

# Axtel

Nota de Empresa

18 de Marzo 2015

## Se elimina un riesgo importante

- Axtel anunció acuerdos con América Móvil y con Iusacell mediante el cual las partes dan por terminadas diversas disputas relacionadas con servicios de interconexión existentes desde el año 2005.
- Después de haber liquidado los distintos montos en disputa, Axtel obtuvo un beneficio neto de P\$950m. Adicionalmente, Axtel firmó un convenio de reventa convirtiéndose en el primer MVNO de Telcel
- Incorporando el beneficio neto del acuerdo y eliminando uno de los principales riesgos de la emisora, elevamos nuestro PO 2015 a P\$6.25 y cambiamos la recomendación a COMPRA

### Elimina las disputas por interconexión con América Móvil y con Iusacell.

Axtel anunció que firmó un acuerdo con las subsidiarias de telefonía móvil y telefonía fija de América Móvil y otro con Iusacell para dar por terminadas diversas disputas en materia de interconexión. Derivado de este acuerdo y después de haberse liquidado en favor y en contra los distintos montos que se encontraban en disputa y/o pendientes de pago, Axtel obtuvo un beneficio neto por P\$950m. Asimismo, Axtel suscribió convenios para la comercialización o reventa de servicios de telecomunicaciones y para el acceso y uso compartido de infraestructura pasiva con Telcel y Telmex, respectivamente. El acuerdo de reventa de servicios convierte a Axtel en el primer operador móvil virtual ("MVNO") de la red de Telcel.

**Sin el principal pasivo contingente esperamos una revaluación en múltiplos.** Desde hace tiempo, Axtel cotizaba con un descuento frente a empresas comparables del sector por el pasivo contingente. Sin este, elevamos nuestro PO 2015 a P\$6.25 representando un múltiplo FV/Ebitda de 5.3x.

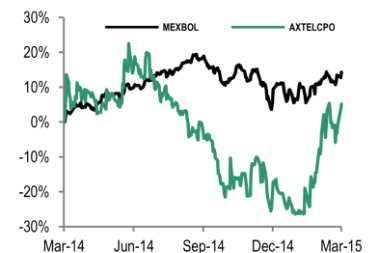
www.banorte.com  
www.ixe.com.mx  
@analisis\_fundam

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

### COMPRA

Precio Actual	\$4.49
<b>PO 2015</b>	<b>\$6.25</b>
Dividendo	\$0
Dividendo (%)	0%
Rendimiento Potencial	%
Máx - Mín 12m (P\$)	5.23 - 3.14
Valor de Mercado (US\$m)	375
Acciones circulación (m)	1,253
Flotante	45%
Operatividad Diaria (P\$ m)	14

### Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



Estados Financieros	2013	2014	2015E	2016E
Ingresos	10,286	10,597	10,242	10,619
Utilidad Operativa	2,687	-500	468	-293
EBITDA	5,905	2,935	3,079	3,001
Margen EBITDA	57.4%	27.7%	30.1%	28.3%
Utilidad Neta	2,408	-1,919	-646	-913
Margen Neto	23.4%	-18.1%	-6.3%	-8.6%
Activo Total	19,883	20,985	20,248	18,986
Disponible	1,292	2,698	2,746	2,283
Pasivo Total	12,355	15,279	15,301	15,145
Deuda	7,864	10,996	11,107	10,809
Capital	7,528	5,706	4,947	3,840

Múltiplos y razones financieras	2013	2014	2015E	2016E
FV/EBITDA	2.1x	4.8x	4.6x	4.8x
P/U	2.3x	-3.0x	-9.0x	-6.4x
P/VL	0.7x	1.0x	1.2x	1.5x
ROE	32.0%	-33.6%	-13.1%	-23.8%
ROA	12.1%	-9.1%	-3.2%	-4.8%
EBITDA/ intereses	6.7x	3.4x	2.6x	2.6x
Deuda Neta/EBITDA	1.1x	2.8x	2.7x	2.8x
Deuda/Capital	1.0x	1.9x	2.2x	2.8x

Fuente: Banorte-Ixe

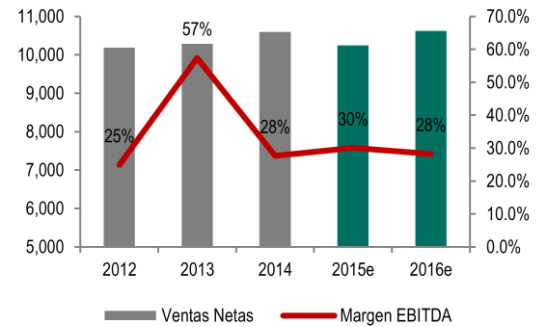
### AXTEL – Estados Financieros

(cifras nominales en millones de pesos)

Año	2013	2014	2015E	2016E	TCAC
<b>Ventas Netas</b>	<b>10,286</b>	<b>10,597</b>	<b>10,242</b>	<b>10,619</b>	<b>1.1%</b>
Costo de Ventas	2,985	3,097	2,764	3,052	0.7%
Utilidad Bruta	7,302	7,500	7,478	7,567	1.2%
Gastos Generales	7,648	7,912	7,873	7,770	0.5%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>2,687</b>	<b>(500)</b>	<b>468</b>	<b>(293)</b>	<b>N.A.</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>26.1%</b>	<b>-4.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>-2.8%</b>	
Depreciación Operativa	3,219	3,435	3,474	3,204	-0.2%
<b>EBITDA</b>	<b>5,905</b>	<b>2,935</b>	<b>3,079</b>	<b>3,001</b>	<b>-20.2%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>57.4%</b>	<b>27.7%</b>	<b>30.1%</b>	<b>28.3%</b>	
<b>Ingresos (Gastos) Financieros</b>					
<b>Neto</b>	<b>737</b>	<b>(1,954)</b>	<b>(1,233)</b>	<b>(862)</b>	<b>N.A.</b>
Intereses Pagados	882	876	1,171	1,153	9.3%
Intereses Ganados	16	17	118	120	94.9%
Otros Productos (Gastos)					
Financieros	1,564	(21)	(67)	(66)	-134.7%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	40	(1,073)	(113)	236	81.3%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	2	(3)			-100.0%
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>3,426</b>	<b>(2,457)</b>	<b>(765)</b>	<b>(1,155)</b>	<b>N.A.</b>
Provisión para Impuestos	1,018	(538)	(118)	(242)	-162.0%
Operaciones Discontinuas					
<b>Utilidad Neta Consolidada</b>	<b>2,408</b>	<b>(1,919)</b>	<b>(646)</b>	<b>(913)</b>	<b>N.A.</b>
Participación Minoritaria					
<b>Utilidad Neta Mayoritaria</b>	<b>2,408</b>	<b>(1,919)</b>	<b>(646)</b>	<b>(913)</b>	<b>N.A.</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>23.4%</b>	<b>-18.1%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>-8.6%</b>	
<b>UPA</b>	<b>1,920</b>	<b>(1,481)</b>	<b>(0,499)</b>	<b>(0,705)</b>	<b>-171.6%</b>
<b>Estado de Posición Financiera</b>					
<b>Activo Circulante</b>	<b>4,879</b>	<b>5,804</b>	<b>5,966</b>	<b>5,661</b>	<b>5.1%</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1,292	2,698	2,746	2,283	20.9%
<b>Activos No Circulantes</b>	<b>15,003</b>	<b>15,181</b>	<b>14,281</b>	<b>13,324</b>	<b>-3.9%</b>
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	13,187	12,962	12,063	11,097	-5.6%
Activos Intangibles (Neto)	224	174	174	174	-8.1%
<b>Activo Total</b>	<b>19,883</b>	<b>20,985</b>	<b>20,248</b>	<b>18,986</b>	<b>-1.5%</b>
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>4,299</b>	<b>4,312</b>	<b>4,226</b>	<b>4,359</b>	<b>0.5%</b>
Deuda de Corto Plazo	309	351	354	345	3.7%
Proveedores	2,741	2,347	2,525	2,618	-1.5%
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>	<b>8,056</b>	<b>10,967</b>	<b>11,075</b>	<b>10,786</b>	<b>10.2%</b>
Deuda de Largo Plazo	7,555	10,645	10,753	10,464	11.5%
<b>Pasivo Total</b>	<b>12,355</b>	<b>15,279</b>	<b>15,301</b>	<b>15,145</b>	<b>7.0%</b>
Capital Contable	7,528	5,706	4,947	3,840	-20.1%
Participación Minoritaria					
<b>Capital Contable Mayoritario</b>	<b>7,528</b>	<b>5,706</b>	<b>4,947</b>	<b>3,840</b>	<b>-20.1%</b>
<b>Pasivo y Capital</b>	<b>19,883</b>	<b>20,985</b>	<b>20,248</b>	<b>18,986</b>	<b>-1.5%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>6,572</b>	<b>8,298</b>	<b>8,361</b>	<b>8,525</b>	<b>9.1%</b>
<b>Estado de Flujo de Efectivo</b>					
<b>Flujo antes de Impuestos</b>	<b>3,031</b>	<b>3,125</b>	<b>3,762</b>	<b>3,082</b>	
Flujo de la Operación	(472)	315	(195)	(12)	
Flujo Neto de Inversión	1,050	(2,847)	(2,349)	(2,379)	
Flujo neto de financiamiento	(2,934)	970	(1,171)	(1,153)	
<b>Aumento (disminución) efectivo</b>	<b>675</b>	<b>1,562</b>	<b>48</b>	<b>(462)</b>	

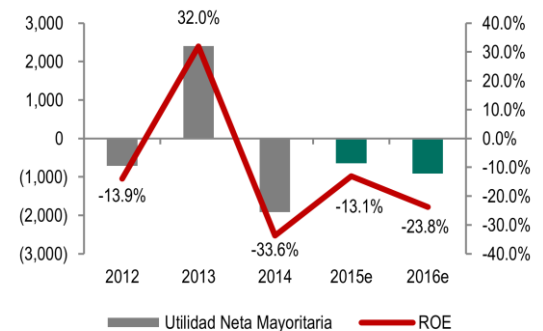
### Ventas y Margen EBITDA

(cifras en millones)



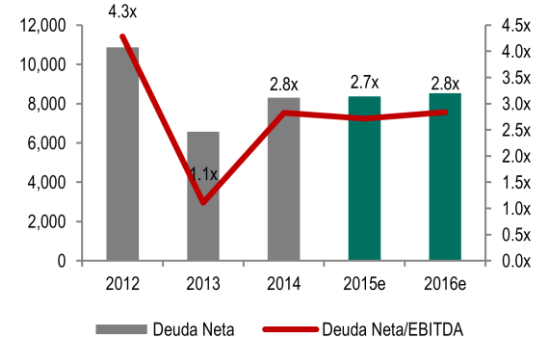
### Utilidad Neta y ROE

(cifras en millones)



### Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

(cifras en millones)



**El beneficio neto por interconexión compensaría un FCF negativo en 2015.** Como mencionamos anteriormente, Axtel recibió un beneficio neto de P\$950m después de haber liquidado los montos que se encontraban en disputa con las subsidiarias de América Móvil (Radiomovil Dipsa, Teléfonos de México y Teléfonos del Noroeste). Nuestros estimados previos de 2015 consideraban un déficit en el flujo libre de efectivo (FCF) por un monto de P\$924m lo que representaba una razón de deuda neta a Ebitda de 3.0x. Ahora, al incorporar el beneficio neto de P\$950m estimamos un FCF neutral y una razón de deuda neta a Ebitda de 2.7x.

**Firma convenio de Operador Móvil Virtual.** Adicionalmente, Axtel firmó con Telcel un convenio para la comercialización o reventa de servicios de telecomunicaciones móviles bajo la figura de Operador Móvil Virtual (MVNO). Además, Axtel y Teléfonos de México celebraron un convenio de prestación de servicios para el uso compartido de infraestructura pasiva de Telmex. Desde nuestro punto de vista, con este convenio Axtel podrá reforzar su estrategia comercial y ofrecer más servicios a sus clientes lo que le permitirá competir de forma más eficiente con otros participantes del sector. Por el momento no hemos incorporado en nuestro modelo de proyecciones ingresos y costos por este servicio. Creemos que en un inicio el efecto sería limitado sobre las cifras consolidadas ya que este tipo de servicio genera márgenes estrechos.

**Potencial revaluación de los múltiplos.** Desde hace varios años, las acciones de Axtel cotizan a un descuento frente a otras empresas del sector por el pasivo contingente que tenía relacionado a las tarifas de interconexión. De acuerdo con la compañía, la empresa este pasivo representaba un monto cercano a P\$1,500m, es decir, alrededor de la mitad del Ebitda de 2015e. Al eliminarse los procesos administrativos y judiciales entre América Móvil y Axtel, creemos que se podría eliminar parte de este descuento.

Después de incorporar la entrada de recursos relacionados con este acuerdo, asumimos que la acción podría cotizar con un múltiplo FV/Ebitda 2015e de 5.3x frente al múltiplo de 4.6x al que cotiza actualmente. Así, con este nuevo múltiplo objetivo estamos calculando un PO 2015 de P\$6.25. El rendimiento esperado de 39.2% justifica un cambio en la recomendación de Mantener a COMPRA. No obstante, creemos que Axtel continua enfrentando retos importantes que representan un mayor riesgo.

## Certificación de los Analistas.

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

## Declaraciones relevantes.

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

### Remuneración de los Analistas.

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

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

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

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

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

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

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

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

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

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

### Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
<b>COMPRA</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	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 múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

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

### Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
Axtel CPO	18/3/2015	Compra	\$6.25
Axtel CPO	27/10/2014	Mantener	\$4.75
Axtel CPO	29/4/2014	Compra	\$5.75
Axtel CPO	28/10/2013	Mantener	\$4.75
Axtel CPO	18/6/2013	Mantener	\$4.85

**Directorio de Análisis**

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

**Análisis Económico**

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Rey Saúl Torres Olivares	Analista	saul.torres@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 Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1103 - 2368

**Análisis Bursátil**

Manuel Jiménez Zaldivar	Director de Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5004 - 1275
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas/Comerciales	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5004 - 1227
José Itzamna Espitia Hernández	Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 5004 - 1266
Valentín III Mendoza Balderas	Gerente de Análisis	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 5268 - 9000 x 1267
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 5004 - 1231

**Análisis Deuda Corporativa**

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 5004 - 1437

**Banca Mayorista**

Armando Rodal Espinosa	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Jorge de la Vega Grajales	Director General Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Banca Patrimonial y Privada	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General de Administración de Activos y Desarrollo de Negocios	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General de Banca Internacional	rvelazquez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9879
Víctor Antonio Roldán Ferrer	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroldan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454