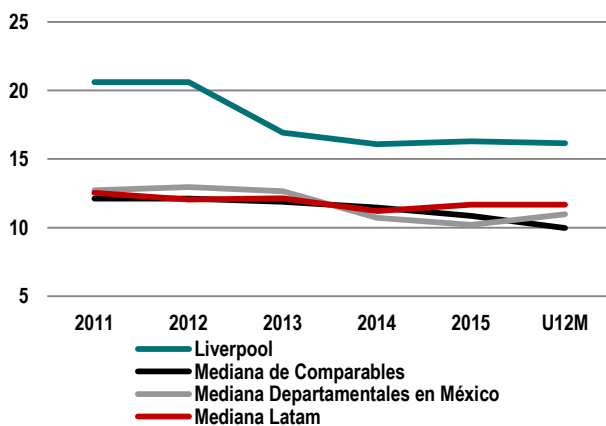
Niveles socioeconómicos en México
(% de los hogares en localidades mayores a 100 mil habitantes)



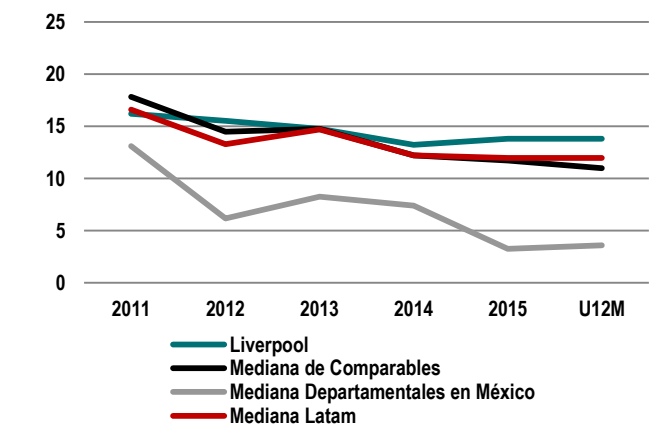
Fuente: Asociación Mexicana de Agencias de Investigación (AMAI), Banorte Ixe

Atractiva rentabilidad en el sector departamental. Liverpool es una empresa que destaca por su rentabilidad. Al cierre de 2015, tanto el margen EBITDA (16.3% vs 10.8%) como el retorno sobre el capital (13.8% vs 11.7%) se ubicaron muy por encima de la mediana de empresas comparables a nivel global. Incluso a nivel regional y local, la emisora destaca respecto de sus pares gracias a sus mejores márgenes. A pesar de lo anterior, la compañía ha manifestado que como parte de su estrategia de negocios se enfocará en la exitosa integración de las tiendas de Suburbia, con lo que eventualmente podríamos observar expansiones en los márgenes de estas tiendas y en consecuencia en el del agregado. Aunado a lo anterior, tanto la compra de Suburbia como de la participación en la chilena Ripley son transacciones de las que la firma espera fortalecer su conocimiento en la comercialización de marcas propias. Como resultado de lo anterior, y debido a los mayores márgenes de estos productos, se podría esperar una mejoría en la rentabilidad en los años subsecuentes. En la medida en que su mezcla de producto se mueva hacia este tipo de productos podríamos esperar expansiones en la rentabilidad. Las siguientes gráficas ilustran la rentabilidad históricamente superior de Liverpool contra la industria:

Margen EBITDA
(%)



Retorno Sobre Capital- ROE
(%)

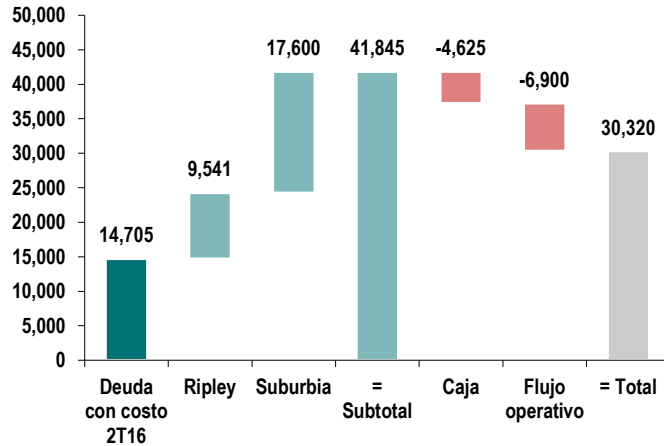


Fuente: Bloomberg, Banorte Ixe

Sólida estructura financiera. El balance general de la compañía se encuentra muy sólido, con un nivel de apalancamiento bajo (0.6x DN/EBITDA al 2T16). Este indicador compara favorablemente contra el promedio del sector, que se ubica en 2.7x. Consideramos que la política corporativa de un manejo conservador del apalancamiento es un punto a favor de la emisora, debido a que le permite aprovechar oportunidades de crecimiento inorgánico como ocurrió con los casos de Ripley y Suburbia. Nuestros estimados consideran una adquisición del 43% en la chilena y el cierre de la compra de Suburbia, mismas que de acuerdo con nuestras proyecciones demandarían recursos por ~P\$22,500m. Nuestros estimados de financiamiento requerido por la compañía ascenderían a cuando menos P\$15,600m para poder llevarlas a cabo. No obstante lo anterior, la empresa recién colocó un bono en el mercado internacional por US\$750m (~P\$14,500m), por lo que esperamos que el nivel de apalancamiento de Liverpool se incremente hasta 2.0x DN/EBITDA en el 1T17.

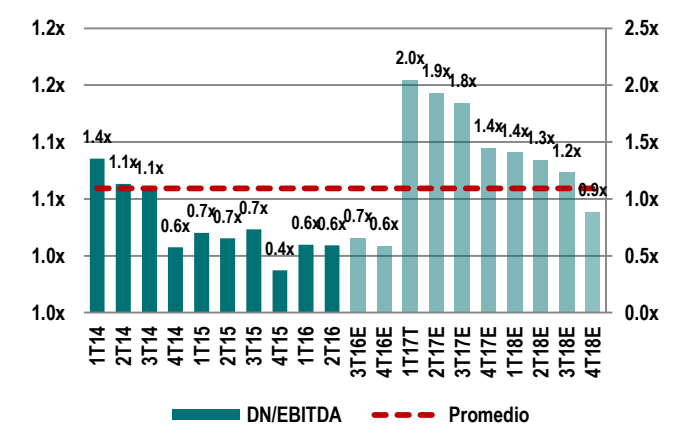
Sin embargo, de acuerdo con comentarios de la compañía, el enfoque corporativo sería la disminución del nivel de apalancamiento por lo que las inversiones de capital se desacelerarían ~50% para ejercer únicamente aquél relacionado con el mantenimiento de los almacenes del portafolio. De esta manera, estos recursos se destinarían al pago de deuda, que en conjunto con un eventual crecimiento en el flujo de operación, coadyuvarían a reducir el apalancamiento por debajo de 1x DN/EBTIDA a finales de 2018.

Financiamiento requerido estimado
(millones de pesos)



Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

DN/EBITDA
(x)



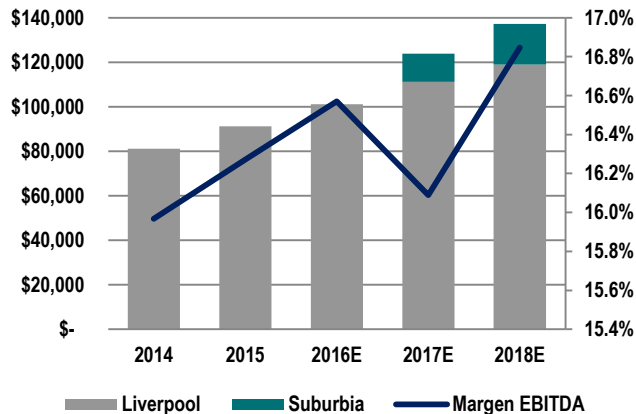
Interesante crecimiento. De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, los ingresos de Liverpool crecerían a razón de una TCAC de 14% de 2014 a 2018. Dicho crecimiento se explica por expansiones en los ingresos de Liverpool de un dígito alto, apoyado por tasas de doble dígito en Suburbia. En la división comercial, anticipamos que la TCAC de las ventas en almacenes Liverpool, Fábricas de Francia y Duty Free sería de 14.7% de 2015 a 2018, la cual se origina por un crecimiento en el piso de ventas de 3.5%, así como por un incremento en las ventas por metro cuadrado de 9.6%. Estas cifras se explican por la apertura de 10 boutiques por año, mientras que la expansión de almacenes Liverpool y Fábricas de Francia se frenaría hasta 2018 para integrar las operaciones de Suburbia y pagar la deuda. Por su parte, la mejoría en el desempeño de las ventas por metro cuadrado se debería a una mayor contribución de los formatos más eficientes como Fábricas de Francia. Para el caso de Suburbia, estamos asumiendo que el piso de ventas se mantiene estable como resultado de los esfuerzos de integración, mientras que anticipamos que los ingresos por metro cuadrado mejoren consistentemente, de la mano de la experiencia de Liverpool. Así, nuestras proyecciones consideran un crecimiento de 17% en este indicador, mismo que se permea en crecimiento en las ventas del orden del 11.4%. Para el negocio financiero anticipamos una tasa de crecimiento de 12.1% en los ingresos por intereses, atribuible a un crecimiento de 10.8% de la cartera de clientes.

Finalmente para el negocio de bienes raíces esperamos que los ingresos se expandan 9.1% como resultado de un avance de 3% en el Área Bruta Rentable (ABR), con la apertura de 2 centros comerciales más, en conjunción con una mejoría en la renta promedio por metro cuadrado de 7.5% que se explica por un *lease-spread* de 1.5x inflación.

A nivel del EBITDA, esperamos presiones en la rentabilidad durante 2017 como resultado de la consolidación de las cifras de Suburbia –que tiene menores márgenes que Liverpool–, así como por los gastos derivados de la integración. No obstante lo anterior, consideramos que ambas compañías podrían generar atractivas sinergias operativas, con lo cual anticipamos que la rentabilidad de las tiendas adquiridas podría mejorar sustancialmente de la mano del vasto conocimiento del negocio que tiene Liverpool. Al mismo tiempo que esperamos que la compañía logre una mayor penetración de sus marcas propias, apalancando la experiencia que tienen en ello Ripley y Suburbia. De esta manera, esperamos que el margen EBITDA se recupere en 2018. En cuanto a crecimientos, esperamos que el flujo de operación crezca a razón de una TCAC de 15.6% hacia 2018.

Ventas y Margen EBITDA

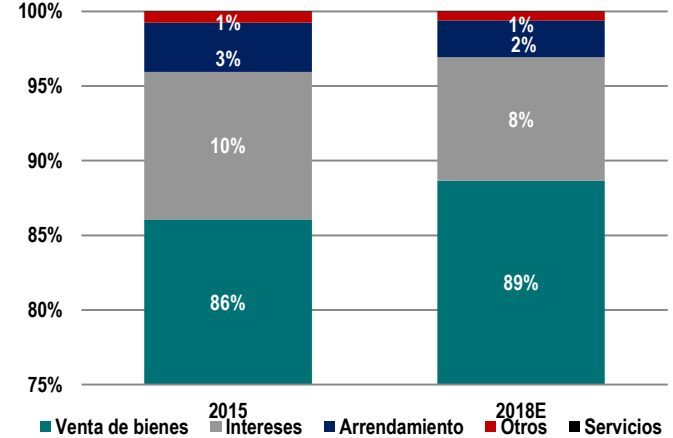
(millones de pesos eje izq., % eje der.)



Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

Mezcla de ventas

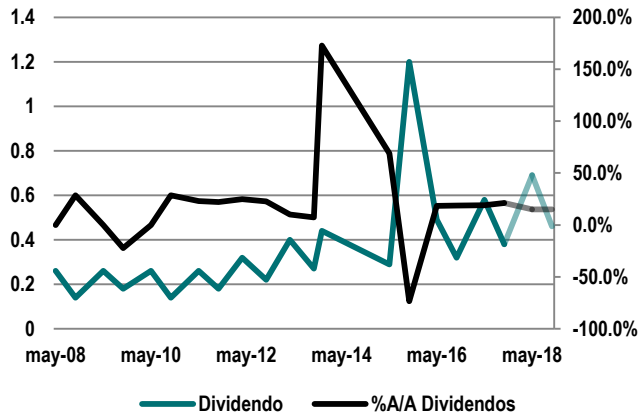
(%)



Constante distribución de dividendos. El pago de dividendos que la emisora ha hecho durante los últimos diez años, desde nuestro punto de vista, resulta atractivo debido a su constancia, mientras que en promedio la distribución se ha incrementado interanualmente 20%. En promedio, el *dividend-yield* se ubica ~0.74%, de acuerdo con información de Thomson Reuters. Estimamos que hacia adelante, la emisora continuará con el pago de dividendos a sus accionistas con crecimientos año contra año de 15% hacia 2018. Consideramos que esto resulta positivo para el inversionista, toda vez que representa un rendimiento potencial adicional al propio de la apreciación de capital.

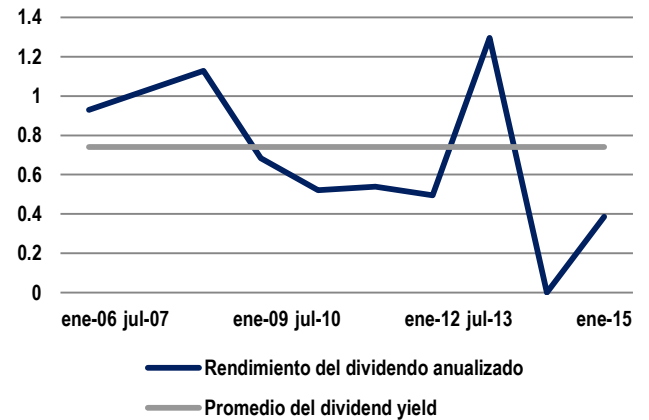
Dividendos pagados y %A/A de éstos

Pesos por acción eje izq., % eje der.)



Rendimiento sobre dividendos- anualizado

(%)



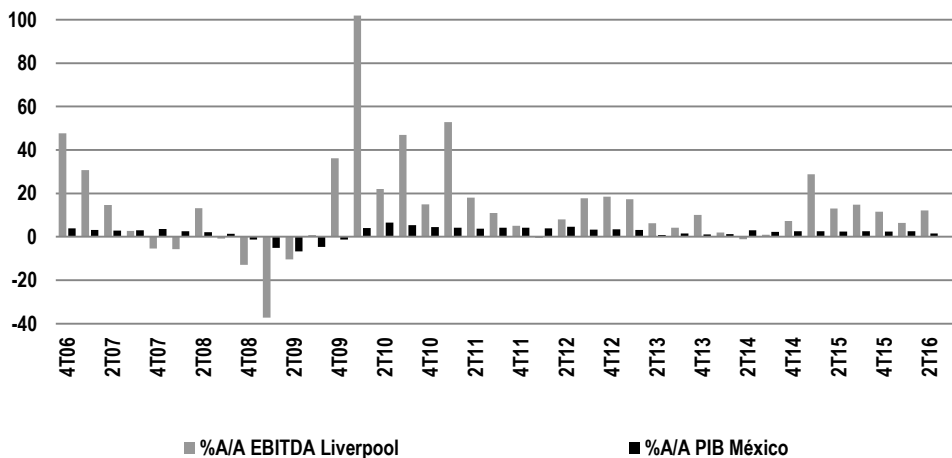
Fuente: Thomson Reuters, Banorte Ixe

Factores de Riesgo

La economía podría deteriorarse, afectando los resultados de la compañía. El sector de tiendas departamentales, por tratarse de bienes de consumo discrecional, es de naturaleza cíclica, por lo que está relacionado con el desempeño macroeconómico en general. Cualquier cambio desfavorable en la economía de México, de donde dependen el 100% de los resultados operativos de Liverpool, podría afectar el desempeño de la compañía, a través de una menor demanda por los bienes que comercializa. Asimismo, un posible deterioro en las condiciones económicas podría afectar la calidad de su cartera, elevando la cartera vencida y en consecuencia impactar la rentabilidad. A lo anterior hay que sumar que en caso de dicha eventualidad se podría comprometer el pago de las rentas que hacen sus inquilinos del negocio de bienes raíces. Por consiguiente, cambios en el ingreso disponible, inflación, confianza del consumidor y crecimiento podrían afectar negativamente a la compañía, causando así una desaceleración en el ritmo de crecimiento que se tiene estimado o inclusive derivarse en una contracción en las ventas de la firma.

EBITDA Liverpool y PIB de México

%A/A

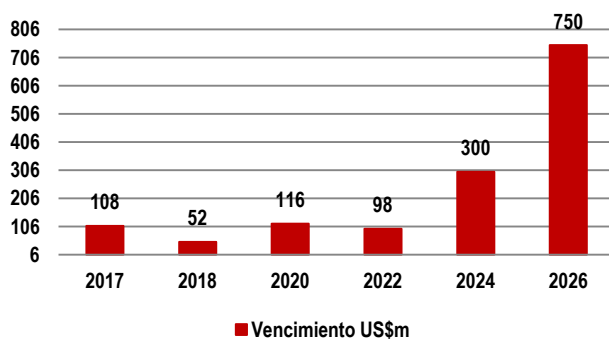


Fuente: Datastream, Banorte Ixe

La mejoría en el desempeño de las tiendas adquiridas podría tomar más tiempo del estimado. A pesar de que consideramos que la integración de las tiendas Suburbia se llevará a cabo de manera exitosa, reconocemos que existe la posibilidad de que no se generen las eficiencias que esperamos en el periodo que contemplamos. Entre otros motivos, debido a que el mercado al que dichas tiendas están enfocadas es distinto del que domina ampliamente Liverpool, y en caso de que tales diferencias resultaran sumamente difíciles de conciliar, el incremento en la eficiencia por m² que esperamos podría requerir más tiempo para completarse. En consecuencia, podríamos observar presiones en los márgenes de la compañía por un periodo más prolongado del que estimamos.

Incremento del apalancamiento. Al cierre del 2T16 la razón de deuda neta a EBITDA se ubicó en 0.6x, estable respecto del primer trimestre del año. Sin embargo, como hemos destacado, para financiar las adquisiciones de Suburbia y Ripley la compañía emitió deuda en los mercados internacionales por US\$750m. En consecuencia, esperamos que el nivel de apalancamiento se incremente a 2.0x en el 1T17 –trimestre en el que estimamos la compañía concluya con ambas compras y con ello su nivel de caja disminuya, impactando el valor de la deuda neta-. A pesar de este incremento, consideramos que el nivel de deuda es manejable en función de la generación de Liverpool y al compararse respecto de otras empresas. Incluso en el pico de endeudamiento el apalancamiento se ubica por debajo de la media del sector de 2.7x. Asimismo, el perfil de vencimientos de Liverpool no parece complicado en el sentido de que por la solidez de su estructura financiera, no esperamos que tenga inconvenientes para refinanciarla. A nivel de la rentabilidad, esperamos que el gasto por intereses se incremente como resultado del nuevo nivel de apalancamiento. Sin embargo, de acuerdo con nuestras proyecciones la contribución de Ripley en las operaciones no consolidadas contrarrestaría dicho efecto a nivel de la utilidad neta.

Perfil de vencimientos de Liverpool
US\$m



Fuente: Thomson Reuters, Banorte Ixe

Riesgo por tipo de cambio. Al cierre de 2015, aproximadamente 20% de las compras realizadas por Liverpool estaban denominados en moneda extranjera (dólares y euros principalmente). En caso de una fuerte depreciación del tipo de cambio, si la compañía decidiese no trasladar dichas variaciones a los precios finales de los productos, podría experimentar presiones en el margen bruto.

Asimismo, de acuerdo con información de Thomson Reuters, 73.7% de la deuda de Liverpool está denominada en dólares, motivo por el cual variaciones en la cotización de esta divisa afectan el valor de ésta, incrementando o disminuyendo el apalancamiento de la compañía y el gasto financiero, así como exponiéndola a posibles pérdidas cambiarias.

Riesgos relacionados con su inversión en Ripley. Liverpool busca adquirir cuando menos el 25% del capital de Ripley, no obstante, nosotros consideramos que podría comprar hasta un 43% de la compañía. Desde nuestra perspectiva, esta operación podría resultar no tan fructífera como estima la compañía si por el sólido posicionamiento de Falabella en el mercado chileno se complica la recuperación del mercado perdido –incluso con el apoyo y experiencia de Liverpool-. De esa manera podría demorarse, la mejora en las operaciones que espera la firma. Asimismo, pensamos que estas operaciones podrían demandar de la atención de la compañía en un momento en el que se debería enfocar en la integración de Suburbia. A lo anterior hay que sumar la cláusula que estipula que, luego de cinco años, la familia Calderón (dueño mayoritario de Ripley) tendría el derecho de vender su tenencia accionaria a Liverpool, quien a su vez estaría obligada a adquirirla. Por lo que, eventualmente, Liverpool podría requerir recursos adicionales para cumplir con dicho compromiso. No obstante lo anterior, consideramos que es positivo que Liverpool diversifique sus inversiones, especialmente haciéndolo en mercados similares como el chileno. Desde el punto de vista financiero, pensamos que el reconocimiento de su participación en Ripley compensaría mayores gastos financieros, soportando la utilidad neta.

Comercio electrónico y Amazon. Consideramos que la entrada de Amazon a México representa un riesgo para la operación de Liverpool, debido a que el alcance de la plataforma de ésta es mucho mayor que el de la departamental mexicana. Lo anterior se debe a que la página local también otorga acceso a productos que se distribuyen en la versión norteamericana, por lo que el catálogo de productos disponibles es sumamente amplio. Mientras tanto, Liverpool tiene disponible ~65% del catálogo en su plataforma digital, lo cual podría ser un diferenciador para que el consumidor prefiera adquirir sus productos en Amazon. Ello además, eventualmente, podría repercutir en las ventas de sus tiendas. Especialmente si consideramos que para buena parte de las compras que realizan los consumidores en la tienda, éstos previamente habían escogido el producto a través de la página de internet. En consecuencia, si bien pensamos que Amazon México aún se encuentra en una etapa muy temprana en el mercado, reconocemos que el crecimiento y penetración del mismo podría ser acelerado. En ese sentido, y a pesar de que consideramos que la calidad de la plataforma de Liverpool es muy buena, pensamos que esto podría ser un riesgo para cumplir el objetivo de que el *e-commerce* contribuya con el 5% de las ventas totales de la firma.

Del negocio de crédito. La exposición de Liverpool hacia su negocio crediticio asciende a 9.7% de las ventas en los últimos doce meses, mientras que los ingresos por intereses contribuyeron con ~45% del EBITDA de la compañía. A pesar de que las políticas de otorgamiento de crédito y cobranza de la firma le han permitido mantener la cartera vencida controlada e incluso

con tasas de morosidad inferiores a las del agregado de tarjetas de crédito en México, existe el riesgo de que, por distintos factores, las cuentas incobrables de la compañía se eleven y en consecuencia impacten la rentabilidad de Liverpool.

Estimados 2016 y 2017

Para el cierre de 2016, creemos que los ingresos de podrían crecer 10.8% a P\$101,190m. Dicha expansión se atribuye a un sólido desempeño de las VMT (8%), derivado del sólido posicionamiento de la compañía, así como de la exitosa estrategia comercial implementada, a través de las cuales aprovecharía la fortaleza del consumo interno.

Adicionalmente, consideramos que el nivel actual del tipo de cambio favorece la compra local de bienes duraderos, como los aparatos electrónicos, de los cuales anteriormente una parte solían adquirirse en el extranjero, y que hoy en día con la depreciación del peso resulta más atractivo adquirirlos en México. Este fenómeno favorece además el crecimiento del ticket promedio, debido a que son productos de mayor precio respecto de otros departamentos como el de ropa, por ejemplo. Desagregando dicha cifra por unidad de negocio, con base en nuestro modelo de proyecciones, los ingresos por venta de bienes podrían crecer 11.8% A/A, apoyados por un avance de 4.9% en las venta por m². Por su parte, anticipamos que los ingresos por intereses crezcan 8.2% ante un crecimiento de 7% en la cartera, al mismo tiempo que esperamos que las cuentas incobrables se mantengan en línea con 2015 (3.7%). Del lado de los ingresos por arrendamiento, esperamos una contracción interanual de 4.1% como resultado del reconocimiento de ingresos por guantes en 2015 que no se tendrán en 2016. Mientras tanto, estimamos que los ingresos por servicios disminuyan 8.9% ante menores colocaciones de pólizas de seguros y servicios de óptica y diseño de interiores, entre otros.

Por otra parte, a nivel del EBITDA, anticipamos un crecimiento interanual de 12.8% atribuible a una mayor eficiencia por m², ante una mayor contribución de formatos más eficientes como el de Fábricas de Francia a las ventas consolidadas. A lo anterior se suma, eficiencias en gastos operativos mismos que compensarían la presión de 0.6pp en el margen bruto, atribuible a menores ingresos del negocio inmobiliario y una menor contribución del negocio financiero. Así, esperamos una expansión de 0.3pp a 16.6%, equivalente a una generación de flujo de operación de \$16,768m.

Finalmente, para la utilidad neta esperamos un crecimiento de 16% A/A a P\$10,704m debido a la mayor rentabilidad, la cual se ve potenciada por un menor gasto financiero ante pérdidas cambiarias inferiores, respecto de 2015. De esta manera, el margen neto se ubicaría en 10.4% (+0.3pp vs 2015).

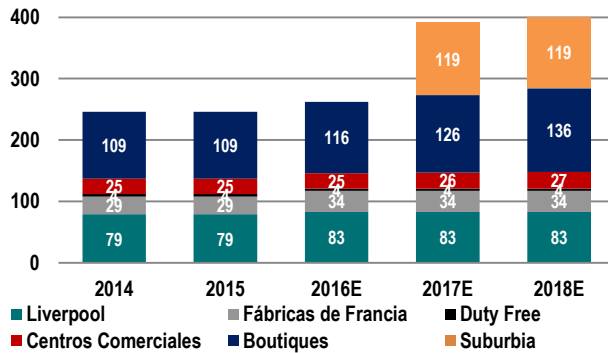
Por su parte, en 2017 esperamos que con la integración de Suburbia las ventas consolidadas crezcan 22.3% a P\$123,801m. Al desagregar dicha cifra, de acuerdo a nuestro modelo de proyecciones, las nuevas tiendas contribuirían con P\$16,376m, por lo que los ingresos consolidados (sin las tiendas adquiridas) habrían de crecer 9.9% a P\$111,206m. A su vez, esta cifra se explica por una expansión de 10.1% en la venta de bienes (7% VMT), de

8.5% en los ingresos por intereses, de 7.3% en las rentas cobradas (con las aperturas de dos centros comerciales, mismas que generarían el reconocimiento de ingresos por guantes), así como por crecimientos de 7.8% en los servicios y de 12.8% en otros ingresos. Mientras tanto, anticipamos que el EBITDA crecería 18.8% para alcanzar P\$19,918m, lo que equivaldría a una contracción de 0.5pp en el margen. Esta erosión la atribuimos a dos factores: (1) la menor rentabilidad de las tiendas de Suburbia y (2) un crecimiento en los gastos, debido a la integración. No obstante, a nivel neto, esperamos que la utilidad crezca 8% a P\$11,606m, ante un mayor gasto financiero neto, mismo que se vería parcialmente compensando por una mayor participación de subsidiarias no consolidadas, gracias a Ripley. De esta manera, el margen neto se contraería 1pp a 9.4%.

Descripción del Negocio

El Puerto de Liverpool es la cadena de tiendas departamentales, con un formato global, para la clase media y alta, líder en México. Fundada en 1847, hoy en día cuenta con 113 tiendas departamentales, de las cuales 80 son bajo el formato Liverpool, 29 Fábricas de Francia y 4 Duty Free. En los U12M el negocio comercial generó ventas por P\$82,716m (86.5% de los ingresos consolidados y un crecimiento interanual de 13.3%). Adicionalmente, posee 25 centros comerciales dentro de los cuales se encuentran inmuebles icónicos como Plaza Satélite y Perisur. Esta división de negocios acumula ingresos por P\$2,914m, equivalentes a 3% de las ventas totales y una caída de 3.7% A/A, los cuales generan flujos estables dada su ocupación cercana al 96% y baja rotación de inquilinos. Asimismo, la empresa posee un negocio financiero sumamente sólido, que cuenta con 4.1m de tarjetas de crédito en circulación (incluyendo de marca propia y de marca compartida con Visa), siendo así el tercer mayor emisor en México y el mayor no bancario. Al cierre del 2T16, su cartera ascendía a P\$28,725m, mientras que el saldo promedio por tarjeta alcanzó P\$6,944. De aquí se generaron 9.7% de los ingresos (P\$9,229m) en el último año, acumulando un avance de 5.7%, mientras que la cartera vencida se mantuvo en 4.3%. Este negocio, desde nuestro punto de vista, funciona como una palanca para las ventas, ya que ~46% de las ventas en sus tiendas se realizan con una de sus tarjetas de crédito. En consecuencia, identificamos un círculo virtuoso que genera ingresos tanto en la división comercial como en la financiera, a la par de que se obtiene información sobre los hábitos de compra de sus clientes, con la cual se pueden generar estrategias comerciales focalizadas. Finalmente, de manera adicional, Liverpool ofrece algunos otros servicios como la venta de pólizas de seguro, decoración de interiores y agencia de viajes, los cuales contribuyen con 0.8% de los ingresos.

Unidades operadas por Liverpool
Tiendas, Centros Comerciales y Boutiques



Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

Liverpool cuenta con una fuerte presencia, a través de múltiples formatos para satisfacer la demanda de los distintos sectores de la población a los que da servicio. Por una parte, los almacenes insignia, Liverpool, atacan a los sectores de ingreso medio y alto de la población. Las tiendas bajo esta marca tienen un piso de ventas promedio de 16,650m², a través de los cuales oferta ~180,000 SKU's y genera ingresos anuales de aproximadamente P\$55,000 por metro cuadrado de piso de ventas. Liverpool, generalmente, adquiere la propiedad de los terrenos en los cuales desarrolla estas tiendas, motivo por el cual el CAPEX por tienda alcanza ~US\$35m. Mientras tanto, con el formato Fábricas de Francia (adquiridas en 1988) ataca a las clases baja y media baja de la población. Estos almacenes son de menores dimensiones (~7,200m²) y su oferta de productos es bastante más limitada en comparación con un Liverpool, toda vez que la selección de marcas es distinta, otorgándose una mayor presencia a las marcas propias. A diferencia del formato Liverpool, para las Fábricas de Francia, generalmente, la compañía arrienda el espacio comercial, por lo que la inversión por almacén se reduce a aproximadamente US\$4m, por lo que éste resulta un formato más eficiente en términos de generación de ingresos por m² (P\$90,000).

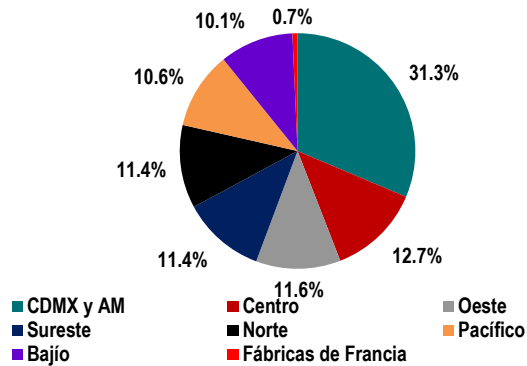
Finalmente, Liverpool también opera 4 Duty Frees, localizados en Quintana Roo (2 en Playa del Carmen y 1 en Cancún) y Baja California Sur (Los Cabos). De esta manera, la presencia de la firma prácticamente abarca todo el territorio nacional -a partir de 2017 con la apertura en Tlaxcala abarcaría todos los estados de la República- con operaciones en 59 ciudades.

Presencia geográfica de Liverpool
Tiendas, Centros Comerciales y Boutiques



Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

Contribución a los ingresos por zona geográfica (%)

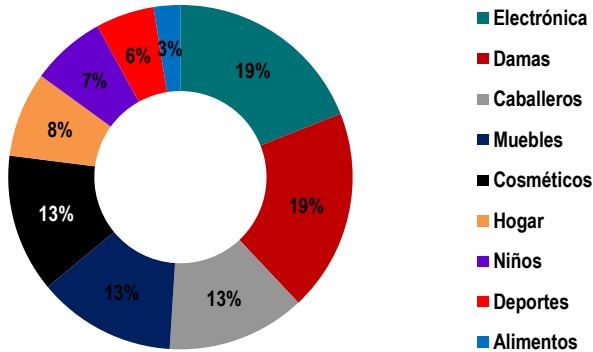


Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

Detalle de las unidades de negocio

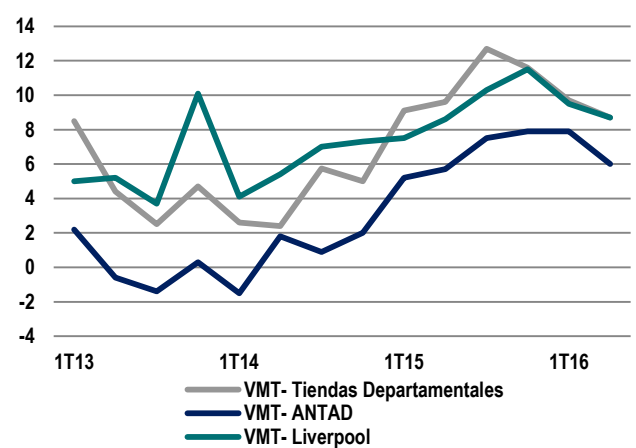
Comercial. A través de 113 tiendas departamentales (80 Liverpool, 29 Fábricas de Francia y 4 Duty Free) comercializa ropa, artículos para el hogar, accesorios, electrónica, muebles, entre otros productos (180,000 SKU's), para las clases media y alta de la sociedad. En los U12M contribuyó con 86.5% de las ventas (P\$82,716m), observando un incremento de 13.3% A/A. El piso de ventas alcanzó 1.5m de metros cuadrados. Asimismo, cuenta con 25 boutiques de especialidad en operación con un piso de ventas de 61,604m². A través de dicho formato comercializa marcas como Aéropostale, Banana Republic, Chico's, Cole Hann, Destination Maternity, Etam y Gap. En asociación con Sfera maneja conceptos de hogar y muebles como Pottery Barn, Williams Sonoma y West Elm.

Mezcla de ventas por departamento
(%)



Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

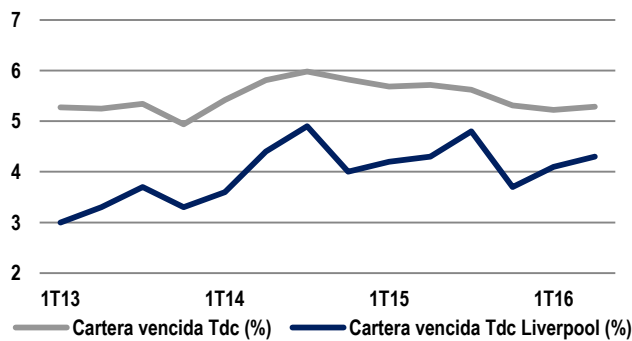
Desempeño VMT ANTAD y departamentales vs Liverpool
(%)



Fuente: Datastream, ANTAD, Banorte Ixe

Financiero. Generó 9.7% de los ingresos (P\$9.229m) y ~45% del EBITDA en el último año, a través de 4.1m de tarjetas de crédito en circulación bajo dos formatos: de marca propia y de marca compartida con Visa. Liverpool es el mayor emisor de tarjetas de crédito no bancario y el tercer mayor en México, incluyendo bancos. Al cierre del 2T16, su cartera ascendía a P\$28,725m, con un saldo promedio por tarjeta de P\$6,944. El nivel de cartera vencida se mantiene en niveles saludables del 4.3% vs el 5.3% del crédito al consumo a agosto. Aproximadamente 46% de las ventas en sus tiendas se realizan con una de sus tarjetas de crédito, por lo que consideramos que ésta es una palanca para los ingresos de la compañía.

Comparativo de cartera vencida en tarjeta de crédito
(%)



Fuente: Datastream, Banxico, Liverpool, Banorte Ixe

Inmobiliario. Liverpool es dueña de 25 centros comerciales, algunos de los cuales son icónicos en México como Plaza Satélite y Perisur. Esta división de negocios contribuye con 3% de los ingresos del último año, al acumular P\$2,914m a través de 469,238m² de Área Bruta Rentable (ABR). El valor de añadido de estas inversiones es la estabilidad de los flujos (NOI) que generan, toda vez que su tasa de ocupación oscila el 96%, con una baja rotación de inquilinos.

Estrategia de Negocios

Crecimiento sostenido. La compañía tiene implementada una estrategia enfocada en alcanzar crecimiento sostenido en sus operaciones a través del servicio de calidad, eficiencia operativa, infraestructura adecuada, solidez financiera y diferenciación con respecto de su competencia. Asimismo, busca reactivar su crecimiento, atacando nuevas clases sociales como la media baja y baja a través de su formato Fábricas de Francia, así como con la adquisición de Suburbia.

Eficiencia en costos. La empresa tiene como objetivo mejorar su rentabilidad a través de eficiencias en costos y gastos. Para ello, se vale de formatos flexibles en sus almacenes, disciplina en costos, gastos y capital de trabajo, así como en la calidad de su cartera de crédito.

Estrategia omnicanal. Con miras a incrementar las ventas la compañía está aumentando sus opciones de pago, así como el número de SKU's disponibles en su página de internet (65% del catálogo está disponible hoy en día). Asimismo, busca ofrecer algunos SKU's exclusivamente a través del comercio electrónico, con el objetivo de impulsar la venta por este canal. Adicionalmente, está ampliando la oferta de productos disponibles en sus formatos más pequeños (Fábricas de Francia) a través de la utilización de aplicaciones móviles a través de tabletas electrónicas. Por otra parte, lanzó la opción de "da clic y recoge", a través de la cual ofrece la posibilidad a sus clientes de recoger sus compras hechas por internet en alguno de sus almacenes.

Estrategia de crecimiento



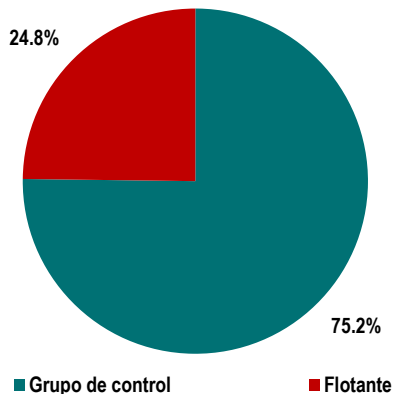
Fuente: Liverpool

Estructura Accionaria

El grupo de control, principalmente a través de fideicomisos, mantiene el 75.2% del total de acciones en circulación, por lo que seguirá controlando la mayoría de las decisiones de accionistas e indirectamente, ejerciendo el control en la compañía. Dicho grupo de control está integrado por las familias David, Michel, Guichard y Bremont, principalmente. Mientras tanto, el flotante entre el público inversionista oscila el 24.8%.

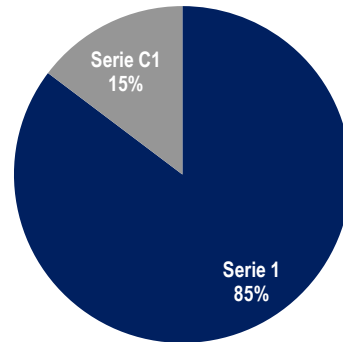
Existen dos series accionarias en circulación: la 1 y la C1. La primera tiene derechos corporativos (con voto) y representa ~85% de las acciones en circulación (1,144.75m), mientras que la segunda sólo tiene derechos patrimoniales (sin voto) y representa el 15% restante (197.4m). De acuerdo con Thomson Reuters, la serie 1 se clasifica como de mínima bursatilidad, mientras que la serie C1 es de alta bursatilidad y forma parte del IPC con una ponderación de 1.32%.

Estructura accionaria
(%)



Fuente: Liverpool, Banorte Ixe

Series accionarias
(%)

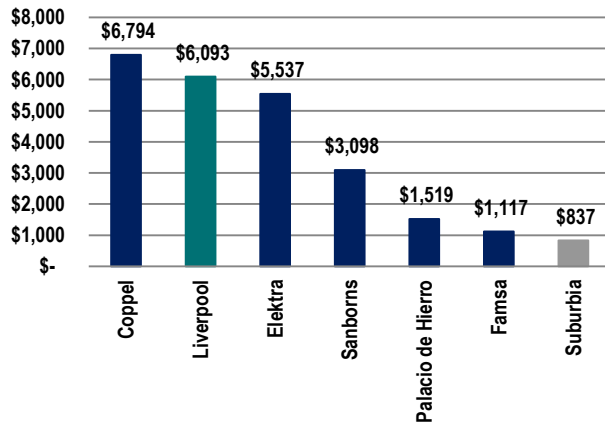


Fuente: Bloomberg, Banorte Ixe

La industria de tiendas departamentales

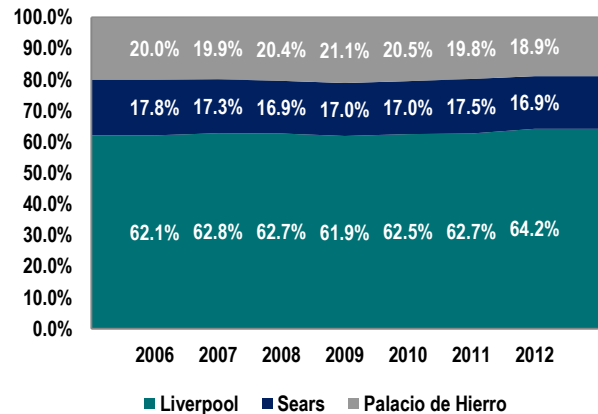
De acuerdo con “*Global Powers of Retailing 2016*”, publicado por Deloitte, el sector de tiendas departamentales en México se encuentra liderado por Coppel (en términos de ventas en dólares y considerando los ingresos de todo el grupo, no sólo de la división comercial en 2014), mientras que Liverpool se ubica en la segunda posición. Por su parte, con base en información de Bloomberg y tomando en consideración los mismo criterios, la tercera posición la ocupa Elektra, seguido por Sanborns (que incluye a Sears), Palacio de Hierro, Famsa y Suburbia. Sin embargo, es importante diferenciar el sector con base en su mercado objetivo: por una parte, enfocadas en el sector bajo de la población existen Coppel, Elektra, Famsa, Suburbia y Fábricas de Francia, mientras que para la clase media compiten Liverpool y Sears (de Grupo Sanborns), y atendiendo a la clase alta está Palacio de Hierro. Desde nuestro punto de vista, los competidores directos de LIVEPOL son Sears y Palacio de Hierro, quienes en 2012 ostentaban el 64.2%, 18.9% y 16.9% de la participación del mercado, respectivamente, de acuerdo con información de AMAI, por lo que Liverpool es el líder indiscutible en su nicho de negocio.

Posicionamiento de las tiendas departamental con base en ventas (US\$m)



Fuente: Deloitte, Bloomberg, Banorte Ixe

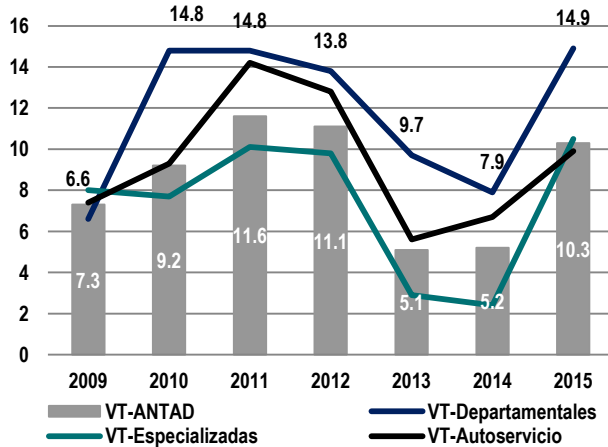
Evolución de la cuota de mercado entre tiendas departamentales (%)



Fuente: AMAI, Banorte Ixe

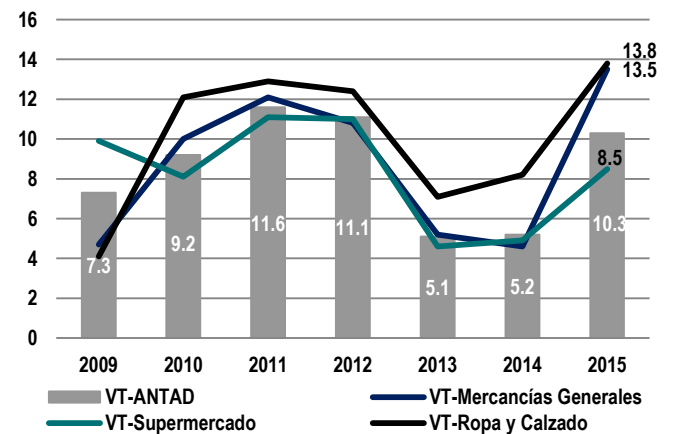
Al cierre de 2015, de acuerdo con información de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD), existían 2,177 tiendas departamentales en México, equivalentes a 5.9m de metros cuadrados de piso de ventas. Éstas generaron ventas por P\$257,000m (19% de las ventas totales de la ANTAD), logrando incrementarse 14.9% respecto de 2014 –la mayor tasa de crecimiento por formato de tienda-. Analizando el desempeño por línea de mercancía, ropa y calzado en conjunto con mercancías generales representaron el 50% de las ventas, en tanto que supermercado representó el otro 50%. Por su parte, los crecimientos interanuales fueron de 13.8%, 13.5% y 8.5% vs 10.3% del agregado.

Desempeño de las VT por formato de tienda (%)



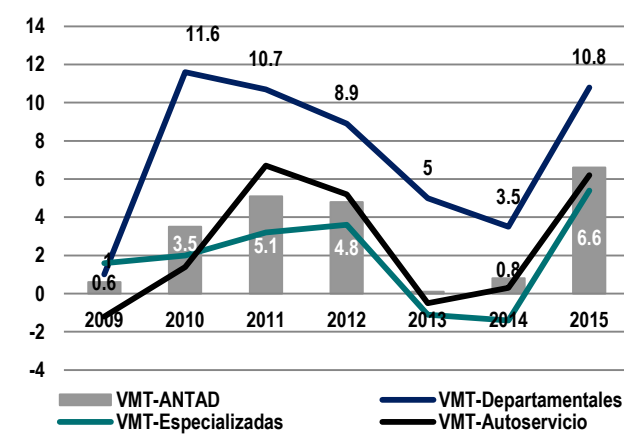
Fuente: Datastream, ANTAD, Banorte Ixe

Desempeño de las VT por línea de mercancía (%)



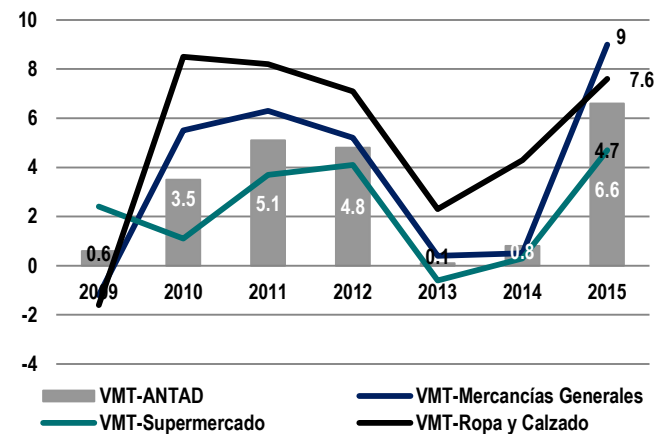
Las VMT de las tiendas departamentales, por su parte, también han observado un buen desempeño en los últimos años, presentado las mayores tasas de crecimiento con respecto de otros formatos y del agregado de afiliados. Consideramos que el hecho de que Liverpool participe en un sector que históricamente se ha comportado muy dinámico es positivo, especialmente considerando la solidez que ha registrado el consumo en los últimos meses, pues la compañía se beneficiaría de dicho dinamismo, apalancada en su exitosa estrategia comercial.

Desempeño de las VMT por formato de tienda (%)



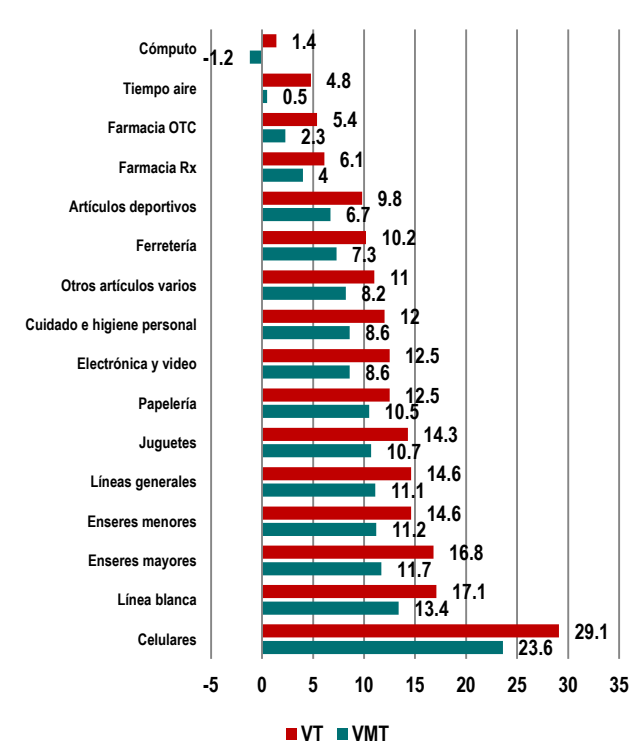
Fuente: Dalastream, ANTAD, Banorte Ixe

Desempeño de las VMT por línea de mercancía (%)



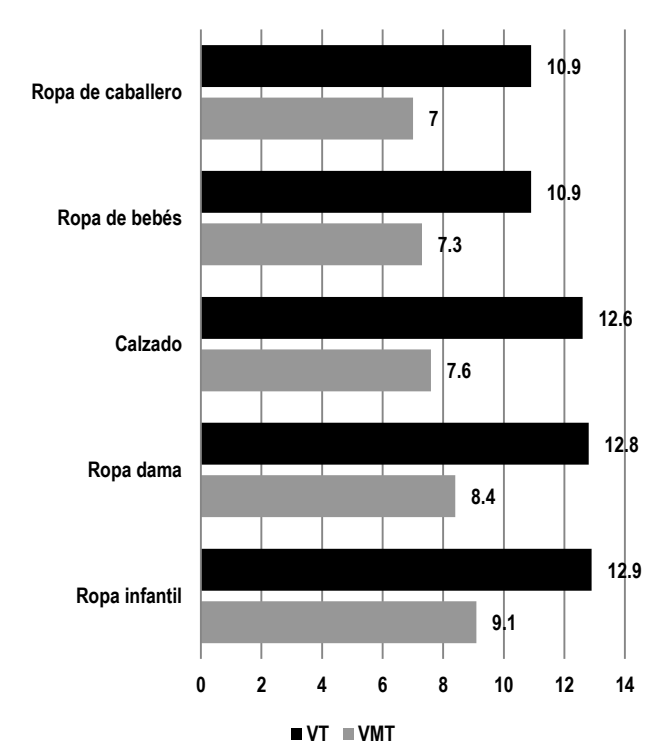
Al analizar por componente cada línea de mercancía, consideramos que resulta atractivo que productos de uno de los departamentos de mayor preponderancia en la mezcla de ventas de Liverpool, como multimedia, tuvieron las mejores tasas de crecimiento. Por una parte, celulares creció 29.1%, seguido por línea blanca con 17.1%, enseres mayores con 16.8%. Por su parte, el segundo departamento más importante: damas, tuvo un sano desempeño, toda vez que la venta de ropa de dama creció 12.6% A/A, de acuerdo con información de ANTAD.

Desempeño de las VT y VMT en productos de mercancías generales (%)



Fuente: ANTAD, Banorte Ixe

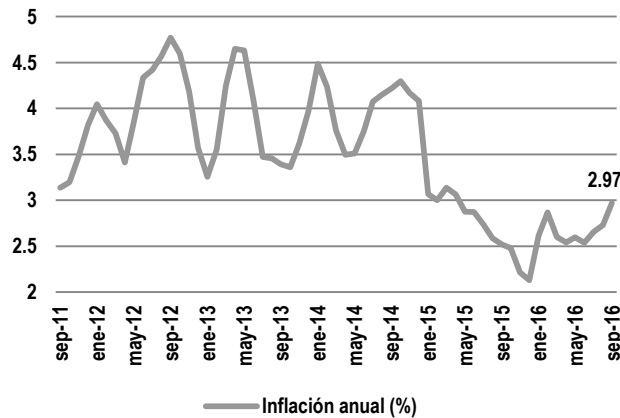
Desempeño de las VT y VMT en productos de ropa y calzado (%)



Desde nuestro punto de vista, consideramos que el principal impulsor del desempeño de las tiendas departamentales en México ha sido el dinamismo de la economía. Por una parte, la inflación se ha mantenido cercana al objetivo de Banxico, lo que se ha traducido en mayor ingreso disponible para las familias mexicanas. A lo anterior se suma la fortaleza del mercado laboral, con lo que se mantiene la tasa de desempleo en niveles aún bajos, mientras que hemos observado crecimientos en el salario real. Por otra parte, el sólido crecimiento que ha observado el crédito bancario y las remesas, que se han visto beneficiadas por el efecto favorable de la depreciación del peso, también han contribuido al crecimiento de las ventas.

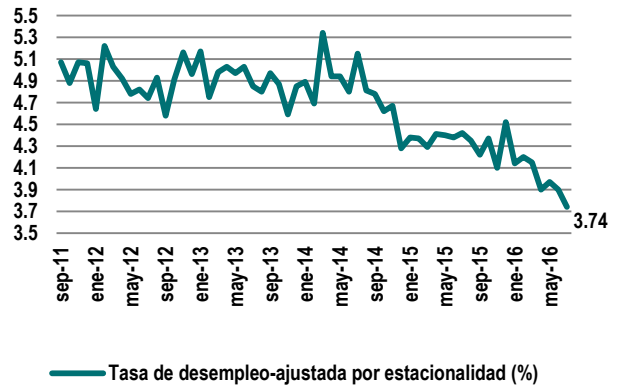
Inflación anual en México

(% A/A)



Tasa de desempleo en México

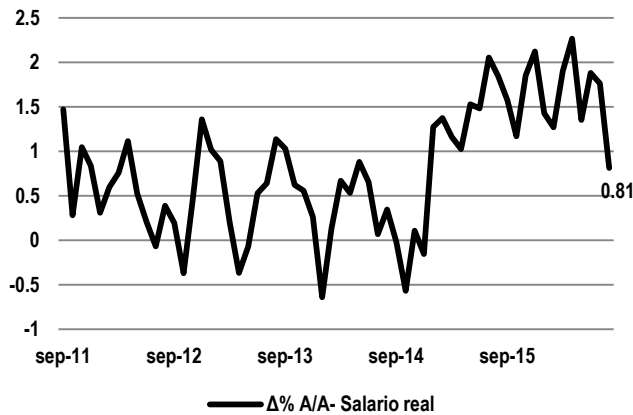
(%)



Fuente: Datastream, Banorte Ixe

Crecimiento del salario real

(% A/A)



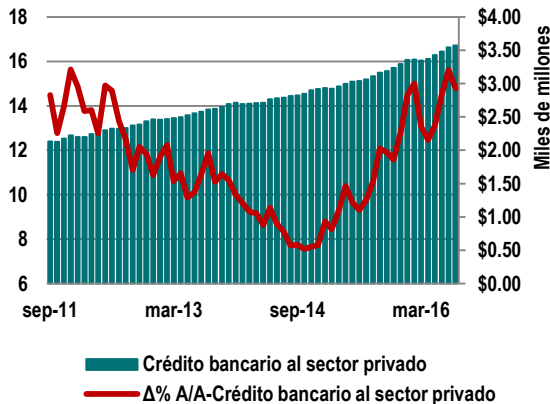
Confianza de consumidor

(puntos)

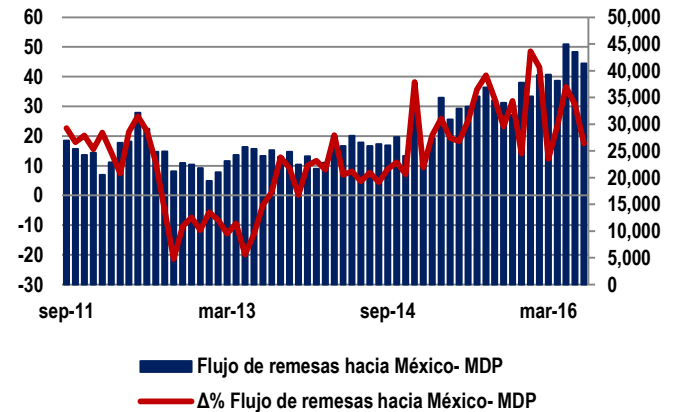


Fuente: Datastream, Banorte Ixe

Crédito bancario al sector privado
(% A/A eje izq., billones de pesos eje der.)



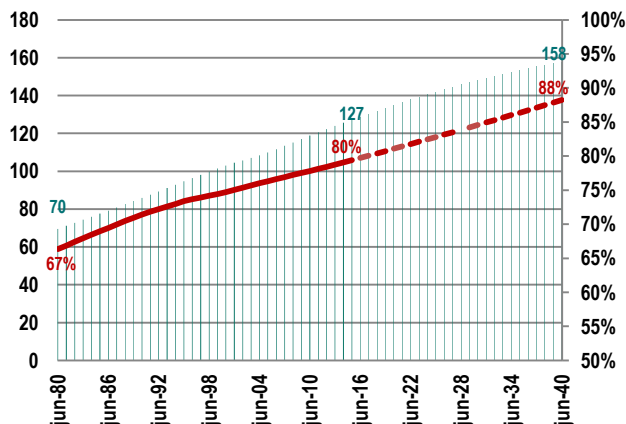
Remesas
(% A/A eje izq., millones de pesos eje der.)



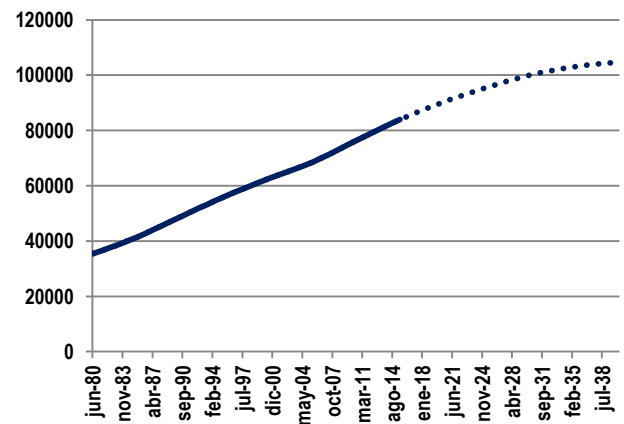
Fuente: Dalastream, Banorte Ixe

En el corto plazo reconocemos una posible moderación en el ritmo de crecimiento de las empresas comerciales, debido a bases de comparación más complicadas, así como una eventual moderación en el consumo privado. No obstante, en el mediano plazo consideramos que el crecimiento de la clase media en México, en conjunto con el bono demográfico, podrían apoyar el crecimiento de las tiendas departamentales. La expectativa de que la población económicamente activa crezca durante los próximos años, incentivaría el consumo en tiendas departamentales. De acuerdo con estimaciones de Oxford Economics, hacia 2040, la población mexicana podría alcanzar los 157.9m de habitantes, en tanto que el porcentaje de población urbana pasaría a 88% del total vs 80% actual. Desagregando dicha estimación por rangos de edad, estiman que la población entre 0-15 años disminuya de 35m a ~30m, mientras que la población económicamente activa podría crecer de 84m a 107.4m de personas. Asimismo, anticipan que la población de la tercera edad pasaría de 8.3m a 23.1m de habitantes, mientras que consideran que la clase media - medida a partir del PIB per cápita- debería crecer en los próximos años, al pasar el ingreso por habitante de US\$8,995 a US\$24,203 en 2040. Lo anterior en parte es atribuible a una economía que evoluciona hacia una economía de servicios.

Población y Porcentaje de Población Urbana
(millones de habitantes y %)

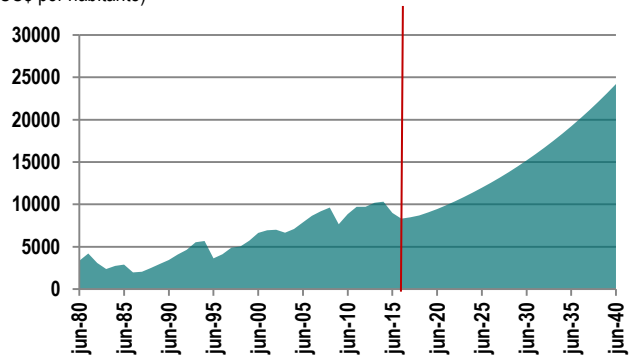


Población Económicamente Activa
(miles de habitantes)



Fuente: Thomson Reuters, Oxford Economics, Banorte Ixe

PIB per cápita
(US\$ por habitante)



Fuente: Thomson Reuters, Oxford Economics, Banorte Ixe

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentin III Mendoza Balderas, Rey Saúl Torres Olivares, Santiago Leal Singer, Eugenia Ivonne Arias Medina, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
LIVEPOL C	7/10/2016	Mantener	\$232.00

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V
Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandros.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandros.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas / Comercio Especializado	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Eugenia Ivonne Arias Medina	Analista	eugenia.arias.medina@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandros.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandros.aguilar.cebaldos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454