

TELECOMUNICACIONES

Nota Sectorial

24 de agosto 2018

Latente proceso de consolidación en la industria

- En el corto plazo, Axtel podría vender activos que incluyen las operaciones dedicadas al mercado masivo y una red de larga distancia troncal con diversos anillos metropolitanos y fibra óptica
- Grupo Televisa continua analizando alternativas estratégicas, especialmente por la consolidación de contenido y distribución que está sucediendo en otras regiones, y la venta de otros activos
- Mientras, Megacable sigue siendo un potencial objetivo de consolidación por su extensa red, solida generación de flujo de efectivo y una hoja de balance sin deuda

Factores que cambiarán el mapa de las telecomunicaciones en México.

El sector de las telecomunicaciones en México es liderado por América Móvil, sin embargo, sus competidores han encontrado nichos de mercado tanto en el segmento empresarial como en el residencial en donde han logrado capturar una base de clientes relevante. A pesar de esto, AMX continua siendo considerado como agente económico preponderante por el IFT (Instituto Federal de Telecomunicaciones), entidad reguladora, derivado de su elevada participación de mercado tanto en el segmento fijo como en el móvil. Consideramos que en el mediano plazo los factores que podrían provocar un cambio en la conformación del sector de telecomunicaciones en México son: (1) presión en rentabilidad por competencia y regulación; (2) obtención de economías de escala y convergencia de servicios; (3) despliegue de la Red Compartida; y (4) desagregación de la red local de operador preponderante.

Mientras tanto, en el corto plazo, las empresas que podrían dar noticias que modifiquen el mapa del sector de telecomunicaciones son **Axtel y Grupo Televisa**. Por otro lado, **Megacable** sigue siendo un claro objetivo de adquisición.

IFT busca crear un entorno de mayor convergencia con la desagregación de redes.

El principal objetivo del IFT es incentivar la convergencia de servicios para incrementar la competencia y reducir los precios en todos los segmentos del mercado de telecomunicaciones. En este sentido, las acciones más relevantes del IFT son: (1) la desagregación de la red local de Telmex y (2) el desarrollo de la Red Compartida.

El objetivo de la desagregación de las redes locales es permitir la reventa de servicios de telefonía fija a nivel nacional mediante la utilización de las redes locales de Telmex con lo que algunas empresas podrían completar su oferta de servicios. Desde nuestro punto de vista, compañías como SKY y Dish son las que podrían beneficiarse con la desagregación para ofrecer un

www.banorte.com
@analisis_fundam

Manuel Jiménez
Director Análisis Bursátil
manuel.jimenez@banorte.com

Axtel	Compra
Precio Actual	\$3.81
PO 2018	\$5.30
Rendimiento Potencial	+39.1%
FV/EBITDA U12m	5.5x
FV/EBITDA 2018e	5.4x

Mega	Compra
Precio Actual	\$87.30
PO 2018	\$92.00
Rendimiento Potencial	+5.4%
FV/EBITDA U12m	8.9x
FV/EBITDA 2018e	8.2x

Televisa	Compra
Precio Actual	\$69.53
PO 2018	\$81.00
Rendimiento Potencial	+16.5%
FV/EBITDA U12m	8.2x
FV/EBITDA 2018e	7.7x

empaquetamiento de servicios (*triple play*) mientras que otras compañías podrían extender la cobertura de sus redes. Recientemente concluyó el periodo de consulta pública de la Oferta de referencia de desagregación para 2019 con varios comentarios de los operadores sobre el Sistema Electrónico de Gestión y las tarifas que propuso América Móvil.

La Red Compartida incrementará la cobertura de servicios móviles.

Altán Redes, un grupo de inversionistas privados en combinación con participaciones minoritarias de Axtel y Megacable, fue quien resultó ganador de la licitación para desarrollar, administrar y operar la Red Compartida por un periodo de 20 años. La concesión estipula que la Red Compartida deberá tener una cobertura del 92.2% de la población con servicios de telefonía y banda ancha móvil con tecnología 4G para ser utilizados por otros operadores. El gobierno le otorgó a Altán el derecho de uso de 90MHz del espectro de 700MHz y un par de hilos de fibra óptica en la red de CFE con una extensión aproximada de 36,000 kms.

La Red Compartida permitirá el lanzamiento de servicios de telefonía móvil por parte de algunas empresas bajo la figura de Operador Móvil Virtual (MVNO) y para los operadores móviles existentes es una alternativa para incrementar el alcance y capacidad de sus redes 4G a menores precios. A la fecha, Altán tiene una cobertura de 30% de la población, el siguiente objetivo es una cobertura del 50% de la población en 2019 y gradualmente deberá alcanzar la meta de 92.2% en 2023.

Consideramos que AT&T y Telefónica podrían ser los principales clientes de la Red Compartida ya que esta será una alternativa para la extender la cobertura y capacidad de sus redes celulares. Adicionalmente, operadores de servicios fijos como Axtel, Megacable e Izzi y las empresas de televisión satelital Dish y SKY podrían convertirse en clientes de Altán, bajo la figura de MVNO.

La consolidación en el sector de telecomunicaciones es algo probable, especialmente en un entorno más competitivo, ya que las empresas buscarían la generación de sinergias y economías de escala para mantener su rentabilidad. Como mencionamos anteriormente, Axtel y Grupo Televisa podrían en el corto plazo dar noticias en este sentido.

Axtel en un proceso de separación de activos para su venta. Antes de la fusión entre Alestra y Axtel, ambas compañías operaban redes independientes. La integración de estas empresas incrementó la cobertura y redundancia de las redes por lo que recientemente Axtel enfocó sus esfuerzos en la optimización del tráfico liberando diversos segmentos de la red. Adicionalmente, la compañía separó las operaciones enfocadas al mercado masivo que incluye redes de fibra óptica en 10 ciudades con una extensión aproximada de 6,200 kms. Estas iniciativas le dan a Axtel la posibilidad de monetizar una red paralela de Larga Distancia con una extensión aproximada de 9,300 kms en combinación con 6,000 kms de anillos metropolitanos y 4 hilos de fibra óptica.

Recientemente, Axtel vendió 154 torres de telecomunicaciones a una subsidiaria de American Tower Corp por un monto aproximado de US\$61m. Estos recursos se utilizaron para reducir el apalancamiento. Al cierre del 2T18, la razón de DN/EBITDA se ubicaba en 3.6x, vale la pena recordar que la compañía tiene el objetivo de reducir su apalancamiento a un nivel de 2.5x en línea con las políticas de Alfa, su principal accionista. De las empresas establecidas en México, consideramos que AT&T podría estar interesada en la red paralela y en menor medida en la base de clientes del mercado masivo aunque tampoco podríamos descartar a Telefónica.

Nuestro modelo de proyecciones de Axtel no incorpora recursos provenientes de la venta de la red paralela ni del negocio enfocado al segmento masivo por lo que una noticia en este sentido sería aditivo para nuestros estimados y positiva el precio de la acción. Para 2018, anticipamos ingresos consolidados de P\$15,486m lo que representaría una disminución marginal vs 2017 mientras que a nivel del EBITDA calculamos un monto de P\$5,459m equivalente a un margen de 35.3% (+20pb vs 2017). Al precio actual de P\$3.81, Axtel cotiza a 5.4x FV/EBITDA 2018e y con nuestro precio objetivo de P\$5.30 el múltiplo se ubicaría en 6.2x. Reiteramos nuestra recomendación de COMPRA por el atractivo potencial de apreciación.

Grupo Televisa está analizando diversas alternativas estratégicas para crear valor a sus accionistas. Televisa es la compañía que más podría influir en el reacomodo del sector de telecomunicaciones en México dado que tiene operaciones en el segmento fijo a través de Izzi y en televisión vía satélite con SKY, siendo las empresas líderes de estos segmentos. Alfonso de Angoitia, Co-Director General, mencionó en la conferencia telefónica del 2T18 que la compañía está analizando diversas alternativas estratégicas derivado de las últimas transacciones en EE.UU. entre empresas de contenido y de distribución. **Esta podría ser una decisión trascendental** para Televisa ya que podría optar por una escisión de activos en caso de que pensarán que las partes tienen un mayor valor que mantener las operaciones con la estructura actual. Se espera que la administración tome una decisión antes de concluir el año, lo que podría ser un catalizador para el precio de la acción en caso de concretarse.

Opciones que tiene Televisa para modificar el sector de telecomunicaciones. Diversos participantes del mercado han especulado sobre la posibilidad de que Televisa venda su participación de 58.7% en SKY a AT&T, quien posee el restante 41.3%. En caso de que Televisa vendiera esta participación, la compañía estaría en una mejor posición financiera para realizar adquisiciones relevantes y consolidar el segmento de cable sin una oposición de las autoridades reguladoras del sector. Al cierre del 2T18, SKY tenía 7.96 millones de suscriptores, ingresos U12m de P\$22,147m y un EBITDA de P\$9,967m lo que equivale a un margen de 45% (recordando que la empresa registró en este periodo gastos adicionales por la transmisión de la Copa Mundial de Fútbol).

Desde nuestro punto de vista, **Megacable** es la única empresa que podría darle una escala nacional a Televisa al ser redes altamente complementarias.

Una empresa conjunta competiría de manera más eficiente contra América Móvil en el frente corporativo y en el residencial. Adicionalmente, Televisa podría mejorar la rentabilidad de la empresa resultante mediante la generación de economías de escala así como sinergias en costos y gastos.

Al 2T18, la base de Unidades Generadoras de Ingreso (UGI) de las operaciones de cable de Televisa cerró en 10.7 millones generando ingresos U12m de P\$34,410m y un EBITDA de P\$14,584m con un margen de 42.4%. Por su parte, Megacable cerró el trimestre con una base de UGI de 7.6 millones, ingresos U12m de P\$18,494m y un EBITDA de P\$8,671 representando un margen de 46.9%. La combinación de estas empresas podría generar valor a sus accionistas aunque todo dependerá de la valuación a la que se efectuara la transacción. El promedio de empresas comparables de acuerdo con el consenso de Bloomberg es de 9.2x FV/EBITDA U12m vs 8.9x de Megacable y 8.2x de Televisa. La empresa combinada tendría 18.3 millones de UGI, ingresos por P\$52,904m y un EBITDA (antes de sinergias) de P\$23,255m equivalente a un margen de 43.9%.

La posición financiera de Televisa podría mejorar en el corto plazo con la venta de activos no relevantes. A principios de año, la compañía anunció la venta de su participación accionaria de 19% en Imagina por un monto de €284m además de su participación de 50% en CJ Grand, un canal de compras por TV. La administración mencionó en la conferencia telefónica del 2T18 que analiza la posibilidad de vender otros negocios tales como las operaciones de Juegos y Sorteos, Radio, Editoriales y Distribución de publicaciones. Con las últimas cifras trimestrales publicadas, la razón de DN/EBITDA de Televisa se ubica en 2.4x y con nuestros estimados de 2018 esta razón podría disminuir a 2.1x. No obstante, nuestro modelo no considera ventas de activos adicionales.

Para las acciones de Televisa tenemos una recomendación de COMPRA y un PO2018 de P\$81. Este precio objetivo implica que la acción cotizaría con un múltiplo FV/EBITDA 2018e de 8.6x.

Megacable mantiene favorables perspectivas. Megacable ha sido una de nuestras emisoras favoritas del sector y de las empresas que tenemos bajo cobertura por su atractivo crecimiento orgánico y por la sana estructura financiera. La generación de flujo de efectivo, la extensión de su red y una hoja de balance sin deuda neta hacen de la empresa un atractivo objetivo de consolidación.

Para las acciones de Megacable, nuestra recomendación es de COMPRA con un PO2018 de P\$92, este precio implicaría un múltiplo FV/EBITDA 2018e de 8.6x.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano y Gerardo Daniel Valle Trujillo 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 An% alistas 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
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando 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 múltiples, 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.

Directorio de Análisis

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

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

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

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Analista Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

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