

“A río revuelto,
ganancia de pescadores”
Refrán

Rafael Camacho Peláez
racamacho@vepormas.com
56251530

Enero 22, 2018

@AyEVeporMas



Laboratorio Bursátil / Nuestra Filosofía

Sector con un Impacto Extensivo a casi Toda la Población

El sector telecomunicaciones abarca una amplia gama de servicios que impactan a prácticamente toda la población en el país. En los últimos años, el sector ha sido de los más dinámicos en el país, en parte por los avances tecnológicos propios del sector y particularmente en México las reformas han abierto las puertas a nuevos participantes, lo cual ha generado y seguirá generando una mayor competencia. Este reporte es el primero de cuatro que saldrán en las próximas semanas donde se expondrán los segmentos que componen la industria (TV restringida, telefonía fija y móvil e internet).

Conclusión: Sector Maduro, Aunque con Potencial

Analizamos el mercado de la TV restringida, el cual por el nivel de penetración podría considerarse maduro (vs. sus comparables en Latam). No obstante, las nuevas regulaciones generan oportunidades de consolidación a través de la entrada en un mediano plazo de América Móvil. A continuación se detalla la participación de mercado de cada una, así como la proporción que este negocio tiene de sus Ventas Totales en el caso de empresas que cotizan en Bolsa.

Tabla 1. Participación de Mercado

Emisora	% Mercado TV Paga	% Ingresos U12M TV Paga
Televisa	60.60%	57.5%
Dish-MVS	18.10%	NA
MegaCable	14.00%	55.0%
Total Play	2.10%	NA
Axtel	0.54%	4.4%
Maxcom	0.18%	11.4%
Otros	4.47%	NA

Fuente: IFT / *Estimados BX+

Valuaciones y PO 2018

En este momento no vemos una oportunidad atractiva en este sector dado que sus valuaciones no presentan descuento (incluso premios importantes) sumado a que las tasas de crecimiento tampoco son significativas, todo lo cual se refleja en el limitado potencial de sus PO 2018. Televisa es la única excepción, sin embargo consideramos que hay otras opciones más atractivas a nivel general.

Tabla 2. Sector Telecom (Valuación)

Emisora	Valuación		Variaciones 2018		**Precio Objetivo	
	FV/Ebitda	Var vs Act 5A	% Ebitda	% Ut. Neta	PO2018	Potencial
Televisa	9.4	-11.9%	9.8%	31.8%	89.9	19.9%
MegaCable	9.5	-0.4%	9.3%	2.5%	85.1	3.8%
Axtel	6.3	29.5%	-1.2%	-119.8%	4.7	19.9%
*Maxcom	17.1	38.5%	-	-	-	-
Mediana	9.4	14.5%	9.3%	2.5%		

Fuente: Bloomberg / GFBX+ / *Maxom no tiene Estimados de Consenso

¿Cuál es el estatus del mercado?

De acuerdo con el IFT, la penetración de la TV Restringida es de 67 de cada 100 hogares. Es decir, que de los 33, 153,231 hogares que hay en el país, 22, 401,420 (99% es Residencial) tienen acceso a este medio.

Como podemos ver en la tabla, en este rubro México queda por debajo de la media del continente. Sin embargo, dejando a un lado a EUA y Canadá (por ser más desarrollados y menos comparables) México está por arriba de la mediana en Latinoamérica.

Tabla 3. Comparativo Internacional	
País	Penetración *TV Paga
EUA	96
Canadá	87
Colombia	40
Chile	66
Argentina	80
Brasil	28
Mediana General	73
Mediana Latam	53
México	67

Fuente: IFT / *cada 100 hogares

En el siguiente mapa podemos identificar las entidades federativas con la mayor penetración en TV Restringida.

Penetración no proporcional: Los estados con la menor penetración de TV de paga son Oaxaca, Chiapas y Campeche, los cuales presentan un rezago también en otros parámetros económicos en el país. Asimismo, no consideramos que las compañías de este segmento estén planeando una inversión intensiva en estos estados por los altos costos en la infraestructura.

En contraparte, las entidades con el mayor número de accesos son estados en mucho más desarrollo económico por la parte industrial como por turismo, destacando principalmente Ciudad de México, Quintana Roo y la península de Baja California.

Mapa de Penetración TV Restringida



Fuente: IFT

¿Quiénes Participan en el Mercado?

Como podemos observar en la siguiente gráfica, los jugadores más importantes en mercado de la TV Restringida son Grupo Televisa, MVS-Dish y MegaCable. Juntos, concentran cerca del 93% del mercado.

Televisa- Participante Nacional: Ofrece el servicio vía satélite y cable (líder en ambos). Concentra gran parte del mercado (60%), razón por la cual el IFT lo cataloga agente dominante en este segmento.

MegaCable- Participante Semi-Nacional ofrece sus servicios en 25 entidades del país, es el tercer competidor en el mercado.

Axtel y Maxcom- Participantes Regionales enfocados en otros segmentos como internet y servicios corporativos. Juntos alcanzan menos del 1% del mercado.

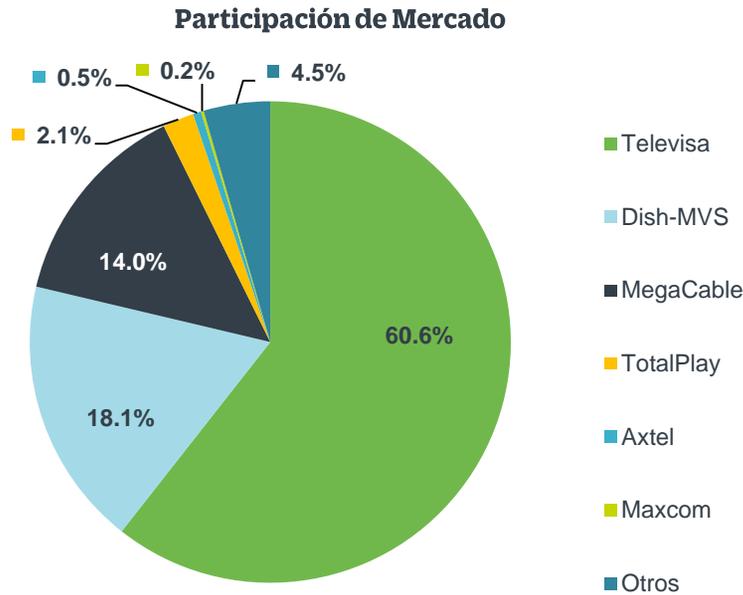
M&A: Potenciales Consolidadores y Targets

En el caso de las empresas públicas (BMV) detallamos el market cap. así como el nivel de apalancamiento lo cual es importante para ver el potencial de cada una en una posible etapa de M&A.

Televisa- por su tamaño y sano nivel de apalancamiento la vemos como una compañía conolidadora, aunque su barrera más importante sería el órgano regulador.

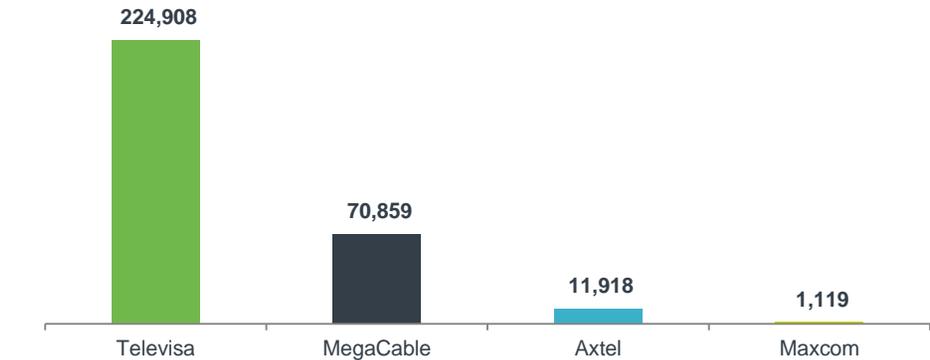
MegaCable- por su tamaño la vemos como una potencial adquisición, mientras que su nivel de apalancamiento lo deja en buena posición para comprar compañías más pequeñas.

Axtel y Maxcom- las vemos principalmente como *targets* de otras compañías.



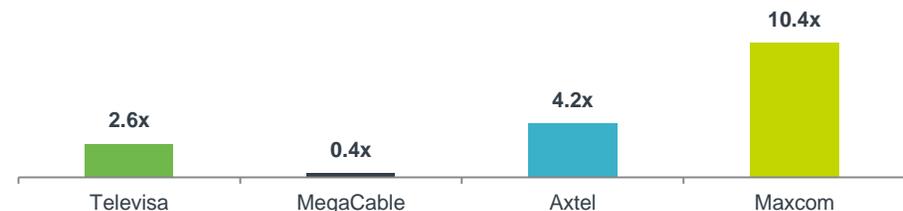
Fuente: IFT

Market Cap.



Fuente: Bloomberg / Cifras en Millones de Pesos

Apalancamiento

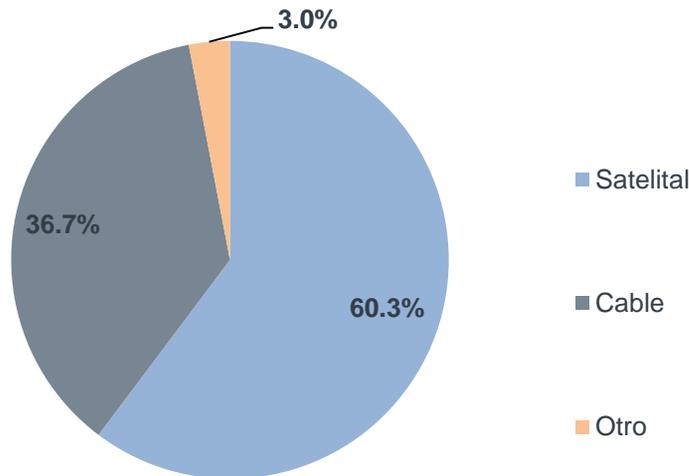


Fuente: GF BX+ / Bloomberg

¿Cómo se Divide la TV Restringida?

Como podemos ver en la gráfica, el 60% de los accesos de la TV Restringida son a través de tecnología satelital, cerca del 37% a través de cable, mientras que tan solo el 3% es a través de otro tipo de tecnologías como la TV a través internet (IPTV) -utilizado por Maxcom y Axtel- y en menor medida vía microondas.

Tecnología en TV Restringida

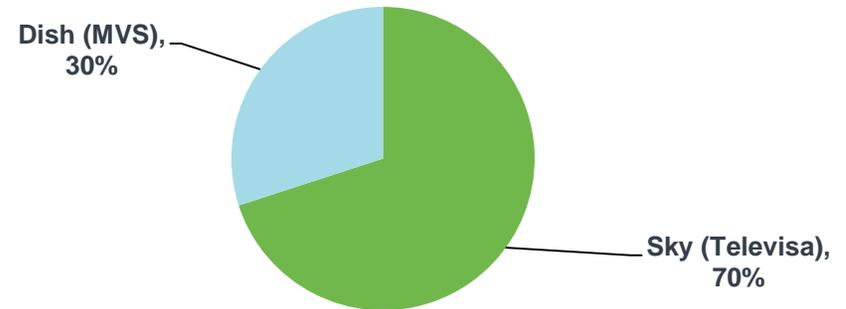


Fuente: IFT

Debido a la pulverización del resto de la industria, prevemos que la llegada de nuevos participantes podría desencadenar una etapa de M&A entre compañías. Si bien hasta el momento no hay ninguna certeza, es ampliamente conocido el interés de América Móvil por entrar a este mercado, el cual podría también desencadenar una guerra de precios para ganar y retener suscriptores. Es importante señalar que, en caso de obtener la licencia por parte del órgano regulador, se desconoce qué tipo de tecnología usarían.

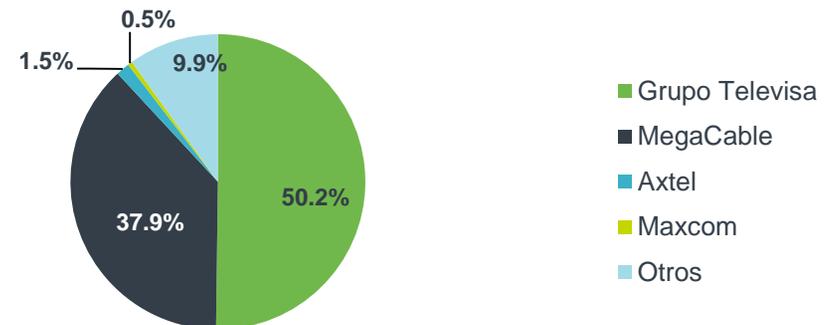
Satelital y Cable: Distintas Estrategias de Negocio

El segmento Satelital satisface las necesidades de la principalmente parte de menores recursos de la población debido a que la inversión por parte de las empresas es relativamente baja. Una característica que "limita" este tipo de servicios es la imposibilidad de ofrecer (empaquetar) más servicios como el teléfono o internet.



Fuente: IFT

El servicio de cable, por el contrario implica una inversión sustancial para extender la cobertura. En términos generales los segmentos a los que apunta este servicio son clase media y media alta. Para realizar estas inversiones las empresas también evalúan poder tener un ARPU (Ingreso Promedio por Suscriptor, por sus siglas en inglés) mayor por la posibilidad de ofrecer paquetes de servicios (*doble o triple play*), es decir telefonía, internet y TV. Consideramos que dicha tendencia no solo se mantendrá sino que será el estándar de la industria.



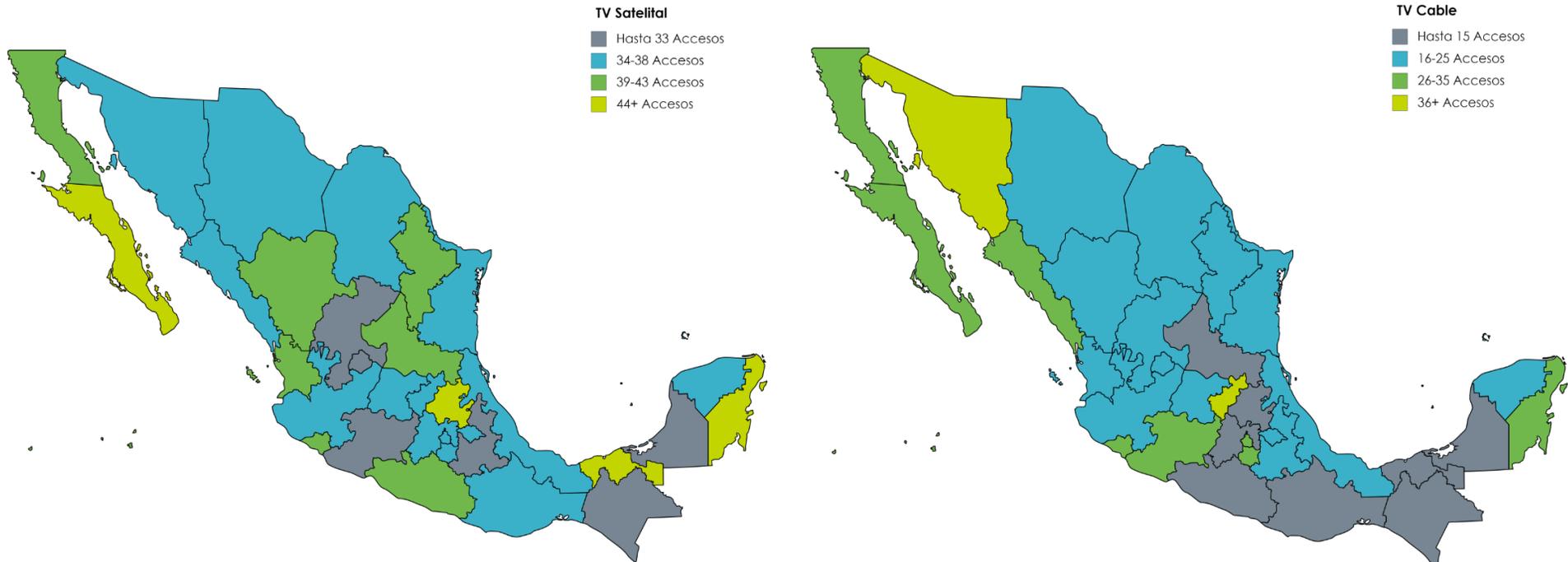
Fuente: IFT

Cable y Satélite a Nivel Regional

Como podemos observar en el mapa, la TV satelital (con el 60% de los accesos totales) tiene una gran cobertura en estados como Guerrero, Oaxaca y Tabasco, las cuales se caracterizan por 1) el rezago en el desarrollo económico de los estados con respecto a otras regiones mucho más dinámicas y 2) una compleja geografía, lo cual, por razones de negocio no permite a las compañías hacer grandes inversiones de cableado puesto que la generación de flujo de efectivo generado por un pequeño número de suscriptores no generaría beneficios económicos.

Por otro lado, la TV de cable (con el 36.7% de los accesos totales) tiene una mayor penetración en estados como Quintana Roo, CDMX, Baja California. Destacamos el área de oportunidad por consolidar de las cableras regionales en el norte y centro del país.

Las únicas dos entidades en el país en las cuales vemos una penetración muy baja para ambas tecnologías son Chiapas y Campeche, ambas con difícil acceso para la infraestructura del cableado y un complicado desarrollo económico.



Fuente: IFT

Fuente: IFT

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, Rafael Antonio Camacho Peláez, Dianna Paulina Iñiguez Tavera, Mariana Paola Ramírez Montes, Alejandro Javier Saldaña Brito y Maricela Martínez Álvarez, Gustavo Hernández Ocadiz, analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com, 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, brinda servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativas 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	Características	Condición 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

Grupo Financiero Ve por Más, S.A. de C.V.
Dirección

Alejandro Finkler Kudler	Director General Casa de Bolsa	55 56251500	
Carlos Ponce Bustos	DGA Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1537	cponce@vepormas.com
Gilberto Romero	Director de Mercados	55 56251500	
Javier Torroella de Cima	Director de Tesorería	55 56251500 x 1603	jtorroella@vepormas.com
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com
Lidia Gonzalez Leal	Director Patrimonial Monterrey	81 83180300 x 7314	lgonzalez@vepormas.com
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1541	icalderon@vepormas.com

Análisis Bursátil

Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector A. Bursátil / Metales – Minería	55 56251500 x 1515	rheredia@vepormas.com
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251500 x 1514	lrivas@vepormas.com
Marco Medina Zaragoza	Analista / Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com
Rafael Antonio Camacho Peláez	Analista / Alimentos y Bebidas / Internacional / Vivienda	55 56251500 x 1530	racamacho@vepormas.com
Dianna Paulina Iñiguez Tavera	Analista / Consumo Discrecional / Minoristas / Aeropuertos	55 56251500 x 1508	dlniguez@vepormas.com
Gustavo Hernández Ocadiz	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251500 x 1709	ghernandez@vepormas.com
Maricela Martínez Álvarez	Editor	55 56251500 x 1529	mmartineza@vepormas.com

Estrategia Económica

Mariana Paola Ramírez Montes	Analista Económico	55 56251500 x 1725	mpramirez@vepormas.com
Alejandro J. Saldaña Brito	Analista Económico	55 56251500 x 1767	asaldana@vepormas.com

Administración de Portafolios

Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251500 x 1513	masanchez@vepormas.com
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251500 x 1526	gledesma@vepormas.com
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1545	jfernandez@vepormas.com

Comunicación y Relaciones Públicas

Adolfo Ruiz Guzmán	Comunicación y Relaciones Públicas / DGA Desarrollo Comercial	55 11021800 x 32056	aruiz@vepormas.com
--------------------	---	---------------------	--