

TLEVISA

Reporte Trimestral

7 de julio 2020

Eficiencias limitan presión en márgenes

- **Televisa confirmó un reporte débil, reflejo del impacto de la pandemia en Contenidos y Otros Negocios, pero destacando el sólido crecimiento del segmento de TV de paga (principalmente Cable)**
- **Pese a la abrupta caída en Publicidad, la presión en rentabilidad fue menor a la estimada, gracias a ahorros de costos y gastos en la división, a lo que se unió una disminución del gasto corporativo**
- **Establecemos un PO2020 de \$30.00, el cual implica un múltiplo FV/EBITDA 2021E de 5.8x, similar al promedio del último año de 5.7x. Ante la atractiva valuación, nuestra recomendación es COMPRA**

TV de paga probó su resiliencia. Los ingresos de Televisa bajaron 7.8% a/a a \$22,407 millones, ante una disminución de 16.3% en Contenidos (Publicidad -33.1%), así como por el desplome de 67.0% en Otros Negocios; siendo ambas divisiones fuertemente impactadas por la pandemia. No obstante, TV de paga incluso aceleró el ritmo de crecimiento, con Cable avanzando 10.7% y Sky 3.1%, debido a una mayor demanda por accesos de ancho de banda. El EBITDA cayó 13.2% a/a a \$8,221 millones y el margen respectivo se presionó 230pb a 36.7%, siendo mejor a lo esperado gracias a eficiencias en Contenidos y en el corporativo, las cuales amortiguaron parcialmente el impacto de un menor apalancamiento operativo por la caída en Publicidad, presiones en Izzi por una mezcla menos favorable y una pérdida de \$452 millones en Otros Negocios. A nivel neto, la utilidad creció 89.3% a/a a \$1,739 millones, impulsada por ganancias cambiarias y una menor tasa efectiva de impuestos. **Por valuación, recomendamos COMPRA.** Consideramos que la coyuntura de 2020 ya está descontada en la valuación actual (-23% vs el promedio de 3A), representando un atractivo punto de entrada con miras hacia 2021. En ese sentido, en nuestro PO Tlevisa cotizaría a 5.8x FV/EBITDA 2021E (vs 5.7x del promedio U12M).

www.banorte.com
@analisis_fundam

Consumo y Telecomunicaciones

Valentín Mendoza

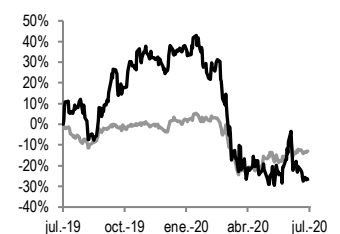
Subdirector Análisis Bursátil
valentin.mendoza@banorte.com

Juan Barbier

Analista
juan.barbier@banorte.com

COMPRA	
Precio Actual	\$23.52
PO 2020	\$30.00
Dividendo 2020	
Dividendo (%)	
Rendimiento Potencial	27.6%
Precio ADR	US\$5.18
PO2020 ADR	US\$6.80
Acciones por ADR	5
Máx - Min 12m (\$)	47.14 - 22.70
Valor de Mercado (US\$m)	2,988.5
Acciones circulación (m)	2,820.0
Flotante	80%
Operatividad Diaria (\$m)	94.7
Múltiplos 12M	
FV/EBITDA	5.4x
P/U	N.A.

Rendimiento relativo al IPC 12 meses



Estados Financieros

	2018	2019	2020E	2021E
Ingresos	101,282	101,492	96,565	96,822
Utilidad Operativa	20,253	17,209	13,990	15,889
EBITDA	38,524	39,313	35,102	37,393
Margen EBITDA	38.0%	38.7%	36.4%	38.6%
Utilidad Neta	6,009	4,722	-6,116	2,156
Margen Neto	5.9%	4.7%	-6.3%	2.2%
Activo Total	297,842	290,422	301,691	299,649
Disponibile	32,068	27,452	45,762	40,243
Pasivo Total	193,061	184,922	218,091	213,994
Deuda	131,135	133,568	161,372	156,491
Capital	104,781	105,500	83,600	85,655

Fuente: Banorte

Múltiplos y razones financieras

	2018	2019	2020E	2021E
FV/EBITDA	4.7x	4.8x	5.6x	5.3x
P/U	11.3x	14.4x	-10.8x	30.8x
P/VL	0.8x	0.7x	1.0x	1.0x
ROE	5.9%	4.5%	-6.5%	2.5%
ROA	2.0%	1.6%	-2.0%	0.7%
EBITDA/ intereses	4.0x	3.8x	3.1x	3.0x
Deuda Neta/EBITDA	2.6x	2.7x	3.3x	3.1x
Deuda/Capital	1.3x	1.3x	1.9x	1.8x

TLEVISA – Resultados 2T20

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	2T19	2T20	Var %	2T20e	Var % vs Estim.
Ventas	24,308	22,407	-7.8%	22,015	1.8%
Utilidad de Operación	4,110	2,693	-34.5%	2,531	6.4%
Ebitda	9,472	8,221	-13.2%	7,780	5.7%
Utilidad Neta	919	1,739	89.3%	343	406.6%
Márgenes					
Margen Operativo	16.9%	12.0%	-4.9pp	11.5%	0.5pp
Margen Ebitda	39.0%	36.7%	-2.3pp	35.3%	1.4pp
Margen Neto	3.8%	7.8%	4.0pp	1.6%	6.2pp
UPA	\$0.32	\$0.62	94.0%	\$0.12	406.8%

Estado de Resultados (Millones)

Año	2019	2020	2020	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	24,308	23,229	22,407	-7.8%	-3.5%
Costo de Ventas	13,815	13,738	13,942	0.9%	1.5%
Utilidad Bruta	10,492	9,491	8,465	-19.3%	-10.8%
Gastos Generales	6,099	6,349	5,479	-10.2%	-13.7%
Utilidad de Operación	4,110	3,427	2,693	-34.5%	-21.4%
Margen Operativo	16.9%	14.8%	12.0%	(4.9pp)	(2.7pp)
Depreciación Operativa	5,079	5,152	5,234	3.0%	1.6%
EBITDA	9,472	8,293	8,221	-13.2%	-0.9%
Margen EBITDA	39.0%	35.7%	36.7%	(2.3pp)	1.0pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(2,268)	(8,708)	(89)	-96.1%	-99.0%
Intereses Pagados	2,576	2,528	2,885	12.0%	14.1%
Intereses Ganados	349	224	452	29.5%	101.9%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(366)	2,198	(7)	-98.1%	N.A.
Utilidad (Pérdida) en Cambios	325	(8,601)	2,351	>500%	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas	164	(5,349)	138	-16.1%	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	2,005	(10,629)	2,742	36.7%	N.A.
Provisión para Impuestos	742	(1,726)	752	1.4%	N.A.
Operaciones Discontinuadas					
Utilidad Neta Consolidada	1,263	(8,904)	1,989	57.5%	N.A.
Participación Minoritaria	344	748	250	-27.4%	-66.6%
Utilidad Neta Mayoritaria	919	(9,652)	1,739	89.3%	N.A.
Margen Neto	3.8%	-41.6%	7.8%	4.0pp	49.3pp
UPA	0.318	(3.421)	0.617	94.0%	N.A.

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	84,003	96,147	97,725	16.3%	1.6%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	37,918	44,940	45,482	19.9%	1.2%
Activos No Circulantes	227,497	213,316	211,917	-6.8%	-0.7%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	82,754	83,329	82,897	0.2%	-0.5%
Activos Intangibles (Neto)	28,891	28,919	28,836	-0.2%	-0.3%
Activo Total	311,500	309,463	309,641	-0.6%	0.1%
Pasivo Circulante	52,678	51,257	55,313	5.0%	7.9%
Deuda de Corto Plazo	5,219	4,171	4,419	-15.3%	6.0%
Proveedores	44,859	44,735	48,798	8.8%	9.1%
Pasivo a Largo Plazo	156,359	176,276	171,605	9.8%	-2.6%
Deuda de Largo Plazo	141,718	166,448	161,798	14.2%	-2.8%
Pasivo Total	209,037	227,533	226,918	8.6%	-0.3%
Capital Contable	102,463	81,930	82,724	-19.3%	1.0%
Participación Minoritaria	14,100	15,871	16,035	13.7%	1.0%
Capital Contable Mayoritario	88,363	66,059	66,689	-24.5%	1.0%
Pasivo y Capital	311,500	309,463	309,641	-0.6%	0.1%
Deuda Neta	109,019	125,678	120,735	10.7%	-3.9%

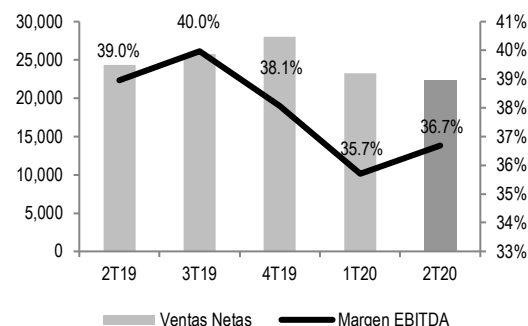
Estado de Flujo de Efectivo

Flujo de las operaciones	9,446.2	10,476.2	7,692.8
Flujo de las actividades de inversión	(3,810.2)	(4,118.8)	(4,529.9)
Flujo de las actividades de financiamiento	8,737.4	10,752.2	(2,475.5)
Efecto cambiario sobre el efectivo	(18.3)	378.6	(146.2)
Incremento (disminución) efectivo	14,355.1	17,488.3	541.3

Fuente: Banorte, BMV

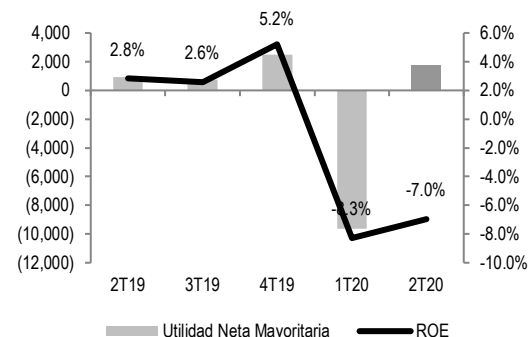
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



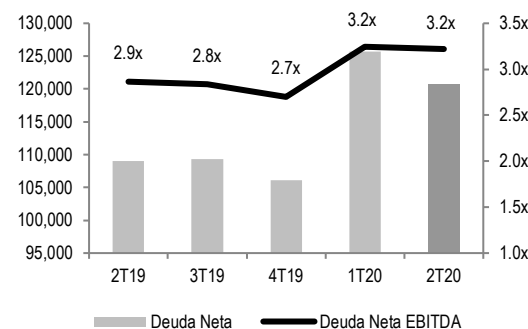
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Millones



Estimados 2020

De acuerdo con nuestro modelo de proyecciones, a la luz de [un escenario económico retador en 2020](#), los ingresos consolidados de Televisa caerían interanualmente 4.9% para ubicarse en \$96,565 millones. Dicho retroceso se explicaría primordialmente por una caída de 7.9% en las ventas de Contenidos, ante el impacto de la pandemia de COVID-19 sobre las ventas de Publicidad (-22.3%e), toda vez que las empresas han reducido sus inversiones en este frente como medida de contención de gastos. Creemos que ello contrarrestaría avances de 9.0% en la Venta de Canales, reflejo de una mayor demanda por entretenimiento en casa con motivo de las restricciones a la movilidad, y de 10.8% en las regalías de Univisión. Al respecto de esto último, vale la pena acotar que éstas se verían impulsadas únicamente por la depreciación promedio del peso frente al dólar americano de 18.1%, ya que Univisión reflejaría un efecto similar en sus resultados por los mismos motivos. Mientras tanto, en las ventas de Otros Negocios esperamos una estrepitosa caída de 35.7% a/a, también atribuida al efecto del coronavirus, principalmente en Eventos y Espectáculos, así como en Juegos y Sorteos, debido a los cierres temporales del Estadio Azteca y casinos, así como por las restricciones al aforo que se están poniendo en marcha durante la reapertura gradual de la economía, para evitar el incremento en el número de contagios. Por el contrario, proyectamos que TV de paga se mantendría resiliente en este entorno, principalmente por las necesidades de conectividad que se han exacerbado por la epidemia, e incluso a pesar de que en el 2S20 prevemos una desaceleración en este segmento, como resultado de la menor actividad económica. Al respecto, estimamos que Sky finalice el año con 7.504 millones de suscriptores (-4.0%), principalmente por desconexiones del servicio de televisión satelital de prepago durante la segunda mitad del año, las cuales habrían de ser parcialmente compensadas por un sólido desempeño en *Blue* (internet de banda ancha), mismo que mantendría el ARPU de la división relativamente estable. Así, las ventas de Sky se mantendrían prácticamente sin cambios (-0.5%e). En Cable, por su parte, proyectamos la adición neta de 603,500 UGI (+4.8%e), principalmente en Internet y Telefonía, debido a las crecientes necesidades de conectividad en casa para el trabajo remoto. Además la demanda de paquetes y velocidades de mayor valor, impulsarían el ARPU. Con ello en mente, proyectamos que los ingresos de la división crezcan 5.8% a/a.

En términos del EBITDA, esperamos una contracción de doble dígito en el flujo de operación de la compañía (-10.7%e) a \$35,102 millones. Con ello, margen respectivo se presionaría 230pb a 36.4% como resultado del desapalancamiento operativo de Contenidos, el impacto de la depreciación del peso sobre los costos de programación dolarizados en Izzi y Sky, y un deterioro en la mezcla de ventas de Cable debido a una mayor venta de paquetes de menor margen por el empaquetamiento de plataformas OTT (*Over-the-Top* por sus siglas en inglés) como Netflix. Lo anterior sería parcialmente compensado por estrategias de reducción de costos y gastos, principalmente en Contenidos, así como eficiencias adicionales en los gastos corporativos.

A nivel neto, estimamos una pérdida neta de \$6,116 millones, comparando muy desfavorablemente vs la utilidad de \$4,722 millones reportada en 2019. Ésta se explicaría por la debilidad operativa ya descrita, pero especialmente por un incremento de 44.3% en el RIF -debido a fuertes pérdidas cambiarias por la depreciación del tipo de cambio y un incremento de 7.2% en los gastos por intereses ante el mayor apalancamiento (DN/EBITDA 2020E 3.3x vs 2.7x en 2019)- y la fuerte pérdida reconocida por el ajuste en el valor razonable de Univisión, tras la compra de una participación mayoritaria en ésta por parte de Searchlight Capital Partners y ForgeLight. Finalmente, estimamos que la empresa ejerza un Capex de \$18,602 millones, siendo 2.7% inferior al del año anterior debido principalmente al efecto de conversión cambiaria, ya que en dólares la reducción ascendería a 15.6% a US\$837 millones, como medida para favorecer la liquidez de la compañía de cara a los retos del entorno.

Valuación y PO2020 de \$30.00

Mediante un modelo de valuación por suma de partes, establecemos un PO2020 de \$30.00 por CPO. Para el cálculo de éste, asumimos un múltiplo objetivo FV/EBITDA de 4.0x para Contenidos y Sky, en línea con las medianas de empresas de medios y TV satelital a nivel global en 2021 de 4.1x y 4.3x, respectivamente. En Cable, por su parte, determinamos un múltiplo de 7.0x, muy similar a la de operadores de cable en 7.1x, mientras que en Otros Negocios fijamos un objetivo de 3.0x, prácticamente igual a la mediana de una muestra de diversas empresas que operan negocios similares a los Tlevisa en 3.1x. Adicionalmente, deducimos los gastos corporativos del valor calculado para los segmentos de negocios. Así, el múltiplo FV/EBITDA implícito es de 5.8x, en línea con el promedio al que ha cotizado la emisora durante el último año. Finalmente, para determinar el valor de sus inversiones minoritarias -incluida por supuesto Univisión-, asumimos un múltiplo de 0.6x P/VL. Es importante destacar que éste ya contempla el ajuste a la baja, realizado el 1T20 pasado, en el valor de la posición de Grupo Televisa en la firma norteamericana.

Nuestro PO representa un múltiplo FV/EBITDA 2020E de 6.2x. Éste ciertamente refleja la coyuntura por la que atraviesan las divisiones de Contenidos y Otros Negocios con motivo de la pandemia de COVID-19. En ese sentido, consideramos que el múltiplo FV/EBITDA 2021E podría ser un mejor parámetro de valuación. En nuestro PO2020, Tlevisa cotizaría a 5.8x FV/EBITDA 2021E, por arriba de la valuación actual en 5.4x pero en línea con el promedio del último año de 5.7x. Creemos que el descuento actual de 23% vs el promedio de 3A de 7.0x, ya incorpora la coyuntura de 2020, por lo que consideramos que la valuación actual es atractiva con miras hacia 2021. Adicionalmente, el rendimiento potencial de 27.6% frente a nuestro PO es relevante, y pone de manifiesto el valor fundamental de la emisora, mismo que el mercado debería reconocer tarde o temprano. En consecuencia, nuestra recomendación es COMPRA; aunque con perspectiva de largo plazo, pues los trimestres por venir aún serán complicados.

Valuación por suma de partes (SOTP)

Millones de pesos

Segmento	EBITDA 2020E \$m	FV/EBITDA	Valor empresa \$m	\$/acción
Contenidos	9,620	4.0x	38,479	\$ 13.65
SKY	8,693	4.0x	34,772	\$ 12.33
Cable	18,627	7.0x	130,389	\$ 46.24
Otros	181	3.0x	544	\$ 0.19
Corporativo	(2,019)		(2,019)	-\$ 0.72
Valor Suma de Partes	35,102	5.8x	202,166	\$ 71.69
		(-) Deuda Neta	(115,610)	-\$ 41.00
		(-) Capital Minoritario	(16,205)	-\$ 5.75
		(=) Total TELEVISIA	70,351	\$ 24.95
		(+) Inversiones (incluye Univisión)	15,460	\$ 5.48
		(=) Valor del Capital TELEVISIA	85,811	
		CPOs en circulación	2,820	
		PO2020	\$ 30.43	
		Precio Actual	\$ 23.52	
		Rendimiento Potencial	29.4%	

Fuente: Banorte

Emisora	P/VL	P/U			FV/EBITDA			Dividend Yield
		U12M	2020E	2021E	U12M	2020E	2021E	
MEDIASET SPA	0.8x	11.1x	26.3x	12.8x	3.9x	5.2x	4.5x	
NIPPON TELEVISION HOLDINGS	0.4x	9.8x	14.0x	10.9x	3.4x	4.5x	3.7x	
RTL GROUP	1.4x	6.0x	10.8x	8.3x	4.2x	7.2x	5.6x	
ITV PLC	3.3x	5.9x	1.7x	6.6x	5.6x	7.1x	5.9x	3.7%
NOS SGPS	1.8x	21.1x	16.8x	11.7x	5.5x	5.2x	5.0x	7.8%
DIGI COMMUNICATIONS NV	5.0x		24.1x	7.2x	4.0x	3.9x	3.6x	1.9%
NIPPON TELEVISION HOLDINGS	0.4x	9.8x	14.0x	10.9x	3.4x	4.5x	3.7x	
PRIME MEDIA GROUP LTD	0.6x	21.1x	9.0x	3.0x	2.6x	1.7x	2.7x	
Promedio Empresas de Medios	1.7x	12.1x	14.6x	8.9x	4.1x	4.9x	4.3x	4.5%
Mediana Empresas de Medios	1.1x	9.8x	14.0x	9.6x	4.0x	4.8x	4.1x	3.7%
GRUPO TELEVISIA SAB-SER CPO	1.0x	N.A.	N.A.	30.9x	5.4x	5.6x	5.4x	
Premio/Descuento vs Mediana	-6.9%	N.A.	N.A.	220.9%	35.8%	16.1%	31.4%	

Fuente: Banorte, Bloomberg

Emisora	P/VL	P/U			FV/EBITDA			Dividend Yield
		U12M	2020E	2021E	U12M	2020E	2021E	
MNC SKY VISION TBK PT	3.7x				2.9x			
DISH TV INDIA LTD	0.3x			5.3x	1.4x	1.3x	1.3x	
CYFROWY POLSAT SA	1.2x	17.2x	14.1x	11.6x	7.2x	7.2x	7.0x	
SKY NETWORK TELEVISION LTD	0.3x		6.4x	13.4x		3.4x	4.3x	
Promedio Empresas de TV Satelital	1.4x	17.2x	10.3x	10.1x	3.8x	4.0x	4.2x	
Mediana Empresas de TV Satelital	0.8x	17.2x	10.3x	11.6x	2.9x	3.4x	4.3x	
GRUPO TELEVISIA SAB-SER CPO	1.0x	N.A.	N.A.	30.9x	5.4x	5.6x	5.4x	
Premio/Descuento vs Mediana	29.4%	N.A.	N.A.	165.9%	83.8%	65.9%	25.2%	

Fuente: Banorte, Bloomberg

Emisora	P/VL	P/U			FV/EBITDA			Dividend Yield
		U12M	2020E	2021E	U12M	2020E	2021E	
MEGACABLE HOLDINGS-CPO	2.0x	15.9x	14.5x	14.1x	6.4x	6.3x	5.9x	2.4%
CHARTER COMMUNICATIONS INC-A	3.7x	51.6x	45.1x	28.7x	12.0x	11.4x	10.7x	
ALTICE USA INC- A	8.6x	55.5x	44.0x	21.8x	8.9x	8.6x	8.3x	
COMCAST CORP-CLASS A	2.2x	14.7x	17.1x	13.8x	8.3x	9.6x	8.6x	2.3%
SHAW COMMUNICATIONS INC-B	1.9x	16.1x	17.6x	17.0x	7.6x	7.3x	7.2x	5.3%
LIBERTY GLOBAL PLC-A	1.1x		69.8x		7.5x	7.4x	7.6x	
CABLE ONE INC	12.6x	46.9x	43.0x	41.3x	21.7x	19.3x	17.9x	0.5%
KABEL DEUTSCHLAND HOLDING AG		28.7x			10.9x			3.0%
TELENET GROUP HOLDING NV		10.5x	10.6x	10.1x	7.0x	7.0x	6.9x	3.7%
WIDOPENWEST INC		7.4x	11.6x	8.5x	7.2x	6.5x	6.3x	
MNC SKY VISION TBK PT	3.7x				2.9x			
HYUNDAI HY COMMUNICATIONS & TOKYO BROADCASTING SYSTEM	0.7x	13.9x	14.9x	14.8x	1.7x	1.8x	1.8x	1.3%
HATHWAY CABLE AND DATA COM	1.5x	53.8x			10.2x			
EMPRESAS CABLEVISION SA-CPO	5.9x	42.0x			6.4x			
DEN NETWORKS LTD	1.4x	50.9x			7.3x			
WASU MEDIA HOLDING CO LTD-A	1.5x	30.2x	24.3x	22.6x		7.3x	5.9x	5.3%
GTPL HATHWAY LTD	1.1x	10.3x	5.4x		2.0x	1.9x		4.2%
COGECO COMMUNICATIONS INC	2.2x	13.4x	13.5x	13.5x	7.4x	7.3x	7.1x	2.3%
DIGI COMMUNICATIONS NV	5.0x		24.1x	7.2x	4.0x	3.9x	3.6x	1.9%
COGECO INC	1.8x	16.2x	10.9x	11.0x	5.6x	5.5x	5.3x	2.3%
TV DIRECT PCL	1.0x				2.9x			
TELE COLUMBUS AG	1.3x		121.0x	20.9x	8.7x	8.5x	8.1x	
ASIAN PAY TELEVISION TRUST	0.2x	10.3x	10.6x	10.6x	9.8x	10.1x	10.5x	9.4%
Promedio Operadores de Cable	2.8x	26.2x	29.2x	17.2x	7.6x	7.6x	7.5x	3.4%
Mediana Operadores de Cable	1.8x	16.1x	17.3x	14.4x	7.4x	7.3x	7.1x	2.4%
GRUPO TELEVISIA SAB-SER CPO	1.0x	N.A.	N.A.	30.9x	5.4x	5.6x	5.4x	
Premio/Descuento vs Mediana	-43.6%	N.A.	N.A.	114.4%	-27.3%	-23.3%	-23.6%	

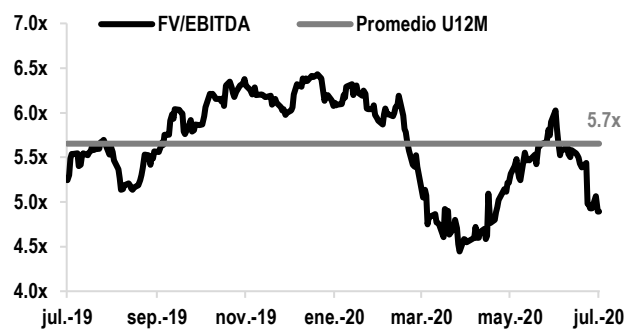
Fuente: Banorte, Bloomberg

Emisora	P/VL	P/U			FV/EBITDA			Dividend Yield
		U12M	2020E	2021E	U12M	2020E	2021E	
CORP INTERAMERICANA ENTRET-B	1.1x				1.9x			
GRAND KOREA LEISURE CO LTD	1.4x	10.0x			3.1x	5.1x	2.5x	5.2%
SKYCITY ENTERTAINMENT GROUP	1.2x	4.0x	27.3x	30.6x	4.4x	12.2x	11.8x	11.1%
SAMSUNG PUBLISHING CO LTD	2.4x	135.0x			9.1x			0.5%
STARTS PUBLISHING CORP	0.9x	10.8x			1.5x			
AMARIN PRINTING & PUBLISHING	0.8x	17.5x			4.8x			
CHUOKEIZAI-SHA HOLDINGS INC	0.4x	141.8x			1.2x			2.2%
Promedio Otros Negocios	1.2x	53.2x	27.3x	30.6x	3.7x	8.6x	7.1x	4.7%
Mediana Otros Negocios	1.1x	14.1x	27.3x	30.6x	3.1x	8.6x	7.1x	3.7%
GRUPO TELEVISIA SAB-SER CPO	1.0x	N.A.	N.A.	30.9x	5.4x	5.6x	5.4x	
Premio/Descuento vs Mediana	-7.3%	N.A.	N.A.	0.9%	-100.0%	-35.1%	-24.3%	

Fuente: Banorte, Bloomberg

Tlevisa- FV/EBITDA U12M

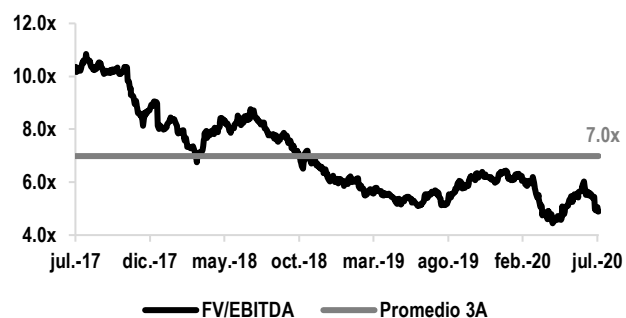
Veces



Fuente: Bloomberg, Banorte

Tlevisa- FV/EBITDA U3A

Veces



Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldivar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalía Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, 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, no 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 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, 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, 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	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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	07/07/2020	Compra	\$30.00
Tlevisa CPO	22/01/2019	Mantener	\$57.00
Tlevisa CPO	26/04/2018	Compra	\$81.00
Tlevisa CPO	20/02/2018	Mantener	\$88.00

GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas			
Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados			
Alejandro Padilla Santana	Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Análisis Económico			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Análisis Económico	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Subdirector Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Luis Leopoldo López Salinas	Analista Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldivar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalia Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Análisis Bursátil			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Subdirector Análisis Bursátil	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Eridani Ruibal Ortega	Analista	eridani.ruibal.ortega@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2755
Juan Barbier Arizmendi	Analista	juan.barbier@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Análisis Deuda Corporativa			
Tania Abdul Massih Jacobo	Director Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
Estudios Económicos			
Delia María Paredes Mier	Director Ejecutivo Estudios Económicos	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Estudios Económicos	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Banca Mayorista			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
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) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
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) 1670 - 1899