

PRECIO OBJETIVO 2015 DE \$4.00

Estamos detallando nuestro Precio Objetivo para finales de 2015 de **P\$4.00** que implica un potencial de 41.3% vs. 12.9% del IPyC. Dicho precio incluye estimaciones de crecimientos en Ventas y Ebitda para 2015 de 5.1% y 21.4% respectivamente, incorporando los resultados al cierre del 2T14. **Maxcom sigue como una emisora FAVORITA y forma parte del Portafolio BX+ CAP aunque con una menor ponderación.**

CRECEN VENTAS 8.6% EN 1S14, GRACIAS AL TRAFICO INTERNACIONAL

En el **1S14** Maxcom presentó un **incremento en Ventas de 8.6%**. Dicho aumento se debió principalmente al crecimiento del segmento de *Mayoreo* que es el que incluye el tráfico internacional terminado en la red de la compañía. Este rubro se incrementó 34.6% respecto del mismo periodo de 2013 y representó la principal fuente de ingresos para Maxcom. En lo que se refiere a los segmentos *Residencial y Comercial*, principal enfoque de la empresa, se observó un comportamiento mixto, en donde las variaciones fueron de -11.0% y 6.5% respectivamente. Por lo que respecta a *Telefonía Pública* continúa presentando disminuciones, en esta ocasión de 9.6%. La **Utilidad Operativa se compara favorablemente contra una Pérdida Operativa en 2013**, sin embargo, debido al incremento en el tráfico internacional, el Costo de Ventas presentó un incremento mayor a lo previsto (35.9% A/A) ya que este segmento conlleva un costo de interconexión mayor. Debido al menor monto de depreciación, se observó en una **caída de 5.2% en Ebitda durante el 1S14**.

CONFERENCIA TELEFÓNICA: RECORTA EBITDA PARA 2014

En su conferencia telefónica con analistas, se notó una mayor asistencia general, sobretudo de analistas internacionales, los cuales mostraron su interés tanto por el detalle de los resultados, como respecto a los diversos eventos presentados recientemente en el sector (anuncios, nueva legislación, etc.). La compañía detalló que sus pruebas tecnológicas han estado enfocadas en los segmentos *Residencial y Comercial* y que debido al incremento en los costos de interconexión del rubro internacional, no se ha denotado los ahorros que Maxcom ha tenido gracias a las tarifas asimétricas implementadas por el IFT. Adicionalmente la compañía confirmó su guía para 2014 en lo que respecta a Ventas y CAPEX (estima un aumento de 5.6% e invertir alrededor de US\$ 75 millones) sin embargo **para el Ebitda recortó su estimado de crecimiento de 19.7% a un rango de entre -2.9% y 5.2%**

ESTRUCTURA FINANCIERA: APALANCAMIENTO DE 0.9x

Derivado del proceso de recapitalización y reestructura de deuda, Maxcom ahora cuenta con una estructura financiera mucho más sólida (Deuda Neta / Ebitda de 0.9x) que le permitirá realizar inversiones en infraestructura durante este (US\$ 75 millones 2014e) y los próximos años, que se traducirán en un mayor número de usuarios y por consecuencia en mayores ingresos, sin embargo, con los resultados observados durante el 1S14, estimamos que estos incrementos se den en el mediano y largo plazo.

LEYES DE TELECOMUNICACIONES EN VIGOR

Si bien, la compañía mostró su optimismo respecto de la legislación recientemente aprobada, nuevamente sus comentarios respecto a este tema, así como a eventos relacionados con el sector de telecomunicaciones han sido sumamente conservadores. Reiteraron que seguirán muy de cerca el proceso de desincorporación y venta de activos que estará llevando acabo América Móvil (Amx), mas no mencionaron si existe algún interés por parte de Maxcom respecto a estos activos.

¡ATENCIÓN! Precio Objetivo '15 P\$ 4.00

RESUMEN

	Empresa	Pond.
Crecimiento	Positivo	✓
Rentabilidad	Neutral	
Sector	Positivo	
Estruct. Fin.	Positivo	✓
Dividendos	Neutral	
Administración	Positiva	✓
	Valor	Pond.
Valuación	Atractiva	✓
Bursatilidad	Media	

Rendimiento esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	2.83	44,481
P. O. 2015	4.00	50,200
Var % (Nominal)	41.3%	12.8%
Diferencia	28.5 ppt	

Indicadores de mercado

	Emisora
U12M: Min-Max	2.83 – 4.20
Market Cap (P\$ mn)	3,671
Free Float	48.0%

Estimados / Valuación / Solidez

	U12M	2014e	2015e
Ventas	10.8%	5.2%	5.1%
Ebitda	-7.1%	2.4%	21.4%
Mg Ebitda	NS	18.5%	21.3%
Mg Neto	NS	NS	NS
Apalancam.	0.5X	0.9x	0.9x

“Para ver claro, basta con cambiar la dirección de la mirada”
Antoine de Saint-Exupery

Andrés Audiffred Alvarado.
aaudiffred@vepormas.com.mx
5625 150 ext. 1530

Agosto 06, 2014

ESTRATEGIA BX+

PPBX+	En IPyC	Condición
3.0%	0.0%	FAVORITA

MAXCOM vs. IPyC (Últimos 12 Meses)



Fuente: Grupo Financiero BX / Bloomberg

CATEGORÍA:
NOTA DE EMPRESA

5 TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA (min)

OBJETIVO DEL REPORTE
Identificar empresas atractivas
para su inversión en Bolsa

VALUACIÓN y PO'15 P\$ 4.00

Nuestro PO'15 de P\$4.00, implica un potencial de 41.3% respecto del precio actual y hacia finales de 2015, y es el resultado de una valuación a través del múltiplo P/VL, así como de un Descuento de Flujos Libres de Efectivo (DCF). En el primer caso observamos un descuento importante en comparación con el sector en México, en donde el promedio en el múltiplo P/VL se ubica en 3.0, mientras que Maxcom cotiza a 0.9 lo que implica un descuento de 68.9%. En ese sentido asumimos un múltiplo P/VL de 1.3 hacia finales de 2015 que implica un descuento muy similar de 55.0%.

Por otra parte, mediante Flujos Descontados a valor presente "DCF" el PO'15e determinado es de P\$4.00 Para determinar el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 8.2%, utilizamos un costo ponderado de la Deuda de 5.6% y un costo de capital de 9.8%. En este último caso, utilizamos el bono de 30 años de EUA (3.3%) más el Riesgo País de México representado por el CDS de 10 años (1.3%), un premio por riesgo mercado de 5.0% y una Beta de 0.66 Asumimos una tasa de crecimiento a perpetuidad de 1.0%. Consideramos que bajo esta metodología se captura de mejor manera el valor generado por la compañía en los siguientes años, una vez que se hayan realizado las inversiones en infraestructura y éstas se vean reflejadas en los resultados de la empresa.

CRECIMIENTOS EN 1S14, GRACIAS A OTROS SEGMENTOS

Durante el primer semestre de 2014 las Ventas y Ebitda de la compañía presentaron variaciones de 8.6% y -5.2% respectivamente, las cuales se explican debido al desempeño mixto de los distintos rubros que componen el Ingreso y el Costo de Venta. Como se aprecia en la tabla siguiente, el incremento en los Ingresos Totales de Maxcom se explica principalmente por el crecimiento presentado por el tráfico internacional.

Segmentos	1S13	1S14	Var % 1S14 vs 1S13	Peso en Ingresos
Residencial	502	447	-11.0%	33.7%
Comercial	324	345	6.5%	26.0%
Telefonía Pública	73	66	-9.6%	5.0%
Mayoreo (Tráfico Internacional)	312	458	46.8%	34.6%
Otros	8	9	12.5%	0.7%
Ingresos Totales	1,219	1,325	8.7%	100.0%

Fuente: Grupo Financiero BX+ con información de la compañía

En lo que respecta al Ebitda, la caída es consecuencia de un incremento del 35.9% en el Costo de Venta respecto del mismo periodo de 2013 a lo que se suma el menor monto de depreciación como consecuencia de la revaluación de activos que realizó la empresa a finales de 2013. Con todo esto, la compañía ha presentado un importante deterioro en los márgenes Operativo y Ebitda.

2015 POSITIVO PERO A MENOR RITMO

Si bien, esperamos que 2015 sea un año positivo para la compañía, estamos revisando a la baja nuestros estimados de crecimiento para la compañía, lo cual se explica en gran medida por los resultados observados durante la primera mitad de 2014 y al recorte que estamos realizando a las estimaciones para todo 2014, año que sirve como base para los crecimientos de 2015 en adelante.

Consideramos que el ritmo de recuperación de clientes que presentará Maxcom durante lo que resta del año y para 2015 será similar al observado hasta ahora, por lo que consideramos que el crecimiento en Ventas para el siguiente año será de 5.1%, mientras que en el Ebitda anticipamos un incremento de 21.4% debido a la estabilización de Costos y Gastos.



REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las “Disposiciones”).

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José Maria Flores Barrera, Andrés Audiffred Alvarado, Juan Elizalde Moreras, Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Edmond Kuri Sierra, Dolores Maria Ramón Correa y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com.mx, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las “Disposiciones” en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

Categorías y Criterios de Opinión

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp



Directorio

DIRECCIÓN			
Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	Director Ejecutivo de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director Ejecutivo de Mercados	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609	icerezo@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director De Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Jaime Portilla Escalante	Director De Promoción Bursátil Monterrey	81 83180300 x 7329	jportilla@vepormas.com.mx
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	icalderon@vepormas.com.mx
ANÁLISIS BURSÁTIL			
Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515	rheredia@vepormas.com.mx
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	lrivas@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose María Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Andrés Audiffred Alvarado	Telecomunicaciones / Financiero	55 56251530 x 1530	aaudiffred@vepormas.com.mx
Juan Elizalde Moreras	Comerciales / Aeropuertos / Industriales	55 56251709 x 1709	jelizalde@vepormas.com.mx
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx
ESTRATEGIA ECONOMICA			
José Isaac Velasco Orozco	Analista Económico	55 56251500 x 1454	jvelasco@vepormas.com.mx
Edmond Kuri Sierra	Analista Económico	55 56251500 x 1725	ekuri@vepormas.com.mx
Dolores María Ramón Correa	Analista Económico	55 56251500 x 1546	dramon@vepormas.com.mx
ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS			
Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	mmsuarez@vepormas.com.mx
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	masanchez@vepormas.com.mx
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	gledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rhernandez@vepormas.com.mx
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	jfernandez@vepormas.com.mx
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	hreyes@vepormas.com.mx