

## TELRA Realty, S.A.P.I. de C.V.

Reporte de la Estimación del Rango de Valor de Mercado de los programas de movilidad hipotecaria y de regularización de cartera que conforman la solución integral al 31 de diciembre de 2016.

Abril 2017



Antecedentes y Alcance de Nuestra Colaboración	3
Metodología de Valuación	6
Trabajo Realizado e Información Recibida	8
Estimación del Valor de Mercado de los Programas	11
• Supuestos Generales de Proyección	12
• Enfoque de Ingresos	14
Resumen de Valuación y Conclusiones	18
Anexo 1: Tasa de Descuento	20
Anexo 2: Estados Financieros Proyectados	23
Anexo 3: Limitaciones de Alcance	26

**CONFIDENCIAL**

# Antecedentes y Alcance de Nuestra Colaboración

# Antecedentes y Alcance de Nuestra Colaboración

## Antecedentes

**CONFIDENCIAL**

TELRA, S.A.P.I. de C.V. (en lo sucesivo, "TELRA" o la "Compañía", indistintamente) es una empresa especializada en la gestión y administración de hipotecas y movilidad residencial.

Asimismo, TELRA ha solicitado realizar una estimación del rango de valor de mercado de los programas de movilidad hipotecaria y de regularización de cartera que conforman la Solución Integral del INFONAVIT (en lo sucesivo, los "Programas").

En este sentido, la división de Asesoría Financiera de Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C. (en lo sucesivo, "GYRU") llevó a cabo dicha estimación al 31 de diciembre de 2016 (en lo sucesivo, la "Fecha de Valuación"), tomando como elemento principal para la estimación, las proyecciones financieras preparadas por la administración de TELRA, las cuales a decir de TELRA, fueron revisadas y validadas por el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores.

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 transacción (en lo sucesivo, el "Valor de Mercado").

De acuerdo con lo mencionado anteriormente, nuestro trabajo se enfocó en realizar una estimación del rango de Valor de Mercado de los Programas.

# Antecedentes y Alcance de Nuestra Colaboración

## Alcance de Nuestra Colaboración

**CONFIDENCIAL**

En este sentido, aplicamos una metodología de valuación comúnmente aceptada en el ámbito financiero, descrita posteriormente (favor de referirse a las secciones de Metodología de Valuación y Trabajo Realizado), para estimar el rango de Valor de Mercado de los Programas.

Es importante mencionar que nuestro trabajo se realizó en todo momento de acuerdo con los términos y condiciones establecidos en nuestra Carta Arreglo aceptada por la Compañía el 24 de marzo de 2017.

**CONFIDENCIAL**

# Metodología de Valuación

# Metodologías de Valuación

## Metodología Utilizada

**CONFIDENCIAL**

No existe un método único para estimar el Valor de Mercado de un negocio y/o proyecto, sin embargo existen metodologías comúnmente utilizadas para dicho fin, las cuales se mencionan a continuación:

- **Flujos de Caja Descontados ("FCD"):** Esta metodología toma en cuenta los flujos de caja de la empresa, descontándolos a una tasa denominada costo de capital ponderado ("CCPP" o "WACC"). En este caso, nuestro trabajo se basó, fundamentalmente, en las proyecciones y en la información histórica de la Compañía.
- **Ventajas:** Proporciona parámetros de valor significativamente sólidos al involucrar todos los aspectos del negocio y permite obtener rangos de valor para diversos escenarios de la empresa y considerar los riesgos inherentes del negocio.
- **Desventajas:** Futuro Impredecible y diferencias de percepción entre el rango de valor obtenido y el valor de mercado.

Con base en lo establecido en la Carta Arreglo, para efectos de estimar el rango de Valor de Mercado de los Programas de TELRA al 31 de diciembre de 2016 aplicamos la metodología de Flujos de Caja Descontados.

**CONFIDENCIAL**

# Trabajo Realizado e Información Recibida

### ***Enfoque de Ingresos – Flujos de Caja Descontados***

El Enfoque de Ingresos contempla un método de valuación de carácter dinámico el cual considera el valor de un negocio, en función de su capacidad para generar recursos financieros en el futuro. En la determinación de los flujos de efectivo se consideran los principales componentes de ingresos, así como los costos, gastos e inversiones de capital que se consideren necesarias para cumplir con el calendario de ventas.

Para la estimación del rango de Valor de Mercado de los Programas de TELRA, consideramos la metodología de Flujos de Caja Descontados, llevando a cabo las siguientes actividades:

- Entendimiento general del modelo de operación de negocio de TELRA, incluyendo aspectos tales como: productos, competencia, mercado en que opera, naturaleza de gastos, etc.
- Análisis general de la información operativa y financiera histórica (estimaciones internas) de la Compañía disponible.
- Entendimiento general de los factores tanto internos como externos que impulsan el crecimiento de los principales rubros de los estados financieros (estado de resultados y de balance general) correspondientes a TELRA.

# Trabajo Realizado e Información Recibida

## Actividades Desarrolladas (cont.)

**CONFIDENCIAL**

- Reuniones con la Compañía para discutir la razonabilidad de los supuestos de crecimiento en ingresos y gastos para el periodo proyectado equivalentes a 5 años de operación.
- Diseño y construcción de un modelo de valuación de acuerdo con la estructura y características específicas de la operación de TELRA, mediante el cual estimamos los estados financieros proyectados (estado de resultados y balance general) de la Compañía, tomando como base los supuestos definidos en los puntos anteriores.
- Estimación de los flujos de efectivo futuros a los que pudiera llegar la Compañía con base en las proyecciones financieras, considerando las expectativas futuras a la Fecha de Valuación.
- Determinación de una tasa de descuento en términos nominales mediante la aplicación de la metodología del Costo de Capital Promedio Ponderado para la Compañía. En dicha determinación consideramos la información relevante de las siguientes variables: Prima de Riesgo de Capital Accionario (ERP, por sus siglas en inglés), Beta aplicable, riesgo país, tasa libre de riesgo, apalancamiento, factores de riesgo aplicables (riesgo por industria, tamaño, etc.), costo de la deuda, etc.
- Estimación del Valor de Mercado de los Programas de TELRA bajo el método de Flujos de Caja Descontados a la Fecha de Valuación, tomando como base la información mencionada anteriormente.
- Elaboración de diversos análisis de sensibilidad a manera de analizar el impacto de cada uno de los principales supuestos de proyección en los flujos de efectivo futuros estimados, considerando las variables definidas en conjunto con la Compañía.

**CONFIDENCIAL**

# **Valor de Mercado de los Programas de TELRA**

**CONFIDENCIAL**

# Supuestos Generales de Proyección

- **Información Histórica** – Equivalente a 4 años de gastos pre-operativos
- **Información Proyectada** – Equivalente a 5 años de proyección de ingresos y gastos
- **Cifras** – En pesos mexicanos nominales
- **Enfoque de Ingresos** – Flujos de Caja Descontados de los siguientes 5 años (60 meses)
- **Rango de Tasa de Descuento (Nominal en MXN)** – 13.7% - 15.7%
- **Fecha de Estimación del Valor de Mercado de los Proyectos de TELRA** – 31 de diciembre de 2016

**CONFIDENCIAL**

# Enfoque de Ingresos

# Enfoque de Ingresos

## Supuestos Principales

**CONFIDENCIAL**

TELRA - Supuestos Principales																				
Concepto		Descripción																		
Precio Promedio de la Vivienda	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	<p>Los precios promedio de la vivienda por producto proporcionados por la Compañía en el primer año de proyección son los siguientes (MXN):</p> <table> <tbody> <tr> <td>ROA 2X1</td> <td>→</td> <td>\$ 360,000</td> <td>ROA Irr.</td> <td>→</td> <td>\$ 240,000</td> </tr> <tr> <td>ROA 1X1</td> <td>→</td> <td>\$ 240,000</td> <td>IMSS</td> <td>→</td> <td>\$ 458,700</td> </tr> <tr> <td>REA a ROA</td> <td>→</td> <td>\$ 26,578</td> <td>MAI</td> <td>→</td> <td>\$ 265,978</td> </tr> </tbody> </table> <p>Posteriormente actualizamos anualmente el precio promedio de la vivienda por inflación a una tasa del 3.76%, con el fin de reflejar la estabilidad del precio de la vivienda a través del tiempo.</p>	ROA 2X1	→	\$ 360,000	ROA Irr.	→	\$ 240,000	ROA 1X1	→	\$ 240,000	IMSS	→	\$ 458,700	REA a ROA	→	\$ 26,578	MAI	→	\$ 265,978
ROA 2X1	→	\$ 360,000	ROA Irr.	→	\$ 240,000															
ROA 1X1	→	\$ 240,000	IMSS	→	\$ 458,700															
REA a ROA	→	\$ 26,578	MAI	→	\$ 265,978															
Costo de Ventas		<p>Dentro del Costo de Ventas consideramos las Comisiones del área comercial. Lo anterior fue realizado con la finalidad de seguir la metodología y estructura contable generalmente aceptada. Para el cálculo de las comisiones del área comercial consideramos el 1.2% de comisión sobre el valor potencial de la cartera para todos los programas, con base en los lineamientos de la Compañía.</p>																		
Inversiones en Activo Fijo ("Capex")		<p>La inversión en CAPEX incluye principalmente Hardware y Telecomunicaciones, Licencias de Software y Desarrollo del Aplicativo.</p> <p>TELRA estimó las siguientes inversiones anuales en millones de pesos (MXN):</p> <table> <tbody> <tr> <td>Proyectado 1</td> <td>→</td> <td>\$100.8</td> <td>Proyectado 4</td> <td>→</td> <td>\$41.7</td> </tr> <tr> <td>Proyectado 2</td> <td>→</td> <td>\$130.4</td> <td>Proyectado 5</td> <td>→</td> <td>\$52.7</td> </tr> <tr> <td>Proyectado 3</td> <td>→</td> <td>\$178.8</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>Dicha inversión representa en promedio como porcentaje sobre ventas del 2.1% durante el periodo de proyección. TELRA únicamente nos proporcionó el monto de inversión en activos fijos referente a 3 años de proyección. Con la finalidad de mantener el mismo nivel de activos para los años proyectados 4 y 5, incorporamos un monto de CAPEX para el hardware y para las licencias de software equivalente a los años anteriores más una inflación promedio de 3.76%.</p>	Proyectado 1	→	\$100.8	Proyectado 4	→	\$41.7	Proyectado 2	→	\$130.4	Proyectado 5	→	\$52.7	Proyectado 3	→	\$178.8			
Proyectado 1	→	\$100.8	Proyectado 4	→	\$41.7															
Proyectado 2	→	\$130.4	Proyectado 5	→	\$52.7															
Proyectado 3	→	\$178.8																		
Requerimientos de Capital de Trabajo	Activo Circulante y Pasivo Circulante	<p>Proyectamos los requerimientos de capital de trabajo con base en las principales cuentas de Activo y Pasivo Circulante (cuentas por cobrar y cuentas por pagar). En este sentido, utilizamos los siguientes días de rotación objetivo durante el periodo de proyección (2017 - 2021):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cuentas por Cobrar: 30</li> <li>• Proveedores: 25</li> </ul>																		
Impuestos		<p>Consideramos la tasa vigente de impuesto sobre la renta para México del 30% (Ley del Impuesto Sobre la Renta) a lo largo del periodo de proyección (2017 - 2021). Adicionalmente, consideramos un beneficio fiscal por amortización de las pérdidas preoperativas acumuladas con las que contaba TELRA a la Fecha de Valuación.</p>																		

# Enfoque de Ingresos

## Flujos de Caja Descontados

**CONFIDENCIAL**

A continuación presentamos el flujo de caja estimado considerando las proyecciones acordadas por la administración de TELRA por los siguientes 5 años.

Flujos de Caja Descontados	Proyectado 1	Proyectado 2	Proyectado 3	Proyectado 4	Proyectado 5
ROA 2 X 1	1,311,041,095	1,662,633,182	1,960,395,670	2,278,199,333	2,659,342,082
ROA 1 X 1	707,943,024	825,350,204	1,027,660,046	1,332,875,080	1,567,390,007
REA a ROA	716,369,400	955,159,200	1,313,343,900	1,492,436,250	1,492,436,250
ROA Renta Irr.	238,632,480	247,605,061	256,915,012	266,575,016	276,598,237
IMSS	303,896,157	171,994,174	89,230,578	92,585,647	96,066,868
MAI	1,623,645,356	2,059,070,959	2,427,831,849	2,821,412,526	3,293,434,841
<b>(=) Ingresos Totales</b>	<b>4,901,527,512</b>	<b>5,921,812,781</b>	<b>7,075,377,055</b>	<b>8,284,083,853</b>	<b>9,385,268,285</b>
<b>A%</b>	<b>20.8%</b>	<b>19.5%</b>	<b>17.1%</b>	<b>13.3%</b>	
ROA 2 X 1	157,324,931	199,515,982	235,247,480	273,383,920	319,121,050
ROA 1 X 1	84,953,163	99,042,024	123,319,206	159,945,010	188,086,801
REA a ROA	8,596,433	11,461,910	15,760,127	17,909,235	17,909,235
ROA Renta Irr.	28,635,898	29,712,607	30,829,801	31,989,002	33,191,788
IMSS	36,467,539	20,639,301	10,707,669	11,110,278	11,528,024
MAI	194,837,443	247,088,515	291,339,822	338,569,503	395,212,181
<b>(=) Total de Costo de Ventas</b>	<b>510,815,406</b>	<b>607,460,340</b>	<b>707,204,105</b>	<b>832,906,947</b>	<b>965,049,079</b>
<b>% de Ventas</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.3%</b>
<b>(=) UTILIDAD BRUTA</b>	<b>4,390,712,106</b>	<b>5,314,352,441</b>	<b>6,368,172,950</b>	<b>7,451,176,905</b>	<b>8,420,219,206</b>
<b>% Margen Bruto</b>	<b>89.6%</b>	<b>89.7%</b>	<b>90.0%</b>	<b>89.9%</b>	<b>89.7%</b>
Dirección Comercial	631,565,594	796,958,617	942,446,242	1,140,890,936	1,288,706,815
Dirección Operativa	93,122,926	96,624,348	100,257,424	104,027,103	107,938,522
Dirección TI	143,525,276	198,476,246	255,587,064	316,927,960	364,467,154
Dirección Jurídica	120,279,162	124,801,658	129,494,201	134,363,183	139,415,238
Dirección Finanzas	36,249,867	37,612,862	39,027,106	40,494,525	42,017,119
Corporativo	33,119,178	34,364,459	35,656,562	36,997,249	38,388,346
<b>(=) Total de Gastos de Operación</b>	<b>1,057,862,003</b>	<b>1,288,838,190</b>	<b>1,502,468,599</b>	<b>1,773,700,955</b>	<b>1,980,933,194</b>
<b>% de Ventas</b>	<b>21.6%</b>	<b>21.8%</b>	<b>21.2%</b>	<b>21.4%</b>	<b>21.1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,332,850,103</b>	<b>4,025,514,251</b>	<b>4,865,704,351</b>	<b>5,677,475,950</b>	<b>6,439,286,012</b>
<b>MARGEN EBITDA</b>	<b>68.0%</b>	<b>68.0%</b>	<b>68.8%</b>	<b>68.5%</b>	<b>68.6%</b>
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	0.7%	1.3%	1.9%	1.8%	1.1%
<b>EBIT</b>	<b>3,300,227,318</b>	<b>3,949,511,729</b>	<b>4,730,205,970</b>	<b>5,528,178,065</b>	<b>6,333,613,621</b>
<b>MARGEN EBIT</b>	<b>67.3%</b>	<b>66.7%</b>	<b>66.9%</b>	<b>66.7%</b>	<b>67.5%</b>
Impuestos sobre la Renta	976,333,527	1,184,853,519	1,419,061,791	1,658,453,420	1,900,084,086
<b>NOPAT</b>	<b>2,323,893,791</b>	<b>2,764,658,210</b>	<b>3,311,144,179</b>	<b>3,869,724,646</b>	<b>4,433,529,535</b>
(+) Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
(-) CAPEX	(100,770,898)	(130,395,319)	(178,781,692)	(41,703,687)	(52,687,442)
(+/-) Requerimientos adicionales de capital de trabajo	(372,987,334)	(78,312,319)	(89,203,706)	(91,996,202)	(82,588,832)
<b>FLUJO DE CAJA DESPUES DE IMPUESTOS</b>	<b>1,882,758,345</b>	<b>2,631,953,095</b>	<b>3,178,657,162</b>	<b>3,885,322,641</b>	<b>4,403,925,651</b>
Meses	12	12	12	12	12
Años	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
Medio-Año	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50
Factor de Descuento (Rango Inferior)	0.93	0.80	0.69	0.60	0.52
Factor de Descuento (Rango Superior)	0.94	0.82	0.73	0.64	0.56
<b>VP DE FLUJO DE CAJA DESPUES DE IMPUESTOS (Rango Inferior)</b>	<b>1,750,327,083</b>	<b>2,114,715,944</b>	<b>2,207,327,868</b>	<b>2,331,844,087</b>	<b>2,284,344,823</b>
<b>VP DE FLUJO DE CAJA DESPUES DE IMPUESTOS (Rango Superior)</b>	<b>1,765,760,344</b>	<b>2,171,149,251</b>	<b>2,306,373,177</b>	<b>2,479,632,582</b>	<b>2,472,148,641</b>

Cifras en MXN pesos

**Nota:** Para la estimación del NOPAT consideramos los beneficios por la utilización de pérdidas fiscales de años anteriores por un monto aproximado de \$45.8 millones pesos, los cuales son aplicados en 2017.

# Enfoque de Ingresos

## Flujos de Caja Descontados (cont.)

**CONFIDENCIAL**

Nuestro análisis estuvo basado, principalmente, en la información histórica y proyectada disponible, considerando los supuestos operativos y financieros de negocio, elaborados y proporcionados por TELRA, así como en la información obtenida por medio de bases de datos especializadas y fuentes públicas de información.

Es importante mencionar que el Valor de Mercado de los Programas estará determinado por el cumplimiento de las proyecciones utilizadas para el análisis (supuestos de ingresos, costos, crecimientos operativos, etc.), las cuales fueron estimadas por TELRA.

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.

Como resultado del análisis de la estimación del Valor de Mercado de los Programas, bajo los supuestos descritos anteriormente y considerando la metodología de Flujos de Caja Descontados, el posible rango de Valor de Mercado de los Programas de TELRA al 31 de diciembre de 2016 bajo la aplicación de la metodología de Flujos de Caja Descontados es el siguiente:

Valor Razonable del Capital	Inferior	Superior
Tasa de descuento	<b>15.7%</b>	<b>13.7%</b>
Valor Presente de Flujos de Caja después de Impuestos (2017-2021)	10,688,559,804	11,195,063,996
<b>Valor Empresa (VE)</b>	<b>10,688,559,804</b>	<b>11,195,063,996</b>
(+) Efectivo no operativo	-	-
(-) Total de la Deuda	-	-
<b>Valor del Capital</b>	<b>10,688,559,804</b>	<b>11,195,063,996</b>

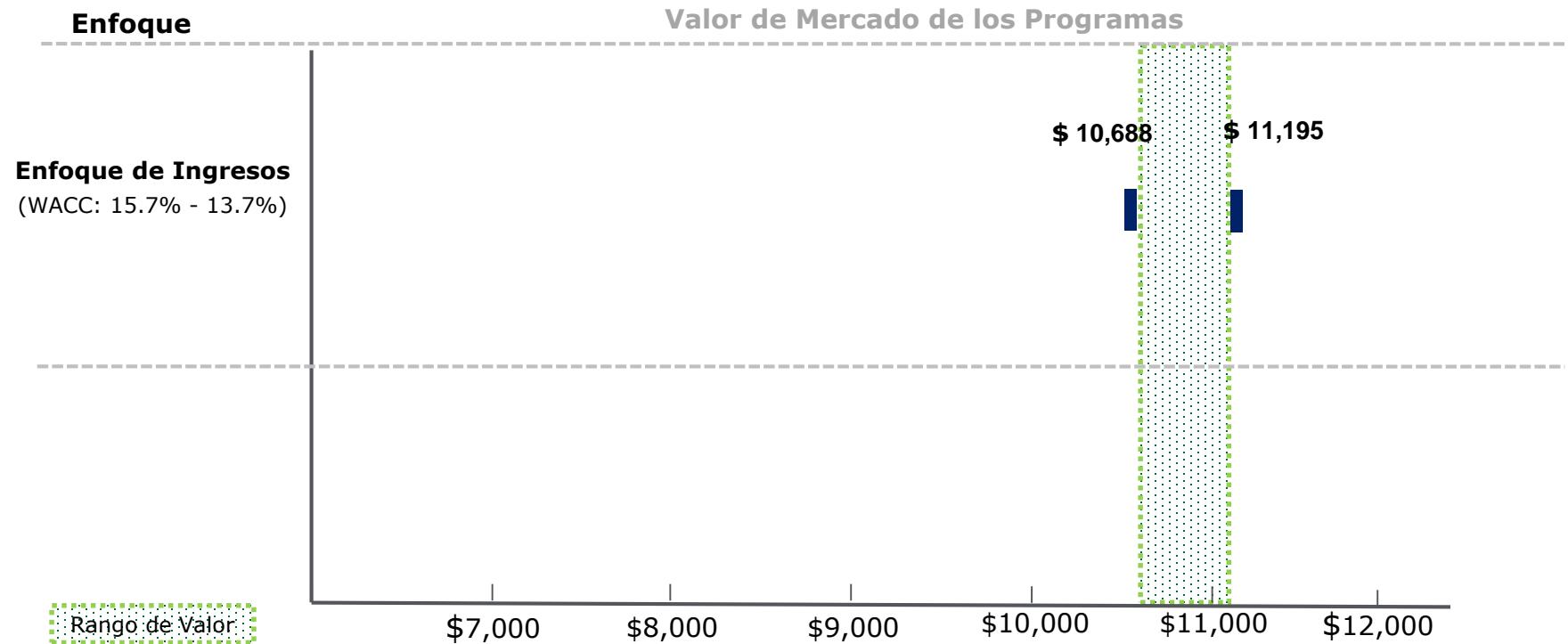
Cifras en MXN pesos

**CONFIDENCIAL**

# **Resumen de Valuación y Conclusiones**

# Resumen de Valuación

## Resumen de Resultados – Valor de Mercado **CONFIDENCIAL**



Cifras en miles de pesos

**CONFIDENCIAL**

# Anexo 1: Tasa de Descuento

# Anexo 1: Tasa de Descuento

## Rango de Valor de Tasa de Descuento

**CONFIDENCIAL**

### Tasa de Descuento (CCPP)

#### Costo de la Deuda

(a) Costo de Deuda (Nominal Mx\$)	6.7%
Tasa de Impuesto	30.0%
<b>(b) Costo de Deuda después de Impuestos (Nominal MXN)</b>	<b>4.7%</b>

#### Costo del Capital

	Inferior	Superior
(c) Beta Apalancada	0.80	0.80
(d) Prima de Riesgo de Capital Accionario	6.5%	7.0%
<b>(e) Prima Ajustada</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.6%</b>
(f) Tasa Libre de Riesgo	2.5%	2.5%
(g) Riesgo País	2.3%	2.3%
(h) Prima por Tamaño	3.7%	5.8%
<b>(i) Costo de Capital (Nominal en USD)</b>	<b>13.7%</b>	<b>16.1%</b>
(j) Inflación de U.S.	1.9%	1.9%
<b>(k) Costo del Capital</b>	<b>11.6%</b>	<b>14.0%</b>
(l) Inflación de México	3.8%	3.8%
<b>(m) Costo del Capital (Nominal en MXN)</b>	<b>15.8%</b>	<b>18.3%</b>

#### Estructura Deuda / Capital \*

<b>Deuda</b>	18.9%	0.9%	0.9%
<b>Capital</b>	81.1%	12.8%	14.8%
<b>100.0%</b>	<b>13.69%</b>	<b>15.70%</b>	

- (a) Costo de Deuda (Nominal MXN\$) de un bono Baa. Fuente: Moody's (01 de enero de 2017).
- (b) Costo de Deuda Despues de Impuestos =  $(e * (1 - f))$
- (c) Beta Apalancada: Corresponde a la covarianza entre el rendimiento del mercado y el rendimiento de la acción, e indica la magnitud del comportamiento de la acción con el comportamiento del mercado. Fuente: Capital\_IQ (01 de enero de 2017).
- (d) Prima de Riesgo de Capital Accionario al 01 de enero de 2017. Es el resultado de la regresión que considera como variables el rendimiento que el mercado de renta variable tiene sobre el mercado de renta fija, considerando un horizonte de tiempo de 50 años. Fuente: 2016 Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital; Duff and Phelps.
- (e) Prima Ajustada =  $(h * i)$
- (f) Treasury-Bonds de EU a 20 años y 30 años. Fuente: United States Department of Treasury (01 de enero de 2017).
- (g) Riesgo País al 01 de enero de 2017. Fuente: EMBI+ JP Morgan
- (h) Prima por Tamaño (Micro Cap Y Decil 10). Fuente: 2016 Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital; Duff and Phelps
- (i) Costo de Capital (Nominal US\$) =  $(j + k + l + m)$
- (j) Promedio de Inflación proyectada de Estados Unidos (2016-2021). Fuente: The Economist Intelligence Unit; Country Forecast Jan-17
- (k) Costo de Capital (Real) =  $((1 + n) / (1 + o) - 1)$
- (l) Promedio de Inflación proyectada de México (2016-2021). Fuente: The Economist Intelligence Unit; Country Forecast Jan-17
- (m) Costo de Capital (Nominal Mx\$) =  $((1 + p) * (1 + q) - 1)$

\* Estructura Deuda / Capital de la Industria al 01 de enero de 2017.

# Anexo 1: Tasa de Descuento Compañías Comparables

**CONFIDENCIAL**

Empresa	Ticker	Industria	Beta Desapalancada
<b>Countrywide plc</b>	LSE:CWD	Real Estate	0.50
<b>Foxtons Group PLC</b>	LSE:FOXT	Real Estate	0.69
<b>Savills plc</b>	LSE:SVS	Real Estate	0.87
<b>RE/MAX Holdings, Inc.</b>	NYSE:RMAX	Real Estate	0.83
<b>LSL Property Services Plc</b>	LSE:LSL	Real Estate	0.69
<b>B-Lot Company Limited</b>	TSE:3452	Real Estate	0.49
<b>The Property Franchise Group plc</b>	MCO	Financials	0.96
<b>Belvoir Lettings Plc</b>	AIM:BLV	Real Estate	0.25
<b>Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A.</b>	BOVESPA:MULT3	Real Estate	0.56
Cuartil Inferior			0.50
Mediana			0.69
Promedio			0.65
Cuartil Superior			0.83
<b>Selección</b>			<b>0.69</b>

**CONFIDENCIAL**

# **Anexo 2: Estados Financieros Proyectados**

# Anexo 2: Estados Financieros Proyectados

## Estado de Resultados

**CONFIDENCIAL**

Flujos de Caja Descontados	Proyectado 1	Proyectado 2	Proyectado 3	Proyectado 4	Proyectado 5
ROA 2 X 1	1,311,041,095	1,662,633,182	1,960,395,670	2,278,199,333	2,659,342,082
ROA 1 X 1	707,943,024	825,350,204	1,027,660,046	1,332,875,080	1,567,390,007
REA a ROA	716,369,400	955,159,200	1,313,343,900	1,492,436,250	1,492,436,250
ROA Renta Irr.	238,632,480	247,605,061	256,915,012	266,575,016	276,598,237
IMSS	303,896,157	171,994,174	89,230,578	92,585,647	96,066,868
MAI	1,623,645,356	2,059,070,959	2,427,831,849	2,821,412,526	3,293,434,841
<b>(=) Ingresos Totales</b>	<b>4,901,527,512</b>	<b>5,921,812,781</b>	<b>7,075,377,055</b>	<b>8,284,083,853</b>	<b>9,385,268,285</b>
$\Delta\%$	<b>20.8%</b>	<b>19.5%</b>	<b>17.1%</b>	<b>13.3%</b>	
ROA 2 X 1	157,324,931	199,515,982	235,247,480	273,383,920	319,121,050
ROA 1 X 1	84,953,163	99,042,024	123,319,206	159,945,010	188,086,801
REA a ROA	8,596,433	11,461,910	15,760,127	17,909,235	17,909,235
ROA Renta Irr.	28,635,898	29,712,607	30,829,801	31,989,002	33,191,788
IMSS	36,467,539	20,639,301	10,707,669	11,110,278	11,528,024
MAI	194,837,443	247,088,515	291,339,822	338,569,503	395,212,181
<b>(=) Total de Costo de Ventas</b>	<b>510,815,406</b>	<b>607,460,340</b>	<b>707,204,105</b>	<b>832,906,947</b>	<b>965,049,079</b>
% de Ventas	<b>10.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.3%</b>
<b>(=) UTILIDAD BRUTA</b>	<b>4,390,712,106</b>	<b>5,314,352,441</b>	<b>6,368,172,950</b>	<b>7,451,176,905</b>	<b>8,420,219,206</b>
% Margen Bruto	<b>89.6%</b>	<b>89.7%</b>	<b>90.0%</b>	<b>89.9%</b>	<b>89.7%</b>
Dirección Comercial	631,565,594	796,958,617	942,446,242	1,140,890,936	1,288,706,815
Dirección Operativa	93,122,926	96,624,348	100,257,424	104,027,103	107,938,522
Dirección TI	143,525,276	198,476,246	255,587,064	316,927,960	364,467,154
Dirección Jurídica	120,279,162	124,801,658	129,494,201	134,363,183	139,415,238
Dirección Finanzas	36,249,867	37,612,862	39,027,106	40,494,525	42,017,119
Corporativo	33,119,178	34,364,459	35,656,562	36,997,249	38,388,346
<b>(=) Total de Gastos de Operación</b>	<b>1,057,862,003</b>	<b>1,288,838,190</b>	<b>1,502,468,599</b>	<b>1,773,700,955</b>	<b>1,980,933,194</b>
% de Ventas	<b>21.6%</b>	<b>21.8%</b>	<b>21.2%</b>	<b>21.4%</b>	<b>21.1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,332,850,103</b>	<b>4,025,514,251</b>	<b>4,865,704,351</b>	<b>5,677,475,950</b>	<b>6,439,286,012</b>
MARGEN EBITDA	<b>68.0%</b>	<b>68.0%</b>	<b>68.8%</b>	<b>68.5%</b>	<b>68.6%</b>
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	<b>0.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.1%</b>
<b>EBIT</b>	<b>3,300,227,318</b>	<b>3,949,511,729</b>	<b>4,730,205,970</b>	<b>5,528,178,065</b>	<b>6,333,613,621</b>
MARGEN EBIT	67.3%	66.7%	66.9%	66.7%	67.5%
Gastos Financieros - Netos	-	-	-	-	-
<b>Costo Integral del Financiamiento</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
% de Ingresos					
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>3,300,227,318</b>	<b>3,949,511,729</b>	<b>4,730,205,970</b>	<b>5,528,178,065</b>	<b>6,333,613,621</b>
% de Ingresos	<b>67.3%</b>	<b>66.7%</b>	<b>66.9%</b>	<b>66.7%</b>	<b>67.5%</b>
Impuestos sobre la Renta	976,333,527	1,184,853,519	1,419,061,791	1,658,453,420	1,900,084,086
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>2,323,893,791</b>	<b>2,764,658,210</b>	<b>3,311,144,179</b>	<b>3,869,724,646</b>	<b>4,433,529,535</b>
MARGEN NETO	47.4%	46.7%	46.8%	46.7%	47.2%

Cifras en MXN pesos

# Anexo 2: Estados Financieros Proyectados

## Balance General

**CONFIDENCIAL**

Balance General	Proyectado 1	Proyectado 2	Proyectado 3	Proyectado 4	Proyectado 5
<b>Activos</b>					
Efectivo y equivalentes	1,882,808,345	4,514,761,440	7,693,418,602	11,578,741,243	15,982,666,894
Cuentas por Cobrar	408,460,626	493,484,398	589,614,755	690,340,321	782,105,690
<b>Total de activos circulantes</b>	<b>2,291,268,971</b>	<b>5,008,245,839</b>	<b>8,283,033,357</b>	<b>12,269,081,564</b>	<b>16,764,772,584</b>
Propiedad, Planta y Equipo - Neto	8,707,622	6,573,410	4,297,108	1,759,866	0
<b>Total de Activos Fijos</b>	<b>8,707,622</b>	<b>6,573,410</b>	<b>4,297,108</b>	<b>1,759,866</b>	<b>0</b>
Marcas y Licencias - Neto	59,440,490	115,967,499	161,527,112	56,470,156	5,245,073
<b>Total de Activos Diferidos</b>	<b>59,440,490</b>	<b>115,967,499</b>	<b>161,527,112</b>	<b>56,470,156</b>	<b>5,245,073</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>2,359,417,083</b>	<b>5,130,786,747</b>	<b>8,448,857,577</b>	<b>12,327,311,586</b>	<b>16,770,017,658</b>
<b>Pasivos</b>					
Cuentas por pagar	35,473,292	42,184,746	49,111,396	57,840,760	67,017,297
<b>Total de pasivos a corto plazo</b>	<b>35,473,292</b>	<b>42,184,746</b>	<b>49,111,396</b>	<b>57,840,760</b>	<b>67,017,297</b>
Deuda bancaria a Corto y Largo Plazo	0	0	0	0	0
<b>Total de pasivos a largo plazo</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>35,473,292</b>	<b>42,184,746</b>	<b>49,111,396</b>	<b>57,840,760</b>	<b>67,017,297</b>
<b>Capital contable</b>					
Acciones ordinarias	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Ganancias (perdidas) acumuladas	2,323,893,791	5,088,552,001	8,399,696,180	12,269,420,826	16,702,950,361
<b>Total de Capital Contable</b>	<b>2,323,943,791</b>	<b>5,088,602,001</b>	<b>8,399,746,180</b>	<b>12,269,470,826</b>	<b>16,703,000,361</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y CAPITAL CONTABLE</b>	<b>2,359,417,083</b>	<b>5,130,786,747</b>	<b>8,448,857,577</b>	<b>12,327,311,586</b>	<b>16,770,017,658</b>

Cifras en MXN pesos

**CONFIDENCIAL**

# **Anexo 3: Limitaciones de Alcance**

# Anexo 3: Limitaciones de Nuestra Colaboración

## Limitaciones del Alcance

**CONFIDENCIAL**

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 de TELRA. 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 Rango de Valor de Mercado de los Programas de TELRA como resultado de la aplicación de la metodología de Flujos de Caja Descontados, no podrá ser incorporado bajo ningún contexto en los estados financieros de TELRA, ni podrán 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.

## Anexo 3: Limitaciones de Nuestra Colaboración

### Limitaciones del Alcance (cont.)

**CONFIDENCIAL**

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 la administración de TELRA 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 la Compañía o sus Accionistas lleven 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 deberá ser empleado únicamente conforme a lo fines previstos en la Carta Arreglo de fecha 24 de marzo de 2017. Adicionalmente, no podrá ser utilizado como referencia o como soporte para realizar ajustes y/o modificaciones a registros contables ni para ningún otro fin.

Finalmente, destacamos que nuestra colaboración y este Reporte están sujetos a los términos y condiciones acordados entre GYRU y TELRA en la Carta Arreglo con fecha de 24 de marzo de 2017.

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.

# CONFIDENCIAL

# Deloitte.

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](http://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 los negocios. Los más de 225,000 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. y Deloitte Consulting Group, S.C., las cuales tienen el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limitan sus negocios a, la prestación de servicios de auditoría, impuestos, asesoría y consultoría en Mexico 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.