



Inicio de Cobertura TeleSites | Agosto 2018

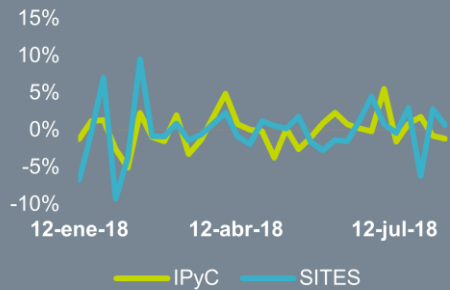
Defensiva con Crecimiento

Grupo Financiero BX+

Rafael Antonio Camacho Peláez
racamacho@vepormas.com
56251500 ext.1530

CATEGORÍA: Inicio de Cobertura / **OBJETIVO DEL REPORTE:** Identificar empresas atractivas para su inversión en Bolsa.

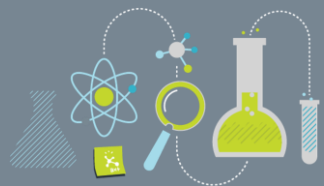
Gráfica Sites vs IPyC YTD



Rafael A. Camacho Peláez
rcamacho@vepormas.com
56251500 Ext. 1530

Agosto 15, 2018

 @AyEVeporMas



Laboratorio Bursátil / Nuestra Filosofía

Estamos iniciando cobertura de Sites con un Precio Objetivo 2018 de P\$17.8 por acción. Lo anterior implica un potencial de 22.4% comparado vs. el 4.8% del IPyC. La emisora forma parte de nuestro grupo de Mejores Ideas.

Líder de Mercado por Número de Torres y Cobertura

Sites es una compañía dedicada a la renta de infraestructura pasiva (Torres para antenas de radiocomunicación). Cabe recordar que la emisora es una escisión de América Móvil (4T15). Actualmente es la empresa líder de mercado con el 50% del *mkt. share* y tiene la mayor cobertura con el 85%. Su principal competidor es American Towers con 30% del mercado.

Red Compartida, Catalizador para el Sector y Sites

La Red Compartida (RC), es una iniciativa del gobierno federal que tiene como objetivo conectar digitalmente al 92.2% de la población hacia 2024 (30% actual). Este programa está operado por Altán (que ganó la licitación en 4T16) y pretende facilitar la entrada de nuevos operadores en servicios de telefonía y banda ancha móvil, incrementando la competencia en el sector.

Crecimientos Doble Dígito en los Próximos 3 Años

Sites tendrá dos fuentes de crecimiento en este período: 1) mayor cantidad de torres -750 por los próximos 3 años-; y 2) un incremento en el tenancy ratio (1.35 hacia 2020). Esto se traducirá en crecimientos promedio en Ventas y Ebitda de 13.7% y 17.3%, respectivamente. Particularmente para 2018 (a/a), dichos incrementos serán de 16.6% y 22.6%.

Modelo de Negocios Defensivo

Sus ingresos provienen de rentas a sus inquilinos con contratos de 10 años y el precio de las mismas están ajustadas a la inflación. La emisora construye torres en función de la demanda, con contratos que aseguren la recuperación total de la inversión, la renta del sitio (lugar donde se ubican las Torres), más un margen de utilidad, el cual es mayor al incorporar a otros inquilinos. Lo anterior permite a Sites no comprometer a Capex en la compra de terrenos.

Valuación Muy Atractiva

Nuestro Precio Objetivo es el promedio de dos métodos de valuación: por múltiplo (FV/Ebitda) y por descuento de flujos de efectivo (DCF). El PO18 de P\$17.8 tiene un potencial de 22.4% vs. el 4.8% del IPyC, para el mismo período.

Riesgos: Principalmente Sectoriales

Los principales riesgos para nuestra valuación son: 1) una menor competencia en los servicios móviles de telecomunicación, 2) una menor penetración de los servicios móviles en México, 3) que la Red Compartida tenga un desempeño por debajo de los pronósticos.

Precio Objetivo '18 P\$17.8

Criterios de Selección de Emisoras

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

Rendimiento Esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	14.53	48,383
PO 2018	17.8	50,700
Var. % (Nominal)	22.4%	4.8%

Indicadores de Mercado – Sites

Op. Prom. Diaria (P\$ mn)	Media	20.8
U12M: Min-Max		12.8-16.0
Mkt Cap (US\$ mn)		2,558
Float		39%

Estimados

	2017	2018e	2019e
Ventas	5,855	6,826	7,707
YoY Var %	8.4%	16.6%	12.9%
Ebitda	3,479	4,264	4,916
YoY Var %	14.0%	22.6%	15.3%
Mgn. Ebitda	59.4%	62.5%	63.8%

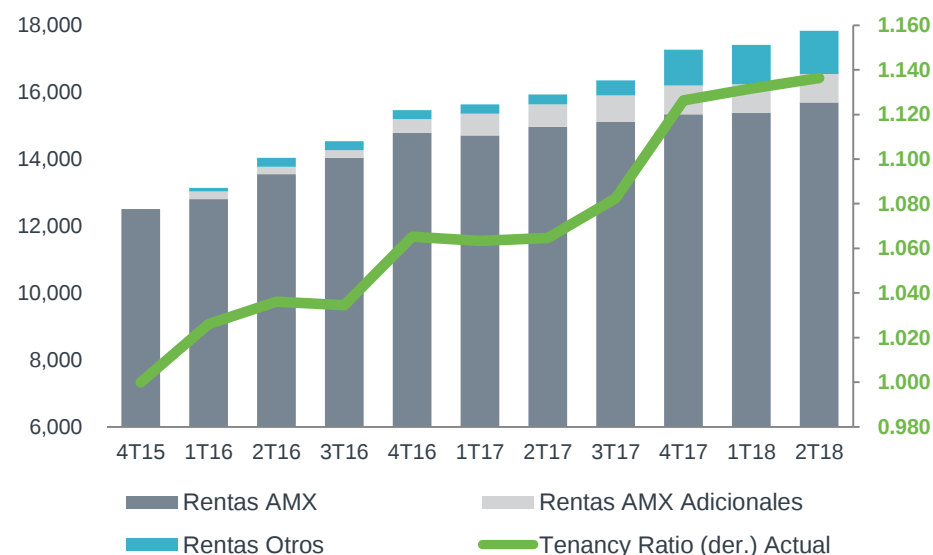
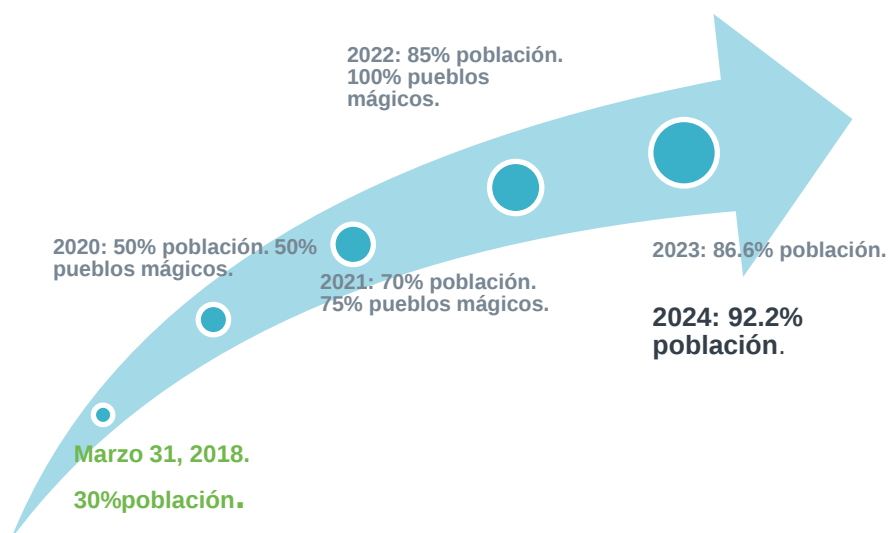
Red Compartida: Clave para Crecimiento de Sites

RC Utilizaría las Torres de Sites para Alcanzar su Meta

La Red Compartida (RC) es una asociación Público-Privada impulsada por el gobierno federal que tiene como objetivo conectar digitalmente al 92% de la población hacia 2024 (más detalle en la cronología siguiente). El ganador de la licitación de la banda de 700 MHz fue Altán Redes en 2T16. El pasado marzo, la RC concluyó la primera etapa de cobertura con éxito. Para lograrlo, Altán utilizó, principalmente, las torres de radiocomunicación de Sites y American Towers y de acuerdo con el propio Altán, se necesitarán alrededor de 870 sitios (o torres) por año para alcanzar las siguientes dos metas, mientras que algunos estimados del proyecto completo de la Red Compartida prevén que se necesitarán ~12,000 torres o el equivalente a 2,000 torres por año. Consideramos que ésta será una de las principales fuentes de crecimiento para Sites por tener la mayor participación de mercado y la mayor cobertura a nivel nacional (cuenta con ~85% de cobertura), por lo que muy probablemente Altán y los operadores ya existentes utilicen sus torres.

Por otro lado, la incorporación de nuevos prestadores de servicios bajo la figura de Operadores Móviles Virtuales (OMVs) como Virgin Mobil, Simpli, Weex, etc. no desplegarán infraestructura propia. Ellos tendrán que acudir con un mayorista –Altán Redes–, quien a su vez buscará soluciones de infraestructura pasiva a través de compañías especializadas en ello, en este caso Sites. Hasta el 1T18, los OMVs tenían en conjunto apenas el 1.1% de la participación de mercado de la telefonía móvil. En la página 8 podemos ver una muestra de la oferta de los operadores móviles tradicionales, y operadores móviles virtuales.

Como se aprecia en la gráfica de Rentas Totales, al 2T18 Sites ha incrementado consistentemente en los últimos dos años el número de inquilinos fuera de América Móvil; con ello, ha expandido el tenancy ratio, lo que implica una mayor rentabilidad por torre. La capacidad máxima (considerando los niveles actuales) de la compañía es de 2.5x, y el ratio actual es de 1.136x, por lo que todavía hay suficiente espacio para capturar nuevos inquilinos a través de Altán/OMVs, otros operadores y otras empresas que necesiten de torres de radiocomunicación, sin necesidad de construir nuevas torres.



Recomendación de Compra: Valuación Sumamente Atractiva

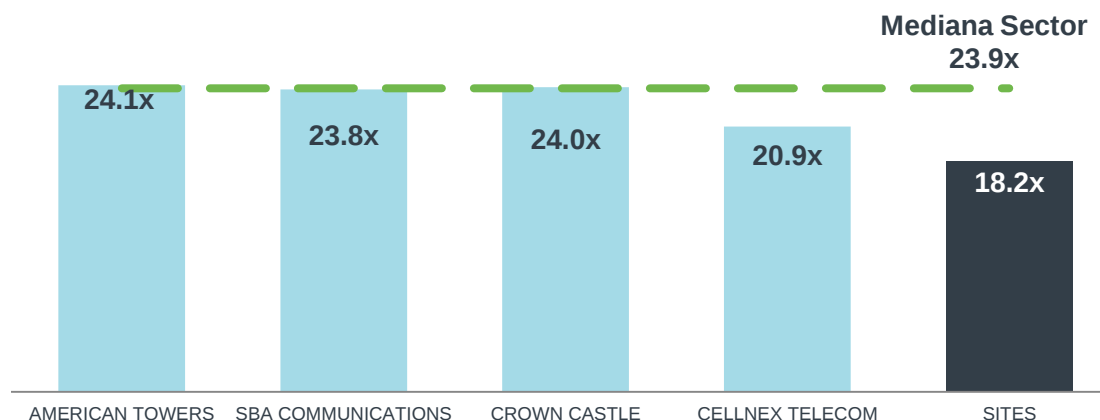
Nuestro Precio Objetivo es el promedio de dos métodos de valuación: por múltiplos (FV/Ebitda) y por descuento de flujos de efectivo (DCF). Sin dudas este último método captura de mejor manera los crecimientos en los próximos 5 años como consecuencia de las construcciones de torres y el incremento de los inquilinos lo cual no se “refleja” totalmente (sólo un año) en la valuación por múltiplos. **El PO18 de P\$17.8 implica un potencial de 22.4% vs. el 4.8% del IPyC**, para el mismo período.

Valuación por Múltiplo

Actualmente Sites cotiza a un múltiplo FV/Ebitda de 18.2x, lo que representa un descuento de 24.0% respecto del sector y un descuento también vs su promedio de los últimos 3 años, que es consistente con la valuación histórica.

Para nuestra valuación utilizamos un múltiplo FV/Ebitda de 18.7x, el cual se justifica por una mucha mayor rentabilidad respecto de sus comparables, así como un menor nivel de apalancamiento.

Resultado de todo lo anterior, el PO 2018 es de P\$ 17.3 lo que implica un potencial de 19.4%.



SITES Comparativo Sectorial (US\$ mn, U12M)

Datos de Mercado				Rentabilidad		Valuación			Estimados 2018			Est. Fin.
Empresa	País	Mkt. Cap.	Ventas	Mgn Ebitda	Mgn Neto	FV/EBITDA	P/E	P/BV	Ebitda	Ut. Neta	FV/Ebitda	Apalanc.
AMERICAN TOWERS	EUA	65,698	6,908	52.6%	16.6%	24.1	58.5	11.9	15.5%	5.1%	20.4	5.6
SBA COMMUNICATIONS	EUA	17,788	1,792	64.3%	1.7%	23.8	244.2	NA	16.8%	NA	19.8	8.3
CROWN CASTLE	EUA	45,927	4,930	53.4%	10.3%	24.0	93.3	4.2	37.0%	17.6%	15.1	6.0
CELLNEX TELECOM	España	6,055	977	48.6%	NA	20.9	NA	11.3	28.6%	79.2%	14.9	7.1
Mediana Sector		31,858	3,361	53.0%	10.3%	23.9	93.3	11.3	22.7%	17.6%	17.4	6.5
SITES	México	2,558	338	61.4%	NA	18.2	NA	4.9	22.6%	NA	14.1	5.8
Sites vs Sector				8.4 ppt	NA	-24.0%	NA	-56.4%	-0.2 ppt	NA	-19.4%	-10.9%



Valuación por DCF

Para nuestra valuación por flujos descontados utilizamos una tasa libre de riesgo de 6.6% y un premio de mercado de 5.5%, que resulta en un Costo de Capital de 11.1%. Asimismo, consideramos un Costo de la Deuda de 7.5% y una Beta de 0.82, mientras que la proporción para Deuda y Capital fue de 75% y 25%, respectivamente. Todo lo anterior resultó en una tasa de descuento (WACC) de 6.5%. **Bajo este método de valuación, el PO 2018 es de P\$ 18.2 que representa un potencial de 25.5%**

PO 2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Valor Resid.
	1,971	2,412	3,087	3,689	4,307	96,248
	1	2	3	4	5	5
	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Valor Resid.
WACC	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Discounted FCF	1,850	2,125	2,553	2,863	3,138	70,123

Valor Teórico	
NPV	82,652
Deuda Neta	22,468
Equity Fair Value	60,184
Número de Accs. (mn)	3,300
Precio Objetivo (P\$)	18.2
Precio Actual	14.5
Potencial	25.5%

Cálculo WACC	
Tasa libre de riesgo	6.6%
Prima Riesgo Mercado	5.5%
Beta de Sites	0.82
Costo de Capital	11.1%
Costo de la Deuda	7.0%
Deuda/Deuda+Capital	75.0%
Capital/Deuda+Capital	25.0%
WACC	6.5%

Crecimiento de Doble Dígito para el período 2018-2020

Más Torres Instaladas y Más Inquilinos por Torre

Fuentes de Crecimiento

Incremento en Rentas	✓
Mayor Capacidad Instalada	✓
Aumento de Inquilinos	✓
Mayor Penetración Mercado	✓
Entrada a Nuevos Mercados	
Fusión o Adquisición	

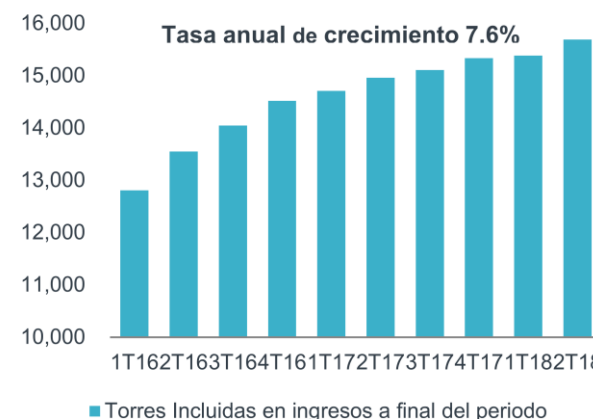
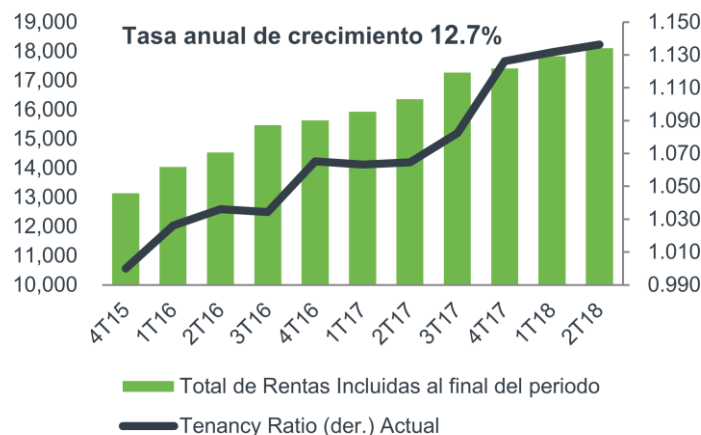
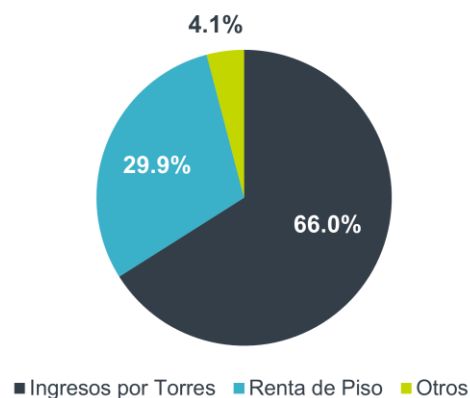
Sites construye, instala, mantiene, opera y comercializa diferentes tipos de torres y estructuras, así como espacios físicos para la instalación de equipos de radiocomunicación. Una vez instaladas las torres, la compañía renta un espacio de la torre a empresas que necesiten hacer uso de dicha instalación, estos son, principalmente, operadores de telefonía celular.

Los tipos de torres se dividen en *rooftops* y *greenfields*; pueden tener hasta 3 inquilinos y las torres con una altura mayor a 45m, tienen capacidad de hasta 5 inquilinos. Al cierre del 2T18, Sites contaba con 15,690 torres generadoras de ingresos, 17,830 rentas totales y en promedio una capacidad máxima de 2.5 inquilinos por torre (*Tenancy Ratio* ver sig. Pág.).

A nivel regional, la compañía tiene torres en renta tanto México como en Costa Rica, siendo el primero donde concentra el mayor número de torres con el 98%. Consideramos que la diversificación geográfica está balanceada toda vez que el 57% de los sitios se encuentran en zonas urbanas y el 43% restante en áreas rurales. Mientras que a nivel de ingresos, la compañía los divide en ingresos por rentas de torres que representa el 66.0%, y 29.9% en renta de piso. Este último, se paga prácticamente de forma íntegra al dueño del espacio físico.

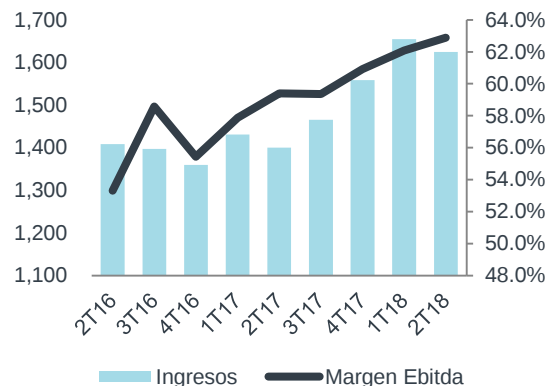
En términos de inquilinos, al ser una escisión de América Móvil, uno de sus principales clientes es Telcel y suma, al 2T18 17,830 inquilinos en total. Desde que salió a Bolsa, la compañía ha buscado incrementar el número rentas por torre, es decir, expandir el *tenancy ratio*.

Gráfica Desglose de Ingresos U12M



EMPRESA EXTRAORDINARIA

Quiero ser Dueño "No compro o vendo en el mercado, invierto en negocios" La clave en el proceso de Selección de Emisoras para invertir en Bolsa se resume en: 1) Encontrar empresas extraordinarias cuyas características generen empatía e interés suficiente para desear ser dueño; 2) Identificar un valor atractivo. Para "descubrir" estas emisoras en Bolsa, utilizamos ocho criterios de manera consistente: Seis (6) enfocados al carácter de empresa extraordinaria; y dos (2) orientados al valor (precio) atractivo. La combinación de todos determina su Precio Objetivo (PO).



Rentabilidad: La más alta del sector.

Mgn Ebitda de 61.4% en U12M.

Sites reportó márgenes Ebitda para 2016 y 2017 en el orden de 56.5% y 59.4%, respectivamente. De forma favorable, la emisora ha registrado un margen Ebitda en los U12M de 61.4%. La mayor rentabilidad de la compañía es producto, principalmente, de un mayor número de inquilinos por torre, es decir, incremento en tenancy ratio.

Aumento del Tenancy Ratio 2018-2020, mejora, aún más, la Rentabilidad

El nivel actual de es de 1.136, y la compañía tiene una capacidad de 2.5. De acuerdo con la propia emisora, con el número de torres actuales esperan llegar a 1.35 hacia 2020, por lo que consideramos que con la inclusión de nuevas torres, el ratio será diluido y en el mediano plazo el consolidado permanecerá en un rango cercano a los niveles actuales. El *tenancy ratio* es la relación de las Rentas Totales y las Torres Totales ($17,830 / 15,690 = 1.136$).

Destacamos que, una vez construida la torre y el primer inquilino tiene un contrato, la incorporación de más usuarios por torre es un ingreso que pasa prácticamente directo al Ebitda, es por ello que incrementar el número de inquilinos por torre (expandir el *tenancy ratio*) implica una mayor rentabilidad para la compañía.

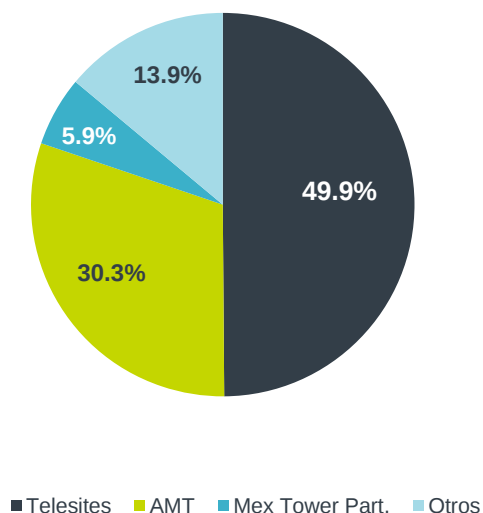
Sector: Continuará Creciendo por Mayor Demanda

Red Compartida generará mayor necesidad de Torres

El sector de telecomunicaciones en México se encuentra en una etapa de crecimiento, principalmente la telefonía y banda ancha móvil. Hemos visto un fuerte incremento en la demanda de datos en los últimos dos años, con crecimientos promedio anual de 60%. Lo anterior, principalmente, por una nueva tendencia en el consumo de la población, que ha sido impulsado, también, por la disminución de los costos en los servicios de telefonía. Un efecto importante de la reforma al sector telecomunicaciones es el incremento en el número de prestadores de servicios de telefonía móvil en el sector telecomunicaciones más allá de Telcel, AT&T y Movistar (ver siguiente página). La “guerra de precios” se ha intensificado y parte de la estrategia de los operadores móviles ha sido ofrecer una mayor cobertura, lo cual beneficia directamente a las “torreras”, industria en la que se desempeña Sites.

Sites es el Líder de Mercado con una Participación de 50% y con la mayor cobertura geográfica

Por otro lado, la compañía cuenta con la estructura más robusta del sector con una cobertura de ~85% del territorio mexicano. De hecho, por el número de torres instaladas, Sites es también el líder en el mercado con cerca del 50%, seguido de American Towers con aproximadamente el 30% y el resto pulverizado. Consideramos que la composición del mercado no tendrá una variación significativa en el mediano plazo por lo que el crecimiento del sector en los próximos años tendrá un impacto muy positivo para Sites.



Operadores Móviles Virtuales: En aumento

Crece la Oferta y Competencia en Servicios Móviles

A continuación hacemos un comparativo de diversos paquetes estandarizados a 5GB que ofrecen los operadores móviles en México. Encontramos nombres fuera de los tres operadores principales (Telcel, AT&T y Movistar) los cuales consideramos que expandirán de forma importante su cobertura, y para ello tendrán que apalancar la infraestructura pasiva ya existente. Asimismo, como consecuencia de la mayor competencia, el costo en los servicios son cada vez menores, y la penetración va en aumento.

Compañía	Plan	Oferta	Precio
	Unefon Ilimitado 10	•ilimitado Datos • ilimitado Llamadas y SMS •Prepago (1 Día)	\$10
	5GB	•5GB Datos •No incluido Minutos •Prepago (30 Días)	\$295
	Paquete Grande	•5GB Datos •ilimitado Llamadas •Prepago (30 Días)	\$299
	Plan Pro	•5GB Datos •ilimitado Llamadas y SMS •Prepago (1 Mes)	\$300
	5GB de Datos Móviles	•5GB Datos •ilimitado Llamadas y SMS •Prepago (1 Mes)	\$349
	Navega Maz 5000	•5GB Datos •ilimitado Llamadas •Prepago (30 Días)	\$450
	Telcel Max Sin Límite 5000	•5GB Datos •ilimitado Llamadas y SMS •Contrato (18 meses)	\$499/mes
	Consíguelo Completo 5	•5GB Datos •ilimitado Llamadas y SMS •Contrato (24 meses)	\$500/mes
	Vas a volar 2	•6GB Datos •ilimitado Llamadas y SMS •Contrato (24 meses)	\$582/mes
	Toka L600	•6GB Datos •1500 Minutos •Prepago (1 Mes)	\$690

Fuente: Whistle Out México

Consumo de Internet en México: Seguirá creciendo en los próximos años

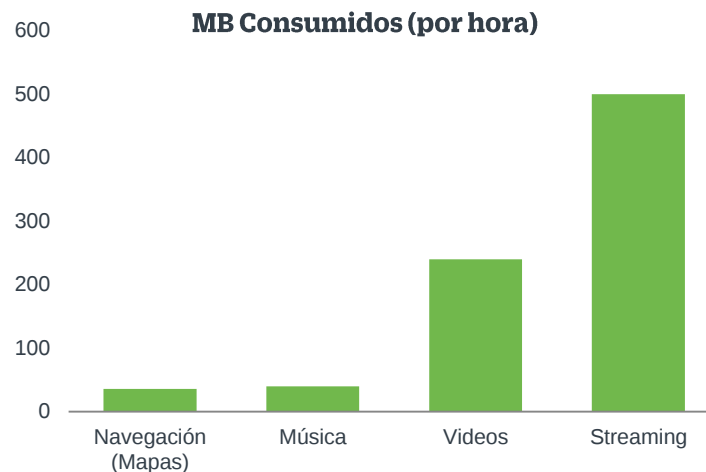
Mejor Tecnología y Cambio en Patrones de Consumo Impulsan Demanda

De acuerdo con el Sub secretario de Comunicaciones y Transportes (en el evento de inicio de operaciones de la Red Compartida), derivado del mayor número de competidores en el sector, la mayor oferta por parte de las compañías, la reducción en los precios de los servicios de telecomunicaciones, cuando se complete el proyecto de la Red, el tráfico de llamadas, mensajes, datos, etc. será 8 veces mayor al actual.

Tan solo en los últimos 3 años, la demanda en el consumo de datos en la país creció en promedio de 60% anual y las perspectivas hacia 2023, de acuerdo con Ericsson –desarrollador de tecnología en telecomunicaciones- es que la demanda de datos en México crecerá a una tasa de ~44% anual. Lo anterior será producto de un mayor uso de teléfonos y tabletas electrónicas para navegar en internet, los propios avances tecnológicos como la incorporación de las redes 4.5G y 5G en México y la mayor penetración de la red 4G en el país, para lo cual se requiere un mayor ancho de banda y una conexión itinerante más rápida comparada con las condiciones actuales.

Asimismo, consideramos que las nuevas tendencias en el consumo de internet y aplicaciones móviles serán claves para la expansión del sector. A la derecha vemos una gráfica con los estimados en el consumo actual de servicios y aplicaciones cotidianas. En ella, claramente podemos ver que tanto videos (YouTube) y streaming (Netflix y otras similares) son las que requieren un mayor número de datos para funcionar, es por ello que como observamos en la página anterior, los operadores móviles han respondido a esta demanda ofreciendo paquetes de telefonía, los cuales giran principalmente en torno a los GB (datos) y ya no tanto los minutos o mensajes de texto.

Hábitos de Consumo BAM (Banda Ancha Móvil)



Fuente: The Competitive Intelligence Unit

Barreras de Entrada

Diversificación Regional	✓
Portafolio de Marcas	
Liderazgo en el sector	✓
Integración de Servicios	✓
Monto de Inversión	✓

Difícil Acceso a Nuevos Competidores

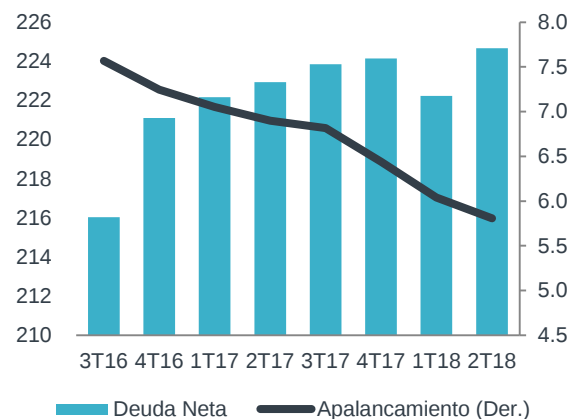
Expertise técnico de Sites, muy relevante

El sector está muy tecnificado, por lo que es difícil entrara competir, y donde Sites tiene una experiencia importante. Si bien el costo por torre del sector ronda entre los Ps\$ 1.55-1.95 millones, el verdadero reto de una nueva compañía es la masificación. Por ello, Sites está tan bien posicionado con los dos elementos más importantes: 1) ser el líder del mercado con ~50% de las torres instaladas en México y 2) tener la mayor cobertura con más del 85%. Por el momento no vemos un cambio importantes en la distribución del sector, por lo que el crecimiento será relativamente homogéneo para las compañías proveedoras de infraestructura pasiva.

Industria caracterizada por apalancamiento financiero

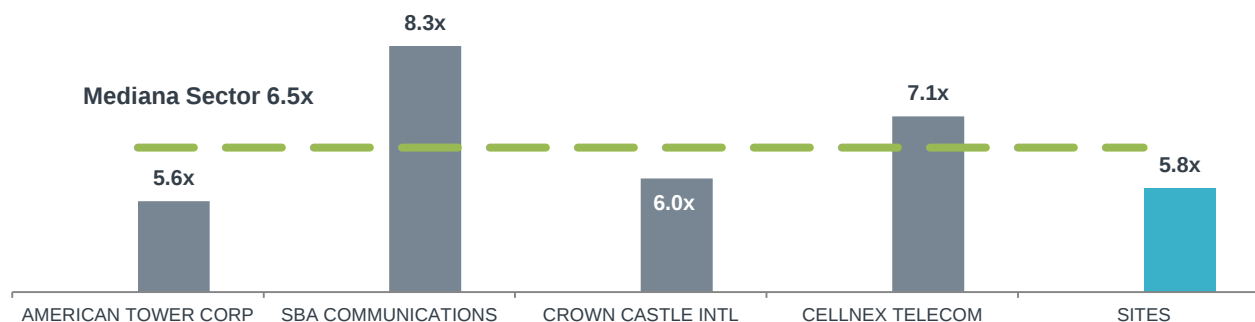
Sites, mejor posicionado vs. el promedio sus comparables

La compañía tiene una estructura financiera estable. A pesar de tener una razón de liquidez de 0.48, tiene un horizonte cómodo en sus obligaciones, con el 98% de ellas pagaderas a más de 5 años.



Adicionalmente, como podemos ver en la gráfica de la izquierda, ha disminuido el nivel de apalancamiento secuencialmente y de forma sostenida. La industria está típicamente muy apalancada; como se puede ver en la gráfica abajo, la mediana (sin incluir a Sites) del sector es de 6.5x vs el 5.8x de la compañía.

La emisora tiene una calificación crediticia de “BBB-“ por parte de Fitch Ratings y consideramos que con el flujo de efectivo que pueda acumular gracias a las eficiencias ya mencionadas, logrará desapalancarse y podríamos ver una revisión positiva por parte de las calificadoras. El objetivo de la emisora es lograr un nivel de apalancamiento de entre 5.0x-5.5x en el mediano plazo.



Dividendos

Dividend Yield	NA
Cetes 28 días	7.75%
Fondo de Recompra de Acciones	NA

Administración

Integridad y Transparencia	✓
Cumple Compromisos	✓
En Índice de Sustentabilidad	
Capital Emocional (Ambiente Laboral)	✓
"Stock Options"	

Riesgos

Menor Demanda de Producto	✓
Mayor Competencia en el Sector	✓
Caída en los Precios	
Incremento en Materias Primas	✓
Desarrollo Limitado Red Compartida	✓

Dividendos, No Todavía.

El resultado Neto todavía es negativo

La compañía todavía no genera utilidad positiva acumulada en 12M, por lo que no está en condiciones de repartir dividendos. De acuerdo con nuestros estimados, la emisora reportará utilidades contables durante hacia finales del 2018, por lo que no incorporamos esto en nuestra valuación actual.

El rubro que ha impedido las utilidades de la compañía han sido los altos gastos financieros. Adicionalmente, consideramos que dado el nivel de apalancamiento, una vez que las utilidad neta sea positiva, el mejor uso de los recursos sería para reinversión o pre pago de deuda y no reparto de dividendos.

Grupo de Control con Gran Experiencia

Familia Slim

El grupo de control tiene una amplia experiencia en el sector telecomunicaciones, particularmente en el sub-sector de telefonía desde inicios de los 90s. Sites se expandió como negocio bajo la marca de Telcel -desarrollada también por la familia Slim-, hasta la escisión en el 4T15. De acuerdo con la última información, la familia cuenta con el 61% de las acciones de la compañía.

Gerardo Kuri Kaufmann (CEO)

Se desempeñó como director de compras de Carso Infraestructura y Construcción, S.A. de C.V de 2008 a 2010. A partir de la constitución de Inmuebles Carso, S.A. de C.V., y hasta el mes de abril de 2016 fungió como director general de la misma; actualmente forma parte de su Consejo de Administración, así como también de todas sus empresas subsidiarias. Adicionalmente, se desempeña como miembro de los consejos de administración de Minera Frisco S.A.B. de C.V., Elementia, S.A.B. de C.V., Cementos Portland Valderrivas, S.A., Carso Infraestructura y Construcción, S.A. de C.V., entre otras.

Riesgos: Principalmente Sectoriales

Los principales riesgos para nuestros estimados, valuación y PO son en mayor medida de carácter sectorial. El principal riesgo que vemos es algún impedimento para el desarrollo de la Red Compartida. Asimismo, un menor crecimiento al estimado en la demanda de datos por parte de los usuarios, una menor penetración en los servicios de telecomunicaciones (principalmente móviles), y una menor competencia en el sector, afectarían los resultados de Sites. Por otro lado, un mayor crecimiento de American Towers u otras compañías de infraestructura pasiva respecto de Sites, podrían impactar el desempeño de la compañía. Mientras que un incremento en los costos de las materias primas como el acero impactaría negativamente en la rentabilidad.



Estimaciones Financieras

Estado de Resultados (P\$mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	5,855	6,814	7,518	8,276	9,059	9,884
Costo de Ventas	0	0	0	0	0	0
Utilidad Bruta	5,855	6,814	7,518	8,276	9,059	9,884
Gasto de Ventas	0	0	0	0	0	0
Gasto de Admn.	4,891	4,518	4,742	4,973	5,319	5,672
Otros Ingresos	0	0	0	0	0	0
Otros Gastos	143	153	172	190	208	227
Utilidad (Pérdida) en Operación	821	2,143	2,604	3,113	3,532	3,986
Ingresos Financieros	22	31	34	37	41	44
Gastos Financieros	1,999	1,545	683	579	594	640
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos	-1,155	629	1,955	2,571	2,979	3,390
Impuestos a la Utilidad	-26	387	493	509	525	541
Utilidad Pérdida Neta	-1,129	243	1,463	2,063	2,454	2,850
Depreciación y Amortización	2,658	2,133	2,241	2,352	2,462	2,572
Ebitda	3,479	4,276	4,845	5,466	5,994	6,558
<i>Margen Ebitda</i>	59.4%	62.8%	64.5%	66.0%	66.2%	66.4%



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”).

Rodrigo Heredia Matarazzo, Rafael Antonio Camacho Peláez, Dianna Paulina Iñiguez Tavera, Carlos Norman Pérez Carrizosa, Raúl Eduardo Uribe Sanchez, Miriam Gómez Romero, Mariana Paola Ramírez Montes, Alejandro Javier Saldaña Brito, Maricela Martínez Álvarez y 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
Criterio			
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	
Rodrigo Heredia Matarazzo	Director de Análisis y Estrategia Bursátil	55 56251500 x 1515	rheredia@vepormas.com
Gilberto Romero	Director de Mercados	55 56251500	
Javier Torroella de Cima	Director de Tesorería	55 56251500 x 1603	itorroella@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	ligonzalez@vepormas.com
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251500 x 1541	icalderon@vepormas.com

Análisis Bursátil

Rafael Antonio Camacho Peláez	Analista Telcos / Industriales / Vivienda	55 56251500 x 1530	racamacho@vepormas.com
Dianna Paulina Iñiguez Tavera	Analista Consumo / Minoristas	55 56251500 x 1508	dlniguez@vepormas.com
Carlos Norman Pérez Carrizosa	Analista Financieras / Automotriz	55 56251500 x 1465	cnperez@vepormas.com
Raúl Eduardo Uribe Sanchez	Analista Internacionales / Aeropuertos / Aerolíneas / Hoteles / Transporte	55 56251500 x 1451	ruribe@vepormas.com
Miriam Gómez Romero	Analista Fibras	55 56251500 x 1453	mgomez@vepormas.com
Gustavo Hernández Ocádiz	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251500 x 1709	gghernandez@vepormas.com
Maricela Martínez Álvarez	Editor	55 56251500 x 1529	mmartineza@vepormas.com

Estrategia Económica

Mariana Paola Ramírez Montes	Subdirector 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
Piero Gutiérrez Arienzo	Director de Inversiones	55 56251500 x 1536	pgutierrez@vepormas.com
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251500 x 1545	jfernandez@vepormas.com
Belem Isaura Ávila Villagómez	Promoción de Activos	55 56251500 x 1534	bavila@vepormas.com

Comunicación y Relaciones Públicas

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