



Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores

Estimación de Valor de Mercado de la marca "INFONAVIT®"

Asesoría Financiera | Noviembre 2017

Contenido

Introducción

3

Trabajo realizado

8

Metodologías de Valuación

12

Estimación de Valor de Mercado de la Marca - Royalty Savings

18

Resumen de Estimación de Valor de la Marca

25

Anexo 1: Análisis de Sensibilidad

28

Anexo 2: Ejercicio Referencial - Enfoque de Costos

30

Anexo 3: Limitaciones de Nuestra Colaboración

34

Introducción

Introducción

Antecedentes

El Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores ("INFONAVIT" o el "Instituto", en lo sucesivo) fue fundado en 1972 mediante un mandato constitucional, y es un organismo en el cual participan de igual forma el sector obrero, empresarial y gobierno. Adicionalmente, entendemos que el INFONAVIT se enfoca en acrecentar el patrimonio de los trabajadores, es decir, su ahorro en la Subcuenta de Vivienda o en apoyar en la adquisición de una vivienda de calidad.

Es de nuestro conocimiento que el Instituto desea contar con una estimación del Valor de Mercado (término definido más adelante) de la Marca INFONAVIT® (la "Marca", en lo sucesivo), con la finalidad de tener un elemento referencial para fines de planeación estratégica.

En este sentido, la división de Asesoría Financiera de Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C. (en lo sucesivo, "GYRU") llevó a cabo la Estimación de Valor de Mercado de la Marca al 30 de septiembre de 2017, como elemento referencial para uso interno de la administración del Instituto con base, principalmente, en los ingresos esperados para la Marca durante los próximos años.

Por valor de mercado entenderemos aquel valor en el que existe un comprador y un vendedor con intenciones de realizar una operación de compra-venta; en el que ambas partes cuentan con la misma información sobre el bien o activo sujeto de intercambio; y, en el que no existe compulsión alguna por llevar a cabo una posible transacción (el "Valor de Mercado").

Introducción

Descripción de la Marca INFONAVIT®

Con base en las conversaciones sostenidas con el Instituto, **entendemos que existen distintos productos que comercializa el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores a través de la Marca INFONAVIT® que son reconocidos en el mercado más allá del símbolo y logotipo bajo el cual son comercializados, sino por las condiciones que ofrecen vs. sus posibles competidores en el mercado.** En este sentido, y con base en la información proporcionada por el Instituto entendemos que los productos que se comercializan bajo dicha Marca son:

Crédito⁺
Infonavit

InfonavitTotal⁺

Cofinavit⁺

Cofinavit⁺
Ingresos Adicionales

Tu 2^o Crédito⁺
ado Infonavit

Di...
¡Quiero⁺
mi
Apoyo
Infonavit!

Mejoravit⁺

Adicionalmente, entendemos que mediante estos productos el Instituto busca satisfacer las necesidades de los acreditados de:

- Adquirir y/o construir una vivienda
- Reparar, ampliar y/o hacer mejoras en su vivienda actual
- Pagar la hipoteca que tenga con otra entidad financiera
- Hacer uso del ahorro en su subcuenta de vivienda

En este sentido, el Instituto nos informó que algunos de los productos antes mencionados cuentan con características que solo el INFONAVIT puede ofrecer en el mercado mexicano. Lo anterior significa que la valuación de la Marca INFONAVIT® considera no solo el símbolo y logotipo, sino también los beneficios adicionales que el Instituto ofrece.

Introducción

Descripción de la Marca INFONAVIT® (cont.)

Como lo mencionamos anteriormente y de acuerdo a lo comentado por el Instituto, los productos que se comercializan bajo la Marca INFONAVIT® cuentan con beneficios únicos en el mercado dentro de los cuales la Compañía identificó los siguientes:

- Beneficio de contar con ahorro a través al descuento vía nómina
- Costo de financiamiento preferencial en el mercado
- Respaldo del gobierno federal
- Reconocimiento en la industria de desarrolladores de vivienda
- Marca con reconocimiento en el mercado

En este sentido, el Instituto nos comentó que los ingresos atribuibles a la Marca consideran ciertos beneficios con los que únicamente cuenta el Instituto en el mercado. Cabe mencionar, que bajo el supuesto hipotético de que fuese posible licenciar la marca "INFONAVIT®" para su uso a terceros, consideramos que no todos los beneficios con los que cuenta el Instituto serían transferibles en una negociación de contrato de regalías. Por lo que nuestra estimación de valor de la Marca "INFONAVIT®" considera los beneficios que pudieran ser transferibles a la par de la Marca.

Introducción

Alcance de Nuestra Colaboración

De acuerdo con lo mencionado anteriormente, nuestro trabajo se enfocó en realizar una estimación de Valor de Mercado de la Marca INFONAVIT®, considerando como cierta y válida la información proporcionada por el Instituto.

En este sentido, aplicamos ciertas metodologías de valuación comúnmente aceptadas en el ámbito financiero, descritas posteriormente (ver, “Metodologías de Valuación”), para estimar el Valor de Mercado de la Marca, así como ciertos supuestos de valuación requeridos para la aplicación de la metodología seleccionada para esta valuación (ambos descritos más adelante).

Nuestro trabajo se realizó en todo momento de acuerdo con las instrucciones proporcionadas por el Instituto, el cual estuvo permanentemente informado del desarrollo y resultados del mismo, de acuerdo con los términos y condiciones establecidos en nuestra carta arreglo aceptada por el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores fechada el 08 de septiembre de 2017 (en lo sucesivo, la “Carta Arreglo”).

Trabajo Realizado

Trabajo Realizado

Actividades Realizadas

Para llevar a cabo la elaboración de este reporte, así como la estimación de Valor de Mercado de la Marca, realizamos las siguientes actividades:

- Entendimiento general de las características de la Marca, enfocándonos en el mercado, objetivo y posicionamiento actual de la misma.
- Análisis de la congruencia de los supuestos de proyección de los ingresos de la Marca con respecto a su información histórica y de mercado.
- Estimación de la Tasa de Regalías, lo cual comprendió los siguientes aspectos:
 - Obtención de porcentajes de regalías de empresas con operaciones similares en la industria en donde opera el Instituto, basados en ventas netas en bases de datos especializadas (Intangible Spring).
- Elaboración de un modelo de valuación que incluyera los supuestos de proyección relacionados con la Marca.
- Aplicación de la metodología Royalty Savings Method (definida y explicada más adelante).
- Estimación a través del enfoque de ingresos del Valor de Mercado de la Marca al 30 de septiembre de 2017.
- Realización de un ejercicio de sensibilidad sobre la Tasa de Descuento, Tasa de Regalías y % atribuible de ingresos para la Marca.
- Estimación del valor presente de los montos históricos invertidos para el posicionamiento de la Marca proporcionados por el Instituto.
- Ejercicio referencial mediante la aplicación de la metodología Costo de Reproducción, (definida y explicada más adelante).
- Elaboración del presente reporte de valuación.

Trabajo Realizado

Información Recibida

Para realizar la Estimación de Valor de Mercado de la Marca, así como para la elaboración de este reporte, recibimos por parte del Instituto la siguiente información:

- Estados financieros históricos auditados de 2014, 2015 y 2016 (archivos electrónicos: EstadosFinancieros2014.pdf, EstadosFinancieros2015.pdf y EstadosFinancieros2016.pdf)
- Historia de las operaciones del Instituto, así como su organigrama (archivo electrónico: Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores.docx)
- Plan de labores del Instituto, así como sus proyecciones financieras (archivos electrónicos: Plan_de_Labores_y_Financiamientos_2017.pdf y Plan_Financiero_2017_2021.pdf)
- Folletos de productos comercializados (archivos electrónicos: Infografía Pesos UMA – 08-2017.pdf y Folleto Soluciones V1.pdf)
- Estados financieros internos al 31 de marzo y al 30 de junio de 2017 (archivos electrónicos: EstadosFinancieros 1S 2017.pdf y EstadosFinancieros 2S 2017.pdf)
- Estados financieros trimestrales internos a partir de 2015 al 30 de septiembre 2017 (archivos electrónicos: 1er T_EEFF – Marzo 2016 p.xlsx, 2do T_EEFF Junio_2016 p.xlsx, 3er T_EEFF Sep_2016.xlsx, 4to T_EEFF Dic_2016 p.xlsx, 1er T_EEFF – Mzo 2017 p.xlsx, 2do T_EEFF – Junio 2017 _p.xlsx y 3er T_EEFF – Septiembre 2017 p.xlsx)
- Información de las marcas comerciales (archivos electrónicos: Marcas.docx, Marcas_vf_23102017)
- Información de montos históricos invertidos en la marca a partir de 2005 (archivo electrónico: 511.xlsx)

Trabajo Realizado

Información Recibida (cont.)

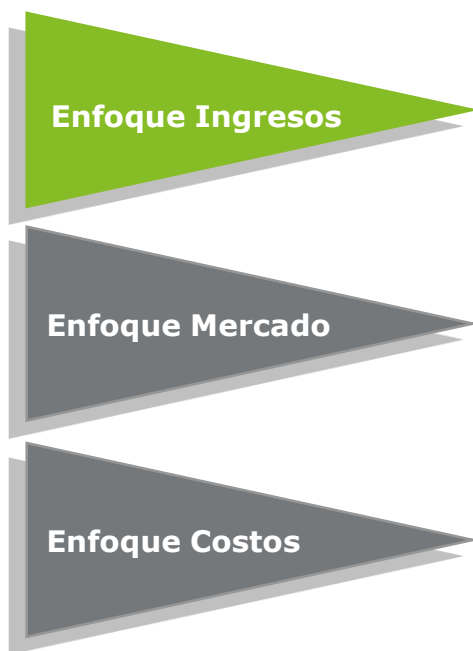
- Estudios de mercado: (archivos electrónicos: CUALITATIVO.pdf, CUANTITATIVO GENERAL.pdf, Imágen y posicionamiento 2012 RFrev Infonavit 2012.pdf, Presentación – Percepción Infonavit 2016_V3.ppt, Reporte final Imagen y Posicionamiento Infonavit 2011 Final histórico.pdf)
- Inversión histórica en campañas publicitarias a partir de 2012 y hasta 2017, y su costo por impacto (archivo electrónico: Historico_InversiónDifusión_SGC.xlsx)
- Resultado de campañas mejoravit y piensa en ti (archivo electrónico: resultado_campaña_desarrolladores.pdf)

Metodologías de Valuación

Metodologías de Valuación

Marco Teórico

Existen tres enfoques comúnmente aceptados para estimar el valor de los activos intangibles:



Basado en el valor presente de los flujos de efectivo futuros (aplicable a todos los activos intangibles).

Basado en múltiplos comparables de transacciones de activos (difícil de obtener información).

Basado en el costo hipotético de reemplazar el activo (no siempre aplicable).

De acuerdo con nuestro entendimiento y con base en el tipo de activo, consideramos que la metodología más adecuada para la estimación de valor de la Marca correspondería al "Royalty Savings Method". Asimismo, realizamos como ejercicio referencial, la estimación de valor de la Marca considerando la metodología de Costo de Reproducción.¹

¹ Ver "Anexo 2: Ejercicio Referencial - Enfoque de Costos, para mayor detalle.

Metodologías de Valuación

Enfoque de Ingresos - Royalty Savings

El Royalty Savings Method ("RSM") es considerado como el método estándar y preferido para valorar nombres y marcas.

El valor de un nombre y/o marca es estimado al capitalizar las regalías ahorradas por la compañía al ser esta la dueña del nombre y/o marca, dado que el propietario del nombre y/o marca tiene un beneficio al poseer dicho activo intangible en lugar de pagar una renta (regalías) por el uso del mismo.

Este método puede aplicarse a la mayoría de los activos intangibles sobre los cuales se pueden encontrar tasas de regalías: Patentes, Tecnología, Derechos de Autor y Franquicias.

La aplicación del RSM comprende básicamente la estimación de una Tasa Apropiada de Regalías, la determinación de una Tasa de Descuento, así como en estimar el ahorro en regalías después de impuestos.

La Tasa de Regalías es el monto al que un licenciador y un concesionario negociarían si los dos hubieran intentado, razonable y voluntariamente, alcanzar un acuerdo sobre el uso del nombre y/o marca.

Tasa de Regalías

Con la finalidad de estimar la Tasa de Regalías es necesario:

- Estimar los ingresos por ser generados, así como los costos ahorrados por parte del dueño del nombre y/o marca.
- Evaluar las ventajas competitivas (incluyendo la existencia de substitutos) del producto asociado con el nombre y/o marca sobre productos similares existentes en el mercado.
- Generalmente la Tasa de Regalías se expresa como un porcentaje de los ingresos, y varían ampliamente, dependiendo de la rentabilidad del producto y de la industria en cuestión.

Metodologías de Valuación

Enfoque de Ingresos - Royalty Savings (cont.)

Tasa de Regalías (cont.)

- El método más aceptado para estimar una Tasa de Regalías es utilizar información sobre contratos de licencias entre partes independientes. A pesar de lo anterior, en la práctica no siempre es sencillo identificar la Tasa de Regalías de una marca, dado que no todas las empresas licencian su nombre a terceros.
- Sin embargo existen estándares, utilizados ante la ausencia de evidencia comparable, para estimar una Tasa de Regalías incluyendo:
 - Tasa Regalías = entre el 20% y 50% de la Utilidad de Operación (como porcentaje de las ventas)¹.
 - Tasa Regalías = 5% (estándar comúnmente aceptado).

% Atribuible a la Marca

Otro aspecto fundamental para aplicar el RSM es la estimación de los ingresos asociados con la marca, los cuales deben de reflejar el ingreso generado por la marca. En la práctica es complicado estimarlos, dado que la marca no es el único factor que influye en la generación de los ingresos de un negocio, por lo que es necesario considerar, al momento de estimar los ingresos base para la valuación de una marca, la penetración y reconocimiento de la marca entre el mercado del negocio.

Vida Útil Remanente

Finalmente, un factor adicional importante en la aplicación del RSM es el periodo de proyección, el cual depende de la Vida Útil Remanente ("VUR") de la marca. Este periodo de proyección es generalmente amplio y, normalmente es común considerar que la VUR es indefinida (perpetuidad), especialmente en el caso de marcas asociadas con productos de consumo generalizado entre la población (alimentos, bebidas, ropa, automóviles, etc.), a diferencia del caso de productos especializados, como pudieran ser químicos, agropecuarios, industriales, etc.

¹ The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis", Robert F. Reilly and Robert P. Schweins, Mc Graw Hill . Capítulo 22 – Transfer Pricing Case Study
© 2017 Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C.

Metodologías de Valuación

Enfoque de Ingresos - Royalty Savings (cont.)

Tasa de Descuento

En general, una Tasa de Descuento representa el riesgo y el rendimiento de una inversión, en este sentido estimamos dicha tasa como el costo del capital accionario del Instituto ("Ke") con base en el Capital Asset Pricing Model ("CAPM") por sus siglas en inglés. Estimamos dicho capital accionario como tasa de descuento considerando no sería sencillo financiar la adquisición de dicho intangible a través de deuda bancaria.

El CAPM es un modelo matemático de uso común utilizado para desarrollar rendimientos esperados para los intereses de capital. En este sentido la fórmula para realizar dicho cálculo es la siguiente:

Ke: Costo de capital, calculado con base en el Capital Asset Pricing Model ($CAPM = r_f + b \times ERP + a$), donde:

r_f = Tasa Libre de Riesgo

b= Beta de mercado

ERP= Prima de riesgo de capital esperada en el mercado

a= Primas adicionales de riesgo (riesgo país, riesgo específico de la compañía, etc.)

Generalmente, en el caso de la valuación de los activos intangibles, es común utilizar una Tasa de Descuento mayor a la que se pudiera estimar para la compañía (i.e. WACC) debido, principalmente, a la naturaleza única de los activos intangibles vs. los otros activos del negocio en cuestión.

Metodologías de Valuación

Enfoque de Costos - Costo de Reproducción

Este método contempla la construcción (o compra) de una réplica similar del activo intangible.

El enfoque del costo puede utilizarse para valorar un activo intangible en función del costo de reproducir o reemplazar el activo en cuestión. Este enfoque usa el concepto de reemplazo como un indicador de valor.

Una premisa subyacente del enfoque del costo es que un inversionista no pagaría más por un activo que el monto por el cual podría reemplazarse la utilidad del activo. El principio de sustitución, que establece que un comprador no pagaría más por un activo que el costo de desarrollar o construir una inversión de igual utilidad.

En este sentido, realizamos un ejercicio en paralelo considerando la metodología de Costo de Reproducción, sin embargo, debido a la falta de información histórica en relación a los montos invertidos para el posicionamiento actual de la Marca, no consideramos los resultados obtenidos mediante esta metodología en nuestra estimación de valor de la Marca. Cabe mencionar que incluimos los resultados de nuestra valuación bajo dicho enfoque para fines referenciales. (Ver "Anexo 2: Ejercicio Referencial - Enfoque de Costos")

Estimación de Valor de Mercado de la Marca – Royalty Savings

Estimación de Valor de Mercado de la Marca-Royalty Savings

Consideraciones Generales

- **Información Histórica** – 31 de marzo de 2015 al 30 de septiembre de 2017
- **Información Proyectada** – 01 de octubre de 2017 al 31 de diciembre de 2021
- **Cantidades** – En Millones de Pesos
- **Enfoque de Ingresos** – Metodología de ahorro por regalías
- **Valor Terminal** – Perpetuidad, considerando un crecimiento de 4.2%¹
- **Tasa de Descuento (Nominal en Pesos)** – 11.5%²
- **Fecha de Estimación del Valor de Mercado de la Marca** – 30 de septiembre de 2017.

¹ Inflación promedio estimada para México (2017-2021). Fuente: The Economist Intelligence Unit, Country Forecast, México, Septiembre 2017

² Ver "Tasa de Descuento", para mayor detalle.

Estimación de Valor de Mercado de la Marca-Royalty Savings

Tasa de Regalías

Para determinar la Tasa de Regalías aplicable a INFONAVIT, consultamos la base de datos Intangible Spring (base que analiza y documenta transacciones de mercado para licencias de marcas o patentes en empresas del sector público) con el fin de obtener información de acuerdos celebrados entre empresas dedicadas a la actividad de financiamiento en general, así como al financiamiento en el sector inmobiliario.

Después de analizar los acuerdos o contratos, consideramos aquéllos que cumplieran con los siguientes criterios:

- Que pertenecieran al sector de financiamiento.
- Que pertenecieran al sector inmobiliario enfocado a servicios financieros.
- Que tuvieran una fecha efectiva a partir del año 2006.
- Que incluyeran porcentaje de regalías basado en ventas netas.

Estimación de Valor de Mercado de la Marca-Royalty Savings

Tasa de Regalías (cont.)

De acuerdo con lo anterior, a continuación mostramos la muestra obtenida de Regalías en la industria de financiamiento en general, así como al financiamiento en el sector inmobiliario:

#	Empresas involucradas	Objeto de la Regalía	Tasa de Regalía (Rango)		Fecha Contrato	Base del Contrato	Industria	Tipo de Propiedad Intelectual	
1	Lendio Franchising, LLC (United States) / N/A	Business that offers loans and other short-term and long-term financial products and related services to owners of small businesses.	30.0%	45.0%	Dec 30, 2016	Net Sales	Business Services; Financial	Franchise; Trademark	Operate; Own; Use
2	Renovation Realty Franchising, Inc. (United States) / N/A	Real estate brokerage office that specializes in obtaining listing agreements to sell residential homes.	6.0%	6.0%	Oct 02, 2012	Net Sales	Real Estate; Financial	Franchise; Trademark	Establish; Operate; Use
3	Infinium Realty Group, Inc. (United States) / N/A	Real estate sales office that offers a variety of real estate services to the general public	6.0%	6.0%	Apr 20, 2011	Net Sales	Real Estate; Financial	Franchise; Trade Name; Trademark	Operate; Use
4	Flat Rate Realty.com, Inc. (United States) / N/A	Business that offers a variety of real estate transaction services to purchase, sell, exchange and lease real estate.	5.0%	6.0%	Jun 26, 2007	Net Sales	Real Estate; Financial	Franchise; Trade Name; Trademark	Establish; Operate; Use
5	Umpqua Bank; Umpqua Holdings Corp. (United States) / Nova Information Systems, Inc. (United States)	Financial transaction devices to obtain credit or debiting consumer accounts to merchants.	10.0%	10.0%	Dec 21, 2004	Net Sales	Financial	Service	Distribute; Use
6	GPB Debt Holdings II LLC (United States) / Guided Therapeutics, Inc. (United States)	Financial services related to the debt management.	3.5%	3.5%	Feb 12, 2016	Net Sales	Financial; Business Services	Consulting; Service	Provide
7	Family Financial Centers, LLC (United States) / N/A	Business that offers a wide range of financial products and services which may include check cashing, money orders, wire transfers, electronic bill payment, fax and copier services, tax	5.0%	5.0%	Mar 10, 2015	Net Sales	Financial; Business Services	Franchise; Logo; Service Mark;	Operate; Sell; Use
8	Compound Profit, Corp. (United States) / N/A	Business that consults services and promotes financial products and services.	8.0%	8.0%	Jan 01, 2012	Net Sales	Financial; Consumer Services	Franchise	Promote; Use
9	Family Financial Centers, LLC (United States) / N/A	Business that offers financial products and services, including check cashing, money orders, wire transfers, electronic bill payment, fax and copier services, tax preparation services, and	5.0%	5.0%	Jan 01, 2012	Net Sales	Financial; Business Services	Franchise; Trademark	Operate; Use
Mínima			3.5%	3.5%					
Cuartil 1			5.3%	6.0%					
Mediana			6.0%	6.0%					
Promedio			6.4%	6.6%					
Cuartil 3			7.5%	7.5%					
Máxima			10.0%	10.0%					
Selección			6.0%	6.0%					

Notas:

Fuente: Base de Datos especializada en Tasas de Regalías "Intangible Spring" (www.intangiblespring.com),

No considerado

Estimación de Valor de Mercado de la Marca-Royalty Savings

Tasa de Regalías (cont.)

Debido a que el Instituto no cuenta con una tasa referencial de regalías, consideramos una Tasa de Regalías de 6.0% con base en la lista de regalías previamente mencionada. Así mismo, cabe mencionar que con base en lo comentado por el Instituto, el INFONAVIT cuenta con exclusividad en el mercado de ciertos beneficios para el pago de los créditos, como lo es el descuento vía nómina, entre otros. En este sentido, consideramos que existe una baja probabilidad que un competidor pueda comercializar productos similares, por lo cual seleccionamos la mediana del rango bajo de la muestra.

% Atribuible a la Marca

De acuerdo a nuestras conversaciones con el Instituto entendemos que el INFONAVIT cuenta con diversos estudios de mercado y encuestas que indican la existencia de varios factores por los cuales su estructura los hace únicos en el mercado, entre los cuales identificaron:

- Beneficio de contar con ahorro de los trabajadores, debido al descuento vía nómina.
- Costo de financiamiento preferencial en comparación con el mercado de créditos hipotecarios en México.
- Respaldo por parte del Gobierno Federal.

En este sentido, y con base en conversaciones sostenidas con la administración del Instituto, entendemos que los ingresos actuales, así como los futuros no se deben exclusivamente al posicionamiento de la Marca en el mercado, ya que el INFONAVIT cuenta con ciertos beneficios únicos en el mercado. En este sentido, consideramos un porcentaje de ingreso atribuible de 25.0% ya que al ser un porcentaje bajo, este refleja la participación de diversos factores en la generación de ingresos además del reconocimiento de la Marca. Adicionalmente, llevamos a cabo algunos escenarios de sensibilidad para la estimación de valor de mercado de la Marca modificando dicho porcentaje de ingreso atribuible (Ver "Anexo 1: Análisis de Sensibilidad (Royalty Savings)").

Estimación de Valor de Mercado de la Marca-Royalty Savings

Tasa de Descuento

Estimamos como Tasa de Descuento el Costo de Capital considerando las siguientes variables:

Tasa Descuento (Infonavit)		
Beta Desapalancada	0.30	Compañías Comparables Fuente: S&P Capital IQ
Razón Deuda a Capital Accionario	177.0%	Compañías Comparables Fuente: S&P Capital IQ
Tasa de impuestos	30.0%	Fuente: Ley del Impuesto sobre la Renta de México
Beta Re-Apalancada	0.67	
Tasa Libre de Riesgo	2.6%	Tasa Libre de Riesgo a 20 años. Fuente: S&P Capital IQ
Prima Riesgo Capital Accionario	6.0%	Fuente: Duff and Phelps 2017 Valuation Handbook, Deloitte adjusted.
Beta Apalancada	0.67	
Costo de Capital Accionario de Industria	6.7%	
<i>Factores de Riesgo No Sistémico</i>		
Riesgo País	1.7%	Riesgo país de México. Fuente: EMBI+ JP Morgan
Prima por Tamaño	0.6%	Prima por Tamaño (2nd Decile) y Low-Cap. Fuente: Duff and Phelps 2017 Valuation Handbook.
Costo de Capital Accionario (Nominal USD)	9.0%	
Inflación Estados Unidos	1.8%	Inflación estimada promedio de EUA (2017-2021). Fuente: Economist Intelligence Unit, Country Report
Costo de Capital Accionario (Real)	7.0%	$Ke [real] = (1+Ke[nominal]) / (1+inflación) - 1$
Inflación México	4.2%	Inflación estimada promedio de México (2017-2021). Fuente: Economist Intelligence Unit, Country Report
Costo de Capital Accionario (Nominal MXN)	11.52%	$Ke [nominal] = (1+Ke[real]) * (1+inflación) - 1$
Costo de Capital Accionario (Redondeado)	11.50%	

Estimación de Valor de Mercado de la Marca-Royalty Savings

Ahorros Estimados – (Royalty Savings)

La siguiente tabla muestra el detalle del cálculo de los ahorros por regalías de la Marca "INFONAVIT®": aplicando una Tasa de Regalías de 6.0% y considerando un porcentaje de ingresos atribuido al uso de la marca de 25.0%:

Valor Razonable de la Marca - INFONAVIT	2015	2016	Ene-Sep 2017	Oct-Dic 2017e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor Terminal
Ingresos por Intereses	116,722	128,582	99,708	29,655	129,363	140,591	154,440	169,406	185,639	193,473
<i>Δ% Crecimiento</i>		10.2%			0.6%	8.7%	9.9%	9.7%	9.6%	4.2%
Gastos por Intereses	53,649	60,005	43,884	10,319	54,203	57,212	62,007	67,015	72,264	75,314
<i>% Ingresos</i>	46.0%	46.7%	44.0%	34.8%	41.9%	40.7%	40.1%	39.6%	38.9%	38.9%
Margen Financiero	63,073	68,577	55,824	19,336	75,160	83,379	92,433	102,391	113,375	118,159
% Margen Financiero	54.0%	53.3%	56.0%	65.2%	58.1%	59.3%	59.9%	60.4%	61.1%	61.1%
Porcentaje Atribuible a la Marca	25.0%			25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Ingreso Atribuible a la Marca				7,414	32,341	35,148	38,610	42,352	46,410	48,368
<i>Tasa de Regalías</i>	6.0%			6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Ingresos por Ahorro de Regalías				445	1,940	2,109	2,317	2,541	2,785	2,902
<i>Δ% Crecimiento</i>						8.7%	9.9%	9.7%	9.6%	4.2%
Gastos por Publicidad	0.2%			1	4	5	5	6	6	6
Ingresos por Ahorro de Regalías, neto				446	1,945	2,113	2,322	2,547	2,791	2,908
Impuesto sobre la Renta	30.0%			134	583	634	696	764	837	873
Ahorro por Regalías Post-Impuestos				312	1,361	1,479	1,625	1,783	1,953	2,036

Cifras en millones de pesos nominales

Cabe mencionar que los gastos de publicidad corresponden a los gastos mínimos que debería incurrir el Instituto para mantener el reconocimiento de la Marca. Dichos gastos los estimamos considerando la proporción de gastos por dicho concepto con relación a los ingresos, la cual proviene del análisis de costos históricos descrito más adelante (Ver Anexo 2).

Resumen de Estimación de Valor de la Marca

Resumen de Estimación de Valor de la Marca

Resultados

Royalty Savings

La siguiente tabla muestra nuestra estimación del descuento de los ahorros por regalías de la Marca "INFONAVIT®":

Valor Razonable de la Marca - INFONAVIT	
Tasa Descuento	11.5%
Crecimiento del Valor Terminal	4.2%
Flujos Descontados	3,920
Valor Terminal	16,675
Valor Presente de los Flujos	20,595
Años de Amortización	7
Tasa de Impuestos	30.0%
Beneficio por Amortización	5,581
Valor Razonable Redondeado	26,000

Cifras en millones de pesos nominales

Como mencionamos anteriormente, el valor mostrado se estima bajo el supuesto hipotético de que fuese posible licenciar para su uso a terceros la marca "INFONAVIT®", es decir, el beneficio generado por los ahorros con el que cuenta el Instituto al no tener que pagar regalías por el uso de la Marca a un tercero.

Resumen de Estimación de Valor de la Marca

Conclusiones

Royalty Savings (cont.)

Nuestro análisis estuvo basado, principalmente, en la información histórica y proyectada disponible, considerando los supuestos de proyección proporcionados por el Instituto.

Es importante mencionar que la estimación del Valor de Mercado de la Marca estará determinada en buena medida por el cumplimiento de las proyecciones utilizadas para el análisis (crecimientos de ingresos, tasa de regalías, vida útil remanente, etc.)

En este sentido, debido a la naturaleza de la información analizada y por el carácter incierto que tiene cualquier información basada en expectativas futuras, pueden existir diferencias entre los resultados reales y los proyectados, las cuales pudieran ser significativas.

De acuerdo con los resultados antes mostrados, creemos que el Valor de Mercado de "INFONAVIT®", considerando la metodología de Royalty Savings Method pudiera oscilar en un valor cercano a **\$26,000 millones de pesos**. Cabe mencionar, que nuestra estimación de valor de la Marca INFONAVIT® parte del supuesto mencionado por el Instituto que los ingresos atribuibles a la Marca consideran no solo el símbolo y logotipo, sino también los beneficios que solo el Instituto ofrece en el mercado, derivado de su situación única en el mercado al no tener ningún comparable similar, por lo que nuestra estimación de valor refleja dicho supuesto.

Anexo 1: Análisis de Sensibilidad

Análisis de Sensibilidad

Royalty Savings

Adicionalmente llevamos a cabo un análisis de sensibilidad sobre la estimación de Valor de Mercado de la Marca mediante la metodología de Royalty Savings, considerando una variación de 0.5% en la Tasa de Regalías. A su vez, realizamos un análisis de sensibilidad para la Tasa de Descuento utilizando una variación de 0.5%, así como una variación de 5.0% en el análisis de sensibilidad del % atribuible al uso de la Marca

Análisis de Sensibilidad						
Tasa de Regalías						
Tasa de Descuento	26,000	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
	10.5%	26,000	28,000	31,000	34,000	36,000
	11.0%	24,000	26,000	28,000	31,000	33,000
	11.5%	22,000	24,000	26,000	28,000	31,000
	12.0%	20,000	22,000	24,000	26,000	28,000
	12.5%	19,000	21,000	22,000	24,000	26,000

Análisis de Sensibilidad						
Tasa de Regalías						
% Atribuible a la Marca	26,000	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
	20.0%	17,000	19,000	21,000	23,000	24,000
	25.0%	22,000	24,000	26,000	28,000	31,000
	30.0%	26,000	29,000	31,000	34,000	37,000

Cifras en millones de pesos nominales

Anexo 2: Ejercicio Referencial – Enfoque de Costos

Ejercicio Referencial - Enfoque de Costos

Consideraciones Generales

Costo de Reproducción

Para determinar el monto que un inversionista estaría dispuesto a pagar por reproducir o reemplazar la Marca "INFONAVIT®", solicitamos que el Instituto nos proporcionara los montos históricos invertidos para el posicionamiento actual de la misma en el mercado.

En este sentido, el Instituto nos proporcionó información histórica de la inversión destinada para el posicionamiento de la Marca a partir de 2005. Derivado de lo anterior, consideramos los montos históricos proporcionados por el INFONAVIT a partir de 2005 y hasta el 30 de septiembre de 2017, ajustando dichos montos por la inflación acumulada correspondiente para traerlos a valor presente como lo mostramos a continuación:

Montos Históricos Invertidos

Montos Historicos Invertidos (A)													
Meses	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ene	0.00	-	2.46	0.91	0.00	0.16	1.51	24.59	2.30	0.21	1.21	4.14	0.00
feb	0.01	0.90	4.74	7.72	2.74	0.30	6.81	4.06	0.13	39.92	4.98	8.83	12.34
mar	0.32	9.29	5.93	(1.25)	58.71	6.16	19.63	1.84	0.03	12.12	5.22	0.99	17.82
abr	27.14	(2.21)	15.74	15.57	19.42	4.20	5.68	1.84	1.15	5.53	15.43	1.73	1.78
may	0.39	18.89	3.44	1.27	3.18	5.54	23.28	9.33	2.67	6.64	7.72	13.62	15.78
jun	21.47	7.18	0.03	13.04	0.51	19.68	14.40	26.78	3.15	41.69	18.82	12.07	23.76
jul	2.11	1.38	4.75	6.02	1.08	18.68	48.27	24.94	19.56	1.03	25.12	22.04	49.00
ago	3.19	6.98	0.16	15.30	23.05	25.23	33.13	16.59	29.88	29.16	0.13	7.14	55.73
sep	7.19	26.67	10.20	13.11	49.59	4.31	14.86	5.37	22.35	30.07	28.38	16.10	31.75
oct	7.29	3.21	1.98	18.44	18.50	0.22	2.02	11.60	31.25	3.10	10.81	39.08	32.65
nov	0.00	5.47	12.11	6.40	22.13	0.67	61.76	54.60	29.33	0.68	20.03	11.49	-
dic	13.22	23.10	7.99	7.85	20.75	7.28	28.00	173.09	19.47	130.19	120.63	123.74	-
Total	82.31	100.85	69.54	104.39	219.67	92.43	259.37	354.62	161.26	300.36	258.46	260.96	207.95
													Total
													2,472.17

Ejercicio Referencial - Enfoque de Costos

Consideraciones Generales

Costo de Reproducción (cont.)

Factor de Actualización¹

Factor de Actualización (B)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Meses														
ene		1.648	1.586	1.525	1.470	1.384	1.324	1.276	1.227	1.188	1.137	1.103	1.075	1.027
feb		1.643	1.583	1.521	1.466	1.380	1.317	1.271	1.224	1.182	1.134	1.101	1.070	1.021
mar		1.635	1.581	1.517	1.456	1.373	1.308	1.269	1.223	1.173	1.131	1.097	1.069	1.014
abr		1.629	1.579	1.518	1.452	1.368	1.312	1.269	1.227	1.173	1.133	1.099	1.072	1.013
may		1.633	1.586	1.526	1.454	1.372	1.320	1.279	1.231	1.177	1.137	1.105	1.077	1.014
jun		1.635	1.585	1.524	1.448	1.369	1.320	1.279	1.225	1.177	1.135	1.103	1.076	1.012
jul		1.629	1.580	1.517	1.440	1.366	1.318	1.272	1.219	1.178	1.132	1.101	1.073	1.008
ago		1.627	1.572	1.511	1.432	1.362	1.314	1.270	1.215	1.174	1.128	1.099	1.070	1.003
sep		1.620	1.557	1.500	1.422	1.355	1.307	1.267	1.210	1.170	1.123	1.095	1.063	1.000
oct		1.616	1.550	1.494	1.412	1.351	1.299	1.259	1.204	1.164	1.116	1.089	1.057	
nov		1.605	1.542	1.483	1.396	1.344	1.289	1.245	1.195	1.154	1.108	1.084	1.049	
dic		1.595	1.533	1.477	1.387	1.339	1.282	1.235	1.193	1.147	1.102	1.079	1.044	

Montos Invertidos Actualizados

Montos Invertidos Actualizados (A * B)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Meses														
ene		0.00	-	3.76	1.34	0.01	0.22	1.93	30.16	2.73	0.24	1.34	4.45	0.00
feb		0.01	1.42	7.21	11.32	3.79	0.39	8.66	4.97	0.15	45.28	5.48	9.45	12.59
mar		0.52	14.69	8.99	(1.82)	80.58	8.05	24.92	2.26	0.03	13.70	5.73	1.06	18.07
abr		44.22	(3.50)	23.89	22.61	26.56	5.50	7.21	2.26	1.34	6.27	16.96	1.85	1.80
may		0.63	29.96	5.25	1.85	4.36	7.31	29.76	11.48	3.14	7.55	8.53	14.66	16.01
jun		35.10	11.37	0.05	18.88	0.70	25.99	18.41	32.81	3.71	47.31	20.76	12.99	24.04
jul		3.43	2.19	7.21	8.67	1.48	24.62	61.43	30.39	23.04	1.17	27.66	23.65	49.40
ago		5.18	10.98	0.24	21.91	31.40	33.15	42.10	20.16	35.09	32.89	0.14	7.64	55.90
sep		11.64	41.51	15.29	18.64	67.22	5.64	18.84	6.50	26.14	33.76	31.08	17.12	31.75
oct		11.79	4.97	2.96	26.05	25.00	0.29	2.55	13.96	36.39	3.46	11.78	41.31	-
nov		0.00	8.43	17.96	8.94	29.75	0.86	76.92	65.27	33.84	0.76	21.70	12.05	-
dic		21.08	35.41	11.81	10.89	27.78	9.34	34.58	206.44	22.33	143.49	130.17	129.19	-
Total		133.61	157.42	104.63	149.26	298.63	121.36	327.29	426.65	187.94	335.87	281.32	275.42	209.57
														Total
														3,008.99

¹ Factor de Actualización Estimado con información de Banxico al 30 de septiembre de 2017. Fuente:

<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=8&accion=consultarCuadroAnalitico&idCuadro=CA55&locale=es>

Ejercicio Referencial - Enfoque de Costos

Resultados y Conclusiones

Costo de Reproducción

La siguiente tabla muestra nuestra estimación del valor de la Marca "INFONAVIT®" mediante la metodología de Costo de Reproducción para fines referenciales:

Valor Razonable de la Marca - INFONAVIT	Sep. 2017
Inversiones en Orientación y Difusión de la Marca	3,009
Costos Totales	3,009
Valor Razonable de Reemplazo	3,009

Cifras en millones de pesos nominales

Cabe mencionar que a pesar de que el Instituto fue creado en el año 1972, el INFONAVIT nos informó que debido a distintas razones como el cambio de gobierno, así como a temas administrativos en relación a la clasificación de la cuenta en la cual se realizan las aportaciones para la orientación y difusión de la Marca. El Instituto, únicamente contaba con la información histórica a partir del año 2005 y hasta el 30 de septiembre de 2017 sobre los montos invertidos para el posicionamiento de la Marca. En este sentido, no consideramos que la estimación de valor mediante la metodología de costo de reproducción refleje correctamente el valor de la Marca desde su creación, por lo que incluimos dicha estimación en nuestro reporte como un referencial del valor de la Marca INFONAVIT® a partir de 2005 y al 30 de septiembre de 2017. En este sentido, el valor obtenido mediante la metodología del enfoque de costos solo refleja el valor de 12 años (a partir de la información histórica de 2005 con la que contaba el Instituto). Cabe mencionar, que considerando que los niveles de aportaciones para la orientación y difusión de la Marca fueran similares desde la fecha de creación del Instituto (1972), el valor de la Marca bajo el enfoque de costo sería de 11,284 millones de pesos a la Fecha de Valuación. Consideramos que para fines referenciales, dicho supuesto reflejaría el valor de los 45 años de existencia de la Marca.

Anexo 3: Limitaciones de Nuestra Colaboración

Limitaciones de Nuestra Colaboración

Es importante destacar que toda la información en la que se basó el presente análisis, incluyendo la información proyectada, la determinación de los criterios y premisas sobre los que están basados, así como el detalle de la información pertinente que pudiera afectar a la ejecución de dichos supuestos, es responsabilidad del Instituto. Nuestro trabajo estuvo basado en dicha información y premisas, las cuales, no fueron objeto de una revisión por nuestra parte tendiente a expresar una opinión de las mismas, por lo que la consideramos como cierta.

Asimismo, queremos destacar que, dado el carácter incierto que tiene cualquier información basada en expectativas futuras, normalmente se producirán diferencias entre los resultados proyectados y los reales, mismos que podrían ser significativos. Por todo esto, no podremos asumir responsabilidad alguna en cuanto a dichas diferencias ni por la necesaria actualización de las proyecciones que habría de realizarse como consecuencia de aquellos hechos y circunstancias que se produzcan después de la finalización de este trabajo.

Adicionalmente, el Valor de Mercado obtenido, no podrá ser incorporado bajo ningún contexto en los estados financieros del Instituto, ni podrá servir como soporte a los mismos ni como documentación de soporte para entidades regulatorias o de cualquier otro tipo incluyendo la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y/o la Securities and Exchange Commission (SEC), ni para ningún otro fin más que el expresado en nuestra Carta Arreglo.

Limitaciones de Nuestra Colaboración

Como lo hemos mencionado anteriormente, los resultados y conclusiones presentados en este reporte, son únicamente referenciales, por lo que GYRU no asume ninguna responsabilidad sobre las decisiones que en su caso pudiera tomar el Instituto con relación a los resultados y/o conclusiones. En este sentido, nuestro trabajo no implica, ni deberá entenderse como, un compromiso y/o recomendación de nuestra parte para que el Instituto lleve a cabo alguna transacción, búsqueda de financiamiento o cualquier otro tipo de operación bajo dichos valores o parámetros.

Por otro lado, y dado su carácter referencial y confidencial, este reporte no podrá ser distribuido a terceras personas sin el consentimiento previo y por escrito de GYRU.

Deloitte se refiere a Deloitte Touche Tohmatsu Limited, sociedad privada de responsabilidad limitada en el Reino Unido, y a su red de firmas miembro, cada una de ellas como una entidad legal única e independiente. Al ser una sociedad privada, ni Deloitte Touche Tohmatsu Limited ni ninguna de sus firmas miembro tienen responsabilidad sobre las acciones u omisiones de las demás. Cada firma miembro es una entidad legal separada e independiente operando con los nombres "Deloitte", "Deloitte & Touche", "Deloitte Touche Tohmatsu", o cualquier otro nombre relacionado. Los servicios son proporcionados por cada firma miembro, o por sus subsidiarias o afiliadas, y no por la asociación Deloitte Touche Tohmatsu.

Finalmente, este reporte y nuestra colaboración están sujetos a los términos y condiciones establecidos con ustedes en nuestra Carta Arreglo.

Deloitte se refiere a Deloitte Touche Tohmatsu Limited, sociedad privada de responsabilidad limitada en el Reino Unido, y a su red de firmas miembro, cada una de ellas como una entidad legal única e independiente. Conozca en www.deloitte.com/mx/conozcanos la descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu Limited y sus firmas miembro.

Deloitte presta servicios profesionales de auditoría, impuestos y servicios legales, consultoría y asesoría, a clientes públicos y privados de diversas industrias. Con una red global de firmas miembro en más de 150 países, Deloitte brinda capacidades de clase mundial y servicio de alta calidad a sus clientes, aportando la experiencia necesaria para hacer frente a los retos más complejos de negocios. Los más de 244,400 profesionales de Deloitte están comprometidos a lograr impactos significativos.

Tal y como se usa en este documento, “Deloitte” significa Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C., la cual tiene el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limita sus negocios a, la prestación de servicios de auditoría, consultoría fiscal, asesoría y otros servicios profesionales en México, bajo el nombre de “Deloitte”.

Esta publicación sólo contiene información general y ni Deloitte Touche Tohmatsu Limited, ni sus firmas miembro, ni ninguna de sus respectivas afiliadas (en conjunto la “Red Deloitte”), presta asesoría o servicios por medio de esta publicación. Antes de tomar cualquier decisión o medida que pueda afectar sus finanzas o negocio, debe consultar a un asesor profesional calificado. Ninguna entidad de la Red Deloitte, será responsable de pérdidas que pudiera sufrir cualquier persona o entidad que consulte esta publicación.

© 2017 Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C.

© 2017 Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C.