

EMISORA FAVORITA, PO 2014 DE \$4.30

Estamos revisando nuestro Precio Objetivo 2014 a **P\$4.30** de P\$4.90 (potencial de 29.9% vs. 16.0% del IPyC) por un ajuste en nuestras estimaciones derivado de la política contable más conservadora aplicada por la compañía a partir de 2014, así como de la incorporación de los resultados del 1T14. Para 2014 esperamos incrementos en Ventas y Ebitda de 5.5% y 21.9%. La combinación de **crecimientos superiores al promedio y mejores indicadores que el promedio, sustentan nuestra idea de inversión.** Maxcom sigue una emisora **FAVORITA** y forma parte del Portafolio BX+ CAP.

CRECEN VENTAS 11.4% EN 1T14; 1.5 VECES MÁS QUE EL SECTOR

En el 1T14 Maxcom presentó un incremento en Ventas de 11.4%. Dicho aumento se debió principalmente al crecimiento del segmento de Mayoreo que se incrementó 49.6% respecto del mismo período de 2013. Es importante hacer hincapié en que el crecimiento presentado por Maxcom fue 1.5 veces el estimado para el sector de telecomunicaciones en México. **La Utilidad Operativa tuvo un avance del 60% gracias a una reducción de gasto (comienza beneficio de re-estructura), a nivel Ebitda el impacto no sucedió al disminuir depreciaciones por revaluación de activos.**

CONFERENCIA TELEFÓNICA: VALIDA AVANCE DE 20.0% DE EBITDA EN 2014

En su conferencia telefónica con analistas, resultó notoria una mayor asistencia general, sobretodo de colegas internacionales. La compañía detalló que prácticamente ha finalizado el proceso para delinear su estrategia de crecimiento, la cual estará enfocada en los segmentos Residencial y Comercial (Ver párrafo siguiente). Adicionalmente la compañía **confirmó su guía para 2014 en donde estima un aumento en Ventas de 5.6% y de 19.7% en el Ebitda, lo que implica una mayor crecimiento en la segunda mitad del año.**

ESTRATEGIA: ENFOQUE EN RESIDENCIAL Y COMERCIAL

Maxcom ha determinado enfocar su estrategia de crecimiento en los segmentos Residencial y Comercial, que en conjunto representan el 63.5% de sus Ingresos Totales. En ese sentido, la compañía mencionó que **comenzará a participar en ciudades en donde actualmente no opera en los próximos seis meses**, una vez que haya determinado cual es la tecnología más adecuada para cada región en la que incursione. Asimismo, Maxcom detalló que continúa buscando opciones para participar en telefonía móvil a través de un operador móvil virtual (MVNO por sus siglas en inglés, que implica utilizar la infraestructura de otra compañía para ofrecer este servicio).

ESTRUCTURA FINANCIERA CLAVE: APALANCAMIENTO DE 0.5x

Derivado del proceso de recapitalización y reestructura de deuda, Maxcom ahora cuenta con una estructura financiera mucho más sólida (Deuda Neta / Ebitda de 0.5x) 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.

COYUNTURA ADICIONAL: LEYES DE TELECOMUNICACIONES

Adicionalmente, se encuentra pendiente la aprobación de la legislación secundaria en materia de telecomunicaciones, la cual será un catalizador adicional para la compañía debido a que se busca una mayor participación de compañías de menor tamaño como es su caso. Es importante mencionar que la guía dada a conocer por la compañía no incluye beneficios adicionales a las tarifas de interconexión asimétrica que actualmente ya se encuentran en vigor y que significan un ahorro de P\$ 3.6 millones mensuales para Maxcom, con el nivel de tráfico actual.

¡ATENCIÓN!
Precio Objetivo '14 P\$ 4.30

RESUMEN

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

Rendimiento esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	3.31	40,702
P. O. 2014	4.30	47,000
Var % (Nominal)	29.9%	15.5%
Diferencia	14.4 ppt	

Indicadores de mercado

	Emisora
U12M: Min-Max	2.56 – 4.20
Market Cap (P\$ mn)	4,264
Free Float	48.0%

Estimados / Valuación / Solidez

	U12M	2014e	2015e
Ventas	14.0%	5.5%	6.1%
Ebitda	-7.1%	21.9%	32.9%
Mg Ebitda	NS	22.4%	28.1%
Mg Neto	NS	NS	NS
Apalancam.	0.5X	0.8x	0.9x

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

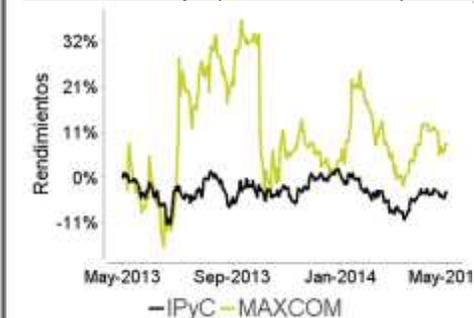
Andrés Audiffred Alvarado.
audiffred@vepomas.com.mx
5625 150 ext. 1530

Abril 30, 2014

ESTRATEGIA BX+

PPBX+	En IPyC	Condición
7.6%	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'14 P\$ 4.30

Nuestro PO'14 de P\$4.30, implica un potencial de 29.9% respecto del precio actual y hacia finales de 2014, y es el resultado 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 2.6, mientras que Maxcom cotiza a 1.3 lo que implica un descuento de 50.2%. En ese sentido asumimos un múltiplo P/VL de 1.7 hacia finales de 2014 que implica un descuento muy similar de 35.0%.

Por otra parte, mediante Flujos Descontados a valor presente "DCF" el PO'14e determinado es de P\$4.30. Para determinar el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 9.8%, 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 (3.5%) más el Riesgo País de México representado por el CDS de 10 años (1.4%), un premio por riesgo mercado de 5.0% y una Beta de 1.0. 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.

Maxcom Valuación por DCF P\$ (mn)					
Concepto	2015e	2016e	2017e	2019e	2019e
Flujo Libre de Efectivo	-79.5	334.3	430.1	543.1	658.3
DCF	-73.5	285.5	339.5	396.2	443.8
Flujos Eftvo.	1,392				
Perpetuidad	4,264				
(-) Deuda Neta	12	Acciones (CPO) en circulación (mn)			1,298
Valor Justo Capital	5,643	Valor por Acción (P\$)			4.30
Market Cap. Actual	4,295	Rendimiento Potencial			29.9%

Fuente: Grupo Financiero BX+

CRECIMIENTOS EN 2014, LO MEJOR EN 2015 y 2016

Para 2014 estimamos variaciones en Ventas y Ebitda de 5.5% y 21.9% respectivamente, las cuales superan ampliamente al promedio del sector de telecomunicaciones en México del cual se estiman variaciones de 1.5% en Ventas y -25.4% en Ebitda. A pesar de esto, consideramos que durante los siguientes años, Maxcom presentará crecimientos superiores como consecuencia de las inversiones que realizará durante 2014 y que se traducirán en incrementos en el número de usuarios y por consecuencia en el ingreso. Para 2015 estimamos incrementos en Ventas y Ebitda de 6.1% y 32.9% respectivamente, mientras que para 2016 esperamos un aumento en las Ventas de 7.0% y del 25.5% en el Ebitda.

ENFOQUE EN SEGMENTOS RESIDENCIAL Y COMERCIAL

Maxcom detalló durante su conferencia telefónica de resultados del 1T14 que ha determinado enfocar su estrategia de crecimiento en los segmentos Residencial y Comercial, segmentos que implican mejores márgenes en comparación con el resto (Mayoreo y Telefonía Pública). Comentó que se encuentran analizando cual es la tecnología más adecuada para cada región nueva en la que buscarán participar y que será dentro de los siguientes seis meses cuando comencemos a ver a la compañía incursionar en nuevas regiones. Es muy importante recordar que durante este proceso de selección tecnológica, Maxcom ha contado con el apoyo y la experiencia de una consultoría internacional especializada en temas de telecomunicaciones, la cual ha orientado a la compañía para determinar que tipo de tecnología se adecua más a las necesidades de la empresa. Adicionalmente Maxcom comentó que no cierra la puerta y que se encuentra en pláticas con distintos operadores para participar en el segmento de telefonía móvil a través de un operador móvil virtual (MVNO por sus siglas en inglés) lo cual implicaría que Maxcom haga uso de la infraestructura de redes de otra compañía para ofrecer este servicio, por lo que no tendría que realizar inversiones adicionales.





REVELACION DE INFORMACION DE REPORTES DE ANALISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MAS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MAS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTICULO 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, Janneth Quiroz Zamora, Juan José Reséndiz Téllez, José Isaac Velasco, Arturo Cuanalo Guzmán, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Juan Antonio Mendiola Carmona, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, Andrés Audiffred Alvarado, Juan Elizalde Moreras 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.

Casa de Bolsa Ve Por Mas, S.A. de C.V., las Entidades que conforman Grupo Financiero BX+ y los analistas declaran: que al cierre de cada uno de los tres meses anteriores a la fecha de distribución de este reporte, (si/no) mantienen directa o indirectamente valores o instrumentos objeto del mismo y en el caso de las entidades de BX+ representan el 1% o más de su cartera de valores en circulación o del subyacente.

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
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Jose Maria 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
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx
ESTRATEGIA ECONOMICA			
Janneth Quiroz Zamora	Subdirector de Estrategia Económica	55 56251546 x 1546	jquiroz@vepormas.com.mx
José Isaac Velasco Orozco	Analista Económico	55 56251500 x 1454	jvelasco@vepormas.com.mx
ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS			
Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	mmsuarezh@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	qledesma@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

