

# TLEVISA

## Rechazan su inversión en Iusacell

### Tres votos impiden la conversión de deuda a acciones de Iusacell

Grupo Televisa emitió un comunicado informando que la Comisión Federal de Competencia (COFECO) rechazó la conversión de deuda en capital de Iusacell por tres votos en contra y dos a favor. El 7 de abril de 2011, Televisa anunció que invertiría \$37.5 mdd en capital y \$1,565 mdd en deuda convertible de Iusacell con fecha de conversión en (o antes) de diciembre de 2015 a una tasa de interés de 2.0%. En caso de poder convertir la deuda en acciones Televisa tendría una participación del 50% en el capital de esta compañía celular, dicha conversión esta condicionada a la aprobación de la COFECO.

### Un proceso largo de litigios

En el comunicado, Televisa menciona que la Ley prevé diversas alternativas legales, incluyendo entre otras, el recurso de reconsideración ante COFECO. Seguramente Televisa y Iusacell presentarán nuevos elementos en base a la decisión presentada por la Comisión por lo que esperamos sea un proceso largo y en caso de no lograr una decisión a favor también existen otras alternativas como el amparo. Este será un tema que estaremos viendo por un par de años por lo menos.

### El dinero ya fue inyectado en Iusacell

El acuerdo con Iusacell estipulaba un calendario de pagos que Televisa tenía que cumplir siendo el último en octubre pasado por lo que Televisa ya ha desembolsado \$1,602.5 mdd. Televisa también menciona que Iusacell ya comenzó a invertir los recursos recibidos con el propósito de fundear su plan de negocios, expandir su infraestructura y crecer la base de clientes.

### Percepción de destrucción de valor

En abril del año pasado, opinamos que el acuerdo con Iusacell tiene una alta probabilidad de representar una destrucción de valor para los accionistas de Televisa. La valuación implícita que se le dio a Iusacell es sumamente elevada y para que ésta sea rentable en el largo plazo la participación de mercado de Iusacell tiene que crecer sustancialmente lo cual pensamos es muy complicado debido a: la alta penetración que ya tiene la telefonía celular en México, la fortaleza de sus principales competidores y un escenario de menores tarifas producto del empaquetamiento de servicios de voz, datos y video así como las elevadas inversiones.

### El rechazo podría parecer positivo pero...

Al ser una transacción que el mercado interpreta como negativa podría pensarse que el rechazo de COFECO sería favorable para la acción ya que la empresa podría renegociar mejores términos. Sin embargo, pensamos que no es así de simple ya que los recursos han sido entregados a Iusacell y su recuperación posiblemente no sea sencilla por lo que esperamos volatilidad en el precio de la acción en el corto plazo.

### Las últimas cifras disponibles de Iusacell (3T2009)

El Consejo de Administración aprobó en diciembre de 2009 el desliste de las acciones de Iusacell en la BMV, la última información que tenemos disponible es al 3T09 y desconocemos sus estados financieros actuales. En ese momento Iusacell tenía 4.0 millones de suscriptores, era una empresa muy apalancada con una deuda con costo de \$892 mdd, una generación de Ebitda U12m de \$161 mdd por lo que su razón de deuda a Ebitda era de 5.4x. Una cantidad sustancial de Ebitda se utilizaba para pagar los intereses de su deuda y ahora la nota convertible le causará intereses adicionales por \$31.2 mdd por año presionando el flujo de efectivo.

## Nota de Empresa

1 de febrero de 2012

### MANTENER

Precio Objetivo (2012 P\$): 65.00  
Rendimiento Potencial : 22.9%  
Precio Objetivo ADR : 26.00

### Manuel Jimenez Zaldivar

[mjimenezza@ixe.com.mx](mailto:mjimenezza@ixe.com.mx)  
5004-1275

### Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	52.91
Precio ADR (USD\$)	20.40
Acciones por ADR	5
Dividendo (retomo)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	59.98 - 46.61
Valor de mercado (USD\$ m)	11,973
Acciones en circulación (m)	2,987
% entre el público	82.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	219.7

### Resultados

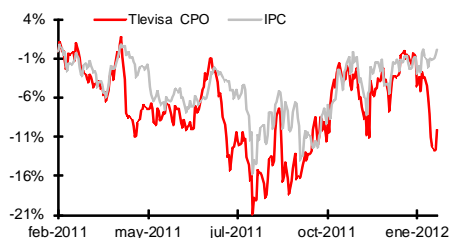
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	57,857	61,892	66,638	71,277
Utilidad Operativa	15,583	16,561	18,133	20,182
EBITDA	22,162	23,949	25,927	28,205
Margen EBITDA	38.3%	38.7%	38.9%	39.6%
Utilidad Neta	7,683	7,399	9,095	10,282
Margen Neto	13.3%	12.0%	13.6%	14.4%
Activo Total	136,471	155,018	162,318	177,556
Disponible	20,943	19,801	24,710	34,223
Pasivo Total	84,613	97,768	96,808	99,929
Deuda	48,245	57,368	54,324	54,354
Capital	45,064	50,038	57,257	67,848

### Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	8.8x	9.0x	8.0x	7.1x
P/U	18.9x	21.1x	17.2x	15.2x
P/VL	3.2x	3.1x	2.7x	2.3x
ROE	17.0%	15.6%	17.0%	16.4%
ROA	5.6%	5.1%	5.7%	6.1%
EBITDA/Intereses	8.6x	7.3x	7.7x	9.1x
DeudaNeta/EBITDA	1.2x	1.6x	1.1x	0.7x
Deuda/Capital	1.1x	1.1x	0.9x	0.8x

### Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



[www.ixe.com.mx](http://www.ixe.com.mx)  
[www.banorte.com](http://www.banorte.com)

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Rene Gerardo Pimentel Ibarrola, Delia María Paredes Mier, María Dolores Palacios Norma, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldivar, Miguel Angel Aguayo Negrete, Carlos Hermosillo Bernal, Marisol Huerta Mondragón, Raquel Moscoso Armendáriz, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís y Luciana Gallardo Lomeli, 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 certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

## 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 sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

## 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, Casa de Bolsa Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general del las Casas 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.

**Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales, 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 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, Casa de Bolsa Banorte y Casa de Bolsa Ixe, han 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: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

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

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa 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.

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen 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 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC. Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

## 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 al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte y Casa de Bolsa Ixe, 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 mas, 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; Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no se comprometen a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no aceptan 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 Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte.*

## Directorio de Análisis

René Pimentel Ibarrola	Director General de Desarrollo de Negocio y Análisis	<a href="mailto:pimentelr@ixe.com.mx">pimentelr@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9004
------------------------	--	--	------------------

## Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	<a href="mailto:delia.paredes@banorte.com">delia.paredes@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	<a href="mailto:katia.goya@banorte.com">katia.goya@banorte.com</a>	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia Gubernamental	<a href="mailto:alejandro.padilla@banorte.com">alejandro.padilla@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4043
Dolores Palacios	Subdirector de Gestión	<a href="mailto:dolores.palacios.n@banorte.com">dolores.palacios.n@banorte.com</a>	(55) 5268 - 4603
Juan Carlos Alderete	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	<a href="mailto:juan.alderete.mactal@banorte.com">juan.alderete.mactal@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	<a href="mailto:alejandro.cervantes@banorte.com">alejandro.cervantes@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	<a href="mailto:julia.baca.negrete@banorte.com">julia.baca.negrete@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	<a href="mailto:livia.honsel@banorte.com">livia.honsel@banorte.com</a>	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	<a href="mailto:miguel.calvo@banorte.com">miguel.calvo@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	<a href="mailto:francisco.rivero@banorte.com">francisco.rivero@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	<a href="mailto:lourdes.calvo@banorte.com">lourdes.calvo@banorte.com</a>	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	<a href="mailto:raquel.vazquez@banorte.com">raquel.vazquez@banorte.com</a>	(55) 1670 - 2967

## Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	<a href="mailto:carlos.hermosillo.bernal@banorte.com">carlos.hermosillo.bernal@banorte.com</a>	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	<a href="mailto:mjimenezza@ixe.com.mx">mjimenezza@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	<a href="mailto:acuanalo@ixe.com.mx">acuanalo@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9967
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	<a href="mailto:marisol.huerta.mondragon@banorte.com">marisol.huerta.mondragon@banorte.com</a>	(55) 5268 - 9927
Marissa Garza	Industriales / Minería	<a href="mailto:marissa.garza@banorte.com">marissa.garza@banorte.com</a>	(55) 5004 - 1179
Raquel Moscoso	Comercio / Químico	<a href="mailto:rmoscoso@ixe.com.mx">rmoscoso@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9000 x 48028
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	<a href="mailto:jespitia@ixe.com.mx">jespitia@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9000 x 48066
María de la Paz Orozco	Asistente (Edición)	<a href="mailto:mporozco@ixe.com.mx">mporozco@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9962

## Análisis Deuda Corporativa

Miguel Angel Aguayo	Subdirector de Análisis de Deuda Corporativa	<a href="mailto:maguayo@ixe.com.mx">maguayo@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9804
Tania Abdul Massih	Analista Deuda Corporativa	<a href="mailto:tabdulmassih@ixe.com.mx">tabdulmassih@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Analista Deuda Corporativa	<a href="mailto:hgomez01@ixe.com.mx">hgomez01@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Analista Deuda Corporativa	<a href="mailto:icespedes@ixe.com.mx">icespedes@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9937
Luciana Gallardo Lomelí	Analista Deuda Corporativa	<a href="mailto:luciana.gallardo@ixe.com.mx">luciana.gallardo@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9925

## Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	<a href="mailto:marcos.ramirez@banorte.com">marcos.ramirez@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial	<a href="mailto:lpietrini@ixe.com.mx">lpietrini@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1453
Patricio Rodríguez	Director General Banca Privada y Gestión de Activos	<a href="mailto:prodriguez@ixe.com.mx">prodriguez@ixe.com.mx</a>	(55) 5268 - 9987
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	<a href="mailto:armando.rodal@banorte.com">armando.rodal@banorte.com</a>	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	<a href="mailto:vrolan@ixe.com.mx">vrolan@ixe.com.mx</a>	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	<a href="mailto:carlos.martinez@banorte.com">carlos.martinez@banorte.com</a>	(55) 5268 - 1683