

## AXTEL

Nota de Empresa

11 de agosto 2020

www.banorte.com  
@ analisis\_fundam

### ¿Se acabó la fiesta? Todavía no

- **Axtel ha retomado la búsqueda de opciones estratégicas para Infraestructura o toda la compañía, lo que pronto podría detonar el valor intrínseco de la emisora**
- **Como hemos destacado [antes](#), el segmento de Infraestructura es atractivo por su rentabilidad, potencial de crecimiento y valuación, volviendo a la compañía un posible objetivo de adquisición**
- **Mediante una valuación por suma de partes, reconociendo el valor de Infraestructura, subimos nuestro PO2020 a \$9.00 (vs \$4.50 previo). Éste representa un FV/EBITDA 2021E de 7.7x. Reiteramos COMPRA**

**Aún vemos valor en la emisora.** Ajustamos nuestro modelo de proyecciones, reflejando la separación funcional de las divisiones de Servicios e Infraestructura. Esta última, como hemos mencionado anteriormente, destaca por su atractiva rentabilidad y potencial de crecimiento -ante una mayor demanda por conectividad, el eventual lanzamiento del 5G y la llegada del internet de las cosas-, volviendo a Axtel más atractiva como potencial objetivo de adquisición, por lo que el mercado debería estar dispuesto a pagar múltiplos más altos por ella. En ese sentido, la compañía recientemente retomó la búsqueda de opciones estratégicas para Infraestructura y/o toda la empresa. Recientemente, [Alfa confirmó que espera concretar alguna de estas opciones dentro de los próximos 12 meses](#). Con ello en mente, decidimos reflejar el valor potencial detrás del negocio de Infraestructura. Mediante un modelo de valuación por suma de partes, determinamos un múltiplo objetivo FV/EBITDA 2020E de 11.0x para este segmento, en línea con la mediana de comparables y transacciones precedentes, y de 5.6x en Servicios. Así, subimos nuestro PO2020 a \$9.00 (FV/EBITDA 2021E de 7.7x) desde \$4.50, reiterando nuestra recomendación de COMPRA.

Consumo y Telecomunicaciones

**Valentín Mendoza**

Subdirector Análisis Bursátil  
valentin.mendoza@banorte.com

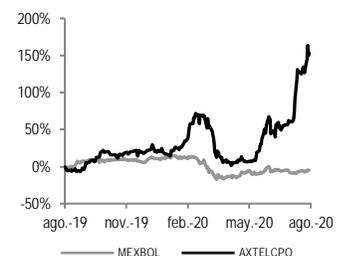
**Juan Barbier**

Analista  
juan.barbier@banorte.com

COMPRA	
Precio Actual	\$6.59
PO 2020	\$9.00
Dividendo 2020e	
Dividendo (%)	
Rendimiento Potencial	36.6%
Máx - Mín 12m (P\$)	6.70 - 2.30
Valor de Mercado (US\$m)	834.4
Acciones circulación (m)	2,875
Flotante	22%
Operatividad Diaria \$m	8.7
<b>Múltiplos 12M</b>	
FV/EBITDA	5.1x
P/U	47.7x

#### Rendimiento relativo al IPC

12 meses



#### Estados Financieros

	2018	2019	2020E	2021E
Ingresos	14,876	12,784	12,811	13,387
Utilidad Operativa	965	774	2,858	1,440
EBITDA	5,203	4,465	6,424	4,668
Margen EBITDA	35.0%	34.9%	50.1%	34.9%
Utilidad Neta	1,095	-14	782	141
Margen Neto	7.4%	-0.1%	6.1%	1.1%
Activo Total	28,156	24,331	26,338	25,574
Disponible	2,249	858	4,175	4,716
Pasivo Total	24,535	20,920	22,221	21,315
Deuda	15,662	14,886	16,066	14,944
Capital	3,621	3,411	4,117	4,258

Fuente: Banorte

#### Múltiplos y razones financieras

	2018	2019	2020E	2021E
FV/EBITDA	6.2x	7.4x	4.8x	6.2x
P/U	17.4x	-1,355.2x	24.1x	133.6x
P/VL	5.3x	5.5x	4.6x	4.4x
ROE	35.8%	-0.4%	20.8%	3.4%
ROA	3.9%	-0.1%	3.0%	0.6%
EBITDA/ intereses	2.8x	3.3x	4.4x	3.2x
Deuda Neta/EBITDA	2.6x	3.1x	1.9x	2.2x
Deuda/Capital	4.3x	4.4x	3.9x	3.5x

## AXTEL – Estados Financieros

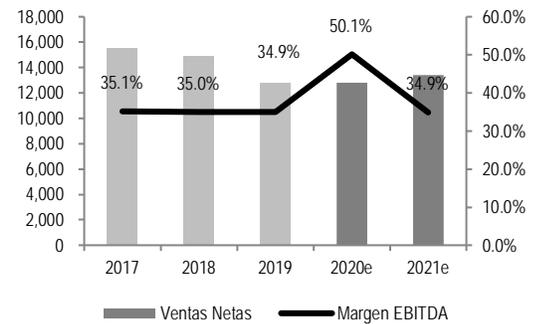
Cifras nominales en millones de pesos

Año	2018	2019	2020e	2021e	TCAC
<b>Ventas Netas</b>	<b>14,876</b>	<b>12,784</b>	<b>12,811</b>	<b>13,387</b>	<b>-3.5%</b>
Costo de Ventas	7,174	6,104	6,182	5,870	-6.5%
Utilidad Bruta	7,702	6,679	6,629	7,516	-0.8%
Gastos Generales	6,944	5,842	5,759	6,060	-4.4%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>965</b>	<b>774</b>	<b>2,858</b>	<b>1,440</b>	<b>14.2%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>22.3%</b>	<b>10.8%</b>	<b>18.3%</b>
Depreciación Operativa	4,162	3,579	3,430	3,195	-8.4%
<b>EBITDA</b>	<b>5,203</b>	<b>4,465</b>	<b>6,424</b>	<b>4,668</b>	<b>-3.6%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>35.0%</b>	<b>34.9%</b>	<b>50.1%</b>	<b>34.9%</b>	
<b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>	<b>(1,665)</b>	<b>(1,127)</b>	<b>(2,864)</b>	<b>(1,303)</b>	<b>-7.8%</b>
Intereses Pagados	1,869	1,370	1,476	1,466	-7.8%
Intereses Ganados	41	55	53	103	35.7%
Otros Productos (Gastos)					
Financieros	(24)	(102)	(88)	(127)	73.2%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	187	290	(1,352)	186	-0.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas					
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>(699)</b>	<b>(353)</b>	<b>(5)</b>	<b>137</b>	<b>-158.1%</b>
Provisión para Impuestos	118	(15)	(788)	(4)	-133.6%
Operaciones Discontinuadas	1,912	324			
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>1,095</b>	<b>(662)</b>	<b>782</b>	<b>141</b>	<b>-49.5%</b>
Participación Minoritaria					
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>1,095</b>	<b>(14)</b>	<b>782</b>	<b>141</b>	<b>-49.5%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>7.4%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>1.1%</b>	
<b>UPA</b>	<b>0.378</b>	<b>(0.005)</b>	<b>0.273</b>	<b>0.049</b>	<b>-49.3%</b>
<b>Estado de Posición Financiera (Millones de pesos)</b>					
<b>Activo Circulante</b>	<b>6,944</b>	<b>6,035</b>	<b>8,471</b>	<b>8,937</b>	<b>8.8%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	2,249	858	4,175	4,716	28.0%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>21,212</b>	<b>18,296</b>	<b>17,868</b>	<b>16,637</b>	<b>-7.8%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	16,106	12,964	11,427	10,196	-14.1%
Activos Intangibles (Neto)	986	633	947	947	-1.3%
<b>Activo Total</b>	<b>28,156</b>	<b>24,331</b>	<b>26,338</b>	<b>25,574</b>	<b>-3.2%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>8,778</b>	<b>5,178</b>	<b>7,354</b>	<b>7,506</b>	<b>-5.1%</b>
Deuda de Corto Plazo	505	635	2,169	2,104	60.9%
Proveedores	7,297	3,701	4,036	4,218	-16.7%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>15,757</b>	<b>15,742</b>	<b>14,867</b>	<b>13,810</b>	<b>-4.3%</b>
Deuda de Largo Plazo	15,157	14,251	13,897	12,840	-5.4%
<b>Pasivo Total</b>	<b>24,535</b>	<b>20,920</b>	<b>22,221</b>	<b>21,315</b>	<b>-4.6%</b>
Capital Contable	3,621	3,411	4,117	4,258	5.6%
Participación Minoritaria					
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>3,621</b>	<b>3,411</b>	<b>4,117</b>	<b>4,258</b>	<b>5.6%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>28,156</b>	<b>24,331</b>	<b>26,338</b>	<b>25,574</b>	<b>-3.2%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>13,413</b>	<b>14,028</b>	<b>11,891</b>	<b>10,228</b>	<b>-8.6%</b>
<b>Estado de Flujo de Efectivo</b>					
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	
Flujo de la Operación	5,411	2,957	4,465	3,268	
Flujo Neto de Inversión	2,376	(528)	775	(1,861)	
Flujo Neto de Financiamiento	(6,812)	(3,821)	(2,771)	(2,096)	
Efecto por tipo de cambio	16	1	848	1,229	
<b>Incremento (disminución) efectivo</b>	<b>991</b>	<b>(1,391)</b>	<b>3,318</b>	<b>541</b>	

Fuente: Banorte, BMV.

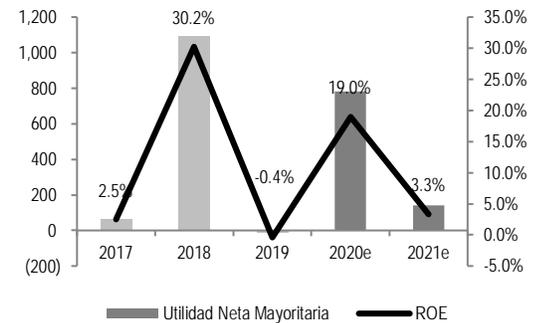
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



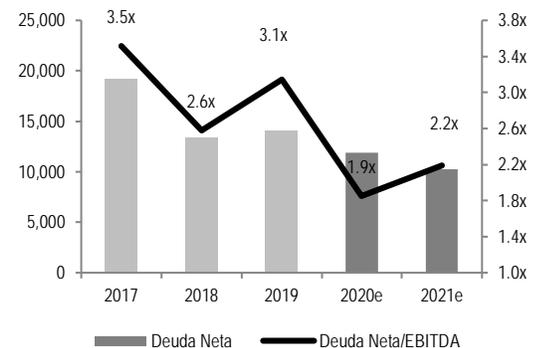
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



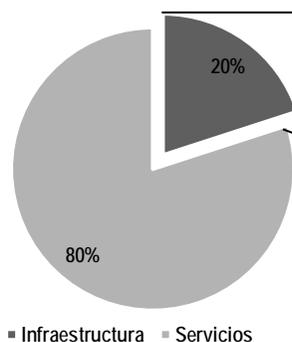
## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Millones

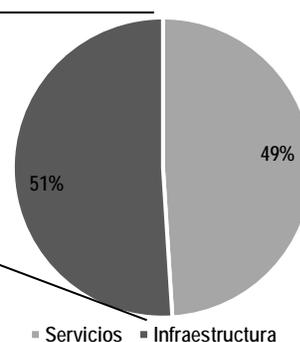


**La estrategia adecuada.** Recordemos que tras la integración con Alestra, durante los últimos 4 años, Axtel ha venido implementando una estrategia de transformación para la compañía. Dicha estrategia se focalizó en la venta de activos no estratégicos, la disminución del apalancamiento y la separación funcional en dos segmentos de negocios. Al respecto de lo primero, en 2017 la compañía se desinvertió de 142 torres de telecomunicación por US\$56 millones. Posteriormente, a inicio de este año, concretó la venta de 3 centros de datos por US\$175 millones, y recientemente, cedió a América Móvil el espectro de 3.5Ghz, recibiendo un beneficio de \$90 millones. Mientras tanto, la utilización de parte de dichos recursos para el pago de deuda ha derivado en una disminución relevante del apalancamiento. Al respecto, la DN/EBITDA bajó de 5.5x en 2016 a 1.9x 2020E, alineándose a la mediana de comparables. Con ello en mente, como hemos mencionado en otras ocasiones, en nuestra opinión, el descuento que históricamente había guardado la emisora frente a sus pares debido al elevado apalancamiento ya no se justifica. Finalmente, Axtel ha realizado la separación funcional de la empresa en dos unidades de negocio: infraestructura para telecomunicaciones (Axtel Networks) y servicios de valor agregado en tecnologías de la información para empresas y clientes de gobierno (Alestra). Tras ello, la contribución de Infraestructura a los resultados en 2019 (neto de operaciones intercompañía con Alestra) representó 20% de los ingresos, pero 51% del flujo de operación recurrente, debido a que el margen EBITDA de 44.2% de la división es consistentemente superior al 21.4% de Servicios.

Distribución de ingresos por segmento de negocio (2019)  
%



Contribución al EBITDA por segmento de negocio (2019)  
%



Fuente: Axtel, Banorte

**¿Quién es Axtel Networks (Infraestructura)?** Axtel Networks es el operador neutral (de servicio a mayoristas y sin intereses en el negocio minorista) de fibra óptica más grande de México y ofrece servicios de conectividad de última milla, tránsito IP, fibra iluminada, fibra oscura, fibra a la torre (FTTT por sus siglas en inglés), fibra al centro de datos, entre otros, a operadores y clientes mayoristas. Cuenta con la segunda red de fibra óptica más grande de México (~40,600 kilómetros), sólo después de América Móvil, con lo cual su cobertura supera el 90% del mercado mexicano (22,000Kms de red de larga distancia), destacando su alta capilaridad en las ciudades de México, Monterrey y Guadalajara (18,600Kms de red metropolitana).

Como hemos comentado anteriormente, consideramos que este mercado es atractivo por su alto crecimiento potencial, derivado de necesidades de conectividad incrementales, estabilidad de flujos, alta rentabilidad y, consecuentemente, por su valuación de doble dígito.

Mapa de distribución de red de fibra óptica de Axtel Networks



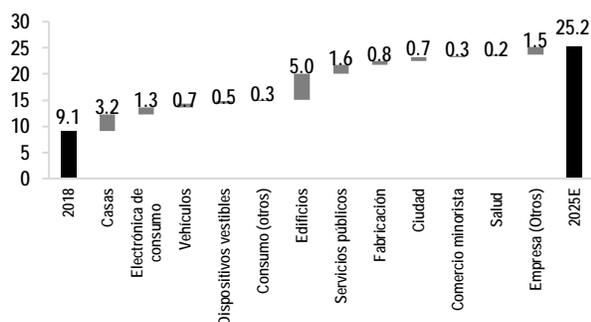
Fuente: Axtel

**Perspectiva positiva.** La ‘nueva normalidad’ ha exacerbado la demanda de los clientes de la división por mayores capacidades en sus servicios de fibra a la torre y fibra al centro de datos, para hacer frente al incremento en el consumo de datos debido al confinamiento. Al respecto de esto último, de acuerdo con el *Ericsson Mobility Report* de junio 2020, en el 1T20, el tráfico de datos móviles aumentó 14% t/t. Consideramos que ello, ha venido a probar la resiliencia del segmento y potencial de crecimiento. Mientras tanto, la perspectiva de crecimiento del negocio es positiva en el mediano plazo. El eventual lanzamiento del 5G -que se estima requiera el despliegue de un mucho mayor número de estaciones base y antenas (mayor densificación de nodos) con la tecnología de fibra hasta la antena (FTTA por sus siglas en inglés) para minimizar la latencia de datos- debería ser un catalizador para la división.

El 5G, a su vez, se espera facilite el avance del Internet de las Cosas (IoT por sus siglas en inglés), mismo que se anticipa sea un catalizador muy importante para el consumo de datos. Deloitte en su reporte *5G Ecosystem: The digital heaven of opportunities* proyecta que los dispositivos inteligentes conectados en 2025 alcancen los 25,200 millones (vs 9,100 millones en 2018), reflejo de un mayor uso de esta tecnología para aplicaciones en el hogar y especialmente en el segmento industrial. En consecuencia, en el reporte referido, Ericsson estima que el tráfico de datos móviles se quintuple hacia 2025, pasando de 33 exabytes mensuales al cierre de 2019 a 164EB a finales del 2025.

### Conexiones de Internet de las cosas (IoT) en el mundo

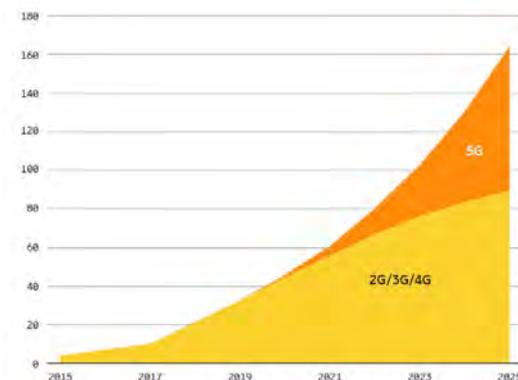
Miles de millones de dispositivos inteligentes



Fuente: Deloitte "5G Ecosystem: The digital heaven of opportunities" (sep. 2019), Banorte

### Tráfico de datos móviles en el mundo

Exabytes



Fuente: Ericsson Mobility Report (jun. 2020)

**Una valuación más alta para Infraestructura y pensamos que también para Axtel.** Como hemos destacado previamente, los altos márgenes (47.4% e 2020E para Axtel Networks) y previsibilidad de flujos del sector de Infraestructura de Telecomunicaciones, dada su estructura de contratos con ingreso recurrente de largo plazo, justifican valuaciones más altas respecto de servicios de telecomunicaciones. De acuerdo con el consenso de Bloomberg, la mediana del múltiplo FV/EBITDA 2021E para este segmento se ubica en 11.7x, mientras que el de Servicios es de 5.4x. Asimismo, de acuerdo con Refinitiv Eikon, la transacción precedente más reciente del sector fue la venta de Zayo Group Holdings a Digital Colony Partners y EQT Infrastructure en mayo de 2019 a un múltiplo de 12.1x, confirmado que existe apetito por este tipo de negocios a valuaciones de doble dígito. En consecuencia, seguimos creyendo que el mercado debería estar dispuesto a pagar mayores valuaciones por Axtel, como reflejo de que en 2020, el 55% del flujo de la compañía provendría de Infraestructura y el 45% restante de Servicios.

**Subimos nuestro PO2020 a \$9.00, reiterando COMPRA.** A pesar de que de enero (cuando fijamos nuestro PO2020 anterior) a la fecha, el CPO acumula un rendimiento cercano al 120%, creemos que aún existe potencial en la emisora. Al realizar un ejercicio de valuación por suma de partes, reconociendo el valor intrínseco de Infraestructura, subimos nuestro PO2020 a \$9.00 aun previendo un rendimiento potencial superior al 35%, por lo que reiteramos nuestra recomendación de COMPRA. Para el cálculo de éste utilizamos los flujos de operación recurrentes de las divisiones (excluyendo los beneficios extraordinarios por la venta de 3 centros de datos a Equinix y la cesión del espectro de 3.5Ghz a América Móvil sumando \$2,115 millones este año). Asimismo, asumimos un múltiplo objetivo FV/EBITDA de 11.0x para Axtel Networks (Infraestructura), ligeramente por debajo de la mediana de empresas de Infraestructura de Telecomunicaciones a nivel global en 2021 de 11.7x y similar a transacciones precedentes en el sector. En Alestra (Servicios), por su parte, determinamos un múltiplo de 5.6x, en línea con la de empresas de servicios de telecomunicaciones de 5.4x. Así, el múltiplo FV/EBITDA 2020E implícito para Axtel sería de 8.6x, por arriba del actual en 5.1x.

En nuestro PO2020 Axtel cotizaría a 7.7x FV/EBITDA 2021E, por arriba del actual y del promedio del último año ambos en 5.1x, justificado con base en la perspectiva positiva ya mencionada y el fortalecimiento de la estructura de capital, como parte de la estrategia de desapalancamiento.

Vale la pena comentar, además, que Axtel ha retomado la búsqueda de opciones estratégicas para Infraestructura o toda la compañía, lo que en nuestra opinión debería favorecer que pronto se reconozca el valor de esta división. En ese sentido, esta semana Alfa comentó que estima concretar alguna de estas alternativas para Axtel a más tardar en los próximos 12 meses, y que espera recibir más de lo que Nemark le ha pagado en dividendos durante los últimos diez años (~US\$600 millones), por lo que considerando que Alfa posee el 52.8% de Axtel, la valuación a la que aspira el conglomerado para su división de telecomunicaciones ronda cuando menos los US\$1,136 millones, en línea con nuestro PO2020 y 36% por arriba de la capitalización de mercado actual de US\$834 millones. No obstante, la misma podría ser objeto de un premio por adquisición. En ese sentido, si asumimos un 15% adicional por este concepto, entonces el precio por CPO podría incluso superar los \$10.00, en caso de que se concretase la operación por toda la empresa. Dicho esto, Alfa podría recibir entre US\$600 millones y US\$688 millones por su participación accionaria en Axtel.

#### Valuación por suma de partes

Millones de pesos

Segmento	EBITDA 2020E	FV/EBITDA	Participación	Valor Empresa	\$/acción
Infraestructura	2,398	11.0x	100%	26,380	\$ 9.21
Servicios	1,925	5.6x	100%	10,782	\$ 3.76
<b>Valor Suma de Partes</b>	<b>4,323</b>	<b>8.6x</b>		<b>37,162</b>	<b>\$ 12.97</b>
			(-) Deuda Neta	(11,891)	-\$ 4.15
			(=) Valor del Capital Axtel	25,271	
			CPOs en Circulación	2,865	
				<b>PO2020 \$</b>	<b>8.82</b>
				Precio Actual \$	6.59
				Rendimiento Potencial	33.8%

Fuente: Banorte

Concepto/Segmento	Infraestructura			Servicios		
	2019	2020E	Variación	2019	2020E	Variación
Ingresos Brutos	5,171	5,055	-2.2%	10,177	10,202	0.2%
Eliminaciones	-2,564	-2,446	-4.6%			
EBITDA	2,287	2,398	4.9%	2,179	1,925	-11.6%
Margen EBITDA	44.2%	47.4%	3.2pp	21.4%	18.9%	-2.5pp

Fuente: Banorte

Concepto	2020E			2021E		
	Anterior	Actual	Variación	Anterior	Actual	Variación
Ingresos	12,589	12,811	+1.8%	13,474	13,387	-0.6%
EBITDA	6,317	6,424	+1.7%	4,678	4,668	-0.2%
Margen EBITDA	50.2%	50.1%	-0.1pp	34.7%	34.9%	+0.2pp
Utilidad Neta	641	782	+22.0%	79	141	+78.5%

Fuente: Banorte

### Valuación relativa- Infraestructura

Veces

Emisora	P/VL	P/U			FV/EBITDA			Rendimiento de Dividendos
		U12M	2020E	2021E	U12M	2020E	2021E	
COMMSCOPE HOLDING CO INC	7.0x		8.3x	5.6x	34.3x	11.1x	9.6x	
UBIQUITI INC		34.0x	32.7x	30.0x	26.8x	27.5x	26.7x	0.6%
MOTOROLA SOLUTIONS INC		21.5x	19.0x	16.6x	14.4x	13.6x	11.9x	1.8%
INFINERA CORP	4.6x					26.4x	11.8x	
ANTERIX INC	3.4x							
PAGERDUTY INC	7.2x							
TELESITES SAB DE CV	4.8x			63.2x	12.0x	11.3x	10.4x	
UNITI GROUP INC			502.0x	25.7x	9.3x	8.7x	8.4x	6.0%
SARANA MENARA NUSANTARA PT	5.9x		20.5x	19.0x	12.3x	11.9x	11.6x	3.3%
TOWER BERSAMA INFRASTRUCTURE	4.9x	28.3x	26.1x	22.1x	12.6x	12.1x	11.2x	2.2%
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITAL	1.8x	40.2x	35.9x	31.9x	27.9x	21.2x	18.0x	1.5%
CHANGSHU FENGFAN POWER EQU-A	2.7x							
CROWN CASTLE INTL CORP	8.5x	90.1x	84.0x	73.8x	27.5x	27.7x	25.7x	2.9%
AMERICAN TOWER CORP	31.0x	57.8x	61.1x	51.2x	24.2x	29.0x	26.9x	1.7%
COMSYS HOLDINGS CORP	1.3x	15.6x	14.3x	13.5x	8.0x	7.6x	7.3x	2.6%
CELLNEX TELECOM SA	5.3x		622.1x	204.1x	32.5x	23.4x	19.5x	
EUSKALTEL SA	1.4x	18.6x	19.0x	17.5x	8.9x	8.5x	8.3x	4.4%
<b>Promedio Infraestructura de Telecomunicaciones</b>	<b>6.4x</b>	<b>38.2x</b>	<b>120.4x</b>	<b>44.2x</b>	<b>19.3x</b>	<b>17.2x</b>	<b>14.8x</b>	<b>2.7%</b>
<b>Mediana Infraestructura de Telecomunicaciones</b>	<b>4.8x</b>	<b>31.1x</b>	<b>29.4x</b>	<b>25.7x</b>	<b>14.4x</b>	<b>12.9x</b>	<b>11.7x</b>	<b>2.4%</b>
<b>AXTEL SAB DE CV - CPO</b>	<b>4.6x</b>	<b>47.7x</b>	<b>24.1x</b>	<b>133.6x</b>	<b>5.1x</b>	<b>4.8x</b>	<b>6.2x</b>	
Premio/Descuento vs Mediana	-4.2%	53.1%	-18.0%	419.0%	-64.9%	-62.8%	-46.8%	

Fuente: Bloomberg, Banorte

**Valuación relativa- Telecomunicaciones**

Veces

Emisora	P/VL	P/U			FV/EBITDA			Rendimiento de Dividendos
		U12M	2020E	2021E	U12M	2020E	2021E	
VERIZON COMMUNICATIONS INC	3.9x	11.0x	12.4x	12.0x	7.8x	8.0x	7.7x	4.2%
AT&T INC	1.2x	13.0x	9.5x	9.3x	7.0x	7.4x	7.3x	6.9%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	2.3x	18.2x	14.1x	12.8x	5.9x	5.2x	4.9x	4.0%
VODAFONE GROUP PLC	0.6x		21.6x	16.0x	4.4x	6.3x	6.0x	6.8%
TELEFONICA SA	1.5x		7.8x	7.5x	5.1x	4.6x	4.6x	11.3%
ORANGE	1.0x	9.9x	9.6x	8.8x	4.6x	5.2x	5.0x	5.1%
BCE INC	3.1x	17.1x	18.7x	16.7x	8.4x	8.5x	8.1x	5.9%
VIVENDI	1.6x	15.1x	22.2x	18.4x	14.4x	14.5x	12.8x	2.6%
BT GROUP PLC	0.7x	6.1x	5.9x	5.6x	4.0x	4.0x	4.0x	4.3%
TELENOR ASA	7.3x	37.2x	15.6x	13.2x	6.7x	6.3x	6.1x	5.9%
ROGERS COMMUNICATIONS INC-B	2.8x	15.7x	18.7x	14.7x	8.2x	8.7x	7.9x	3.6%
TELEFONICA BRASIL S.A.-PREF	1.3x	19.4x	17.8x	15.4x	5.1x	5.2x	5.1x	5.2%
KONINKLUJE KPN NV	3.6x	13.9x	18.4x	15.5x	5.9x	6.6x	6.5x	5.9%
TELECOM ITALIA SPA	0.4x	7.9x	9.1x	8.9x	5.2x	5.4x	5.4x	
PROXIMUS	1.9x	13.8x	10.8x	10.7x	5.0x	4.6x	4.6x	8.9%
TELE2 AB-B SHS	2.5x	24.5x	20.8x	19.4x	11.2x	11.5x	11.1x	4.5%
TIM PARTICIPACOES SA	1.7x	20.1x	27.1x	19.6x	5.5x	5.6x	5.3x	
MILLICOM INTL CELLULAR S.A.	1.4x			18.8x	5.2x	3.7x	3.5x	
TELECOM ARGENTINA S.A.-B	1.4x			49.2x	7.8x	7.2x	6.7x	3.7%
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	1.8x	11.3x	8.8x	6.9x	3.9x	3.6x	3.2x	
NOS SGPS	2.1x	23.3x	17.1x	12.0x	5.5x	5.1x	4.9x	7.7%
OI SA-PREFERENCE	1.3x					8.3x	7.8x	
AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L	5.7x	37.9x	27.6x	10.2x	5.7x	5.7x	5.3x	2.7%
<b>Promedio Telecomunicaciones</b>	<b>2.2x</b>	<b>17.5x</b>	<b>15.7x</b>	<b>14.6x</b>	<b>6.5x</b>	<b>6.6x</b>	<b>6.2x</b>	<b>5.5%</b>
<b>Mediana Telecomunicaciones</b>	<b>1.7x</b>	<b>15.4x</b>	<b>16.3x</b>	<b>13.0x</b>	<b>5.6x</b>	<b>5.7x</b>	<b>5.4x</b>	<b>5.1%</b>
<b>AXTEL SAB DE CV - CPO</b>	<b>4.6x</b>	<b>47.7x</b>	<b>24.1x</b>	<b>133.6x</b>	<b>5.1x</b>	<b>4.8x</b>	<b>6.2x</b>	
Premio/Descuento vs Mediana	176.7%	209.8%	47.8%	928.0%	-9.5%	-15.7%	16.4%	

Fuente: Bloomberg, Banorte

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalia Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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 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, 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, 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
<b>COMPRA MANTENER VENTA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	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
Axtel CPO	11/08/2020	Compra	\$9.00
Axtel CPO	15/01/2020	Compra	\$4.50
Axtel CPO	17/04/2019	Compra	\$3.15
Axtel CPO	24/04/2019	Compra	\$3.59

<b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas</b>			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
<b>Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados</b>			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
<b>Análisis Económico</b>			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
<b>Estrategia de Mercados</b>			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
<b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalia Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
<b>Análisis Bursátil</b>			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Victor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
<b>Estudios Económicos</b>			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
<b>Banca Mayorista</b>			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899