

26 de julio de 2004.

COMPRA**TLEVISA CPO / TV**Precio: Mx / ADR **Ps 26.97 US\$ 43.81**Precio Objetivo **32.40**Nivel de riesgo **BAJO**

Rango 52 Semanas: Ps. \$27.50 a Ps. \$17.76

Acciones en Circulación 2,929.8 millones

Valor de Capitalización Ps. \$79,017.1 millones

Valor de la Empresa Ps. \$88,153.1 millones

Importe Op. Prom. Diario Ps. \$76.5 millones

| | Ps/acción | US\$/ADR |
|-------------------------|------------------|-----------------|
| UPA trimestral | 0.16 | 0.27 |
| UPA 12M | 1.03 | 1.79 |
| UAFIDA 12M | 2.90 | 5.06 |
| Flujo Efectivo Neto 12M | 1.88 | 3.28 |
| Valor en Libros | 8.36 | 14.57 |

| | 12M |
|-------------|------------|
| P/U | 26.27x |
| P / VL | 3.22x |
| P / FEPA | 14.33x |
| VE / UAFIDA | 10.36x |

| | 12M | 2T04 |
|------------------------|------------|-------------|
| ROE | 12.9% | 7.5% |
| ROA | 11.8% | 14.5% |
| Cobertura de Intereses | 6.13x | 7.07x |
| Deuda Total a UAFIDA | 2.48x | 1.92x |

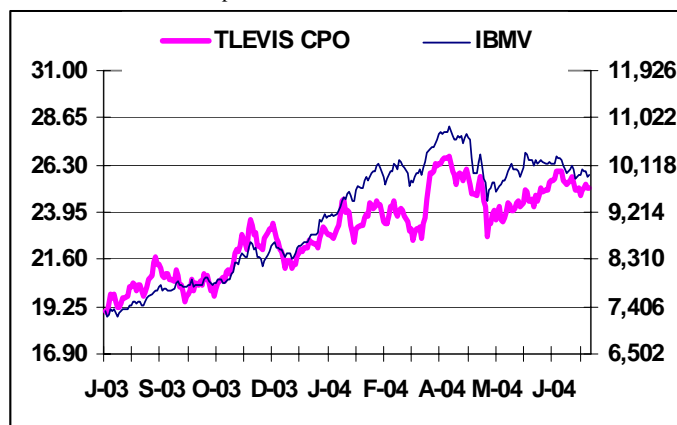
12M = Ultimos doce meses al 30 de junio de 2004

Valor Empresa (VE)= Valor de Capit.+ Deuda Neta+ Part. Min.

Flujo Efect Nt (FEPA)=U Neta+Pérd Monet+P Camb+Depr+Imptos difer

ROA= Ut.Op. 12m a Activos Promedio

ROE= Ut. Neta 12m a Cap. Contable Prom.



Resultados impresionantes en el 2T04, impulsados principalmente por mayores ventas a lo esperado en TV Abierta.

- A partir del 1° de abril de 2004 se comenzaron a consolidar los resultados, activos y pasivos de Innova (Sky México).
- Las ventas consolidadas (incluyendo Innova) crecieron 24.7% vs. el 2T03; excluyendo los resultados de Innova, las ventas aumentaron 7.7%. Vemos este resultado como impresionante, dado que en el 2T03 la compañía había registrado Ps 500 millones en ventas de publicidad relacionadas con las campañas electorales en México.** Nuestro estimado era de un crecimiento del 13% en las ventas (incluyendo Innova), mientras que el consenso de Reuters estimaba un aumento del 14.9%. **Los principales impulsores de este resultado fueron un aumento del 2.6% en las ventas provenientes del segmento de TV Abierta; del 18.1% en las ventas del negocio de Licencias de Programación, y del 16.6% en los ingresos provenientes del negocio de Editoriales.** Cablevisión continuó registrando resultados positivos, las ventas aumentaron del 9.9%, debido a la adición de nuevos suscriptores y la eliminación del impuesto indirecto. **Las ventas de Innova aumentaron 19.2% vs. el 2T03, contribuyendo con el 15.7% de los ingresos consolidados de Televisa.** Es importante hacer notar que en el trimestre, ninguno de los segmentos de negocio de la compañía registró una disminución en sus ventas con respecto al año anterior.
- Las ventas de TV Abierta aumentaron 2.6% vs. el 2T03; excluyendo las ventas relacionadas con la publicidad de las campañas electorales éstas crecieron 18.5%.** Los principales impulsores del resultado fueron Ps 173 millones en ventas relacionadas con las semifinales y la final del torneo de liga del fútbol mexicano, la Euro Copa, los mayores "ratings" obtenidos con la transmisión de "Big Brother y "Big Brother VIP", las fuertes ventas locales (principalmente de Canal 4TV), y el crecimiento mayor a lo esperado de la economía mexicana. **Las mayores ventas del negocio de Licencias de Programación se atribuyen al crecimiento en las regalías pagadas por Univisión.** Por su parte, el aumento en las ventas del negocio de Editoriales se explica por la mayor circulación de revistas y páginas de publicidad vendidas en México y en el extranjero.
- A pesar de los mayores costos y gastos, por la consolidación de Innova, la UAFIDA de Ps 2,758 millones creció 32.4% vs. el 2T03 (12% excluyendo Innova).** El margen de UAFIDA mejoró 2.7pp. al ubicarse en 37%, **el mayor para un 2T en toda la historia de Televisa.** Cabe mencionar, que la división de TV Abierta contribuyó con el 67.2% de la UAFIDA e Innova con el 15.4%. Como resultado del crecimiento del 31% en la Utilidad de Operación de Televisa, el Margen Operativo aumentó de 28.4% en el 2T03 a 29.8%.

26 de julio de 2004.
COMPRA
ESTADO DE RESULTADOS
(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

| | 6m04 | 6m03 | var.% | 2T04 | 2T03 | var.% |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| Ventas Netas | 12,690 | 10,996 | 15.4% | 7,457 | 5,978 | 24.7% |
| Utilidad Bruta | 5,999 | 4,945 | 21.3% | 3,750 | 2,859 | 31.2% |
| UAFIDA | 4,260 | 3,444 | 23.7% | 2,758 | 2,083 | 32.4% |
| Utilidad de operación | 3,382 | 2,662 | 27.0% | 2,221 | 1,695 | 31.0% |
| Costo Intgral. de Finan. | 518 | 369 | 40.4% | 149 | 180 | -17.4% |
| Intereses Pagados | 769 | 679 | 13.2% | 414 | 316 | 30.9% |
| Intereses Ganados | 320 | 370 | -13.6% | 168 | 197 | -14.5% |
| Pérd. (Ganancia) Camb. | -64 | 8 | #N/A | -72 | 103 | #N/A |
| Pérd. (Ganancia) Monet. | 134 | 52 | 156.8% | -25 | -42 | -40.9% |
| Otros Gastos Financ. | 472 | 113 | 318.4% | 249 | -103 | #N/A |
| Util. antes de Impuestos | 2,392 | 2,180 | 9.7% | 1,823 | 1,618 | 12.7% |
| Impuestos | 623 | 614 | 1.4% | 463 | 421 | 9.9% |
| Subs. no Consolidadas | 148 | 7 | #N/A | 104 | 135 | -23.4% |
| Gtos. Extraordinarios | 992 | 0 | #N/A | 992 | 0 | #N/A |
| Part. Minoritaria | -8 | -8 | 5.3% | 11 | 12 | -9.9% |
| Utilidad Neta | 934 | 1,581 | -40.9% | 461 | 1,320 | -65.1% |
| Margen Bruto | 47.3% | 45.0% | | 50.3% | 47.8% | |
| Margen UAFIDA | 33.6% | 31.3% | | 37.0% | 34.8% | |
| Margen Operativo | 26.7% | 24.2% | | 29.8% | 28.4% | |
| Margen Neto | 7.4% | 14.4% | | 6.2% | 22.1% | |

| | | |
|-------------------------|-------|-------|
| Días Cuentas por Cobrar | 72 | 87 |
| Días de Inventarios | 91 | 115 |
| Días Cuentas por Pagar | 53 | 54 |
| Cap. de Trabajo a Vtas. | 64.5% | 73.3% |

BALANCE
(millones de pesos al 30 de junio de 2004)

| | Jun-04 | Mar-04 | Jun-03 |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo total | 61,376 | 62,732 | 55,181 |
| Efectivo y valores | 11,765 | 15,022 | 10,472 |
| Otros Activos Circ. | 9,530 | 11,292 | 9,957 |
| Largo plazo | 6,878 | 6,566 | 3,436 |
| Fijo (Neto) | 18,513 | 15,589 | 15,998 |
| Diferido | 9,495 | 9,259 | 9,459 |
| Otros Activos | 5,196 | 5,003 | 5,858 |
| Pasivo total | 37,113 | 34,468 | 31,929 |
| Deuda con costo C.P. | 232 | 249 | 295 |
| Otros pasivos C.P. | 4,925 | 3,990 | 4,299 |
| Deuda con costo L. P. | 20,908 | 14,714 | 14,624 |
| Otros Pasivos | 11,048 | 15,515 | 12,710 |
| Capital Contable | 24,264 | 28,264 | 23,252 |
| Interés Minoritario | -239 | 1,129 | 1,217 |

ANALISIS FINANCIERO

| | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Liquidez | 4.1x | 6.2x | 4.4x |
| Deuda CP/Deuda Total | 1.1% | 1.7% | 2.0% |
| Pvo mon extr a Ptotal | 49.3% | 36.8% | 41.0% |
| Deuda Nta a Cap Cont | 38.6% | -0.2% | 19.1% |
| PTotal a Cap Cont | 153.0% | 122.0% | 137.3% |

- **A pesar del aumento del 31% en los intereses pagados**, dada la consolidación de la deuda de Innova, **las pérdidas registradas bajo el CIF cayeron 17.4% vs. el 2T03**, debido a la ganancia cambiaria por Ps 72 millones que se compara con una pérdida por Ps 103 millones en el 2T03.
- **La Utilidad Neta de Grupo Televisa de Ps 461 millones se compara desfavorablemente con los Ps 1,320 millones registrados en el 2T03**. A pesar de los mejores resultados operativos, lo anterior se vio afectado por un cargo único de Ps 992 millones en conexión con el reconocimiento de las pérdidas de Innova acumuladas del 2001 al 1T04.
- **Debido a una caída del 21.8% en la caja de la empresa vs. el 1T04**, dado el pago de un dividendo por Ps 3,850 millones en mayo, **y el aumento del 41.3% en la deuda total como resultado de la consolidación de Innova**, la razón de deuda neta a capital total se deterioró de (-0.2%) en el 1T04 a 38.6%; mientras que la razón de Deuda Total a UAFIDA anualizada se ubicó en 2.5x. Dado los buenos resultados de los últimos 18 meses y la fortaleza del balance, Fitch Ratings subió la calificación a largo plazo en moneda extranjera de Televisa de "BBB-" a "BBB".
- **La participación total de la audiencia de TV** en el espacio de inicio al cierre de transmisiones (de 6:00 AM a la medianoche) mejoró en 0.4-pp vs. el 1T04 y ubicarse en 71.8%. Mientras que la participación de mercado en horario estelar (7:00 PM a 11:00 PM) aumentó de 68.8% a 69.5%.
- **Bajo el programa de recompra de acciones anunciado en septiembre del 2002**, Televisa ha comprado cerca de 47.1 millones de CPO's al cierre del 2T04, lo que representa una inversión total por Ps 892.1 millones. El programa de recompra de acciones estableció comprar acciones por un monto de US\$400 millones en tres años **(hasta el momento se ha cumplido con un avance del 19.5% del programa)**.

Televisa registró muy buenos resultados en el trimestre. Lo anterior, en combinación con la consolidación de los resultados de Innova, deberán ser factores positivos para la acción tanto en el corto como en el largo plazo. Para el 3T04 Televisa registrará buenos resultados debido a aprox. US\$25 millones en ventas de publicidad relacionadas con las Olimpiadas, ventas de publicidad provenientes de la Copa América, y la contribución de Innova a las ventas y UAFIDA. Para el 2004 estamos incrementando nuestros estimados para incluir los buenos resultados del trimestre e Innova. Ahora esperamos un incremento del 21% en las ventas (5.7% excluyendo Innova) y un aumento del 25% en la UAFIDA (8.9% excluyendo Innova). **Continuamos con nuestra recomendación de COMPRA para la acción (el RIESGO de la acción es BAJO). Aumentamos nuestro Precio Objetivo 12 meses de Ps 29.00 a Ps 32.40**, como resultado del aumento en estimados; **el rendimiento implícito es del 20.1%**.

Certificación del Analista

Yo, **Fabiola Molina del Valle**, certifico que los puntos de vista y opiniones que se expresan en este documento son reflejo fiel de mi opinión personal sobre la(s) compañía(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y de los valores que ha emitido. Asimismo certifico que no he recibido, no recibo, ni recibiré compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en sentido específico en este documento.

Declaraciones relevantes

Casa de Bolsa Banorte y sus filiales, incluyendo Grupo Financiero Banorte, brindan una amplia gama de servicios además de banca de inversión, tales como banca corporativa, entre otros, a un gran número de corporaciones en México y en el extranjero. El lector deberá asumir que Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones por concepto de los servicios antes mencionados.

Conforme a las leyes mexicanas vigentes, los Analistas Bursátiles tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y en fondos de inversión. 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.

Remuneración de 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 sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la empresa y en el desempeño individual de los Analistas. **Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que nuestros analistas no reciben pago directo alguno por transacción específica alguna en banca de inversión.**

Actividades de banca de inversión durante los últimos doce meses

Casa de Bolsa Banorte o sus filiales han obtenido ingresos por los servicios de banca de inversión por parte de las siguientes empresas o sus filiales, las cuales podrían ser objeto de análisis en el presente reporte: **Alfa, Cablemas, CEMEX, Corporación GEO, DeMet, G. Acción, Grupo Financiero Banorte, Hylsamex, Hipotecaria Nacional, Jugos Del Valle, Su Casita, Urbi, Xignux.**

Actividades de banca de inversión durante los próximos tres meses

Casa de Bolsa Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios de banca de inversión por parte de compañías o sus filiales, las cuales podrían ser objeto de análisis en el presente reporte.

Guía para las recomendaciones de inversión

La **RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN** es un parámetro que indica el **RENDIMIENTO** total esperado en los próximos doce meses. El rendimiento total requerido para una recomendación dada depende del nivel de **RIESGO** de cada acción. En la siguiente tabla se muestran los parámetros que se utilizaron para determinar la recomendación de inversión que se expresa en los documentos a los que se anexa esta nota. Estos parámetros se revisan periódicamente y se modifican en función de varios factores, entre los que se destacan, el nivel de las tasas de interés, las expectativas en cuanto al comportamiento futuro de esta variable y también en función de la tendencia y volatilidad de los mercados de capitales:

| Riesgo Recomendación | Bajo | Medio | Alto |
|---------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| COMPRA | >13.5% | >16.5% | >19.5% |
| MANTENER | <13.5% > 9.0% | < 16.5% > 11% | < 19.5% > 13% |
| VENTA | <9.0% | <11% | <13% |

Para la definición del riesgo se han considerado tres factores: 1) La volatilidad del precio de la acción relativa al desempeño del índice de la Bolsa. 2) La bursatilidad de la acción y 3) la fortaleza financiera de la empresa emisora. Con estos tres factores construimos un índice de riesgo que utilizamos para agrupar las emisiones en tres niveles: Bajo, Medio y Alto riesgo.

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, perfiles de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo, Casa de Bolsa Banorte utiliza 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. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados por Casa de Bolsa Banorte, ya que esto depende de diversos factores endógenos y exógenos que afectan tanto el desempeño de la empresa como las tendencias del mercado de valores en el que cotiza.

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. NI CASA DE BOLSA BANORTE, S.A. DE C.V. NI BANORTE SECURITIES INTERNATIONAL ACEPTAN RESPONSABILIDAD ALGUNA POR CUALQUIER PÉRDIDA QUE SE DERIVE DEL USO DE ESTE REPORTE O SU CONTENIDO.