

Tlevisa

Reporte Trimestral

27 de Octubre 2016

Contenidos presiona la rentabilidad operativa

- Los resultados de Grupo Televisa al 3T16 estuvieron en línea con lo estimado a nivel operativo y por debajo en utilidad neta. Cable y SKY compensaron la caída en el EBITDA del negocio de Contenidos
- Sin ser una sorpresa, la rentabilidad del grupo fue presionada por mayores costos de programación y de contenido, ausencia de regalías de Netflix y un alza en los gastos de mercadotecnia
- Incorporaremos los resultados del trimestre a nuestro modelo de proyecciones y en breve publicaremos nuestro escenario base para 2017, el precio objetivo y la recomendación

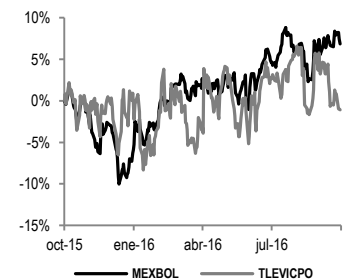
Trimestre con moderados crecimientos en ventas y EBITDA. Aunque los resultados de Televisa estuvieron alineados a nuestras expectativas a nivel operativo, algunos inversionistas podrían mostrar cautela hacia la acción por la caída en el margen de EBITDA del segmento de Contenidos. Una vez más, los resultados del grupo estuvieron apoyados por el crecimiento en los negocios de Televisión Satelital, Cable & Telecomunicaciones. TLEVISA reportó un incremento anual de 6.6% en ingresos consolidados a un monto de P\$23,722m y un aumento de 4.1% en el EBITDA a P\$9,461m, (-2.9% vs nuestro estimado). La empresa registró una menor rentabilidad a nivel consolidado (margen de 39.9% vs 40.8% en 3T15) principalmente por el impacto de un menores ingresos y un aumento en costos del segmento de Contenidos. El margen de EBITDA de Contenidos cayó de 46.6% a 42%. Por el contrario, el negocio de Cable & Telecomunicaciones continua mejorando su rentabilidad por economías de escala que absorbieron el aumento en costos de programación. Por debajo de la línea operativa, la base no es comparable por productos financieros ingresos extraordinarios en 3T15. Por lo anterior, la utilidad neta estuvo por debajo de las expectativas al caer 83.8% A/A.

www.banorte.com
www.ixc.com.mx
@analisis_fundam

Manuel Jiménez
Director Análisis Bursátil
manuel.jimenez@banorte.com

COMPRA	
Precio Actual	\$95.33
PO 2016	\$106.00
Dividendo 2016	0
Dividendo (%)	0.0%
Rendimiento Potencial	11.2%
Precio ADR	US\$25.29
PO2016 ADR	US\$30.11
Acciones por ADR	5
Máx - Mín 12m (P\$)	102.85 - 88.48
Valor de Mercado (US\$m)	14,827
Acciones circulación (m)	2,925
Flotante	80%
Operatividad Diaria (P\$ m)	314
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	10.6x
P/U	60.0x

Rendimiento relativo al IPC
12 meses



Estados Financieros

	2014	2015	2016E	2017E
Ingresos	80,118	88,052	95,551	98,639
Utilidad Operativa	13,956	18,745	17,472	20,947
EBITDA	30,801	33,735	36,432	38,726
Margen EBITDA	38.4%	38.3%	38.1%	39.3%
Utilidad Neta	5,387	10,899	6,229	6,239
Margen Neto	6.7%	12.4%	6.5%	6.3%
Activo Total	235,552	281,474	299,120	308,923
Disponible	34,518	54,728	44,032	45,284
Pasivo Total	147,637	181,952	196,010	203,020
Deuda	86,307	116,216	130,155	136,361
Capital	87,915	99,522	103,110	105,903

Fuente: Banorte-Ixe

Múltiplos y razones financieras

	2014	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	11.0x	10.4x	10.4x	9.9x
P/U	51.1x	25.3x	44.7x	44.6x
P/VL	3.6x	3.2x	3.1x	3.0x
ROE	6.1%	11.0%	6.0%	5.9%
ROA	2.3%	3.9%	2.1%	2.0%
EBITDA/ intereses	5.5x	5.4x	4.4x	4.4x
Deuda Neta/EBITDA	1.7x	1.8x	2.4x	2.4x
Deuda/Capital	1.0x	1.2x	1.3x	1.3x

TLEVISA – Resultados 3T16

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	3T15	3T16	Var %	3T16e	Var % vs Estim.
Ventas	22,256	23,722	6.6%	24,423	-2.9%
Utilidad de Operación	4,612	4,414	-4.3%	5,107	-13.6%
Ebitda	9,089	9,461	4.1%	9,742	-2.9%
Utilidad Neta	6,546	1,062	-83.8%	1,759	-39.6%
Márgenes					
Margen Operativo	20.7%	18.6%	-2.1pp	20.9%	-2.3pp
Margen Ebitda	40.8%	39.9%	-1.0pp	39.9%	0.0pp
Margen Neto	29.4%	4.5%	-24.9pp	7.2%	-2.7pp
UPA	\$2.26	\$0.36	-83.9%	\$0.60	-39.5%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2015	2016	2016	Variación	Variación
Trimestre	3	2	3	% A/A	% T/T
Ventas Netas	22,255.6	23,523.5	23,722.3	6.6%	0.8%
Costo de Ventas	11,583.8	12,715.4	12,671.5	9.4%	-0.3%
Utilidad Bruta	10,671.8	10,808.1	11,050.8	3.6%	2.2%
Gastos Generales	5,366.3	5,954.9	5,815.2	8.4%	-2.3%
Utilidad de Operación	4,611.7	4,153.9	4,414.1	-4.3%	6.3%
Margen Operativo	20.7%	17.7%	18.6%	(2.1pp)	0.9pp
Depreciación Operativa	3,783.9	4,274.9	4,225.5	11.7%	-1.2%
EBITDA	9,089.4	9,128.1	9,461.1	4.1%	3.6%
Margen EBITDA	40.8%	38.8%	39.9%	(1.0pp)	1.1pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	5,445.9	(1,873.2)	(2,533.3)	-146.5%	35.2%
Intereses Pagados	1,557.4	2,000.7	2,263.5	45.3%	13.1%
Intereses Ganados	130.4	579.4	407.3	212.2%	-29.7%
Otros Productos (Gastos) Financieros	7,289.6	(36.4)	(24.2)	-100.3%	-33.4%
Utilidad (Pérdida) en Cambios	(416.8)	(415.5)	(652.8)	56.6%	57.1%
Part. Subsidiarias no Consolidadas	(19.1)	340.4	386.5	-2125.8%	13.5%
Utilidad antes de Impuestos	10,038.5	2,621.2	2,267.2	-77.4%	-13.5%
Provisión para Impuestos	3,252.9	855.4	886.7	-72.7%	3.7%
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	6,785.6	1,765.8	1,380.5	-79.7%	-21.8%
Participación Minoritaria	239.8	349.9	318.4	32.7%	-9.0%
Utilidad Neta Mayoritaria	6,545.8	1,415.9	1,062.1	-83.8%	-25.0%
Margen Neto	29.4%	6.0%	4.5%	(24.9pp)	(1.5pp)
UPA	2.263	0.484	0.364	-83.9%	-24.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	64,217.8	87,718.5	85,626.3	33.3%	-2.4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	34,920.9	47,352.6	45,847.2	31.3%	-3.2%
Activos No Circulantes	182,480.0	202,509.9	207,643.7	13.8%	2.5%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	70,505.8	80,960.7	84,001.0	19.1%	3.8%
Activos Intangibles (Neto)	38,311.2	23,356.9	23,148.6	-39.6%	-0.9%
Activo Total	246,697.7	290,228.4	293,270.0	18.9%	1.0%
Pasivo Circulante	40,671.2	46,230.6	45,889.3	12.8%	-0.7%
Deuda de Corto Plazo	3,482.3	2,551.5	4,228.2	21.4%	65.7%
Proveedores	17,464.1	39,460.1	39,504.3	126.2%	0.1%
Pasivo a Largo Plazo	111,074.4	146,012.2	150,194.9	35.2%	2.9%
Deuda de Largo Plazo	91,167.0	125,740.0	130,152.2	42.8%	3.5%
Pasivo Total	151,745.6	192,242.8	196,084.2	29.2%	2.0%
Capital Contable	94,952.1	97,985.6	97,185.8	2.4%	-0.8%
Participación Minoritaria	239.8	349.9	318.4	32.7%	-9.0%
Capital Contable Mayoritario	83,215.3	85,387.9	85,125.9	2.3%	-0.3%
Pasivo y Capital	246,697.7	290,228.4	293,270.0	18.9%	1.0%
Deuda Neta	59,728.4	80,790.4	88,505.9	48.2%	9.6%

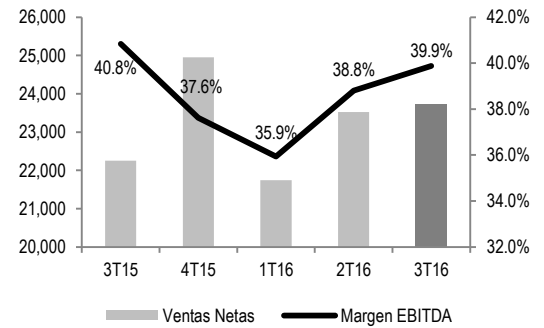
Estado de Flujo de Efectivo

Diferencia en cambios en el efectivo y equivalentes	119.8	126.1	113.6		
Flujos generado en la Operación	(4,797.2)	8,315.7	9,012.9		
Flujo Neto de Actividades de Inversión	(7,118.0)	(6,837.7)	(5,515.4)		
Flujo neto de actividades de financiamiento	957.7	(3,045.6)	(4,669.1)		
Incremento (disminución) efectivo	(10,837.7)	(1,441.5)	(1,058.1)		

Fuente: Banorte Ixe, BMV

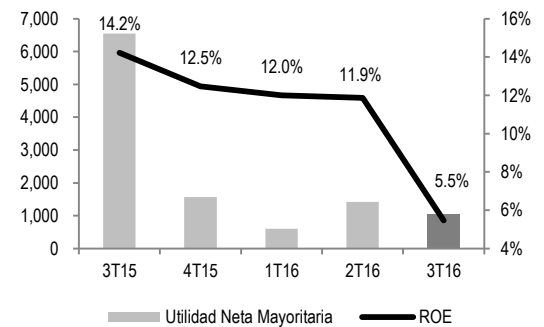
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



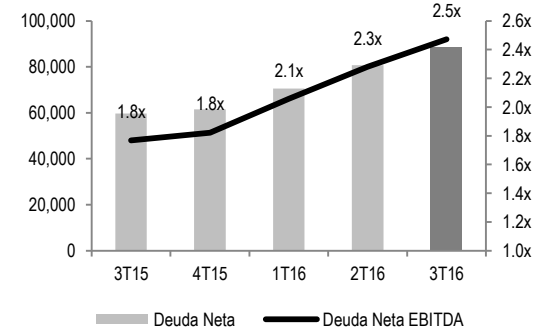
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Millones



SKY, Cable & Telecomunicaciones compensan la debilidad en Contenidos. La empresa reportó un crecimiento anual de 6.6% en ingresos consolidados y un monto de P\$23,722m. Los negocios de SKY, Cable & Telecomunicaciones siguen siendo el principal motor de crecimiento para el grupo, estos negocios contribuyeron con el 55.6% de los ingresos totales vs 53.4% en 3T15. En conjunto estos negocios registraron un aumento de 12.1% en ingresos debido a una mayor base de suscriptores que compensó una ligera caída en las tarifas derivado del empaquetamiento de servicios y una mayor proporción de suscriptores con paquetes de bajo costo.

Por otro lado, el negocio de Contenidos disminuyó su contribución a 35.3% desde 37.8% en el periodo previo, éste todavía muestra un impacto por la reestructura de los precios en el inventario de publicidad en TV Abierta. En el negocios de Contenidos, los ingresos avanzaron 0.6% como resultado de un incremento de 20.4% en la venta de canales, una caída de 1.5% en las ventas de publicidad y una disminución de 2.6% en la venta de programas y licencias. La venta de programas fue afectada por una disminución de 10.8% en las regalías provenientes de Univision. En Otros Negocios, los ingresos aumentaron 10.5% siendo impulsados por transacciones relacionadas con jugadores, un mayor número de máquinas de juego electrónicas en el negocio de Juegos y Sorteos.

Margen de EBITDA en 39.9% estuvo en línea. La caída de 90pb en el margen de EBITDA consolidado fue el resultado de: 1) mayores costos de producción de nuevos programas y formatos; 2) el impacto de la depreciación del peso sobre el costo del contenido para los negocios de TV de Paga; 3) mayores gastos de mercadotecnia en SKY por su expansión en Centroamérica; 4) pérdidas operativas en el negocio de editoriales. Esto fue parcialmente compensado por una mejor absorción de costos fijos derivado del crecimiento orgánico así como un plan de reducción de costos y gastos en el negocio de Cable & Telecomunicaciones. Por lo anterior, el EBITDA consolidado aumentó 4.1% A/A a P\$9,461m. Desglosando por negocio el EBITDA, entonces Contenidos cayó 9.4% A/A, SKY avanzó 8.7% A/A, Cable & Telecomunicaciones aumentó 15.8% y Otros Negocios se incrementó 39% vs 3T15.

Utilidad neta por debajo de lo estimado. La empresa reportó una caída de 83.8% en la utilidad neta para finalizar en P\$1,062m lo que compara desfavorablemente con nuestro estimado de P\$1,759m. El Resultado Integral de Financiamiento del 3T15 tiene una distorsión importante por el registro de un producto financiero extraordinario de P\$7,289m derivado del efecto de conversión de las obligaciones de Univisión a warrants. Adicionalmente, la empresa reportó un aumento de 45% en intereses pagados y un aumento de 56.6% en la pérdida cambiaria.

Depreciación del peso eleva la razón de DN/EBITDA. En el trimestre, la deuda neta aumentó 9.6% T/T por la fortaleza del dólar y la razón de DN/EBITDA se ubicó en 2.5x vs 2.3x del trimestre inmediato anterior.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Alejandro Cervantes Llamas, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Víctor Hugo Cortes Castro, Marissa Garza Ostos, Marisol Huerta Mondragón; Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Juan Carlos García Viejo, Hugo Armando Gómez Solís, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández; Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, y Francisco José Flores Serrano certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, ni recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA MANTENER VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
Tlevisa CPO	28/04/2016	Compra	\$106.00
Tlevisa CPO	25/02/2016	Mantener	\$106.00
Tlevisa CPO	22/10/2016	Compra	\$115.00
Tlevisa CPO	6/7/2015	Mantener	\$127.50

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Alejandro Cervantes Llamas	Subdirector Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional y Sectorial	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Juan Carlos García Viejo	Gerente Economía Internacional	juan.garcia.viejo@banorte.com	(55) 1670 - 2252
Francisco José Flores Serrano	Analista Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector de Estrategia de Tipo de Cambio	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Santiago Leal Singer	Analista Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
Marisol Huerta Mondragón	Alimentos / Bebidas / Comercio Especializado	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 1670 - 1746
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Gerente Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Idalia Yanira Céspedes Jaén	Gerente Deuda Corporativa	idalia.cespedes@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebaldos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454