

ANÁLISIS DE EMPRESAS

Futuro incierto para la firma, aun con inyección de capital



■ **Ventura Capital Privado ofreció comprar la totalidad de sus acciones**

■ **Inquietud sobre los términos de la nueva emisión de bonos: S&P y Moody's**

Leticia Hernández Morón

De concretarse la inyección de capital propuesta por Ventura Capital Privado en Maxcom Telecomunicaciones, el escenario para la empresa de telefonía fija con servicios de cuádruple play, no mejora de manera significativa, pues persisten dudas sobre la capacidad de la nueva administración para sacar la adelante, además de que tal vez requiera una inversión adicional.

Ventura Capital Privado ofreció comprar la totalidad de sus acciones por un monto de 2.90 pesos por papel, lo que evalúa la operación en cerca de 700 millones de pesos, además de plantear un aumento de capital por cerca de 260 millones de pesos.

Adicional a las autorizaciones legales y regulatorias correspondientes, la consumación de la oferta está sujeta a condiciones como que más del 50 por ciento del total de acciones emitidas y en circulación sean vendidas en la oferta antes de su fecha de terminación, y el intercambio de los actuales bonos de Maxcom por 200 millones de dólares con vencimiento en 2014 por nuevos bonos que serán emitidos, en términos y condiciones satisfactorios para la compañía y para Ventura.

Standard & Poor's destaca la incertidumbre sobre los términos y condiciones de la nueva emisión de bonos, además de lo incierto de la estrategia de negocio que Ventura tendrá para Maxcom si la transacción se realiza. En su opinión, mientras que el nuevo capital en esta primera etapa mejorará la liquidez de la compañía, el monto es pequeño comparado con las inversiones necesarias que Maxcom debe hacer para competir con sus pares más grandes.

En esta línea, Moody's Investors Services señaló que no existe certidumbre de que la transacción propuesta cierre exitosamente y de ser así, el impacto final en los tenedores de los bonos de Max-

CARTA DEL DIRECTOR GENERAL

En el tercer trimestre del año, el total de Unidades Generadoras de Ingreso, o UGI, aumentó 8.0 por ciento para alcanzar 595 mil 311 unidades, en comparación con el mismo periodo del año anterior. La compañía registró 17 mil 924 adiciones netas en el trimestre.

La base de clientes de Maxcom creció 10 por ciento para alcanzar 272 mil 442 en el tercer trimestre en comparación con el mismo trimestre de 2011.

Las UGI de voz crecieron 1.0 por ciento comparadas con igual trimestre, éstas incluyen voz residencial, voz comercial, telefonía pública y líneas de mayoreo. Las UGI de datos residencial se elevaron 24 por ciento a 123 mil 821 unidades; el número de teléfonos



públicos alcanzó 37 mil 408 unidades, 8.0 por ciento inferior al reportado en igual tercio del 2011.

La base total de UGI móviles creció 8.0 por ciento a 34 mil 607 unidades y el número de UGI de televisión de paga alcanzó 67 mil 453 unidades, un incremento de 25 por ciento.

La tasa de UGI por cliente residencial permaneció sin cambios en

el trimestre, en 1.7, y la tasa de UGI por cliente comercial creció a 20.9 desde 18.8 en el mismo trimestre del año anterior.

A nivel operativo, los ingresos totales sumaron 566 millones de pesos, 5.0 por ciento menos. Los ingresos del segmento residencial representaron 45 por ciento del total, comparado con el 42 por ciento en el mismo trimestre de 2011. Estos mismos alcanzaron 257 millones de pesos, un incremento de 4.0 por ciento por mayor ingreso en datos, en televisión de paga y en celulares.

El ingreso promedio por unidad (ARPU) para el área residencial se ubicó en 177 pesos, prácticamente sin cambios contra los 178 pesos de un año a tras.

Fuente: BMV.

ESTADO DE RESULTADOS

Mdp	2012		2011		Var. %*	Var. %**
	Acumulado	3T	Acumulado	3T		
Ventas netas	1,629.9	565.5	1,775.9	594.3	-8.2	-4.8
Utilidad de operación	-14.1	4.4	35.3	8.4	n/d	n/d
Utilidad neta mayoritaria	-97.5	44.2	-312.0	-233.4	-68.8	n/d

* Var. % acumulada 2012 vs 2011.
** Var. % del 3T-12 vs 3T-11.

ESTADO DE POSICION FINANCIERA

Mdp	Sep/12	Dic/11	Ene/11	Var. %*	Var. %**
Activo total	5,324.8	5,536.7	5,854.9	-3.8	-9.1
Pasivo total	3,113.3	3,229.9	3,039.9	-3.6	2.4
Capital contable	2,211.5	2,306.9	2,815.0	-4.1	-21.4
# acciones en circulación	789.81 8.829	789.81 8.829	789.81 8.829	0.0	0.0

* Var. % de septiembre vs diciembre.
** Var. % de septiembre vs enero.
Fuente: BMV.

com. Apunta que no está claro qué tipo de plan de negocios tiene Ventura para Maxcom, ni su habilidad para ejecutarlo.

Ventura Capital Privado está representado por Enrique Castillo Sánchez Mejorada y Javier Molinar Horcasitas, además de estar fondeado por prominentes inversionistas mexicanos.

La estructura de tenedores de acciones de Maxcom se conforma de un 41 por ciento en manos de Nexus/Bank of America, 9.0 por ciento propiedad de Grupo VAC —de las siglas Vázquez Arroyo

Carstens—, 2.0 por ciento en otros inversionistas y 48 por ciento flotante en el mercado.

Fundada por Adrián Aguirre Gómez, exaccionista y exprincipal directivo de Radio Centro, Maxcom Telecomunicaciones inició operaciones comerciales en 1999. Es una compañía de telefonía local con servicios de conectividad de última milla a micro, pequeños y medianos negocios y a clientes residenciales, en donde su mercado objetivo son los segmentos socioeconómicos C y D, equivalentes al 70 por ciento de la

población, con precios entre 10 y 15 por ciento debajo de los principales competidores.

Ofrece servicios de cuádruple play en diversos paquetes, en donde incluye voz con llamadas locales y de larga distancia; datos, alta velocidad, internet dedicado y de conexión manual; televisión de paga sobre protocolo de internet (IPTV), telefonía pública y voz con telefonía de IP.

A septiembre contó con 595 mil Unidades Generadoras de Ingreso y operaciones en la ciudad de México y área metropolitana, Puebla, Querétaro y San Luis Potosí.

En el tercer trimestre de 2012, la compañía reportó una caída en la utilidad neta de 119 por ciento y en ventas netas de 4.8 por ciento, debido principalmente al descenso en los ingresos de líneas fijas, así como por la fuerte competencia por parte de Telmex, el mayor operador de este sector, señala Bursamétrica Analistas y agrega que cerca de 68 por ciento de los ingresos de Maxcom provienen de su base de 311 mil clientes de telefonía fija.

El empaquetamiento de servicios y la competencia continuaron erosionando las tarifas, el ARPU consolidado en el trimestre cayó a 321 pesos, 10.8 por ciento menos que el año anterior.

VISLUMBRANDO EL FUTURO

La empresa requiere de una inversión de capital para poder competir eficientemente y retomar su crecimiento. El sector en el que participa Maxcom es intensivo en capital, por lo que sus necesidades podrían ser superiores a la inyección propuesta por el fondo comprador, señala Banorte Ixe Casa de Bolsa y estima

que para el crecimiento de la red, la empresa tendría que invertir cerca de cien millones de dólares anuales.

Mientras tanto, este 2012 Maxcom Telecomunicaciones lo terminará con ventas del orden de dos mil 198 millones de pesos, 7.0 por ciento debajo de las generadas en 2011, y su beneficio neto

será más bien una pérdida de 185 millones de pesos, según estimados de Actinver Casa de Bolsa.

Para 2013, esta correría proyecta que los ingresos superen en 4.0 por ciento a los del año anterior, al alcanzar dos mil 290 millones de pesos, y que la pérdida neta se reduzca a 114 millones de pesos.

RAZONES FINANCIERAS

Margen neto

La reducción de la pérdida neta que Maxcom tuvo en los primeros nueve meses del año, en 69 por ciento, comparada con la de un año atrás, permitió mejorar su margen neto, pero aún se mantuvo en terreno negativo en 5.98 por ciento, desde un nivel de -17.57 por ciento en septiembre de 2011.

Apalancamiento

El activo total y el pasivo total de la compañía tuvieron prácticamente el mismo comportamiento con un incremento de 3.6 por ciento respecto al cierre de diciembre. Así, el pasivo total representó 58.5 por ciento del activo total, mientras que nueve meses atrás fue de 58.3 por ciento.

Liquidez

Los recursos de Maxcom en su activo circulante a septiembre eran suficientes para enfrentar sus obligaciones inmediatas en 2.65 veces. Sin embargo, esta liquidez fue inferior comparada con la mostrada en diciembre de 2011 con una cobertura de 3.42 veces.

Prueba ácida

Si se descuentan los inventarios del activo circulante que mostró la compañía al término de los primeros nueve meses de 2012, el remanente le permitía cubrir en 2.62 veces sus compromisos de corto plazo, debajo de las 3.4 veces que podía hacerlo cuando finalizó 2011.

COMENTARIOS DE CASAS DE BOLSA



Actinver Casa de Bolsa. - Reducimos el precio objetivo de Maxcom a 2.90 pesos, desde un previo de 3.62 pesos, como resultado del anuncio de la oferta recibida por Ventura Capital Privado. Recomendamos a los inversionistas aceptar esta oferta debido a la preocupación sobre la viabilidad en el largo plazo de la compañía, aun con el potencial de refinanciamiento de deuda y la inyección de capital. La recomendación permanece en venta.



Banorte Ixe Casa de Bolsa. - Con base en nuestros estimados de 2013 y la inyección de capital propuesta, estamos actualizando nuestra valuación por múltiplos para determinar el precio objetivo 2013; por ahora calculamos uno de 3.50 pesos contra el anterior de 4.0 pesos. Dado el limitado potencial que representa nuestro nuevo precio objetivo, reiteramos la recomendación de venta.



Bursamétrica Analistas. - La utilidad por acción (UPA) del tercer trimestre fue de -0.38 pesos. La acción Maxcom CPO mantiene una burSATILIDAD media; en lo que van del año ha caído 16.5 por ciento a 3.03 pesos.

La empresa reportó una liquidez de 2.65 veces y un alto nivel de apalancamiento de 58.47 por ciento, además de vencimientos de deuda por 200 millones de dólares para el 2014.



Moody's Investors Service. - Afirmamos las calificaciones de Maxcom en "Caa1" y cambiamos la perspectiva a en desarrollo desde negativa. Estas calificaciones reflejan el débil desempeño de ventas de la compañía, el pequeño tamaño de sus ingresos y un flujo de efectivo libre negativo.



Standard & Poor's Ratings Services. - Ubicamos en "CC+" la calificación crediticia de Maxcom con implicaciones negativas ante el peligro sobre el intercambio de sus notas.