

## TELECOMUNICACIONES

Nota Sectorial

21 de diciembre 2020

### Sentando las bases para el crecimiento futuro

- En [2021](#) el sector de telecomunicaciones seguirá beneficiándose de las necesidades de conectividad en la ‘nueva normalidad’, aunque el ritmo de adiciones netas de usuarios podría moderarse
- La migración hacia nuevas tecnologías como el 5G y GPON sentará las bases para el crecimiento futuro, mientras temas de consolidación y concentración económica continuarán captando el foco de atención
- Seguimos favoreciendo a Amx y Axtel, quienes se perfilan para beneficiarse más claramente de una mayor demanda de datos, de cara a la eventual llegada del internet de las cosas

Con perspectiva positiva de mediano plazo. El sector de telecomunicaciones ha sido de los pocos beneficiados en la ‘nueva normalidad’. El confinamiento y el trabajo a distancia exacerbaron las crecientes necesidades de conectividad y entretenimiento de los consumidores, reflejándose en atractivas adiciones de unidades generadoras de ingresos (UGIs), bajas tasas de desconexión e importantes crecimientos en el tráfico de datos. Si bien creemos que estos cambios en los hábitos de consumo serán permanentes y 2021 se perfila para ser de [recuperación económica](#), anticipamos que este año las adiciones netas de usuarios podrían moderarse ligeramente al enfrentarse a una elevada base comparativa. No obstante lo anterior, la migración de redes hacia nuevas tecnologías como la 5G y de fibra óptica (como la óptica pasiva con capacidad de gigabit o GPON por sus siglas en inglés) sentarán las bases para el crecimiento del sector en el mediano plazo.

La tercera ola de crecimiento en telecomunicaciones está cerca. El internet de las cosas (IdC) o la conexión de cualquier dispositivo a internet, con el objetivo de enviar y recibir datos en tiempo real, se prevé que demande una mayor velocidad de transmisión móvil y una menor latencia para el enlace simultáneo de dispositivos (desde artículos vestibles y aplicativos para automóviles u hogares, hasta ciudades inteligentes y soluciones para la industria). Al respecto, 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), resultado de un mayor uso de esta tecnología para aplicaciones en el hogar y especialmente en el segmento industrial. Mientras tanto, de acuerdo con el *Ericsson Mobility Report* de noviembre 2020, se estima que el tráfico de datos móviles más que se cuadruplica hacia 2026, pasando de 51 exabytes mensuales al cierre de 2020 a 226EB a finales del 2026.

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

### Consumo y Telecomunicaciones

#### Valentín Mendoza

Subdirector Análisis Bursátil  
valentin.mendoza@banorte.com

#### Juan Barbier, CFA

Analista  
juan.barbier@banorte.com

#### AMX - COMPRA

|                         |                |
|-------------------------|----------------|
| Precio Actual           | \$14.18        |
| <b>PO 2021</b>          | <b>\$18.00</b> |
| Dividendo 2021          | \$0.40         |
| Dividendo (%)           | 2.8%           |
| Rendimiento Potencial   | 29.8%          |
| Precio ADR              | US\$14.19      |
| PO2021 ADR              | US\$18.20      |
| Acciones por ADR        | 20             |
| <b>Múltiplos 12M</b>    |                |
| FV/EBITDA               | 5.3x           |
| P/U                     | 30.7x          |
| <b>MSCI ESG Rating*</b> | <b>B</b>       |

#### AXTEL - COMPRA

|                         |                |
|-------------------------|----------------|
| Precio Actual           | \$7.07         |
| <b>PO 2021</b>          | <b>\$10.00</b> |
| Dividendo 2021          | \$0.40         |
| Dividendo (%)           | 2.8%           |
| Rendimiento Potencial   | 41.4%          |
| <b>Múltiplos 12M</b>    |                |
| FV/EBITDA               | 5.2x           |
| P/U                     | 34.9x          |
| <b>MSCI ESG Rating*</b> | <b>N.A.</b>    |

#### MEGA - MANTENER

|                         |                |
|-------------------------|----------------|
| Precio Actual           | \$71.88        |
| <b>PO 2021</b>          | <b>\$84.00</b> |
| Dividendo 2021          | \$1.90         |
| Dividendo (%)           | 2.6%           |
| Rendimiento Potencial   | 19.5%          |
| <b>Múltiplos 12M</b>    |                |
| FV/EBITDA               | 6.3x           |
| P/U                     | 14.3x          |
| <b>MSCI ESG Rating*</b> | <b>CCC</b>     |

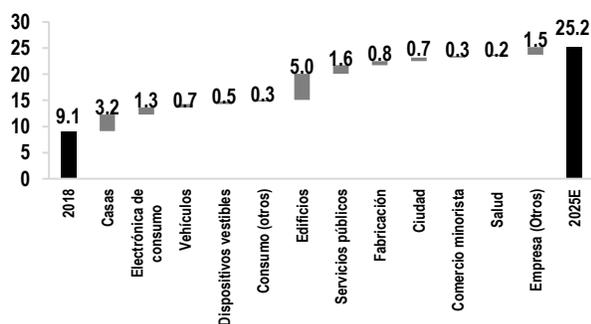
#### TLEVISA - COMPRA

|                         |                |
|-------------------------|----------------|
| Precio Actual           | \$33.21        |
| <b>PO 2021</b>          | <b>\$47.00</b> |
| Dividendo 2021          | \$1.30         |
| Dividendo (%)           | 3.9%           |
| Rendimiento Potencial   | 45.4%          |
| Precio ADR              | US\$8.23       |
| PO2021 ADR              | US\$11.90      |
| Acciones por ADR        | 5              |
| <b>Múltiplos 12M</b>    |                |
| FV/EBITDA               | 6.0x           |
| P/U                     | N.A.           |
| <b>MSCI ESG Rating*</b> | <b>CCC</b>     |

**El 5G será la clave...** El despliegue de la red de comunicación móvil de quinta generación (5G) será la pieza angular para el logro de dicho objetivo, ya que la misma incrementa la velocidad 10x (>1Gbps) vs la del 4.5G o LTE (evolución de largo plazo, por sus siglas en inglés), y al mismo tiempo disminuye la latencia (<1ms). Si bien, en varias partes del mundo ya se ha iniciado el despliegue de esta tecnología, en América Latina apenas se han lanzado pruebas piloto. La propia América Móvil fue la primera en hacerlo en la región, migrando algunas zonas de Brasil y Colombia, en asociación con Ericsson. En ese sentido, esperamos que a más tardar a finales de 2021 veamos las primeras pruebas de 5G en México, Chile y Argentina, apalancados en la tecnología de compartición dinámica de espectro (DSS), que únicamente implica una actualización de software, dejando de lado por el momento las fuertes inversiones en la construcción de estaciones base para aumentar la densificación de nodos que requiere el 5G para los retardos en la transmisión. Los siguientes gráficos muestran algunos indicadores sobre la evolución esperada del sector de telecomunicaciones en el mundo:

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

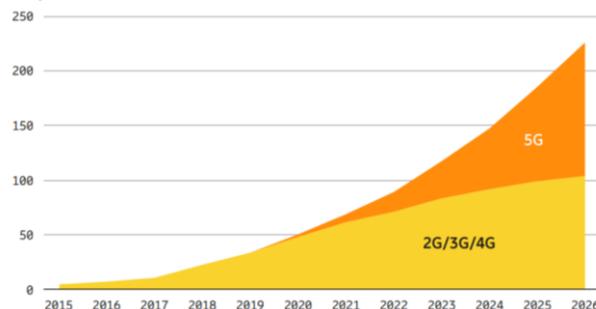
Miles de millones de dispositivos inteligentes



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

#### Tráfico de datos móviles en el mundo

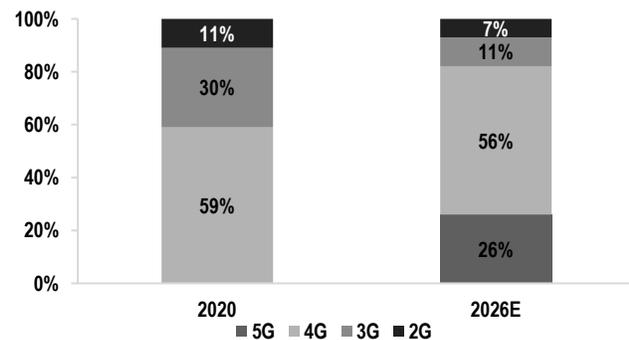
Exabytes



Fuente: Ericsson Mobility Report (nov. 2020)

#### Penetración en Latinoamérica por tipo de tecnología

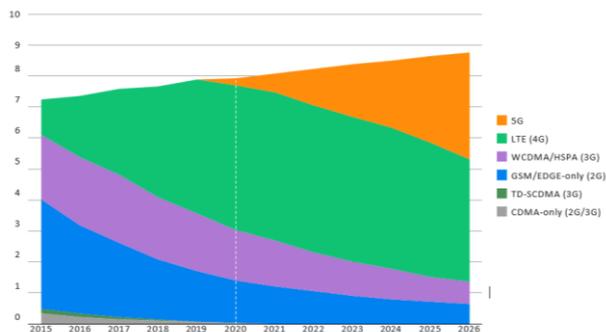
%



Fuente: Ericsson Mobility Report (nov. 2020)

#### Subscriptores móviles en el mundo por tipo de tecnología

Miles de millones



**...mientras esperamos importantes subastas de espectro...** La pandemia retrasó las subastas de bandas de radiofrecuencia que se han identificado como propicias para el despliegue del 5G. Sin embargo, 2021 se perfila para que finalmente se retomen estas iniciativas en países como México, donde [el IFT subastará el espectro de 3.4-3.45GHz](#) o Brasil, que prepara la mayor subasta de derecho de uso bandas de radiofrecuencia en su historia para finales del 1S21, y potencialmente también se den en Colombia y Perú, mientras que en

febrero conoceremos los resultados de la licitación en Chile. En consecuencia, creemos que éste será uno de los temas que más capte la atención de los inversionistas en 2021.

**...aunque también seguirán atrayendo los reflectores los temas de competencia económica...** En nuestra opinión, en 2021 los temas de concentración de mercado seguirán siendo uno de los focos de atención en el sector. Por una parte, en México habrá que aguardar a conocer el efecto que podrían tener [las nuevas medidas asimétricas que impuso el IFT](#), así como saber el resultado del [nuevo procedimiento que inició el regulador contra Televisa en el segmento de TV de Paga](#). Mientras tanto, la competencia económica en el sector de telecomunicaciones de Brasil también dará de qué hablar, debido a que aún está pendiente la autorización de Anatel para [la compra del negocio móvil de Grupo OI \(OIBR\) por parte de la terna integrada por América Móvil, Telefónica Brasil \(VIV\) y Telecom Italia \(TIM\)](#). Lo anterior será muy relevante, sobre todo considerando la fuerte participación de mercado que guardan los tres operadores y el objetivo de adquisición, recordando que recientemente por temas de concentración [Amx desistió de su compra de Telefónica El Salvador](#). Sin embargo, vale la pena destacar que nosotros seguimos viendo buenas probabilidades de que el regulador carioca dé su visto bueno a la transacción, lo que en nuestra opinión podría abrir la puerta a más ofertas de adquisición conjuntas en la región.

**...y una mayor consolidación del sector en Latam...** La salida de Telefónica de América Latina -exceptuando Brasil-, anunciada a finales de 2019, muy probablemente seguirá abriendo oportunidades de consolidación en el sector. Más aún al considerar que la española no ha concretado todavía la venta de sus negocios en México, Argentina, Colombia, Perú, Chile y Ecuador, así como de algunos países de Centroamérica (incluyendo por supuesto El Salvador, del que como ya comentamos desistió Amx). En nuestra opinión, tomando en consideración la concentración del mercado, es muy probable que ofertas presentadas individualmente por los principales operadores de cada país enfrenen importantes objeciones del regulador por temas de competencia económica. En ese sentido, creemos que es más factible que operadores que tienen presencia en países adyacentes (pero no necesariamente en alguno de estos) presenten ofertas. No obstante lo anterior, consideramos que si –como esperamos– el regulador brasileño da su visto bueno a la compra conjunta del negocio móvil de OI, ello podría abrir la puerta para que se presenten ofertas por los negocios de TEF en consorcios entre los principales operadores de cada país, con el objetivo de que la concentración no se vea afectada de una manera relevante.

**América Móvil, la mejor opción en América Latina para invertir en el 5G.** La indiscutible posición de liderazgo que guarda Amx en Latinoamérica, no sólo en términos de suscriptores de telefonía móvil en las principales economías de la región, sino por supuesto también en términos de infraestructura y capacidad financiera, en nuestra opinión, colocan a la emisora en una posición de privilegio para beneficiarse de la tercera ola de crecimiento en la industria que traerá consigo el 5G, y eventualmente, el IdC.

# AMX

## Saliendo de EE.UU. pero fortaleciéndose en Latam

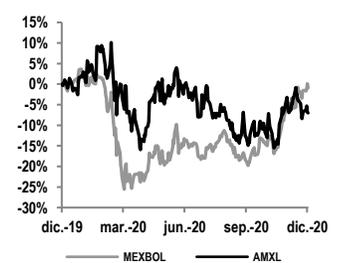
- Hemos incorporado a nuestros estimados [la venta de Tracfone](#) en EE.UU. y [la adquisición de 1/3 del negocio móvil de OI](#) en Brasil, lo que daría un impulso a los márgenes y disminuiría el apalancamiento
- Creemos que en 2021 Amx sentará las bases para su crecimiento futuro, realizando pruebas de 5G en México, Chile y Argentina, y avanzando en su despliegue en Brasil y Colombia
- Establecemos un PO2021 de \$18.00, el cual representa un FV/EBITDA 2021E de 5.7x, por arriba del actual pero en línea con el promedio de 3A de 6.0x. Ante la perspectiva positiva recomendamos COMPRA

### COMPRA

|                          |                |
|--------------------------|----------------|
| Precio Actual            | \$14.18        |
| <b>PO 2021</b>           | <b>\$18.00</b> |
| Dividendo 2021           | \$0.40         |
| Dividendo (%)            | 2.8%           |
| Rendimiento Potencial    | 29.8%          |
| Precio ADR               | US\$14.19      |
| PO2021 ADR               | US\$18.20      |
| Acciones por ADR         | 20             |
| Máx – Min 12m (\$)       | 16.82 – 12.33  |
| Valor de Mercado (US\$m) | 47,328.6       |
| Acciones circulación (m) | 66,435.7       |
| Flotante                 | 49%            |
| Operatividad Diaria \$m  | 710.6          |
| <b>Múltiplos 12M</b>     |                |
| FV/EBITDA                | 5.3x           |
| P/U                      | 30.7x          |
| <b>MSCI ESG Rating*</b>  | <b>B</b>       |

Se fortalece la rentabilidad y la estructura de capital. Luego de que la Comisión Federal de Comercio norteamericana (FTC por sus siglas en inglés) autorizó la venta de la filial de Amx en EE.UU. a Verizon, hemos asumido dicha desincorporación a partir del 2T21 en nuestro modelo de proyecciones. Asimismo, incorporamos 10.8 millones de suscriptores móviles de OI a las operaciones de Brasil con esa misma fecha. Ello se reflejaría en una disminución de 1.6% a/a en los suscriptores móviles y una baja de 8.3% en los ingresos; pero de tan sólo 1.7% en el EBITDA –debido a la desconsolidación de Tracfone que como operador móvil tenía márgenes consistentemente menores, lo que más que compensarían el efecto de la menor rentabilidad del negocio adquirido en Brasil–. De esta manera, anticipamos una expansión de 230pb en el margen EBITDA a 34.5%. Asimismo, asumimos que los recursos provenientes de la venta de Tracfone se destinarán a la reducción de la deuda, con lo que prevemos que el apalancamiento baje a 1.8x DN/EBITDA desde 2.2x. De esta manera, Amx llegaría con un balance fortalecido de cara a las fuertes inversiones que podría suponer el despliegue de 5G más adelante y mientras la posibilidad de monetizar sus más de 60,000 torres para bajar aún más la deuda sigue sobre la mesa. Establecemos nuestro PO2021 en \$18.00, el cual representa un múltiplo FV/EBITDA 2021E de 5.7x, por arriba del actual pero en línea con el promedio de 3 años de 6.0x. Ante la perspectiva positiva, recomendamos COMPRA.

Rendimiento relativo al IPC  
12 meses



### Estados Financieros

|                    | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E     |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ingresos           | 1,020,727 | 1,007,348 | 1,019,474 | 934,508   |
| Utilidad Operativa | 137,502   | 154,841   | 170,106   | 194,811   |
| EBITDA             | 289,497   | 313,756   | 328,428   | 322,706   |
| Margen EBITDA      | 28.4%     | 31.1%     | 32.2%     | 34.5%     |
| Utilidad Neta      | 48,129    | 67,731    | 27,684    | 90,057    |
| Margen Neto        | 4.7%      | 6.7%      | 2.7%      | 9.6%      |
| Activo Total       | 1,413,891 | 1,531,934 | 1,575,210 | 1,468,353 |
| Disponible         | 70,677    | 67,464    | 72,094    | 68,164    |
| Pasivo Total       | 1,183,696 | 1,305,027 | 1,340,092 | 1,165,462 |
| Deuda              | 663,076   | 754,448   | 780,579   | 639,185   |
| Capital            | 230,195   | 226,907   | 235,118   | 302,891   |

Fuente: Banorte

### Múltiplos y razones financieras

|                   | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| FV/EBITDA         | 5.5x  | 5.3x  | 5.2x  | 4.9x  |
| P/U               | 19.5x | 13.8x | 34.0x | 10.5x |
| P/VL              | 5.2x  | 5.3x  | 5.3x  | 3.9x  |
| ROE               | 19.6% | 29.6% | 12.0% | 33.5% |
| ROA               | 3.4%  | 4.4%  | 1.8%  | 6.1%  |
| EBITDA/ intereses | 9.1x  | 8.3x  | 8.3x  | 9.2x  |
| Deuda Neta/EBITDA | 2.0x  | 2.2x  | 2.2x  | 1.8x  |
| Deuda/Capital     | 2.9x  | 3.3x  | 3.3x  | 2.1x  |

## AMX – Estados Financieros

Cifras en millones de pesos

| Estado de Resultados                      |                  |                  |                  |                 |              |
|---|------------------|------------------|------------------|-----------------|--------------|
| Año                                       | 2018             | 2019             | 2020e            | 2021e           | TCAC         |
| <b>Ventas Netas</b>                       | <b>1,020,727</b> | <b>1,007,348</b> | <b>1,019,474</b> | <b>934,508</b>  | <b>-2.9%</b> |
| Costo de Ventas                           | 653,830          | 630,651          | 628,566          | 536,836         | -6.4%        |
| Utilidad Bruta                            | 366,896          | 376,697          | 390,909          | 397,672         | 2.7%         |
| Gastos Generales                          | 221,389          | 215,994          | 216,226          | 198,189         | -3.6%        |
| <b>Utilidad de Operación</b>              | <b>137,502</b>   | <b>154,841</b>   | <b>170,106</b>   | <b>194,811</b>  | <b>12.3%</b> |
| <b>Margen Operativo</b>                   | <b>13.5%</b>     | <b>15.4%</b>     | <b>16.7%</b>     | <b>20.8%</b>    | <b>15.7%</b> |
| Depreciación Operativa                    | 151,995          | 158,915          | 158,321          | 127,895         | -5.6%        |
| <b>EBITDA</b>                             | <b>289,497</b>   | <b>313,756</b>   | <b>328,428</b>   | <b>322,706</b>  | <b>3.7%</b>  |
| <b>Margen EBITDA</b>                      | <b>28.4%</b>     | <b>31.1%</b>     | <b>32.2%</b>     | <b>34.5%</b>    |              |
| <b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b> | <b>(40,317)</b>  | <b>(33,476)</b>  | <b>(126,762)</b> | <b>(37,590)</b> | <b>-2.3%</b> |
| Intereses Pagados                         | 31,772           | 37,911           | 39,576           | 35,176          | 3.5%         |
| Intereses Ganados                         | 10,617           | 6,285            | 4,507            | 3,798           | -29.0%       |
| Otros Productos (Gastos) Financieros      | (14,624)         | (7,075)          | 13,620           | (5,193)         | -29.2%       |
| Utilidad (Pérdida) en Cambios             | (4,538)          | 5,226            | (105,313)        | (1,019)         | -39.2%       |
| Part. Subsidiarias no Consolidadas        | 0                | (18)             | (282)            | 2               | 101.9%       |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>        | <b>97,186</b>    | <b>121,347</b>   | <b>43,062</b>    | <b>157,223</b>  | <b>17.4%</b> |
| Provisión para Impuestos                  | 46,903           | 51,034           | 10,904           | 62,889          | 10.3%        |
| Operaciones Discontinuas                  |                  |                  |                  |                 |              |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>          | <b>50,282</b>    | <b>70,313</b>    | <b>32,158</b>    | <b>94,334</b>   | <b>23.3%</b> |
| Participación Minoritaria                 | 2,153            | 2,583            | 4,474            | 4,277           | 25.7%        |
| <b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>          | <b>48,129</b>    | <b>67,731</b>    | <b>27,684</b>    | <b>90,057</b>   | <b>23.2%</b> |
| <b>Margen Neto</b>                        | <b>4.7%</b>      | <b>6.7%</b>      | <b>2.7%</b>      | <b>9.6%</b>     |              |
| <b>UPA</b>                                | <b>0.729</b>     | <b>1.026</b>     | <b>0.417</b>     | <b>1.356</b>    | <b>23.0%</b> |

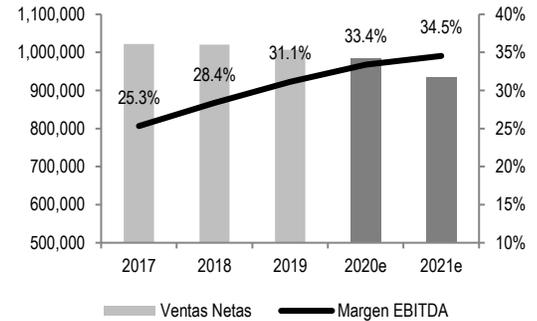
| Estado de Posición Financiera (Millones de pesos) |                  |                  |                  |                  |              |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|
|   | 2018             | 2019             | 2020e            | 2021e            |              |
| <b>Activo Circulante</b>                          | <b>351,913</b>   | <b>330,844</b>   | <b>357,101</b>   | <b>351,563</b>   | <b>0.0%</b>  |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo               | 70,677           | 67,464           | 72,094           | 68,164           | -1.2%        |
| <b>Activos No Circulantes</b>                     | <b>1,061,979</b> | <b>1,201,089</b> | <b>1,218,109</b> | <b>1,116,790</b> | <b>1.7%</b>  |
| Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)                | <b>629,088</b>   | <b>639,343</b>   | <b>640,668</b>   | <b>539,791</b>   | <b>-5.0%</b> |
| Activos Intangibles (Neto)                        | 115,864          | 125,169          | 136,311          | 136,311          | 5.6%         |
| <b>Activo Total</b>                               | <b>1,413,891</b> | <b>1,531,934</b> | <b>1,575,210</b> | <b>1,468,353</b> | <b>1.3%</b>  |
| <b>Pasivo Circulante</b>                          | <b>473,415</b>   | <b>525,400</b>   | <b>512,418</b>   | <b>474,819</b>   | <b>0.1%</b>  |
| Deuda de Corto Plazo                              | 116,817          | 164,663          | 152,381          | 148,018          | 8.2%         |
| Proveedores                                       | 256,953          | 260,703          | 238,535          | 210,226          | -6.5%        |
| <b>Pasivo a Largo Plazo</b>                       | <b>710,281</b>   | <b>779,627</b>   | <b>827,674</b>   | <b>690,643</b>   | <b>-0.9%</b> |
| Deuda de Largo Plazo                              | 546,260          | 589,784          | 628,198          | 491,167          | -3.5%        |
| <b>Pasivo Total</b>                               | <b>1,183,696</b> | <b>1,305,027</b> | <b>1,340,092</b> | <b>1,165,462</b> | <b>-0.5%</b> |
| Capital Contable                                  | 230,195          | 226,907          | 235,118          | 302,891          | 9.6%         |
| Participación Minoritaria                         | 49,877           | 48,997           | 57,662           | 61,938           | 7.5%         |
| <b>Capital Contable Mayoritario</b>               | <b>180,319</b>   | <b>177,910</b>   | <b>177,456</b>   | <b>240,952</b>   | <b>10.1%</b> |
| <b>Pasivo y Capital</b>                           | <b>1,413,891</b> | <b>1,531,934</b> | <b>1,575,210</b> | <b>1,468,353</b> | <b>1.3%</b>  |
| <b>Deuda Neta</b>                                 | <b>592,400</b>   | <b>686,984</b>   | <b>708,485</b>   | <b>571,022</b>   | <b>-1.2%</b> |

| Estado de Flujo de Efectivo              |                |                |              |                |  |
|--|----------------|----------------|--------------|----------------|--|
|  | 2018           | 2019           | 2020e        | 2021e          |  |
| Flujo de la Operación                    | 247,115        | 234,095        | 255,976      | 198,904        |  |
| Flujo Neto de Inversión                  | (148,783)      | (162,974)      | (126,764)    | 10,306         |  |
| Flujo Neto de Financiamiento             | (101,357)      | (71,227)       | (114,158)    | (197,137)      |  |
| Efecto por tipo de cambio                | (801)          | (1,807)        | (8,486)      | (16,004)       |  |
| <b>Incremento (disminución) efectivo</b> | <b>(3,826)</b> | <b>(1,914)</b> | <b>6,568</b> | <b>(3,930)</b> |  |

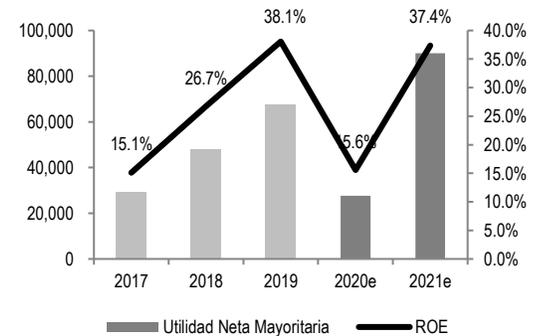
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



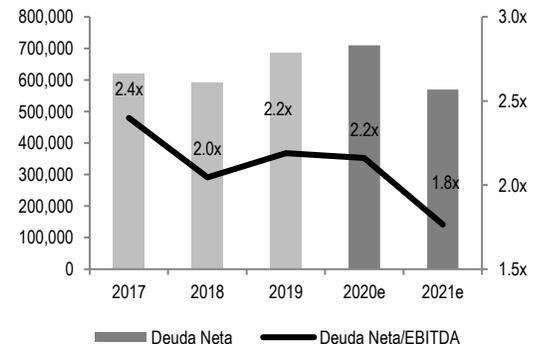
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Fuente: Banorte, BMV.

## Estimados 2021

Creemos que en 2021 las necesidades de conectividad seguirán muy presentes, motivando el crecimiento orgánico de suscriptores móviles, accesos de banda ancha, el tráfico de datos y la continua migración de clientes de prepago hacia postpago. Asimismo, la reapertura de actividades debería impulsar una recuperación en la venta de equipos, así como en el servicio prepago. No obstante, las principales variables que influirán en el desempeño de Amx serán las inorgánicas. Al respecto, hemos incorporado a nuestro modelo de proyecciones la venta de Tracfone en EE.UU. y la compra de cerca de 1/3 parte del negocio móvil de OI en Brasil, a partir del 2T21 en ambos casos. Consideramos que la transacción de Tracfone muy probablemente se cierre durante el 1T21, por lo que asumimos su desincorporación a partir de la segunda mitad del 1S21. Estimamos que ello supondría la baja de 20.4 millones de suscriptores móviles (~7% del total) y ~13% de los ingresos, pero tan sólo ~5% del EBITDA, debido a la menor rentabilidad de este negocio (~14% vs  $\geq 30\%$  en el resto de los países). Por su parte, la incorporación de 32% del negocio móvil de OI añadiría ~10.8 millones de suscriptores celulares, 0.8% de las ventas y 0.7% del flujo de operación, recordando que la mayor exposición de OI hacia suscriptores de prepago (con un ARPU más bajo (R\$16.6 vs R\$24.0 de Claro) sería ligeramente dilusivo para el negocio en Brasil –aunque con atractivas sinergias potenciales–.

Con ello en mente, prevemos que los suscriptores móviles caigan 1.6% a/a a 276.7 millones de usuarios. Por su parte, las UGIs aumentarían interanualmente 1.5% a 86.3 millones. Mientras tanto, el ARPU en pesos permanecería prácticamente estable (-0.1% a/a a \$195.12), debido a que el fortalecimiento del peso frente a otras divisas latinoamericanas contrarrestaría un avance de 6.1% en el MOU comparable. Con ello, los ingresos por servicios móviles disminuirían 11.7% a/a a \$753,818 millones. Por su parte, la venta de equipo se recuperaría interanualmente 12.8% a/a a \$180,690 millones, ante la reapertura de puntos de venta y una fácil base de comparación. Así, los ingresos consolidados disminuirían 8.3% a/a a \$934,508 millones. A nivel del EBITDA, estimamos que la venta de Tracfone dé un fuerte impulso a la rentabilidad (+230pb a/a a 34.5%), con lo que el flujo de operación consolidado tan sólo disminuiría interanualmente 1.7% a \$322,706 millones. Por su parte, la utilidad neta más que se triplicaría a/a, ubicándose en \$90,057 millones, impulsada por una disminución de 70.3% en el CIF –ante pérdidas cambiarias 99% inferiores vs 2020, resultado de un entorno cambiario menos adverso– y que más que compensaría una normalización en la tasa efectiva de impuestos (40%e vs 25.3%e en 2020). Mientras tanto, creemos que las inversiones de capital habrían de normalizarse para continuar con el despliegue de su red 5G en Europa, comenzarla en Brasil y Colombia y realizar sus primeras pruebas piloto en México, Argentina y Chile. Adicionalmente, seguiría el despliegue de 4G y LTE en el resto de los territorios. Con ello, estimamos que el Capex aumente 40% a/a a \$154,935 millones (US \$7,000 millones). Finalmente, asumimos el pago de US \$6,250 millones de deuda (con la venta de Tracfone) lo que bajaría el apalancamiento a 1.8x DN/EBITDA desde 2.2x.

## Valuación y PO2021 de \$18.00

Para el cálculo del valor teórico de las acciones de América Móvil utilizamos un modelo de valuación por flujos descontados (DCF), a partir del flujo de efectivo libre a la empresa (FCFF). En nuestro modelo asumimos una tasa de costo de capital promedio ponderado (WACC) de 8.6%, para la cual estimamos un costo de capital (CAPM) de 13.0%, un costo de la deuda de 3.6% y una razón deuda/capitalización de 42.0%. Para el CAPM utilizamos una tasa libre de riesgo de 6.75% ([cierre 2021E del bono M de 10 años](#) de nuestro equipo de Análisis de Renta Fija y Tipo de Cambio), una beta de 1.0 y una prima de riesgo de mercado de 6.0%. Asimismo, para el valor terminal asumimos un múltiplo FV/EBITDA de 6.0x, igual a promedios históricos (3A y 5A) y equivalente a un descuento de ~8% vs la mediana del sector de telecomunicaciones en 2021 de 6.5x –en línea con el descuento promedio que la emisora ha guardado frente al sector en los últimos 5A–. Con ello en mente, establecemos nuestro PO2021 en \$18.00, el cual representa un múltiplo FV/EBITDA 2021E de 5.7x, siendo superior al actual y en línea con el promedio del último año de 6.0x, aunque por debajo del sector. El mismo ofrece un interesante rendimiento potencial de 29.8% (incluyendo 2.8% por retorno de dividendos), mientras que la valuación en 4.9x FV/EBITDA 2021E luce atractiva y la perspectiva de mediano plazo es muy positiva, por lo que nuestra recomendación es COMPRA.

### Valuación por flujos descontados (DCF)

Millones de pesos

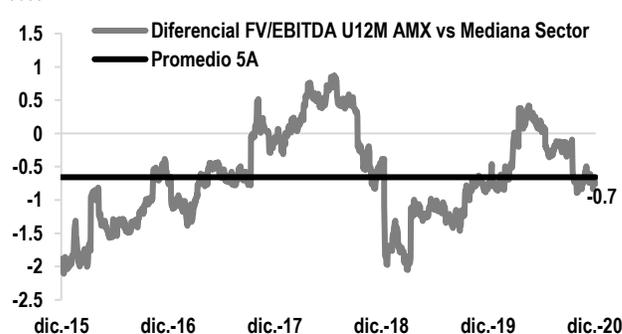
|                              | 2021e     | 2022e     | 2023e     | 2024e     | 2025e     | 2026e     | Perp.                            |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------------------------|
| (+) EBITDA                   | 322,706   | 332,857   | 347,836   | 363,488   | 379,845   | 396,938   |                                  |
| (-) Capital de Trabajo       | (32,523)  | (28,851)  | (34,784)  | (36,349)  | (37,985)  | (39,694)  |                                  |
| (-) Inversión en Activo Fijo | (154,935) | (162,892) | (167,778) | (172,812) | (177,996) | (183,336) |                                  |
| (-) Impuestos                | (47,532)  | (50,867)  | (55,654)  | (58,158)  | (60,775)  | (63,510)  |                                  |
| (=) Flujo Efectivo           | 87,716    | 90,248    | 89,620    | 96,170    | 103,089   | 110,398   |                                  |
| (+) Perpetuidad              | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 2,381,631                        |
| (=) Flujo del Negocio        | 87,716    | 90,248    | 89,620    | 96,170    | 103,089   | 110,398   | 2,381,631                        |
| Tasa Libre de riesgo (RF)    | 6.8%      |           |           |           |           |           | (+) Valor presente de los Flujos |
| Riesgo Mercado (RM)          | 6.0%      |           |           |           |           |           | (+) Valor presente Perpetuidad   |
| Beta                         | 1.0       |           |           |           |           |           | = Valor empresa                  |
| CAPM                         | 13.0%     |           |           |           |           |           | (-) Deuda Neta                   |
|                              |           |           |           |           |           |           | (-) Interés minoritario          |
| Costo de la Deuda            | 3.6%      |           |           |           |           |           | (=) Valor del Capital            |
| Tasa impuestos               | 30.0%     |           |           |           |           |           | Acciones en circulación          |
| Costo Deuda Neto             | 2.5%      |           |           |           |           |           |                                  |
| Deuda / Capitalización       | 42%       |           |           |           |           |           |                                  |
| WACC                         | 8.6%      |           |           |           |           |           | <b>Precio Objetivo \$ 18.04</b>  |
| Múltiplo EBITDA              | 6.0x      |           |           |           |           |           | Precio Actual 14.18              |
|                              |           |           |           |           |           |           | Rendimiento Potencial 27.2%      |

Fuente: Banorte

FV/EBITDA U12M Amx y mediana sector telecomunicaciones  
Veces



Diferencial FV/EBITDA U12M Amx vs mediana del sector  
Veces



Fuente: Bloomberg, Banorte

# AXTEL

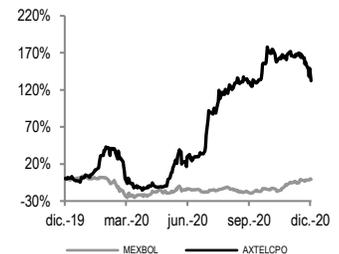
## La venta debería completarse pronto

- Estimamos que, en línea con [la estrategia de Alfa](#), la venta de todo Axtel podría concretarse en el 1T21, lo que debería detonar [el valor intrínseco que todavía vemos en la emisora](#)
- Respecto del valor de la suma de partes, implícitamente el mercado está valuando Servicios a 1.5x FV/EBITDA 2021E o a Infraestructura en 8.0x, por lo que vemos amplio espacio para una revaluación
- Establecemos un PO2021 en \$10.00, el cual implica un FV/EBITDA 2021E de 8.6x, por arriba del actual, ante la perspectiva positiva y reconocimiento de su valor real. Recomendamos COMPRA

**Vale la pena esperar.** Creemos que el cierre de la venta de toda la compañía podría concretarse en el 1T21, lo que debería ayudar a detonar el potencial de Axtel. El precio al que actualmente cotiza el CPO, respecto de la suma de partes, implica una valuación de 1.5x FV/EBITDA 2021E para *Alestra* (asumiendo un múltiplo de 11x para Infraestructura, en línea con el sector y transacciones precedentes), o bien de 8.0x para *Axtel Networks* si consideramos una valuación de 5.2x para *Alestra*, igual a la que cotiza todo Axtel actualmente y siendo por debajo de comparables. Cualquiera de las dos aproximaciones, en nuestra opinión, refleja que el mercado todavía no está reconociendo correctamente el valor de la compañía, y evidencia un amplio espacio para una revaluación en la emisora. En ese mismo tenor, mantenemos nuestra convicción de que la eventual venta de la compañía debería ser el catalizador para cerrar dicha brecha, considerando adicionalmente la posibilidad de que el comprador pudiese incluso ofrecer una prima por adquisición (que en promedio rondan 15%), más aún al considerar el gran atractivo del segmento de Infraestructura que [ya hemos destacado previamente](#). Actualizamos nuestro modelo de valuación por suma de partes, estableciendo nuestro PO2021 en \$10.00 por CPO. Éste representa un múltiplo FV/EBITDA de 8.6x, superior al actual de 5.2x, ante la perspectiva positiva ya mencionada y nuestra expectativa del reconocimiento del valor intrínseco de Infraestructura y Servicios. Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA.

|                            |                |
|----------------------------|----------------|
| <b>COMPRA</b>              |                |
| Precio Actual              | \$7.07         |
| <b>PO 2021</b>             | <b>\$10.00</b> |
| Dividendo 2021             |                |
| Dividendo (%)              |                |
| Rendimiento Potencial      | 41.4%          |
| Máx – Mín 12m (\$)         | 8.67 – 2.47    |
| Valor de Mercado (US\$m)   | 1,005.8        |
| Acciones circulación (m)   | 2,865.2        |
| Flotante                   | 22%            |
| Operatividad Diaria (\$ m) | 9.1            |
| <b>Múltiplos 12M</b>       |                |
| FV/EBITDA                  | 5.2x           |
| P/U                        | 34.9x          |
| <b>MSCI ESG Rating*</b>    | <b>N.A.</b>    |

Rendimiento relativo al IPC  
12 meses



| Estados Financieros | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos            | 14,876 | 12,784 | 12,714 | 13,297 |
| Utilidad Operativa  | 965    | 774    | 2,847  | 1,387  |
| EBITDA              | 5,203  | 4,465  | 6,394  | 4,575  |
| Margen EBITDA       | 35.0%  | 34.9%  | 50.3%  | 34.4%  |
| Utilidad Neta       | 1,095  | -14    | 915    | 1,550  |
| Margen Neto         | 7.4%   | -0.1%  | 7.2%   | 11.7%  |
| Activo Total        | 28,156 | 24,331 | 25,572 | 26,556 |
| Disponible          | 2,249  | 858    | 2,900  | 4,792  |
| Pasivo Total        | 24,535 | 20,920 | 21,519 | 20,953 |
| Deuda               | 15,662 | 14,886 | 16,186 | 15,817 |
| Capital             | 3,621  | 3,411  | 4,053  | 5,603  |

| Múltiplos y razones financieras | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| FV/EBITDA                       | 6.5x  | 7.7x  | 5.2x  | 6.8x  |
| P/U                             | 18.7x | N.A.  | 21.9x | 12.9x |
| P/VL                            | 5.6x  | 5.9x  | 4.9x  | 3.6x  |
| ROE                             | 35.8% | -0.4% | 24.5% | 32.1% |
| ROA                             | 3.9%  | -0.1% | 3.6%  | 5.8%  |
| EBITDA/ intereses               | 2.8x  | 3.3x  | 4.5x  | 3.3x  |
| Deuda Neta/EBITDA               | 2.6x  | 3.1x  | 2.1x  | 2.4x  |
| Deuda/Capital                   | 4.3x  | 4.4x  | 4.0x  | 2.8x  |

Fuente: Banorte

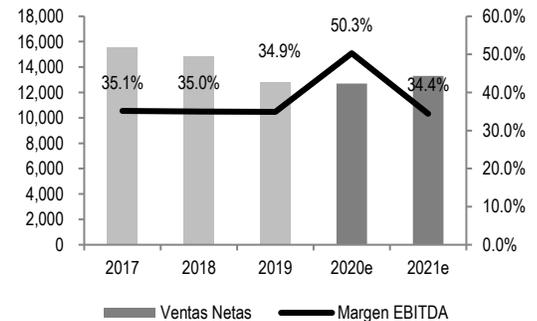
## AXTEL – Estados Financieros

Cifras en millones de pesos

| Estado de Resultados                              |                |                |                |                |              |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| Año   | 2018           | 2019           | 2020e          | 2021e          | TCAC         |
| <b>Ventas Netas</b>                               | <b>14,876</b>  | <b>12,784</b>  | <b>12,714</b>  | <b>13,297</b>  | <b>-3.7%</b> |
| Costo de Ventas                                   | 7,174          | 6,104          | 6,243          | 5,817          | -6.7%        |
| Utilidad Bruta                                    | 7,702          | 6,679          | 6,471          | 7,479          | -1.0%        |
| Gastos Generales                                  | 6,944          | 5,842          | 5,620          | 6,075          | -4.4%        |
| <b>Utilidad de Operación</b>                      | <b>965</b>     | <b>774</b>     | <b>2,847</b>   | <b>1,387</b>   | <b>12.8%</b> |
| <b>Margen Operativo</b>                           | <b>6.5%</b>    | <b>6.1%</b>    | <b>22.4%</b>   | <b>10.4%</b>   | <b>17.1%</b> |
| Depreciación Operativa                            | 4,162          | 3,579          | 3,392          | 3,154          | -8.8%        |
| <b>EBITDA</b>                                     | <b>5,203</b>   | <b>4,465</b>   | <b>6,394</b>   | <b>4,575</b>   | <b>-4.2%</b> |
| <b>Margen EBITDA</b>                              | <b>35.0%</b>   | <b>34.9%</b>   | <b>50.3%</b>   | <b>34.4%</b>   |              |
| <b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>         | <b>(1,665)</b> | <b>(1,127)</b> | <b>(2,231)</b> | <b>(1,264)</b> | <b>-8.8%</b> |
| Intereses Pagados                                 | 1,869          | 1,370          | 1,422          | 1,374          | -9.7%        |
| Intereses Ganados                                 | 41             | 55             | 42             | 59             | 12.9%        |
| Otros Productos (Gastos) Financieros              | (24)           | (102)          | 7              | (129)          | 74.2%        |
| Utilidad (Pérdida) en Cambios                     | 187            | 290            | (859)          | 179            | -1.3%        |
| Part. Subsidiarias no Consolidadas                |                |                |                |                |              |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>                | <b>(699)</b>   | <b>(353)</b>   | <b>616</b>     | <b>123</b>     | <b>-156%</b> |
| Provisión para Impuestos                          | 118            | (15)           | (298)          | (1,426)        | -329%        |
| Operaciones Discontinuas                          | 1,912          | 324            |                |                |              |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                  | <b>1,095</b>   | <b>(662)</b>   | <b>915</b>     | <b>1,550</b>   | <b>12.3%</b> |
| Participación Minoritaria                         |                |                |                |                |              |
| <b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>                  | <b>1,095</b>   | <b>(14)</b>    | <b>915</b>     | <b>1,550</b>   | <b>12.3%</b> |
| <b>Margen Neto</b>                                | <b>7.4%</b>    | <b>-0.1%</b>   | <b>7.2%</b>    | <b>11.7%</b>   |              |
| <b>UPA</b>  | <b>0.378</b>   | <b>(0.005)</b> | <b>0.323</b>   | <b>0.547</b>   | <b>13.1%</b> |
| Estado de Posición Financiera (Millones de pesos) |                |                |                |                |              |
| <b>Activo Circulante</b>                          | <b>6,944</b>   | <b>6,035</b>   | <b>8,307</b>   | <b>10,623</b>  | <b>15.2%</b> |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo               | 2,249          | 858            | 2,900          | 4,792          | 28.7%        |
| <b>Activos No Circulantes</b>                     | <b>21,212</b>  | <b>18,296</b>  | <b>17,266</b>  | <b>15,933</b>  | <b>-9.1%</b> |
| Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)                | 16,106         | 12,964         | 11,366         | 10,034         | -14.6%       |
| Activos Intangibles (Neto)                        | 986            | 633            | 905            | 905            | -2.8%        |
| <b>Activo Total</b>                               | <b>28,156</b>  | <b>24,331</b>  | <b>25,572</b>  | <b>26,556</b>  | <b>-1.9%</b> |
| <b>Pasivo Circulante</b>                          | <b>8,778</b>   | <b>5,178</b>   | <b>6,687</b>   | <b>6,425</b>   | <b>-9.9%</b> |
| Deuda de Corto Plazo                              | 505            | 635            | 2,262          | 2,196          | 63.2%        |
| Proveedores                                       | 7,297          | 3,701          | 3,262          | 3,023          | -25.5%       |
| <b>Pasivo a Largo Plazo</b>                       | <b>15,757</b>  | <b>15,742</b>  | <b>14,832</b>  | <b>14,528</b>  | <b>-2.7%</b> |
| Deuda de Largo Plazo                              | 15,157         | 14,251         | 13,924         | 13,621         | -3.5%        |
| <b>Pasivo Total</b>                               | <b>24,535</b>  | <b>20,920</b>  | <b>21,519</b>  | <b>20,953</b>  | <b>-5.1%</b> |
| Capital Contable                                  | 3,621          | 3,411          | 4,053          | 5,603          | 15.7%        |
| Participación Minoritaria                         | 0              |                |                |                |              |
| <b>Capital Contable Mayoritario</b>               | <b>3,621</b>   | <b>3,411</b>   | <b>4,053</b>   | <b>5,603</b>   | <b>15.7%</b> |
| <b>Pasivo y Capital</b>                           | <b>28,156</b>  | <b>24,331</b>  | <b>25,572</b>  | <b>26,556</b>  | <b>-1.9%</b> |
| <b>Deuda Neta</b>                                 | <b>13,413</b>  | <b>14,028</b>  | <b>13,286</b>  | <b>11,025</b>  | <b>-6.3%</b> |
| Estado de Flujo de Efectivo                       |                |                |                |                |              |
|   | 2018           | 2019           | 2020e          | 2021e          |              |
| Flujo de la Operación                             | 5,411          | 2,957          | 3,423          | 2,416          |              |
| Flujo Neto de Inversión                           | 2,376          | (528)          | 927            | (1,762)        |              |
| Flujo Neto de Financiamiento                      | (6,812)        | (3,821)        | (2,278)        | (1,374)        |              |
| Efecto por tipo de cambio                         | 16             | 1              | (29)           | 2,612          |              |
| <b>Incremento (disminución) efectivo</b>          | <b>991</b>     | <b>(1,391)</b> | <b>2,043</b>   | <b>1,892</b>   |              |

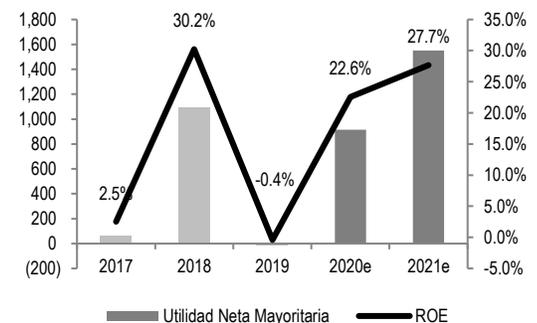
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



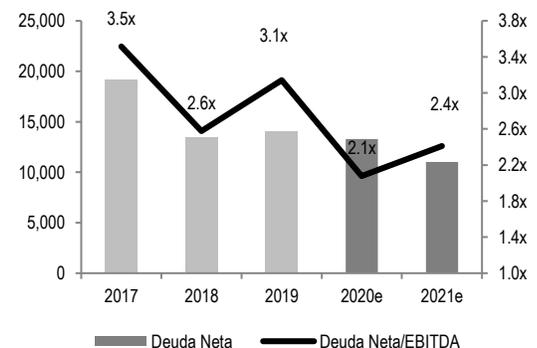
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Fuente: Banorte, BMV.

## Estimados 2021

De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, en 2021, los ingresos de Axtel podrían crecer 4.6% a/a para ubicarse en \$13,297 millones. Lo anterior sería resultado de un avance interanual de la misma magnitud en los ingresos netos de Infraestructura a \$2,745 millones, gracias a que las crecientes necesidades de conectividad y los primeros pasos del 5G en México se reflejarían en un sólido desempeño en rentas de espectro y de fibra obscura –más que compensando el efecto de conversión cambiaria adverso sobre sus ingresos dolarizados por la apreciación del peso–. Mientras tanto, prevemos que la reapertura económica y la ‘nueva normalidad’ incentiven una recuperación de 4.5% en las ventas de *Alestra*, explicado por la demanda de servicios de valor agregado en el sector empresarial (reflejándose en un crecimiento de 4.5% a/a en ventas, resultado de una caída interanual de 7.0% en servicios de voz, compensada por avances de 4.0% en datos, de 8% en servicios de administración de redes y de 10.0% en los ingresos de tecnologías de la información). Por su parte, también anticipamos una recuperación en gobierno (+4.4%e a/a) con TI (+5.0%), redes (+7.0%e) y datos (+3.0%) siendo los principales impulsores (voz: -10.%e).

A nivel del EBITDA, estimamos una caída interanual de 28.5% a \$4,575 millones, misma que se explica única y exclusivamente por la complicada base de comparación que dejó la utilidad extraordinaria de \$2,111 millones que recibió la compañía en 2020 por la transacción con *Equinix* y la cesión del espectro de 3.5GHz a América Móvil. De esta manera, el margen EBITDA se contraería 15.9pp a 34.4%. No obstante lo anterior, vale la pena destacar que en una base ajustada, el flujo de operación crecería 7.0% con una expansión de 80pb en la rentabilidad. Por segmento de negocio, esperamos que un mejor apalancamiento operativo en Servicios –por la recuperación en ventas– se refleje en un crecimiento de 8.8% a/a en el flujo de operación (margen EBITDA +0.8pp), en tanto que el EBTIDA de Infraestructura crecería 5.6% a/a (rentabilidad +20pb), gracias al estricto control de gastos y una mejor absorción de gastos fijos.

En lo que se refiere a la utilidad neta, proyectamos que la compañía obtendría un beneficio de \$1,550 millones (+69.5% a/a). Lo anterior se explicaría principalmente por una disminución de 43.3% en el CIF –resultado de un menor pago de intereses al bajar el apalancamiento, y sobre todo, de ganancias cambiarias que compararían muy favorablemente vs las pérdidas reportadas en 2020–.

Por último, estimamos que Axtel podría realizar inversiones de capital por \$1,821 millones en 2021 (+26.4% a/a), principalmente enfocadas en el crecimiento de la red de fibra óptica de *Axtel Networks* con el objetivo de mantener su posición de liderazgo en infraestructura para telecomunicaciones, de cara al próximo despliegue del 5G en México.

## Valuación y PO2021 de \$10.00

Al actualizar nuestro ejercicio de valuación por suma de partes, incorporando ahora estimados 2021, establecemos nuestro PO2021 en \$10.00. Para el cálculo de éste 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 12.7x y similar a la transacción precedente más reciente en el sector (la venta de *Zayo Group Holdings* a *Digital Colony Partners* y *EQT Infrastructure* en mayo de 2019 a un múltiplo de 12.1x). Por su parte, en *Alestra* (Servicios), determinamos un múltiplo de 5.2x, igual al que cotiza todo Axtel actualmente pero por debajo de la mediana del sector de telecomunicaciones en 2021 de 6.7x, de acuerdo con Bloomberg. Así, el múltiplo FV/EBITDA 2021E implícito para Axtel sería de 8.6x, por arriba del actual en 5.2x.

En nuestro PO2021 Axtel cotizaría a 8.6x FV/EBITDA 2021E, por arriba del actual en 5.2x y del promedio del último año ambos en 6.5x, justificado con base en la perspectiva positiva ya mencionada, y nuestra expectativa del reconocimiento del valor intrínseco de Infraestructura y Servicios.

### Valuación por suma de partes

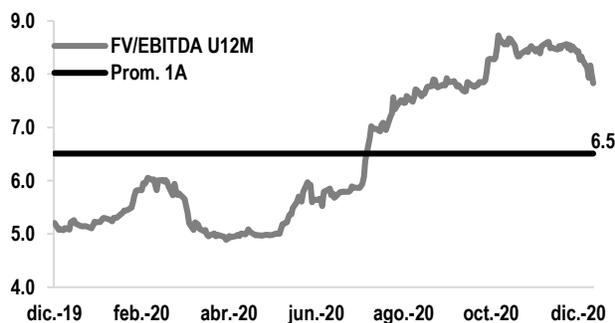
Millones de pesos

| Segmento                    | EBITDA 2021E | FV/EBITDA   | Participación               | Valor Empresa  | \$/acción       |
|-----------------------------|--------------|-------------|-----------------------------|----------------|-----------------|
| Infraestructura             | 2,558        | 11.0x       | 100%                        | 28,138         | \$ 9.93         |
| Servicios                   | 2,033        | 5.2x        | 100%                        | 10,570         | \$ 3.73         |
| <b>Valor Suma de Partes</b> | <b>4,591</b> | <b>8.4x</b> |                             | <b>38,708</b>  | <b>\$ 13.66</b> |
|                             |              |             | (-) Deuda Neta              | (11,025)       | -\$ 3.89        |
|                             |              |             | (=) Valor del Capital Axtel | 27,683         |                 |
|                             |              |             | CPOs en Circulación         | 2,834          |                 |
|                             |              |             | <b>PO2021</b>               | <b>\$ 9.77</b> |                 |
|                             |              |             | Precio Actual               | \$ 7.07        |                 |
|                             |              |             | Rendimiento Potencial       | 38.2%          |                 |

Fuente: Banorte

### FV/EBITDA U12M Axtel y promedio del último año

Veces



Fuente: Bloomberg, Banorte

# MEGA

## GPON seguiría presionando el flujo de efectivo libre

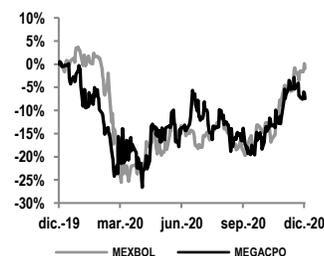
- Las necesidades de conectividad seguirían motivando el crecimiento del segmento Masivo, pero un menor ritmo, en tanto que la recuperación en Empresarial afectaría ligeramente la rentabilidad
- La migración de la red hacia la tecnología GPON seguirá presionando la generación de flujo de efectivo libre, aunque sentará las bases para crecer a futuro, incluso hacia el atractivo segmento de infraestructura
- Establecemos nuestro PO2021 en \$84.00 por CPO, el cual representa un múltiplo FV/EBITDA 2021E de 6.8x, superior al actual pero por debajo de la mediana de operadores de cable y promedios históricos

### Inversiones seguirían presionando la generación de flujo de efectivo libre.

Esperamos que la demanda en el segmento masivo se mantenga dinámica; aunque una elevada base comparativa podría motivar una modesta desaceleración en el ritmo de crecimiento. Asimismo, creemos que [la reapertura de la actividad económica](#) se reflejaría en una recuperación en los ingresos de proyectos empresariales, lo que en conjunto con las necesidades de digitalización, impulsarían el crecimiento del segmento Corporativo. No obstante, esto último podría presionar ligeramente el margen EBITDA de la compañía (-10pb a/a a 48.3%), debido a los costos relacionados con los equipos para proyectos de TI. Mientras tanto, la migración de su red de fibra hasta el hogar (FTTH por sus siglas en inglés) hacia la tecnología óptica pasiva con capacidad de gigabit (GPON) –que proyectamos concluya en el 2S21– seguiría suponiendo inversiones relevantes. En consecuencia, prevemos que la generación de efectivo libre de la compañía continúe presionada en 2021. No obstante lo anterior, creemos que Megacable está sentando las bases para su crecimiento futuro. Ya no sólo en negocio de accesos de banda ancha, sino incluso también potencialmente abriendo la puerta para crecer hacia el atractivo segmento de infraestructura de telecomunicaciones. Con GPON su velocidad podría alcanzar hasta 1Gbps, haciendo factible que arriende a operadores móviles 1/3 de los filamentos del cable que está instalando para el despliegue de 5G, apalancados en los anillos metropolitanos que ha venido desarrollando, lo que creemos podría ser muy positivo en el mediano plazo.

|                            |                |
|----------------------------|----------------|
| <b>MANTENER</b>            |                |
| Precio Actual              | \$71.88        |
| <b>PO 2021</b>             | <b>\$84.00</b> |
| Dividendo 2021             | \$1.90         |
| Dividendo (%)              | 2.6%           |
| Rendimiento Potencial      | 19.5%          |
| Máx – Mín 12m (\$)         | 78.96 – 54.80  |
| Valor de Mercado (US\$m)   | 3,096.7        |
| Acciones circulación (m)   | 858.9          |
| Flotante                   | 52%            |
| Operatividad Diaria (\$ m) | 75.6           |
| <b>Múltiplos 12M</b>       |                |
| FV/EBITDA                  | 6.3x           |
| P/U                        | 14.3x          |
| <b>MSCI ESG Rating*</b>    | <b>CCC</b>     |

Rendimiento relativo al IPC  
12 meses



#### Estados Financieros

|                    | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos           | 19,535 | 21,605 | 22,499 | 23,853 |
| Utilidad Operativa | 6,207  | 6,172  | 6,266  | 6,386  |
| EBITDA             | 9,446  | 10,240 | 10,888 | 11,519 |
| Margen EBITDA      | 48.4%  | 47.4%  | 48.4%  | 48.3%  |
| Utilidad Neta      | 4,601  | 4,337  | 4,306  | 4,089  |
| Margen Neto        | 23.6%  | 20.1%  | 19.1%  | 17.1%  |
| Activo Total       | 39,408 | 43,308 | 47,777 | 51,977 |
| Disponibile        | 3,331  | 2,206  | 3,429  | 4,674  |
| Pasivo Total       | 10,758 | 12,334 | 13,983 | 15,584 |
| Deuda              | 3,903  | 7,006  | 8,236  | 9,688  |
| Capital            | 28,650 | 30,974 | 33,794 | 36,393 |

#### Múltiplos y razones financieras

|                   | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| FV/EBITDA         | 6.7x  | 6.6x  | 6.2x  | 5.9x  |
| P/U               | 13.4x | 14.2x | 14.3x | 15.1x |
| P/VL              | 2.2x  | 2.1x  | 1.9x  | 1.8x  |
| ROE               | 16.9% | 14.5% | 13.3% | 11.7% |
| ROA               | 11.7% | 10.0% | 9.0%  | 7.9%  |
| EBITDA/ intereses | 23.1x | 15.0x | 18.2x | 13.8x |
| Deuda Neta/EBITDA | 0.1x  | 0.5x  | 0.4x  | 0.4x  |
| Deuda/Capital     | 0.1x  | 0.2x  | 0.2x  | 0.3x  |

Fuente: Banorte

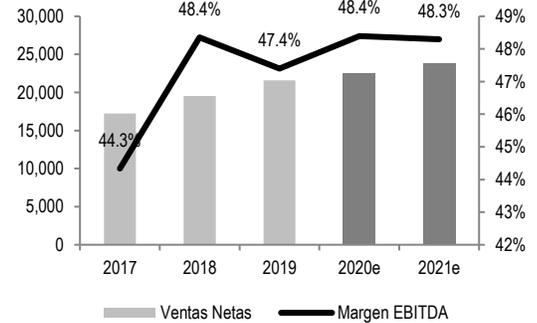
## MEGA – Estados Financieros

Cifras en millones de pesos

| Estado de Resultados                              |               |                |               |               |               |
|---|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Año   | 2018          | 2019           | 2020e         | 2021e         | TCAC          |
| <b>Ventas Netas</b>                               | <b>19,535</b> | <b>21,605</b>  | <b>22,499</b> | <b>23,853</b> | <b>6.9%</b>   |
| Costo de Ventas                                   | 5,044         | 5,888          | 6,051         | 6,347         | 8.0%          |
| Utilidad Bruta                                    | 14,491        | 15,717         | 16,448        | 17,506        | 6.5%          |
| Gastos Generales                                  | 8,332         | 9,592          | 10,265        | 11,209        | 10.4%         |
| <b>Utilidad de Operación</b>                      | <b>6,207</b>  | <b>6,172</b>   | <b>6,266</b>  | <b>6,386</b>  | <b>1.0%</b>   |
| <b>Margen Operativo</b>                           | <b>31.8%</b>  | <b>28.6%</b>   | <b>27.9%</b>  | <b>26.8%</b>  | <b>-5.5%</b>  |
| Depreciación Operativa                            | 3,287         | 4,115          | 4,705         | 5,222         | 16.7%         |
| <b>EBITDA</b>                                     | <b>9,446</b>  | <b>10,240</b>  | <b>10,888</b> | <b>11,519</b> | <b>6.8%</b>   |
| <b>Margen EBITDA</b>                              | <b>48.4%</b>  | <b>47.4%</b>   | <b>48.4%</b>  | <b>48.3%</b>  |               |
| <b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>         | <b>(85)</b>   | <b>(413)</b>   | <b>(411)</b>  | <b>(667)</b>  | <b>98.8%</b>  |
| Intereses Pagados                                 | 409           | 684            | 599           | 832           | 26.7%         |
| Intereses Ganados                                 | 342           | 311            | 142           | 178           | -19.6%        |
| Otros Productos (Gastos) Financieros              |               |                |               |               |               |
| Utilidad (Pérdida) en Cambios                     | (18)          | (39)           | 46            | (13)          | -10.7%        |
| Part. Subsidiarias no Consolidadas                |               |                |               |               |               |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>                | <b>6,122</b>  | <b>5,760</b>   | <b>5,855</b>  | <b>5,719</b>  | <b>-2.2%</b>  |
| Provisión para Impuestos                          | 1,347         | 1,267          | 1,405         | 1,487         | 3.4%          |
| Operaciones Discontinuas                          |               |                |               |               |               |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                  | <b>4,775</b>  | <b>4,493</b>   | <b>4,450</b>  | <b>4,232</b>  | <b>-3.9%</b>  |
| Participación Minoritaria                         | 174           | 156            | 144           | 143           | -6.2%         |
| <b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>                  | <b>4,601</b>  | <b>4,337</b>   | <b>4,306</b>  | <b>4,089</b>  | <b>-3.9%</b>  |
| <b>Margen Neto</b>                                | <b>23.6%</b>  | <b>20.1%</b>   | <b>19.1%</b>  | <b>17.1%</b>  |               |
| <b>UPA</b>  | <b>5,347</b>  | <b>5,046</b>   | <b>5,014</b>  | <b>4,760</b>  | <b>-3.8%</b>  |
| Estado de Posición Financiera (Millones de pesos) |               |                |               |               |               |
| <b>Activo Circulante</b>                          | <b>6,175</b>  | <b>5,665</b>   | <b>7,196</b>  | <b>8,660</b>  | <b>11.9%</b>  |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo               | 3,331         | 2,206          | 3,429         | 4,674         | 12.0%         |
| <b>Activos No Circulantes</b>                     | <b>33,233</b> | <b>37,643</b>  | <b>40,581</b> | <b>43,317</b> | <b>9.2%</b>   |
| Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)                | 26,890        | 30,623         | 31,660        | 34,342        | 8.5%          |
| Activos Intangibles (Neto)                        | 289           | 824            | 897           | 897           | 45.8%         |
| <b>Activo Total</b>                               | <b>39,408</b> | <b>43,308</b>  | <b>47,777</b> | <b>51,977</b> | <b>9.7%</b>   |
| <b>Pasivo Circulante</b>                          | <b>7,850</b>  | <b>2,714</b>   | <b>4,123</b>  | <b>4,224</b>  | <b>-18.7%</b> |
| Deuda de Corto Plazo                              | 3,779         | 251            | 1,608         | 1,560         | -25.5%        |
| Proveedores                                       | 4,071         | 2,463          | 2,466         | 2,614         | -13.7%        |
| <b>Pasivo a Largo Plazo</b>                       | <b>2,908</b>  | <b>9,620</b>   | <b>9,860</b>  | <b>11,360</b> | <b>57.5%</b>  |
| Deuda de Largo Plazo                              | 125           | 6,755          | 6,628         | 8,128         | 302.4%        |
| <b>Pasivo Total</b>                               | <b>10,758</b> | <b>12,334</b>  | <b>13,983</b> | <b>15,584</b> | <b>13.1%</b>  |
| Capital Contable                                  | 28,650        | 30,974         | 33,794        | 36,393        | 8.3%          |
| Participación Minoritaria                         | 959           | 1,331          | 1,435         | 1,578         | 18.1%         |
| <b>Capital Contable Mayoritario</b>               | <b>27,692</b> | <b>29,643</b>  | <b>32,359</b> | <b>34,815</b> | <b>7.9%</b>   |
| <b>Pasivo y Capital</b>                           | <b>39,408</b> | <b>43,308</b>  | <b>47,777</b> | <b>51,977</b> | <b>9.7%</b>   |
| <b>Deuda Neta</b>                                 | <b>572</b>    | <b>4,800</b>   | <b>4,807</b>  | <b>5,015</b>  | <b>106.1%</b> |
| Estado de Flujo de Efectivo                       |               |                |               |               |               |
| Año   | 2018          | 2019           | 2020e         | 2021e         |               |
| Flujo de la Operación                             | 8,807         | 6,643          | 11,024        | 9,672         |               |
| Flujo Neto de Inversión                           | (6,808)       | (8,892)        | (9,744)       | (7,917)       |               |
| Flujo Neto de Financiamiento                      | (1,854)       | 1,122          | (643)         | (964)         |               |
| Efecto por tipo de cambio                         | 18            | 2              | 582           | 454           |               |
| <b>Incremento (disminución) efectivo</b>          | <b>163</b>    | <b>(1,124)</b> | <b>1,219</b>  | <b>1,245</b>  |               |

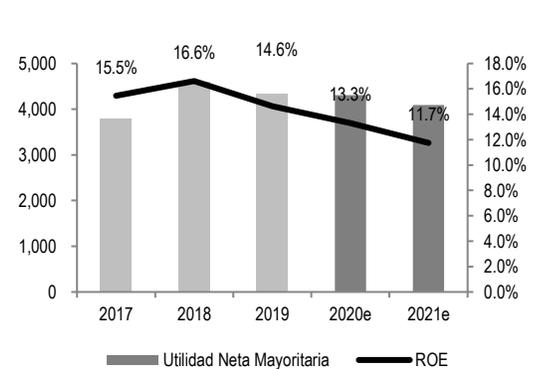
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



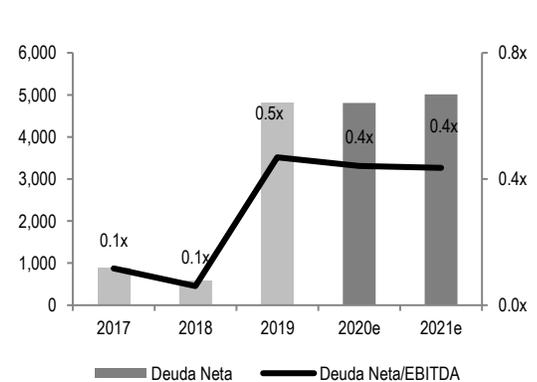
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Fuente: Banorte, BMV.

## Estimados 2021

Creemos que los resultados de Megacable seguirían beneficiándose de las necesidades de conectividad en esta ‘nueva normalidad’. No obstante estimamos una ligera desaceleración en el ritmo de crecimiento *vis-à-vis* 2020, al enfrentarse una elevada base de comparación. Con ello en mente, en el segmento Masivo, estimamos que las UGIs finalicen en 9.494 millones, equivalente a un crecimiento anual 5.6%, tras la adición neta de 499,700 usuarios. Este desempeño se explicaría por incrementos de 7.0% en Internet, de 6.7% en Telefonía y de 3.4% en Televisión por Cable, reflejo de una mayor demanda por conectividad para el trabajo remoto y entretenimiento en casa. Por su parte, proyectamos que los suscriptores únicos aumenten 2.1% a 3.729 millones. Mientras tanto, prevemos que el empaquetamiento de servicios y la migración hacia paquetes más accesibles sigan presionando el ARPU del segmento masivo -0.3%e a/a a \$173.6, aunque el del suscriptor único aumentaría 4.2% a \$434.9. Con ello en mente, esperamos que los ingresos de la división crezcan 5.6% a/a a \$19,262 millones (TV: +6.3%, Internet: +4.9%, Telefonía: +5.2%). Asimismo, de la mano de la reapertura económica, estimamos una recuperación en los ingresos de *Hola y Metrocarrier* –dos de las empresas de soluciones de TI de Mega–, lo que sumado al continuo dinamismo de servicios de TI para empresas (reflejo de crecientes necesidades de digitalización), se traducirían en un incremento interanual de 8.1% en Empresarial. De esta manera, las ventas totales crecerían 6.0% a/a a \$23,853 millones.

En términos del EBITDA, anticipamos un crecimiento de un dígito medio en el flujo de operación de la compañía (+5.8%e) a \$11,519 millones. Con ello, el margen respectivo se contraería 10pb a 48.3%, debido a que la recuperación del segmento Empresarial resultaría en una mezcla de ingresos menos favorable –por los costos de los equipos de servicios de TI–, lo cual contrarrestaría ganancias del orden de 130pb en la rentabilidad de las operaciones de Cable por efecto de la apreciación del peso frente al dólar y que habría de ser benéfica para los costos de programación. A nivel neto, estimamos que la utilidad caiga 5.1% a/a a \$4,089 millones, debido a que un incremento de 62.3% en el CIF (por un pago de intereses 39% mayor, relacionado con la disposición de \$1,500 millones de deuda para financiar una porción de la inversión para migrar a GPON), y una mayor tasa efectiva de impuestos (26%e vs 24.0%e en 2020) contrarrestarían el crecimiento operativo. Finalmente, estimamos que –con todos los esfuerzos puestos en concluir la migración de su red en 2021–, las inversiones de capital de la empresa aumenten interanualmente 16.2% a \$8,095 millones (US\$400 millones), con lo que éstas incrementarían su proporción respecto de los ingresos a casi 34% desde 31%e en 2020. Con ello, estimamos que la generación de flujo de efectivo libre (FCF por sus siglas en inglés) de la compañía se presionaría hacia a una tasa de conversión de EBITDA de ~19%, por debajo del promedio histórico de 30%.

## Valuación y PO2021 de \$84.00

Determinamos el precio teórico para los CPOs de Megacable mediante un modelo de valuación por flujos descontados (DCF), a partir del flujo de efectivo libre a



# TLEVISA

## Año de recuperación, pese a moderación de Cable

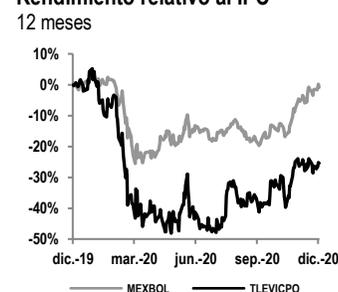
- La reapertura económica debería reflejarse en una recuperación en Contenidos y Otros Negocios. No obstante, Cable moderaría el ritmo de crecimiento tras enfrentar una base comparable elevada
- Tlevisa se perfila para seguir apalancando la demanda de accesos de banda ancha; aunque habrá que aguardar a conocer si el regulador le impondría algunas medidas asimétricas por competencia económica
- Establecemos un PO2021 de \$47.00, el cual implica un FV/EBITDA 2021E de 6.3x, ligeramente por arriba del actual y del promedio de 1A, ante la perspectiva de recuperación. Recomendamos COMPRA

### COMPRA

|                           |                |
|---------------------------|----------------|
| Precio Actual             | \$33.21        |
| <b>PO 2021</b>            | <b>\$47.00</b> |
| Dividendo 2021            | \$1.30         |
| Dividendo (%)             | 3.9%           |
| Rendimiento Potencial     | 45.4%          |
| Precio ADR                | US\$8.23       |
| PO2021 ADR                | US\$11.90      |
| Acciones por ADR          | 5              |
| Máx – Min 12m (\$)        | 47.14 – 22.70  |
| Valor de Mercado (US\$m)  | 4,791.5        |
| Acciones circulación (m)  | 2,820.0        |
| Flotante                  | 80%            |
| Operatividad Diaria (\$m) | 100.2          |
| <b>Múltiplos 12M</b>      |                |
| FV/EBITDA                 | 6.0x           |
| P/U                       | N.A.           |
| MSCI ESG Rating*          | CCC            |

**Crecimiento de un dígito medio.** Creemos que 2021 sería un año de recuperación para Grupo Televisa, no obstante la desaceleración estimada para el segmento de Cable. La reapertura de actividades y un [entorno macroeconómico más favorable](#) apoyarían la recuperación de las ventas en Contenidos, con los anunciantes mostrando un mayor dinamismo publicitario –lo que también motivaría un mejor desempeño de las regalías de Univisión–. Asimismo, el eventual despliegue de las vacunas contra el COVID-19 debería incentivar una recuperación paulatina en Otros negocios, al retomarse dichas actividades. Mientras tanto, TV de Paga seguiría beneficiándose de las necesidades de conectividad y entretenimiento en la ‘nueva normalidad’, aun cuando esperamos una ligera desaceleración en el ritmo de crecimiento, relacionada con un efecto de base. En términos de rentabilidad, pensamos que mejores márgenes en Cable, Contenidos y Otros Negocios compensarían ligeras presiones en Sky. De esta manera, prevemos que el margen EBITDA se expanda 20pb a 38.9% con lo que el flujo de operación crecería interanualmente 5.2%. Actualizamos nuestro ejercicio de valuación por suma de partes, tomando en consideración ahora nuestros estimados 2021. Con ello en mente, establecemos nuestro PO2021 en \$47.00 por CPO, el cual representa un múltiplo FV/EBITDA de 6.3x, ligeramente por arriba de la valuación actual y del promedio de 1A (6.0x y 5.9x, respectivamente), justificado por la perspectiva de recuperación. Además, el rendimiento potencial es muy atractivo, por lo que recomendamos COMPRA.

### Rendimiento relativo al IPC



### Estados Financieros

|                    | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| Ingresos           | 101,282 | 101,492 | 96,855  | 101,437 |
| Utilidad Operativa | 20,253  | 17,209  | 17,126  | 18,008  |
| EBITDA             | 38,524  | 39,313  | 37,498  | 39,449  |
| Margen EBITDA      | 38.0%   | 38.7%   | 38.7%   | 38.9%   |
| Utilidad Neta      | 6,009   | 4,722   | -821    | 4,614   |
| Margen Neto        | 5.9%    | 4.7%    | -0.8%   | 4.5%    |
| Activo Total       | 297,842 | 290,422 | 283,371 | 293,365 |
| Disponible         | 32,068  | 27,452  | 29,627  | 35,672  |
| Pasivo Total       | 193,061 | 184,922 | 193,341 | 192,781 |
| Deuda              | 131,135 | 133,568 | 136,704 | 133,294 |
| Capital            | 104,781 | 105,500 | 90,031  | 100,584 |

Fuente: Banorte

### Múltiplos y razones financieras

|                   | 2018  | 2019  | 2020E   | 2021E |
|-------------------|-------|-------|---------|-------|
| FV/EBITDA         | 5.5x  | 5.5x  | 5.8x    | 5.3x  |
| P/U               | 16.0x | 20.3x | -114.1x | 20.3x |
| P/VL              | 1.1x  | 1.1x  | 1.3x    | 1.1x  |
| ROE               | 5.9%  | 4.5%  | -0.8%   | 4.8%  |
| ROA               | 2.0%  | 1.6%  | -0.3%   | 1.6%  |
| EBITDA/ intereses | 4.0x  | 3.8x  | 3.6x    | 4.4x  |
| Deuda Neta/EBITDA | 2.6x  | 2.7x  | 2.9x    | 2.5x  |
| Deuda/Capital     | 1.3x  | 1.3x  | 1.5x    | 1.3x  |

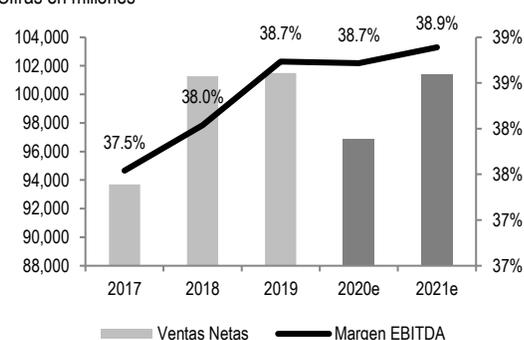
## TLEVISA – Estados Financieros

Cifras en millones de pesos

| Estado de Resultados                              |                |                |                |                |              |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| Año   | 2018           | 2019           | 2020e          | 2021e          | TCAC         |
| <b>Ventas Netas</b>                               | <b>101,282</b> | <b>101,492</b> | <b>96,855</b>  | <b>101,437</b> | <b>0.1%</b>  |
| Costo de Ventas                                   | 57,839         | 58,725         | 57,006         | 59,031         | 0.7%         |
| Utilidad Bruta                                    | 43,443         | 42,767         | 39,850         | 42,406         | -0.8%        |
| Gastos Generales                                  | 24,753         | 24,462         | 23,108         | 23,383         | -1.9%        |
| <b>Utilidad de Operación</b>                      | <b>20,253</b>  | <b>17,209</b>  | <b>17,126</b>  | <b>18,008</b>  | <b>-3.8%</b> |
| <b>Margen Operativo</b>                           | <b>20.0%</b>   | <b>17.0%</b>   | <b>17.7%</b>   | <b>17.8%</b>   | <b>-3.9%</b> |
| Depreciación Operativa                            | 19,834         | 21,009         | 20,756         | 20,426         | 1.0%         |
| <b>EBITDA</b>                                     | <b>38,524</b>  | <b>39,313</b>  | <b>37,498</b>  | <b>39,449</b>  | <b>0.8%</b>  |
| <b>Margen EBITDA</b>                              | <b>38.0%</b>   | <b>38.7%</b>   | <b>38.7%</b>   | <b>38.9%</b>   |              |
| <b>Ingresos (Gastos) Financieros Neto</b>         | <b>(8,780)</b> | <b>(8,811)</b> | <b>(5,279)</b> | <b>(7,787)</b> | <b>-3.9%</b> |
| Intereses Pagados                                 | 9,707          | 10,402         | 10,468         | 9,029          | -2.4%        |
| Intereses Ganados                                 | 1,567          | 1,529          | 1,232          | 896            | -17.0%       |
| Otros Productos (Gastos) Financieros              | (860)          | (873)          | 1,663          | (1,087)        | 8.1%         |
| Utilidad (Pérdida) en Cambios                     | 220            | 935            | 2,294          | 1,433          | 86.7%        |
| Part. Subsidiarias no Consolidadas                | 533            | 581            | (5,251)        | 540            | 0.4%         |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>                | <b>12,006</b>  | <b>8,979</b>   | <b>6,597</b>   | <b>10,761</b>  | <b>-3.6%</b> |
| Provisión para Impuestos                          | 4,391          | 2,776          | 4,287          | 3,874          | -4.1%        |
| Operaciones Discontinuas                          |                |                |                |                |              |
| <b>Utilidad Neta Consolidada</b>                  | <b>7,615</b>   | <b>6,203</b>   | <b>2,310</b>   | <b>6,887</b>   | <b>-3.3%</b> |
| Participación Minoritaria                         | 1,606          | 1,481          | 3,131          | 2,273          | 12.3%        |
| <b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>                  | <b>6,009</b>   | <b>4,722</b>   | <b>(821)</b>   | <b>4,614</b>   | <b>-8.4%</b> |
| <b>Margen Neto</b>                                | <b>5.9%</b>    | <b>4.7%</b>    | <b>-0.8%</b>   | <b>4.5%</b>    |              |
| <b>UPA</b>  | <b>2.078</b>   | <b>1.638</b>   | <b>(0.291)</b> | <b>1.636</b>   | <b>-7.7%</b> |
| Estado de Posición Financiera (Millones de pesos) |                |                |                |                |              |
| <b>Activo Circulante</b>                          | <b>72,139</b>  | <b>68,027</b>  | <b>74,504</b>  | <b>84,048</b>  | <b>5.2%</b>  |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo               | 32,068         | 27,452         | 29,627         | 35,672         | 3.6%         |
| <b>Activos No Circulantes</b>                     | <b>225,703</b> | <b>222,395</b> | <b>208,867</b> | <b>209,316</b> | <b>-2.5%</b> |
| Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)                | <b>87,343</b>  | <b>83,329</b>  | <b>82,820</b>  | <b>82,269</b>  | <b>-2.0%</b> |
| Activos Intangibles (Neto)                        | 28,950         | 29,215         | 28,736         | 28,736         | -0.2%        |
| <b>Activo Total</b>                               | <b>297,842</b> | <b>290,422</b> | <b>283,371</b> | <b>293,365</b> | <b>-0.5%</b> |
| <b>Pasivo Circulante</b>                          | <b>48,953</b>  | <b>42,368</b>  | <b>50,833</b>  | <b>53,594</b>  | <b>3.1%</b>  |
| Deuda de Corto Plazo                              | 4,197          | 5,018          | 3,943          | 3,854          | -2.8%        |
| Proveedores                                       | 41,700         | 33,877         | 43,253         | 45,299         | 2.8%         |
| <b>Pasivo a Largo Plazo</b>                       | <b>144,108</b> | <b>142,554</b> | <b>142,507</b> | <b>139,187</b> | <b>-1.2%</b> |
| Deuda de Largo Plazo                              | 126,938        | 128,550        | 132,760        | 129,440        | 0.7%         |
| <b>Pasivo Total</b>                               | <b>193,061</b> | <b>184,922</b> | <b>193,341</b> | <b>192,781</b> | <b>0.0%</b>  |
| Capital Contable                                  | 104,781        | 105,500        | 90,031         | 100,584        | -1.4%        |
| Participación Minoritaria                         | 15,070         | 14,874         | 16,377         | 18,650         | 7.4%         |
| <b>Capital Contable Mayoritario</b>               | <b>89,711</b>  | <b>90,626</b>  | <b>73,654</b>  | <b>81,934</b>  | <b>-3.0%</b> |
| <b>Pasivo y Capital</b>                           | <b>297,842</b> | <b>290,422</b> | <b>283,371</b> | <b>293,365</b> | <b>-0.5%</b> |
| <b>Deuda Neta</b>                                 | <b>99,067</b>  | <b>106,116</b> | <b>107,076</b> | <b>97,622</b>  | <b>-0.5%</b> |
| Estado de Flujo de Efectivo                       |                |                |                |                |              |
|   | 2018           | 2019           | 2020e          | 2021e          |              |
| Flujo de la Operación                             | 33,714         | 27,906         | 36,131         | 25,911         |              |
| Flujo Neto de Inversión                           | (23,898)       | (17,472)       | (15,920)       | (18,980)       |              |
| Flujo Neto de Financiamiento                      | (16,505)       | (14,990)       | (13,674)       | (6,363)        |              |
| Efecto por tipo de cambio                         | 22             | (60)           | (4,363)        | 5,476          |              |
| <b>Incremento (disminución) efectivo</b>          | <b>(6,667)</b> | <b>(4,616)</b> | <b>2,175</b>   | <b>6,045</b>   |              |

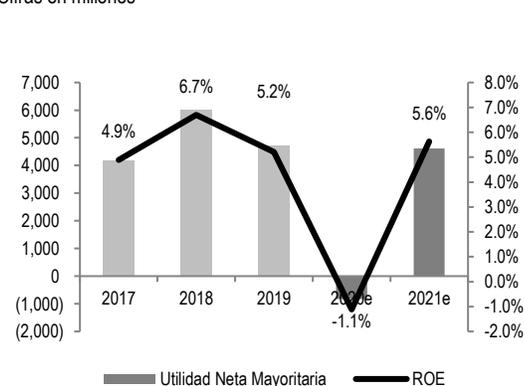
## Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



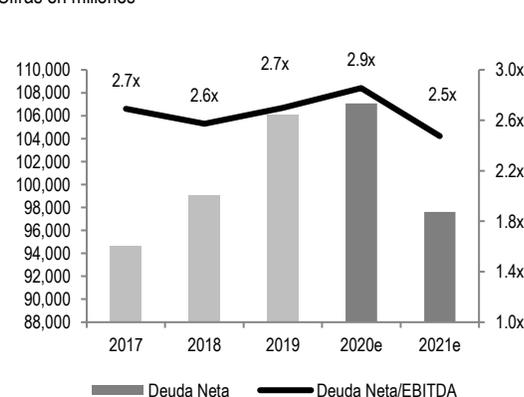
## Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



## Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Fuente: Banorte, BMV.

## Estimados 2021

De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, a la luz de un entorno macroeconómico de recuperación en 2021, los ingresos consolidados de Televisa crecerían interanualmente 4.7% para ubicarse en \$101,437 millones. Dicho incremento se explicaría por: (1) un aumento de 2.8% en las ventas de Contenidos, al estimar que repunten 4.1% a/a los ingresos de Publicidad –de la mano de una mayor actividad promocional por parte de los anunciantes con motivo de la reapertura de actividades–; un avance de 4.2% en la Venta de Canales, reflejo de incrementos de precio en línea con inflación y una demanda resiliente debido a las mayores necesidades de entretenimiento; y regalías de Univisión estables en términos de pesos (+0.1%). Al respecto de esto último, vale la pena acotar que éstas se verían impactadas por la apreciación del peso frente al dólar americano, ya que esperamos que las mismas reflejen una recuperación de 4.9% en moneda local. Mientras tanto, proyectamos que TV de paga seguiría beneficiándose de las necesidades de conectividad y entretenimiento, aunque reflejando una modesta desaceleración en el ritmo de crecimiento al enfrentar una base de comparación complicada. En ese sentido, estimamos que Sky finalice el año con 8.293 millones de suscriptores (+2.0%), equivalente a 162.6 mil conexiones netas, gracias a un sólido desempeño en *Blue Telecom*, mientras que en términos del ARPU de la división esperamos un crecimiento interanual de 0.4% a \$220.00. De esta manera, las ventas de Sky aumentarían 2.8% a/a a. En Cable, por su parte, proyectamos la adición neta de 743,200 UGIs (+5.3%e), desacelerándose respecto del +10.4% en 2020 ante la elevada base de comparación que ello supuso. Al interior, estimamos que las crecientes necesidades de conectividad en casa para el trabajo remoto seguirían impulsando las de Internet (+6.5%), y la mayor penetración de paquetes de *triple play* las UGIs de Telefonía (+8.2%), en tanto que en Video esperamos un crecimiento de 1.0%. Además, pensamos que el cambio de usuarios hacia paquetes más asequibles presionaría ligeramente el ARPU (-0.2% a/a a \$244.63). Con ello en mente, proyectamos que los ingresos de la división crezcan 4.7% a/a (vs +8.8%e en 2020). Finalmente, en las ventas de Otros Negocios esperamos una recuperación de 23.1% a/a, también atribuida a la reanudación de actividades, principalmente en Eventos y Espectáculos, y en Juegos y Sorteos, al asumir que los eventos deportivos y de espectáculos en el Estadio Azteca y las actividades en casinos se reanudan en el 2S21, ya con la pandemia bajo control por un mayor avance en la aplicación de vacunas.

En términos del flujo de operación, anticipamos un crecimiento de un dígito medio en el resultado de la compañía (+5.2% a/a) a \$39,449 millones. Con ello, margen EBITDA se expandiría 20pb a 38.9%. Dicho desempeño sería resultado de un estricto control de gastos en Contenidos –no obstante el aumento de gastos de producción al retomarse las actividades–, el beneficio de la apreciación del peso sobre los costos de programación dolarizados en Izzi y Sky, así como el efecto positivo del cambio contable en el reconocimiento de los ingresos de plataformas OTT (*Over-the-Top* por sus siglas en inglés) como Netflix en Cable, ahora sólo como utilidad, y la recuperación en Otros Negocios. Lo anterior sería parcialmente contrarrestado por ligeras presiones en Sky, relacionadas con mayores gastos de programación deportiva.

A nivel neto, estimamos una utilidad de \$4,614 millones, comparando muy favorablemente vs la pérdida de \$821 millones que estimamos para 2020. Al respecto vale la pena acotar que la impresionante recuperación en el beneficio de Televisa se explicaría –además de por el crecimiento operativo ya descrito–, primordialmente, por un efecto de base favorable relacionado con el cargo no recurrente que realizó la compañía en el 1T20 sobre el valor razonable de su inversión en Univisión. Finalmente, estimamos que la empresa ejerza un CAPEX de \$19,876 millones, siendo 4.0% superior al del año anterior debido principalmente al efecto de conversión cambiaria, ya que en dólares el crecimiento ascendería a 10.9% ó US\$978 millones, principalmente para el mantenimiento de la red en Cable.

### Valuación y PO2021 de \$47.00

Actualizamos nuestro modelo de valuación por suma de partes, ahora incorporando nuestros estimados 2021. Tras ello, establecemos un PO2021 de \$47.00 por CPO. Para el cálculo de éste, asumimos un múltiplo objetivo FV/EBITDA de 5.0x para Contenidos, en línea con la mediana de empresas de medios en 2021, de acuerdo con Bloomberg. Asimismo, para Sky determinamos uno de 4.0x, igual al promedio de comparables de TV Satelital a nivel global. En Cable, por su parte, fijamos un múltiplo de 7.0x, muy similar a la mediana de operadores de cable en 7.2x, mientras que en Otros Negocios fijamos un objetivo de 3.0x. Adicionalmente, deducimos los gastos corporativos del valor calculado para los segmentos de negocios. Así, el múltiplo FV/EBITDA implícito es de 5.9x, igual al promedio al que ha cotizado la emisora durante el último año. Finalmente, para determinar el valor de Univisión y el resto de sus inversiones minoritarias, asumimos un múltiplo de 0.6x P/VL.

Nuestro PO representa un múltiplo FV/EBITDA 2021E de 6.3x, ligeramente por arriba de la valuación actual y del promedio del último año, en 6.0x y 5.9x, respectivamente, ya que creemos que la perspectiva de recuperación justifica una modesta revaluación en los parámetros de valuación de la emisora. El rendimiento potencial de 45.4% frente a nuestro PO (incluido 3.9% por retorno de dividendos) es sumamente atractivo, por lo que nuestra recomendación es COMPRA.

#### Valuación por suma de partes

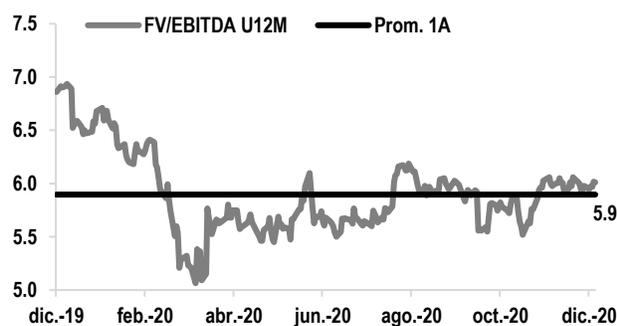
Millones de pesos

| Segmento                    | EBITDA 2021E \$m | FV/EBITDA                           | Valor empresa \$m | \$/acción       |
|-----------------------------|------------------|-------------------------------------|-------------------|-----------------|
| Contenidos                  | 11,605           | 5.0x                                | 58,026            | \$ 20.58        |
| SKY                         | 9,365            | 4.0x                                | 37,460            | \$ 9.96         |
| Cable                       | 19,947           | 7.0x                                | 139,626           | \$ 49.51        |
| Otros                       | 266              | 3.0x                                | 798               | \$ 0.28         |
| Corporativo                 | (1,734)          |                                     | (1,734)           | -\$ 0.61        |
| <b>Valor Suma de Partes</b> | <b>39,449</b>    | <b>5.9x</b>                         | <b>234,176</b>    | <b>\$ 79.72</b> |
|                             |                  | (-) Deuda Neta                      | (97,622)          | -\$ 34.62       |
|                             |                  | (-) Capital Minoritario             | (18,650)          | -\$ 6.61        |
|                             |                  | (=) Total TELEVISIA                 | 117,904           | \$ 41.81        |
|                             |                  | (+) Inversiones (incluye Univisión) | 15,460            | \$ 5.48         |
|                             |                  | (=) Valor del Capital TELEVISIA     | 133,364           |                 |
|                             |                  | CPOs en circulación                 | 2,820             |                 |
|                             |                  | <b>PO2021</b>                       | <b>\$ 47.29</b>   |                 |
|                             |                  | Precio Actual                       | \$ 33.21          |                 |
|                             |                  | Rendimiento Potencial               | 42.4%             |                 |

Fuente: Banorte

### FV/EBITDA U12M Tlevisa y promedio del último año

Veces



Fuente: Bloomberg, Banorte

## Valuación Relativa- Telecomunicaciones

| Emisora                             | P/VL          | P/U          |               |               | FV/EBITDA     |               |               | Rendimiento de Dividendos |
|-------------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------|
|                                     |               | U12M         | 2020E         | 2021E         | U12M          | 2020E         | 2021E         |                           |
| VERIZON COMMUNICATIONS INC          | 3.8x          | 12.3x        | 12.3x         | 11.8x         | 8.2x          | 8.0x          | 7.7x          | 4.2%                      |
| AT&T INC                            | 1.2x          | 12.3x        | 9.3x          | 9.1x          | 7.1x          | 7.3x          | 7.2x          | 7.2%                      |
| T-MOBILE US INC                     | 2.5x          | 34.2x        | 46.0x         | 40.7x         | 11.8x         | 10.5x         | 9.5x          |                           |
| DEUTSCHE TELEKOM AG-REG             | 2.0x          | 22.3x        | 13.7x         | 13.5x         | 6.9x          | 7.5x          | 7.0x          | 4.1%                      |
| VODAFONE GROUP PLC                  | 0.6x          | 15.5x        | 18.4x         | 14.2x         | 5.0x          | 7.2x          | 6.9x          | 6.7%                      |
| TELEFONICA SA                       | 1.5x          |              | 7.6x          | 6.8x          | 5.5x          | 5.4x          | 5.2x          | 12.4%                     |
| ORANGE                              | 1.0x          | 9.7x         | 9.8x          | 9.1x          | 4.6x          | 5.1x          | 5.0x          | 6.2%                      |
| BCE INC                             | 2.9x          | 17.2x        | 18.2x         | 16.3x         | 8.3x          | 8.3x          | 7.9x          | 6.1%                      |
| VIVENDI                             | 1.8x          | 16.8x        | 22.4x         | 20.2x         | 15.7x         | 16.0x         | 14.3x         | 2.3%                      |
| BT GROUP PLC                        | 1.1x          | 8.6x         | 6.9x          | 6.7x          | 4.4x          | 4.3x          | 4.2x          |                           |
| TELENOR ASA                         | 6.2x          | 18.5x        | 15.2x         | 13.2x         | 6.2x          | 6.1x          | 6.0x          | 6.0%                      |
| ROGERS COMMUNICATIONS INC-B         | 2.9x          | 17.2x        | 17.6x         | 15.0x         | 8.6x          | 8.5x          | 8.0x          | 3.4%                      |
| TELEFONICA BRASIL S.A.              | 1.1x          | 15.9x        | 15.5x         | 13.7x         | 4.5x          | 4.6x          | 4.4x          | 1.6%                      |
| KONINKLIJKE KPN NV                  | 4.3x          | 22.4x        | 21.1x         | 18.3x         | 6.9x          | 7.1x          | 7.0x          | 5.1%                      |
| TELECOM ITALIA SPA                  | 0.4x          | 6.3x         | 8.3x          | 9.1x          | 5.6x          | 5.5x          | 5.5x          | 2.7%                      |
| PROXIMUS                            | 1.8x          | 12.5x        | 10.0x         | 10.1x         | 4.7x          | 4.3x          | 4.3x          | 9.1%                      |
| TELE2 AB-B SHS                      | 2.3x          | 20.4x        | 17.6x         | 16.7x         | 9.8x          | 10.0x         | 9.7x          | 5.1%                      |
| TIM SA                              | 1.5x          | 17.9x        | 23.0x         | 17.7x         | 5.0x          | 5.0x          | 4.8x          |                           |
| MILLICOM INTL CELLULAR S.A.         | 1.9x          |              |               | 67.8x         | 6.0x          | 4.1x          | 3.8x          |                           |
| TELECOM ARGENTINA S.A.-B            | 1.2x          | 69.7x        |               |               | 6.5x          | 6.4x          | 7.3x          |                           |
| TURKCELL ILETISIM HIZMET AS         | 1.7x          | 9.2x         | 8.6x          | 7.0x          | 3.4x          | 3.5x          | 3.1x          | 2.4%                      |
| NOS SGPS                            | 1.6x          | 19.1x        | 13.8x         | 10.2x         | 5.2x          | 4.8x          | 4.6x          | 9.6%                      |
| OI SA                               | 2.1x          |              |               |               | 7.1x          | 7.2x          | 6.2x          |                           |
| AXTEL SAB DE CV - CPO               | 5.4x          | 34.9x        | 21.9x         | 12.9x         | 5.2x          | 5.2x          | 6.8x          |                           |
| <b>Promedio Telecomunicaciones</b>  | <b>2.2x</b>   | <b>19.7x</b> | <b>16.1x</b>  | <b>16.4x</b>  | <b>6.7x</b>   | <b>6.7x</b>   | <b>6.5x</b>   | <b>5.5%</b>               |
| <b>Mediana Telecomunicaciones</b>   | <b>1.8x</b>   | <b>17.2x</b> | <b>15.2x</b>  | <b>13.3x</b>  | <b>6.1x</b>   | <b>6.3x</b>   | <b>6.5x</b>   | <b>5.1%</b>               |
| <b>AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L</b> | <b>5.5x</b>   | <b>30.7x</b> | <b>34.0x</b>  | <b>10.5x</b>  | <b>5.3x</b>   | <b>5.2x</b>   | <b>4.9x</b>   | <b>2.7%</b>               |
| <b>Premio/Descuento vs Mediana</b>  | <b>206.5%</b> | <b>78.7%</b> | <b>123.6%</b> | <b>-21.6%</b> | <b>-13.4%</b> | <b>-17.2%</b> | <b>-25.0%</b> |                           |

Fuente: Banorte, Bloomberg

# Valuación Relativa- Infraestructura para Telecomunicaciones

| Emisora   | P/VL         | P/U          |               |               | FV/EBITDA     |               |               | Rendimiento de Dividendos |
|---|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------|
|   |              | U12M         | 2020E         | 2021E         | U12M          | 2020E         | 2021E         |                           |
| COMMSCOPE HOLDING CO INC                              | 10.0x        |              | 9.1x          | 6.7x          | 27.2x         | 11.0x         | 9.8x          |                           |
| UBIQUITI INC  |              | 38.5x        | 32.5x         | 30.5x         | 30.5x         | 27.9x         | 26.3x         | 0.6%                      |
| VIASAT INC  | 0.9x         | 68.6x        | 36.0x         | 28.6x         | 8.9x          | 8.0x          | 7.1x          |                           |
| MOTOROLA SOLUTIONS INC                                |              | 25.2x        | 21.6x         | 19.1x         | 16.7x         | 16.1x         | 13.7x         | 1.7%                      |
| INFINERA CORP   | 5.9x         |              |               |               |               | 31.2x         | 17.7x         |                           |
| ANTERIX INC   | 3.0x         |              |               |               |               |               |               |                           |
| PAGERDUTY INC   | 9.9x         |              |               |               |               |               |               |                           |
| TELESITES SAB DE CV                                   | 6.2x         |              |               | 90.3x         | 14.4x         | 14.4x         | 13.8x         |                           |
| UNITI GROUP INC                                       |              |              |               | 38.2x         | 87.6x         | 9.1x          | 8.7x          | 5.4%                      |
| DYCOM INDUSTRIES INC                                  | 2.4x         | 36.8x        | 25.4x         | 20.8x         | 10.1x         | 9.0x          | 8.2x          |                           |
| SARANA MENARA NUSANTARA PT                            | 5.2x         |              | 18.8x         | 17.1x         | 12.1x         | 11.0x         | 10.2x         | 1.2%                      |
| TOWER BERSAMA INFRASTRUCTURE                          | 5.9x         | 35.7x        | 34.3x         | 29.1x         | 14.4x         | 13.8x         | 12.7x         | 1.7%                      |
| INFRASTRUTTURE WIRELESS ITAL                          | 2.1x         | 48.1x        | 53.6x         | 47.0x         | 25.2x         | 23.5x         | 19.5x         | 1.3%                      |
| CHANGSHU FENGFAN POWER EQU-A                          | 2.0x         |              |               |               |               |               |               |                           |
| CROWN CASTLE INTL CORP                                | 6.9x         | 81.4x        | 82.1x         | 63.7x         | 27.3x         | 26.5x         | 25.1x         | 3.5%                      |
| KYOWA EXEO CORP                                       | 1.2x         | 18.9x        | 14.1x         | 13.1x         | 9.0x          | 7.7x          | 7.4x          | 2.9%                      |
| AMERICAN TOWER CORP                                   | 26.1x        | 49.8x        | 50.9x         | 39.3x         | 25.0x         | 25.1x         | 23.2x         | 2.2%                      |
| COMSYS HOLDINGS CORP                                  | 1.2x         | 15.0x        | 14.5x         | 13.4x         | 8.1x          | 8.0x          | 7.5x          | 2.8%                      |
| CELLNEX TELECOM SA                                    | 3.0x         |              |               | 259.7x        | 29.7x         | 24.6x         | 19.1x         |                           |
| EUSKALTEL SA  | 1.6x         | 21.8x        | 22.2x         | 20.3x         | 9.5x          | 8.9x          | 8.7x          | 3.1%                      |
| <b>Promedio Infraestructura de Telecomunicaciones</b> | <b>5.5x</b>  | <b>40.0x</b> | <b>31.9x</b>  | <b>46.1x</b>  | <b>22.2x</b>  | <b>16.2x</b>  | <b>14.0x</b>  | <b>2.4%</b>               |
| <b>Mediana Infraestructura de Telecomunicaciones</b>  | <b>3.0x</b>  | <b>36.8x</b> | <b>25.4x</b>  | <b>28.8x</b>  | <b>15.5x</b>  | <b>13.8x</b>  | <b>12.7x</b>  | <b>2.2%</b>               |
| <b>AXTEL SAB DE CV - CPO</b>                          | <b>5.4x</b>  | <b>34.9x</b> | <b>21.9x</b>  | <b>12.9x</b>  | <b>5.2x</b>   | <b>5.2x</b>   | <b>6.8x</b>   |                           |
| <b>Premio/Descuento vs Mediana</b>                    | <b>78.7%</b> | <b>-5.2%</b> | <b>-13.8%</b> | <b>-55.1%</b> | <b>-66.4%</b> | <b>-62.2%</b> | <b>-46.5%</b> |                           |

Fuente: Banorte, Bloomberg

# Valuación Relativa- Operadores de Cable

| Emisora                             | P/VL        | P/U           |               |               | FV/EBITDA     |               |               | Dividend Yield |
|-------------------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
|                                     |             | U12M          | 2020E         | 2021E         | U12M          | 2020E         | 2021E         |                |
| GRUPO TELEVISIVA SAB-SER CPO        | 1.3x        |               |               | 23.0x         | 5.9x          | 6.2x          | 5.8x          |                |
| CHARTER COMMUNICATIONS INC-A        | 4.8x        | 46.4x         | 45.6x         | 30.8x         | 12.7x         | 12.4x         | 11.5x         |                |
| ALTICE USA INC- A                   | 26.6x       | 46.5x         | 66.0x         | 22.7x         | 10.6x         | 10.0x         | 9.7x          |                |
| COMCAST CORP-CLASS A                | 2.6x        | 20.4x         | 19.8x         | 17.3x         | 10.2x         | 10.7x         | 9.9x          | 1.8%           |
| SHAW COMMUNICATIONS INC-B           | 1.9x        | 16.8x         | 17.0x         | 15.8x         | 7.1x          | 7.0x          | 6.8x          | 5.3%           |
| LIBERTY GLOBAL PLC-A                | 1.1x        |               |               | 22.7x         | 4.3x          | 4.2x          | 3.9x          |                |
| CABLE ONE INC                       | 9.3x        | 49.0x         | 48.2x         | 44.6x         | 22.3x         | 20.9x         | 19.1x         | 0.5%           |
| KABEL DEUTSCHLAND HOLDING AG        |             | 23.3x         |               |               | 9.9x          |               |               | 2.9%           |
| TELENET GROUP HOLDING NV            |             | 9.5x          | 10.7x         | 10.0x         | 6.9x          | 6.7x          | 6.7x          | 8.1%           |
| WIDOPENWEST INC                     |             | 19.5x         | 18.4x         | 13.6x         | 8.3x          | 7.3x          | 7.2x          |                |
| MNC SKY VISION TBK PT               | 2.5x        |               |               |               | 2.2x          |               |               |                |
| HATHWAY CABLE AND DATACOM           | 1.4x        | 51.2x         |               |               | 7.7x          |               |               |                |
| EMPRESAS CABLEVISION SA-CPO         | 5.6x        | 60.3x         |               |               | 6.1x          |               |               |                |
| DEN NETWORKS LTD                    | 1.2x        | 43.0x         |               |               | 3.2x          |               |               |                |
| WASU MEDIA HOLDING CO LTD-A         | 1.2x        | 21.4x         |               |               |               |               |               | 6.9%           |
| COGECO COMMUNICATIONS INC           | 2.1x        | 13.2x         | 12.3x         | 11.5x         | 6.9x          | 6.6x          | 6.4x          | 2.6%           |
| DIGI COMMUNICATIONS NV              | 3.7x        |               |               |               | 4.1x          |               |               | 1.9%           |
| COGECO INC                          | 1.7x        | 9.6x          | 10.4x         | 9.8x          | 5.3x          | 5.0x          | 4.9x          | 2.7%           |
| TV DIRECT PCL                       | 1.1x        | 22.6x         |               |               | 1.9x          |               |               | 4.8%           |
| TELE COLUMBUS AG                    | 1.5x        |               |               | 67.1x         | 8.7x          | 8.7x          | 8.3x          |                |
| ASIAN PAY TELEVISION TRUST          | 0.2x        | 12.5x         | 10.8x         | 9.2x          | 9.6x          | 9.2x          | 9.6x          | 8.4%           |
| <b>Promedio Operadores de Cable</b> | <b>3.9x</b> | <b>29.1x</b>  | <b>25.9x</b>  | <b>22.9x</b>  | <b>7.7x</b>   | <b>8.8x</b>   | <b>8.4x</b>   | <b>4.2%</b>    |
| <b>Mediana Operadores de Cable</b>  | <b>1.8x</b> | <b>22.0x</b>  | <b>17.7x</b>  | <b>17.3x</b>  | <b>7.0x</b>   | <b>7.3x</b>   | <b>7.2x</b>   | <b>2.9%</b>    |
| <b>MEGACABLE HOLDINGS-CPO</b>       | <b>2.0x</b> | <b>14.3x</b>  | <b>14.3x</b>  | <b>15.1x</b>  | <b>6.3x</b>   | <b>6.2x</b>   | <b>5.9x</b>   | <b>2.4%</b>    |
| <b>Premio/Descuento vs Mediana</b>  | <b>7.6%</b> | <b>-35.1%</b> | <b>-19.1%</b> | <b>-12.6%</b> | <b>-10.2%</b> | <b>-15.0%</b> | <b>-17.3%</b> |                |

Fuente: Banorte, Bloomberg

## Valuación Relativa- Empresas de Medios

| Emisora                            | P/VL         | P/U          |              |              | FV/EBITDA    |              |              | Dividend Yield |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
|                                    |              | U12M         | 2020E        | 2021E        | U12M         | 2020E        | 2021E        |                |
| MEDIASET SPA                       | 0.9x         | 23.7x        | 23.9x        | 15.4x        | 5.3x         | 9.1x         | 7.8x         |                |
| NIPPON TELEVISION HOLDINGS         | 0.4x         | 25.8x        | 15.7x        | 11.5x        | 3.0x         | 2.6x         | 2.6x         |                |
| RTL GROUP                          | 1.8x         | 13.4x        | 14.9x        | 11.4x        | 6.9x         | 7.8x         | 6.7x         |                |
| ITV PLC                            | 4.5x         | 13.7x        | 11.2x        | 10.1x        | 10.8x        | 8.9x         | 8.1x         |                |
| NOS SGPS                           | 1.6x         | 19.1x        | 13.8x        | 10.2x        | 5.2x         | 4.8x         | 4.6x         | 9.6%           |
| DIGI COMMUNICATIONS NV             | 3.7x         |              |              |              | 4.1x         |              |              | 1.9%           |
| NIPPON TELEVISION HOLDINGS         | 0.4x         | 25.8x        | 15.7x        | 11.5x        | 3.0x         | 2.6x         | 2.6x         |                |
| PRIME MEDIA GROUP LTD              | 1.2x         | 10.9x        | 19.5x        |              | 3.0x         | 4.5x         | 5.3x         |                |
| <b>Promedio Empresas de Medios</b> | <b>1.8x</b>  | <b>18.9x</b> | <b>16.4x</b> | <b>11.7x</b> | <b>5.2x</b>  | <b>5.7x</b>  | <b>5.4x</b>  | <b>5.8%</b>    |
| <b>Mediana Empresas de Medios</b>  | <b>1.4x</b>  | <b>19.1x</b> | <b>15.7x</b> | <b>11.5x</b> | <b>4.6x</b>  | <b>4.8x</b>  | <b>5.3x</b>  | <b>5.8%</b>    |
| <b>GRUPO TELEVISIA SAB-SER CPO</b> | <b>1.3x</b>  | <b>N.A.</b>  | <b>N.A.</b>  | <b>20.3x</b> | <b>6.0x</b>  | <b>5.8x</b>  | <b>5.3x</b>  |                |
| <b>Premio/Descuento vs Mediana</b> | <b>-2.2%</b> | <b>N.A.</b>  | <b>N.A.</b>  | <b>77.2%</b> | <b>28.2%</b> | <b>21.8%</b> | <b>-0.2%</b> |                |

Fuente: Banorte, Bloomberg

## Valuación Relativa- Empresas de TV Satelital

| Emisora                                  | P/VL         | P/U          |              |              | FV/EBITDA     |               |              | Dividend Yield |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|----------------|
|  |              | U12M         | 2020E        | 2021E        | U12M          | 2020E         | 2021E        |                |
| MNC SKY VISION TBK PT                    | 2.5x         |              |              |              | 2.2x          |               |              |                |
| DISH TV INDIA LTD                        | 0.6x         |              |              | 17.8x        | 1.3x          | 1.4x          | 1.3x         |                |
| CYFROWY POLSAT SA                        | 1.3x         | 16.4x        | 14.7x        | 12.4x        | 7.5x          | 7.4x          | 7.1x         |                |
| SKY NETWORK TELEVISION LTD               | 0.7x         |              | 12.3x        | 17.8x        |               | 2.7x          | 3.3x         |                |
| <b>Promedio Empresas de TV Satelital</b> | <b>1.3x</b>  | <b>16.4x</b> | <b>13.5x</b> | <b>16.0x</b> | <b>3.7x</b>   | <b>3.8x</b>   | <b>3.9x</b>  |                |
| <b>Mediana Empresas de TV Satelital</b>  | <b>1.0x</b>  | <b>16.4x</b> | <b>13.5x</b> | <b>17.8x</b> | <b>2.2x</b>   | <b>2.7x</b>   | <b>3.3x</b>  |                |
| <b>GRUPO TELEVISIA SAB-SER CPO</b>       | <b>1.3x</b>  | <b>N.A.</b>  | <b>N.A.</b>  | <b>20.3x</b> | <b>6.0x</b>   | <b>5.8x</b>   | <b>5.3x</b>  |                |
| <b>Premio/Descuento vs Mediana</b>       | <b>29.5%</b> | <b>N.A.</b>  | <b>N.A.</b>  | <b>14.2%</b> | <b>170.5%</b> | <b>118.2%</b> | <b>62.4%</b> |                |

Fuente: Banorte, Bloomberg

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldivar, 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</b>   | Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.   |
| <b>MANTENER</b> | Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC. |
| <b>VENTA</b>    | 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      |
|-------------|----------|---------------|---------|
| Amx L       | 21/12/20 | Compra        | \$18.00 |
| Axtel CPO   | 21/12/20 | Compra        | \$10.00 |
| Mega CPO    | 21/12/20 | Compra        | \$84.00 |
| Tlevisa CPO | 21/12/20 | Compra        | \$47.00 |

## Escala MSCI ESG Rating

|          |   |    |          |   |       |     |
|----------|---|----|----------|---|-------|-----|
| CCC      | B | BB | BBB      | A | AA    | AAA |
| Rezagado |   |    | Promedio |   | Líder |     |

\*El MSCI ESG Rating es un indicador que evalúa a las compañías en métricas de Ambiente, Social y Gobernanza (ESG por sus siglas en inglés).

**GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.**

| <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 Zaldívar  | 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 Thalía 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        |
| Víctor 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, CFA  | 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   | hugoa.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                                  | osvaldo.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        |
| Víctor Antonio Roldan Ferrer   | Director General Adjunto Banca Empresarial                                      | victor.roldan.ferrer@banorte.com           | (55) 1670 - 1899        |