

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.

06 de junio 2017



Contenido

CONFIDENCIAL

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
Escenario de Sensibilidad – Supuesto de Operación por el INFONAVIT	22
Resumen de Valuación y Conclusiones	26
Análisis de Escenarios	28
Anexo 1: Tasa de Descuento	34
Anexo 2: Estados Financieros Proyectados	37
Anexo 3: Limitaciones de Alcance	44

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 (en lo sucesivo, el "INFONAVIT").

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.

Asimismo, 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.

Por último es importante mencionar que derivado de la solicitud realizada por TELRA el día 18 de mayo de 2017, actualizamos nuestro reporte original (Abril 2017) con un **escenario de sensibilidad que refleja ciertas actualizaciones en los supuestos considerando la operación de los Programas por parte del INFONAVIT (en lo sucesivo, el "Escenario de Sensibilidad")**.

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

Enfoque de Ingresos

Consideraciones Generales

CONFIDENCIAL

- **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																		
Demanda potencial de créditos	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	<p>Se refiere al universo total de clientes para cada tipo de Producto, estimados por la Compañía con base en información pública del INFONAVIT.</p>																		
% de penetración	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	<p>Los porcentajes de penetración por tipo de Producto fueron estimados por la Compañía con base en la estrategia comercial definida para cada uno de estos.</p> <p>El acumulado de los porcentajes de penetración objetivo por tipo de Producto, para los 5 años de proyección son los siguientes:</p> <table style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td>ROA 2X1</td> <td>→</td> <td>7.60%</td> <td>ROA Irr.</td> <td>→</td> <td>1.50%</td> </tr> <tr> <td>ROA 1X1</td> <td>→</td> <td>5.29%</td> <td>IMSS</td> <td>→</td> <td>66.64%</td> </tr> <tr> <td>REA a ROA</td> <td>→</td> <td>11.78%</td> <td>MAI</td> <td>→</td> <td>8.21%</td> </tr> </table>	ROA 2X1	→	7.60%	ROA Irr.	→	1.50%	ROA 1X1	→	5.29%	IMSS	→	66.64%	REA a ROA	→	11.78%	MAI	→	8.21%
ROA 2X1	→	7.60%	ROA Irr.	→	1.50%															
ROA 1X1	→	5.29%	IMSS	→	66.64%															
REA a ROA	→	11.78%	MAI	→	8.21%															
Número de transacciones	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	<p>Obtuvimos el número total de transacciones al multiplicar la demanda potencial de créditos por el porcentaje de penetración de cada Producto.</p>																		
Precio promedio de la Vivienda	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	<p>A partir de información estadística por estado, TELRA nos proporcionó los precios promedio de la vivienda por Producto para el primer año de proyección, mismos que se enlistan a continuación (MXN):</p> <table style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <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>\$ 45,000</td> <td>MAI</td> <td>→</td> <td>\$ 265,978</td> </tr> </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	→	\$ 45,000	MAI	→	\$ 265,978
ROA 2X1	→	\$ 360,000	ROA Irr.	→	\$ 240,000															
ROA 1X1	→	\$ 240,000	IMSS	→	\$ 458,700															
REA a ROA	→	\$ 45,000	MAI	→	\$ 265,978															
Valor de cartera	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	<p>El valor de la cartera está definido como el número de transacciones estimado para cada Producto segregando la demanda potencial de créditos por el porcentaje de penetración en el mercado, multiplicado por el precio promedio de la transacción correspondiente.</p>																		
% de Comisión		<p>El porcentaje de comisión se traduce en la parte proporcional del monto total de la transacción que TELRA cobra como parte de su servicio. Para los años proyectados, la Compañía estima que este porcentaje represente el 10% del Valor Total de la Cartera. En el caso específico del producto REA a ROA, la Compañía considera un monto fijo de \$45,000 equivalente a lo establecido por contrato de este Producto.</p>																		

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales		
Concepto		Descripción
Ingreso por transacciones	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	El ingreso por transacciones fue calculado de multiplicar el Valor Total de la Cartera por el % de Comisión correspondiente a cada tipo de Producto.
Costo de ventas		Dentro del Costo de Ventas están consideradas las Comisiones del área comercial, las cuales representan un 1.2% del Valor Total de la Cartera de cada programa, de acuerdo a los lineamientos definidos por TELRA.
Gastos de operación		<p>Los gastos de operación están integrados por los sueldos y salarios, comisiones y bonos, gastos de dirección y gastos de mantenimiento de sistemas. Los gastos de dirección están integrados por: gastos de publicidad, honorarios y capacitación, gasto de comunicaciones, gastos de oficina, gastos de viaje, otros gastos y depreciación. Esta clasificación de gastos es la que utiliza TELRA para cada una de las Direcciones que integran su operación:</p> <ul style="list-style-type: none">• Dirección Comercial• Dirección Operativa• Dirección TI• Dirección Jurídica• Dirección de Finanzas• Dirección Corporativa
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Comercial	Los gastos de la Dirección Comercial están integrados por 1 director comercial, 46 gerentes de diferentes niveles, 257 supervisores de diferentes niveles y 1,103 personas de staff de diferentes niveles. El sueldo total promedio nominal anual de cada una de las áreas para el primer año se integra de la siguiente manera: dirección general \$4.045 millones de MXN, gerencia \$1.146 millones de MXN, supervisión \$0.384 millones de MXN y staff \$0.113 millones MXN. Adicional a esto, existe un bono anual de 3 meses por cumplimiento del 100% de la meta establecida para las áreas de dirección y gerencia; correspondiendo un bono de \$0.930 millones de MXN para la dirección y un bono promedio de \$0.214 millones de MXN para la gerencia. Entre los gastos misceláneos de la dirección comercial se encuentran los siguientes: publicidad \$188.5 millones de MXN, gastos de viajes \$0.927 millones de MXN y gastos de oficinas \$16.5 millones de MXN.

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales		
Concepto		Descripción
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Operativa	Los gastos de la Dirección Operativa están integrados por 1 director, 1 gerente , 45 supervisores de diferentes niveles y 62 personas de staff de diferentes niveles. El sueldo total promedio nominal anual de cada una de las áreas para el primer año se integra de la siguiente manera: dirección general \$3.28 millones de MXN, gerencia \$1.07 millones de MXN, supervisión \$0.512 millones de MXN y staff \$0.293 millones MXN. Adicional a esto, existe un bono anual de 3 meses por cumplimiento del 100% de la meta establecida para todas las áreas; correspondiendo un bono de \$0.463 millones de MXN para la dirección, un bono promedio de \$0.151 millones de MXN para la gerencia, un bono promedio de \$0.072 millones de MXN para la supervisión y un bono promedio de \$0.041 millones de MXN para el staff. Entre los gastos misceláneos de la dirección operativa se encuentran los siguientes: publicidad \$5.88 millones de MXN, honorarios y capacitación \$0.720 millones de MXN, gastos de comunicaciones \$0.046 millones de MXN y gastos de viaje \$0.629 millones de MXN.
Gastos de operación	Gastos de la Dirección de TI	Los gastos de la Dirección de TI están integrados por 1 director, 13 gerentes de diferentes niveles , 29 supervisores de diferentes niveles y 11 personas de staff de diferentes niveles. El sueldo total promedio nominal anual de cada una de las áreas para el primer año se integra de la siguiente manera: dirección general \$4.098 millones de MXN, gerencia \$1.327 millones de MXN, supervisión \$0.535 millones de MXN y staff \$0.250 millones MXN. Adicional a esto, existe un bono anual de 3 meses por cumplimiento del 100% de la meta establecida para todas las áreas; correspondiendo un bono de \$0.750 millones de MXN para la dirección, un bono promedio de \$0.242 millones de MXN para la gerencia, un bono promedio de \$0.065 millones de MXN para la supervisión y un bono promedio de \$0.022 millones de MXN para el staff. Entre los gastos misceláneos de la dirección de TI se encuentran los siguientes: honorarios y capacitación \$0.300 millones de MXN, otros gastos \$0.259 millones de MXN y mantenimiento de sistemas \$64.9 millones de MXN.

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales		
Concepto		Descripción
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Jurídica	<p>Los gastos de la Dirección Jurídica están integrados por 1 director, 11 gerentes de diferentes niveles y 131 personas de staff de diferentes niveles. El sueldo total promedio nominal anual de cada una de las áreas para el primer año se integra de la siguiente manera: dirección general \$4.079 millones de MXN, gerencia \$0.845 millones de MXN y staff \$0.331 millones MXN. Adicional a esto, existe un bono anual de 3 meses por cumplimiento del 100% de la meta establecida para todas las áreas; correspondiendo un bono de \$0.747 millones de MXN para la dirección, un bono promedio de \$0.154 millones de MXN para la gerencia y un bono promedio de \$0.059 millones de MXN para el staff. Entre los gastos misceláneos de la dirección jurídica se encuentran los siguientes: honorarios y capacitación \$38.9 millones de MXN y gastos de viaje \$0.052 millones de MXN.</p>
Gastos de operación	Gastos de la Dirección de Finanzas	<p>Los gastos de la Dirección de Finanzas están integrados por 1 director, 9 gerentes de diferentes niveles , 19 supervisores de diferentes niveles y 22 personas de staff de diferentes niveles. El sueldo total promedio nominal anual de cada una de las áreas para el primer año se integra de la siguiente manera: dirección general \$2.460 millones de MXN, gerencia \$0.814 millones de MXN, supervisión \$0.457 millones de MXN y staff \$0.263 millones MXN. Adicional a esto, existe un bono anual de 3 meses por cumplimiento del 100% de la meta establecida para todas las áreas menos el staff; correspondiendo un bono de \$0.450 millones de MXN para la dirección, un bono promedio de \$0.099 millones de MXN para la gerencia y un bono promedio de \$0.028 millones de MXN para la supervisión. Entre los gastos misceláneos de la dirección de finanzas se encuentran los siguientes: honorarios y capacitación \$1.305 millones de MXN, gastos de comunicaciones \$0.055 millones de MXN, gastos de viaje \$0.108 millones de MXN y otros gastos \$0.445 millones de MXN.</p>

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales														
Concepto		Descripción												
Gastos de operación	Corporativo	<p>Los gastos del Corporativo están integrados por 2 directores, el CEO y un Director Adjunto, así como un equipo de staff. El sueldo total promedio nominal anual de la dirección general es de \$6.553 millones de MXN y de \$0.254 millones de MXN para el equipo de staff. El área de dirección es la única que recibe un bono anual de 3 meses por cumplimiento del 100% de la meta establecida, que corresponde a \$2.4 millones de MXN. Entre los gastos misceláneos del Corporativo se encuentran los siguientes: gastos de comunicaciones \$0.614 millones de MXN, gastos de viaje \$0.138 millones de MXN, gastos de oficina \$6.673 millones de MXN y otros gastos \$0.398 millones de MXN.</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>\$100.8</td><td>Proyectado 4 →</td><td>\$41.7</td></tr><tr><td>Proyectado 2 →</td><td>\$130.4</td><td>Proyectado 5 →</td><td>\$52.7</td></tr><tr><td>Proyectado 3 →</td><td>\$178.8</td><td></td><td></td></tr></tbody></table> <p>Dicha inversión representa en promedio como porcentaje sobre ventas un 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 y con base en las políticas de la Compañía, utilizamos los siguientes días de rotación objetivo para el periodo de proyección (2017 - 2021):</p> <ul style="list-style-type: none">• Cuentas por Cobrar: 30• Proveedores: 25												
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 históricas acumuladas (\$45.8 millones de MXN) con las que contaba TELRA a la Fecha de Valuación. Cabe mencionar que dichas pérdidas fiscales fueron utilizadas durante el primer año de operación proyectada.</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
(=) Ingresos Totales	4,901,527,512	5,921,812,781	7,075,377,055	8,284,083,853	9,385,268,285
A%	20.8%	19.5%	17.1%	13.3%	
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
(=) Total de Costo de Ventas	510,815,406	607,460,340	707,204,105	832,906,947	965,049,079
% de Ventas	10.4%	10.3%	10.0%	10.1%	10.3%
(=) UTILIDAD BRUTA	4,390,712,106	5,314,352,441	6,368,172,950	7,451,176,905	8,420,219,206
% Margen Bruto	89.6%	89.7%	90.0%	89.9%	89.7%
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
(=) Total de Gastos de Operación	1,057,862,003	1,288,838,190	1,502,468,599	1,773,700,955	1,980,933,194
% de Ventas	21.6%	21.8%	21.2%	21.4%	21.1%
EBITDA	3,332,850,103	4,025,514,251	4,865,704,351	5,677,475,950	6,439,286,012
MARGEN EBITDA	68.0%	68.0%	68.8%	68.5%	68.6%
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%
EBIT	3,300,227,318	3,949,511,729	4,730,205,970	5,528,178,065	6,333,613,621
MARGEN EBIT	67.3%	66.7%	66.9%	66.7%	67.5%
Impuestos sobre la Renta	976,333,527	1,184,853,519	1,419,061,791	1,658,453,420	1,900,084,086
NOPAT	2,323,893,791	2,764,658,210	3,311,144,179	3,869,724,646	4,433,529,535
(+) 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)
FLUJO DE CAJA DESPUES DE IMPUESTOS	1,882,758,345	2,631,953,095	3,178,657,162	3,885,322,641	4,403,925,651
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
VP DE FLUJO DE CAJA DESPUES DE IMPUESTOS (Rango Inferior)	1,750,327,083	2,114,715,944	2,207,327,868	2,331,844,087	2,284,344,823
VP DE FLUJO DE CAJA DESPUES DE IMPUESTOS (Rango Superior)	1,765,760,344	2,171,149,251	2,306,373,177	2,479,632,582	2,472,148,641

Cifras en MXN pesos

Nota: Para la estimación del NOPAT (*Net Operating Profit after Tax*) 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	15.7%	13.7%
Valor Presente de Flujos de Caja después de Impuestos (2017-2021)	10,688,559,804	11,195,063,996
Valor Empresa (VE)	10,688,559,804	11,195,063,996
(+) Efectivo no operativo	-	-
(-) Total de la Deuda	-	-
Valor del Capital	10,688,559,804	11,195,063,996

Cifras en MXN pesos

CONFIDENCIAL

Escenario de Sensibilidad

Escenario de Sensibilidad

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

De acuerdo con lo solicitado por TELRA, realizamos un escenario de sensibilidad para estimar el Valor de Mercado de los Programas considerando la mayoría de los mismos supuestos descritos en la sección anterior, con la excepción de los supuestos descritos a continuación **que consideran la operación de los Programas por parte del INFONAVIT.**

TELRA - Supuestos Principales		
Concepto		Descripción
% de Comisión		El porcentaje de comisión se traduce en la parte proporcional del monto total de la transacción que TELRA cobra como parte de su servicio. Para los años proyectados, la Compañía estima que este porcentaje represente el 6.8% del Valor Total de la Cartera. En el caso específico del producto REA a ROA, la Compañía considera un monto fijo de \$100,000 equivalente al los ahorros que genera el INFONAVIT a partir la implementación de los Programas.
Ingreso por transacciones	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	Entendemos que el ingreso por transacciones fue estimado por TELRA al multiplicar el Valor Total de la Cartera considerando el % de Comisión correspondiente a cada segmento del cajón salarial.
Costo de Ventas		El Costo de Ventas que considera las Comisiones del área Comercial, representa un 0.96% del Valor Total de la Cartera de cada programa, de acuerdo a los lineamientos establecidos por TELRA.
Gastos de Operación	Gastos de la Dirección Comercial, Gastos de la Dirección Operativa, Gastos de la Dirección de TI, Gastos de la Dirección Jurídica, Gastos de la Dirección de Finanzas y Gastos Corporativo	De la misma manera, reflejamos una reducción del 30% de los Gastos de Operación, considerando que bajo el escenario de operación del INFONAVIT, el Instituto sólo tendría que cubrir el 70% del supuesto original de Gastos de Operación de TELRA.
Impuestos		De acuerdo a la Ley del Impuesto sobre la Renta (LIRS), el INFONAVIT no tiene la obligación fiscal de pagar impuestos, por lo que bajo este escenario no consideramos el efecto de los impuestos para la estimación del flujo.

Escenario de Sensibilidad

Flujos de Caja Descontados

CONFIDENCIAL

A continuación presentamos el flujo de caja estimado considerando las proyecciones ajustadas al escenario de sensibilidad acordado 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	891,507,945	1,130,590,564	1,333,069,056	1,549,175,547	1,808,352,616
ROA 1 X 1	481,401,256	561,238,139	698,808,831	906,355,054	1,065,825,205
REA a ROA	1,591,932,000	2,122,576,000	2,918,542,000	3,316,525,000	3,316,525,000
ROA Renta Irr.	162,270,086	168,371,442	174,702,208	181,271,011	188,086,801
IMSS	303,896,157	171,994,174	89,230,578	92,585,647	96,066,868
MAI	1,104,078,842	1,400,168,252	1,650,925,657	1,918,560,518	2,239,535,692
(=) Ingresos Totales	4,535,086,287	5,554,938,571	6,865,278,330	7,964,472,777	8,714,392,181
Δ%	22.5%	23.6%	16.0%	9.4%	
ROA 2 X 1	125,859,945	159,612,786	188,197,984	218,707,136	255,296,840
ROA 1 X 1	67,962,530	79,233,620	98,655,364	127,956,008	150,469,441
REA a ROA	-	-	-	-	-
ROA Renta Irr.	22,908,718	23,770,086	24,663,841	25,591,202	26,553,431
IMSS	29,174,031	16,511,441	8,566,135	8,888,222	9,222,419
MAI	155,869,954	197,670,812	233,071,858	270,855,602	316,169,745
(=) Total de Costo de Ventas	401,775,179	476,798,744	553,155,183	651,998,170	757,711,875
% de Ventas	8.9%	8.6%	8.1%	8.2%	8.7%
(=) UTILIDAD BRUTA	4,133,311,108	5,078,139,827	6,312,123,147	7,312,474,607	7,956,680,306
% Margen Bruto	91.1%	91.4%	91.9%	91.8%	91.3%
Dirección Comercial	442,095,916	557,871,032	659,712,369	798,623,655	902,094,771
Dirección Operativa	65,186,048	67,637,044	70,180,197	72,818,972	75,556,965
Dirección TI	100,467,693	138,933,372	178,910,945	221,849,572	255,127,008
Dirección Jurídica	84,195,413	87,361,161	90,645,940	94,054,228	97,590,667
Dirección Finanzas	10,149,963	10,531,601	10,927,590	11,338,467	11,764,793
Corporativo	23,183,424	24,055,121	24,959,594	25,898,074	26,871,842
(=) Total de Gastos de Operación	725,278,458	886,389,331	1,035,336,635	1,224,582,968	1,369,006,045
% de Ventas	16.0%	16.0%	15.1%	15.4%	15.7%
EBITDA	3,408,032,650	4,191,750,496	5,276,786,513	6,087,891,639	6,587,674,261
MARGEN EBITDA	75.1%	75.5%	76.9%	76.4%	75.6%
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	0.7%	1.4%	2.0%	1.9%	1.2%
EBIT	3,375,409,865	4,115,747,974	5,141,288,132	5,938,593,754	6,482,001,869
MARGEN EBIT	74.4%	74.1%	74.9%	74.6%	74.4%
Impuestos sobre la Renta	0	0	0	0	0
NOPAT	3,375,409,865	4,115,747,974	5,141,288,132	5,938,593,754	6,482,001,869
(+) 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	(350,022,803)	(79,777,721)	(103,892,449)	(84,735,441)	(55,152,054)
FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS	2,957,238,950	3,981,577,457	4,994,112,371	5,961,452,511	6,479,834,764
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
VP DE FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS (Rango Inferior)	2,749,229,840	3,199,109,188	3,468,018,993	3,577,869,606	3,361,132,355
VP DE FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS (Rango Superior)	2,773,470,785	3,284,480,612	3,623,632,947	3,804,629,178	3,637,462,568

Cifras en MXN pesos

Escenario de Sensibilidad

Flujos de Caja Descontados (cont.)

CONFIDENCIAL

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	15.7%	13.7%
Valor Presente de Flujos de Caja después de Impuestos (2017-2021)	16,355,359,983	17,123,676,089
Valor Empresa (VE)	16,355,359,983	17,123,676,089
(+) Efectivo no operativo	-	-
(-) Total de la Deuda	-	-
Valor del Capital	16,355,359,983	17,123,676,089

Cifras en MXN pesos

Asimismo, es importante mencionar que bajo este escenario y considerando una **inversión única de \$6,000 millones de pesos**, la tasa interna de retorno en los primeros 3 años (36 meses) es equivalente a aproximadamente **39.6%**, es decir, la recuperación de la inversión se realiza en entre 2 y 3 años.

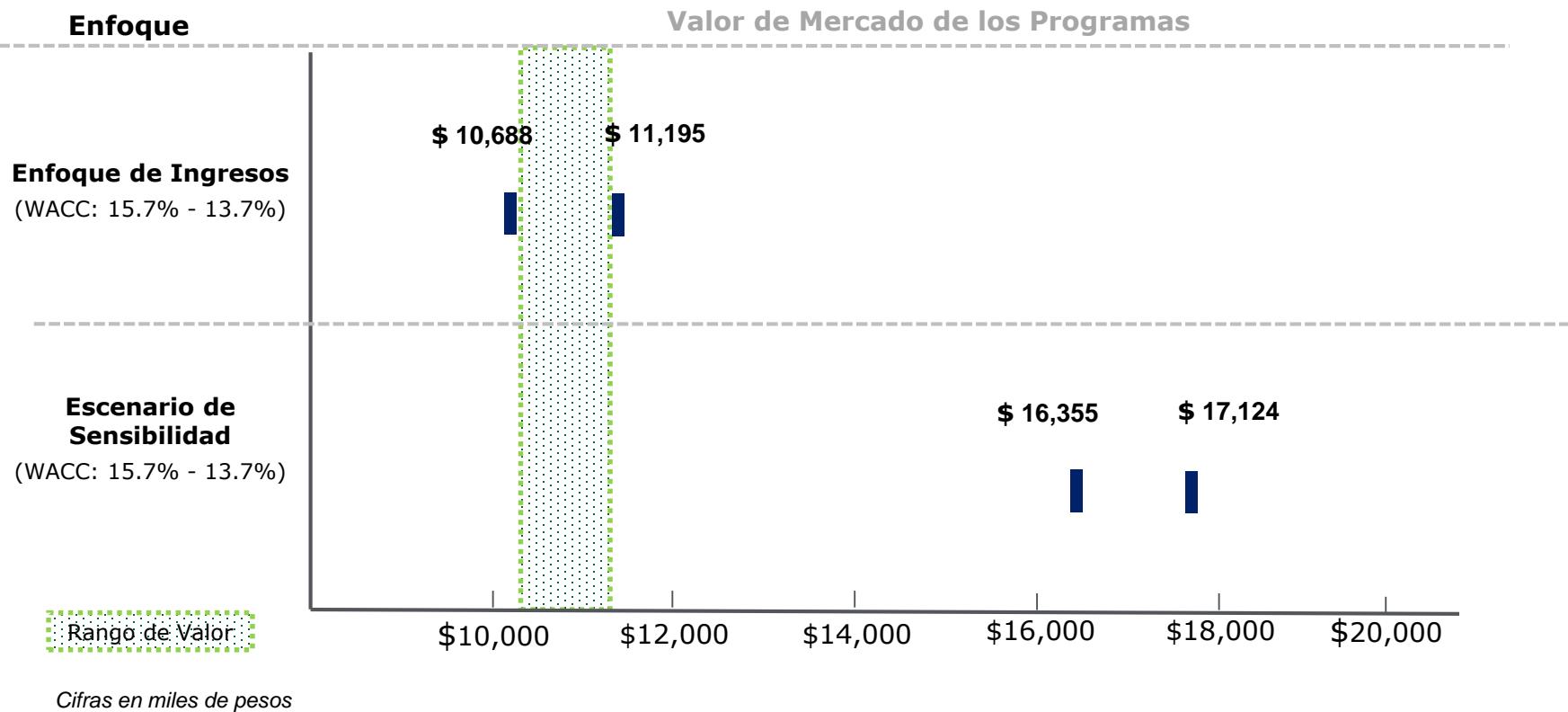
CONFIDENCIAL

Resumen de Valuación y Conclusiones

Resumen de Valuación

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

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



CONFIDENCIAL

Análisis de Escenarios

Análisis de Escenarios

INFONAVIT

CONFIDENCIAL

De acuerdo con lo solicitado por TELRA, y con base en la información proporcionada por el INFONAVIT a continuación mostramos el plan financiero 2017-2021 del INFONAVIT, incluyendo algunas razones financieras.

ESTADO DE RESULTADOS INFONAVIT	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos por Intereses	128,581,615,000	129,363,000,000	140,591,000,000	154,440,000,000	169,406,000,000	185,639,000,000
Gastos por Intereses	(60,004,846,000)	(54,203,000,000)	(57,212,000,000)	(62,007,000,000)	(67,015,000,000)	(72,264,000,000)
Margen financiero	68,576,769,000	75,160,000,000	83,379,000,000	92,433,000,000	102,391,000,000	113,375,000,000
Estimación preventiva para riesgos crediticios	(36,121,187,000)	(46,862,000,000)	(53,084,000,000)	(57,809,000,000)	(60,222,000,000)	(64,563,000,000)
Margen ajustado por riesgos crediticios	32,455,582,000	28,298,000,000	30,295,000,000	34,624,000,000	42,169,000,000	48,812,000,000
Comisiones y tarifas cobradas (neto)	4,642,167,000	3,577,000,000	4,401,000,000	4,918,000,000	5,349,000,000	5,798,000,000
Otros ingresos		17,907,000,000	17,523,000,000	19,254,000,000	20,599,000,000	22,009,000,000
Otros egresos	(4,973,759,000)	(16,333,000,000)	(17,951,000,000)	(23,723,000,000)	(32,135,000,000)	(39,493,000,000)
RRAGD	-	(3,198,000,000)	(2,460,000,000)	(6,297,000,000)	(12,949,000,000)	(18,517,000,000)
Gastos generales	(9,481,079,000)	(11,165,000,000)	(11,559,000,000)	(11,902,000,000)	(12,253,000,000)	(12,604,000,000)
Resultado Neto	22,642,911,000	22,284,000,000	22,709,000,000	23,171,000,000	23,729,000,000	24,522,000,000

Ratios de Rentabilidad INFONAVIT	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Margen Financiero (=)	53.70%	58.10%	59.31%	59.85%	60.44%	61.07%
Margen ajustado por riesgos operativos (=)	24.69%	21.87%	21.55%	22.42%	24.89%	26.29%
Margen de Beneficio neto (=)	18.10%	17.23%	16.15%	15.00%	14.01%	13.21%
ROA (=)	1.95%	1.72%	1.61%	1.51%	1.42%	1.35%
ROE (=)	13.23%	11.29%	10.32%	9.52%	8.89%	8.41%
Rendimiento del Capital Total (=)	2.09%	1.83%	1.71%	1.61%	1.52%	1.46%
CARG anual (2017-2021)		-0.80%	0.95%	1.01%	1.20%	1.66%
CARG total (2017-2021)						1.93%

Cifras en MXN pesos

Nota: Cabe mencionar que el concepto RRAGD representa una Reserva de Rendimiento Adicional y Gestión de Descalce que únicamente se incluye con fines informativos y no se considera en la suma del Estado de Resultados.

ROA: Retorno sobre los Activos por sus siglas en inglés, es un ratio que expresa el porcentaje del activo que representa la utilidad neta. Se utiliza para medir la intensidad de utilización de los activos. Los activos utilizados para calcular este ratio fueron los estimados por el INFONAVIT durante el periodo de 2016 a 2021 (para más detalle ver la diapositiva 42).

ROE: Retorno sobre el Capital por sus siglas en inglés, es un ratio que expresa el porcentaje del capital que representa la utilidad neta. Se utiliza para medir el nivel de retorno de los accionistas. El capital utilizado para calcular este ratio fue el estimado por el INFONAVIT durante el periodo de 2016 a 2021 (para más detalle ver la diapositiva 42).

ROI: Retorno sobre la Inversión por sus siglas en inglés, es un ratio que expresa cuántas veces cubre la utilidad neta el costo de la inversión . Se utiliza para medir el nivel de rentabilidad de un proyecto de inversión. El nivel de inversión utilizado para el cálculo de este ratio hace referencia al monto a invertir en los Programas en 2016 proporcionado por TELRA (\$6,000 millones de pesos).

Análisis de Escenarios

INFONAVIT Incluyendo los Programas

CONFIDENCIAL

A continuación, utilizando la información proporcionada por el INFONAVIT referente al plan financiero 2017-2021, presentamos un estado de resultados pro forma en el cual incluimos la contribución del los Programas.

Estado de Resultado INFONAVIT	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingreso por intereses	128,581,615,000	129,363,000,000	140,591,000,000	154,440,000,000	169,406,000,000	185,639,000,000
Ingresos totales de Programas	-	4,535,086,287	5,554,938,571	6,865,278,330	7,964,472,777	8,714,392,181
(=) Ingresos Totales	128,581,615,000	133,898,086,287	146,145,938,571	161,305,278,330	177,370,472,777	194,353,392,181
Gasto por intereses	(60,004,846,000)	(54,203,000,000)	(57,212,000,000)	(62,007,000,000)	(67,015,000,000)	(72,264,000,000)
Estimación preventiva para riesgos crediticios	(36,121,187,000)	(46,862,000,000)	(53,084,000,000)	(57,809,000,000)	(60,222,000,000)	(64,563,000,000)
Costo de ventas total de los Programas		(401,775,179)	(476,798,744)	(553,155,183)	(651,998,170)	(757,711,875)
(=) Costos Totales	(96,126,033,000)	(101,466,775,179)	(110,772,798,744)	(120,369,155,183)	(127,888,998,170)	(137,584,711,875)
(=) Margen Bruto	32,455,582,000	32,431,311,108	35,373,139,827	40,936,123,147	49,481,474,607	56,768,680,306
Comisiones y tarifas cobradas (neto)	4,642,167,000	3,577,000,000	4,401,000,000	4,918,000,000	5,349,000,000	5,798,000,000
Gastos de operación de los Programas	-	(725,278,458)	(886,389,331)	(1,035,336,635)	(1,224,582,968)	(1,369,006,045)
Otros ingresos	-	17,907,000,000	17,523,000,000	19,254,000,000	20,599,000,000	22,009,000,000
Otros egresos	(4,973,759,000)	(16,333,000,000)	(17,951,000,000)	(23,723,000,000)	(32,135,000,000)	(39,493,000,000)
Gastos generales	(9,481,079,000)	(11,165,000,000)	(11,559,000,000)	(11,902,000,000)	(12,253,000,000)	(12,604,000,000)
(=) EBITDA	22,642,911,000	25,692,032,650	26,900,750,496	28,447,786,513	29,816,891,639	31,109,674,261
Depreciación y Amortización de los Programas		(32,622,786)	(76,002,522)	(135,498,381)	(149,297,885)	(105,672,391)
(=) EBIT	22,642,911,000	25,659,409,865	26,824,747,974	28,312,288,132	29,667,593,754	31,004,001,869
Gastos financieros netos de Programas	-	-	-	-	-	-
(=) EBT	22,642,911,000	25,659,409,865	26,824,747,974	28,312,288,132	29,667,593,754	31,004,001,869
Impuestos	-	-	-	-	-	-
(=) Utilidad Neta	22,642,911,000	25,659,409,865	26,824,747,974	28,312,288,132	29,667,593,754	31,004,001,869

Cifras en MXN pesos

Nota 1: Cabe mencionar que el concepto RRAGD representa una Reserva de Rendimiento Adicional y Gestión de Descalce que únicamente se incluye con fines informativos y no se considera en la suma del Estado de Resultados.

Nota 2: Observamos que en el periodo de proyección, los costos y los gastos crecen a una mayor proporción que lo que lo hacen los ingresos.

Nota 3: Es importante mencionar que el estado de resultados pro forma antes mencionado no representa un ejercicio de combinación o consolidación, si no la simple suma aritmética de los conceptos de cada estado de resultados individual.

Nota 4: Los Ingresos totales de Programas consideran el efecto del beneficio de \$100,000 en el gasto de recuperación equivalente al los ahorros que genera el INFONAVIT a partir la implementación de los Programas. En este sentido, el gasto de recuperación estimado por el INFONAVIT en el rubor Otros egresos se contrarresta con el beneficio mencionado anteriormente.

Análisis de Escenarios

Razones Financieras

CONFIDENCIAL

A continuación, presentamos algunas razones financieras estimadas a partir del estado de resultados pro forma del INFONAVIT en el cual incluimos la contribución de los Programas.

Ratios de Rentabilidad INFONAVIT	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Margen de Beneficio Bruto (=)	25.24%	24.22%	24.20%	25.38%	27.90%	29.21%
Margen de Beneficio Operativo (=)	17.61%	19.19%	18.41%	17.64%	16.81%	16.01%
Margen antes de impuestos (=)	17.61%	19.16%	18.35%	17.55%	16.73%	15.95%
Margen de Beneficio neto (=)	17.61%	19.16%	18.35%	17.55%	16.73%	15.95%
ROA (=)	1.92%	1.97%	1.89%	1.83%	1.76%	1.69%
ROE (=)	12.89%	12.78%	11.79%	11.06%	10.39%	9.79%
ROI (=)	277.4%	327.7%	347.1%	371.9%	394.5%	416.7%
Rendimiento del Capital Total (=)	2.03%	2.10%	2.01%	1.95%	1.88%	1.82%
CARG anual (2017-2021)		6.45%	2.25%	2.74%	2.37%	2.23%
CARG total (2017-2021)						3.86%

***ROA:** Retorno sobre los Activos por sus siglas en inglés, es un ratio que expresa el porcentaje del activo que representa la utilidad neta. Se utiliza para medir la intensidad de utilización de los activos. Los activos utilizados para calcular este ratio fueron los estimados por el INFONAVIT durante el periodo de 2016 a 2021. Por ejemplo, el cálculo del ratio ROA de 2016 se obtuvo de dividir \$22,643 millones / \$1,182 millones. (para más detalle ver la diapositiva 42).*

***ROE:** Retorno sobre el Capital por sus siglas en inglés, es un ratio que expresa el porcentaje del capital que representa la utilidad neta. Se utiliza para medir el nivel de retorno de los accionistas. El capital utilizado para calcular este ratio fue el estimado por el INFONAVIT durante el periodo de 2016 a 2021. Por ejemplo, el cálculo del ratio ROE de 2016 se obtuvo de dividir \$22,643 millones / \$175,640 millones. (para más detalle ver la diapositiva 42).*

***ROI:** Retorno sobre la Inversión por sus siglas en inglés, es un ratio que expresa cuántas veces cubre la utilidad neta el costo de la inversión . Se utiliza para medir el nivel de rentabilidad de un proyecto de inversión. El nivel de inversión utilizado para el cálculo de este ratio hace referencia al costo de los Programas en 2016. Por ejemplo, el cálculo del ratio ROI de 2016 se obtuvo de dividir (\$22,643 millones - \$6,000 millones) / \$6,000 millones.*

Análisis de Escenarios

Beneficios Generados por los Programas

CONFIDENCIAL

Como resultado del análisis de los escenarios planteados por TELRA, a continuación mostramos algunos de los posibles beneficios financieros generados por la inclusión de los Programas en las proyecciones financieras 2017-2021 proporcionadas por el INFONAVIT:

- Entendemos que el gasto promedio de recuperación de la vivienda disminuiría a \$20,000 pesos, generando un ahorro de \$100,0000 por transacción, mismo que se puede observar en el rubro de ingresos totales por los Programas. En este sentido, de acuerdo con la información proporcionada por el INFONAVIT, el gasto de recuperación disminuirá aproximadamente \$5,628 millones de pesos en los siguientes 5 años.
- Entendemos que la oferta de productos al público incrementaría la opción a los derechohabientes de acceder a diferentes soluciones de vivienda de acuerdo a sus características. De acuerdo con lo anterior, la demanda potencial de créditos podría incrementar, significando una colocación adicional de 422,223 créditos a lo largo de un periodo de 5 años.
- Finalmente, entendemos que a partir de la inclusión de los Programas en la operación del INFONAVIT se podría presentar una reducción en la estimación de reservas debido a una mejora en la calidad de la cartera (disminución de la cartera vencida).
- Entendemos que el beneficio generado por la comisiones de los Programas incrementará en promedio 50.68% el ingreso por comisiones generado para el INFONAVIT.¹

Flujos de Caja Descontados	Proyectado 1	Proyectado 2	Proyectado 3	Proyectado 4	Proyectado 5
Comisiones y tarifas cobradas (neto) - INFONAVIT	3,577,000,000	4,401,000,000	4,918,000,000	5,349,000,000	5,798,000,000
Utilidad Neta de los Programas	3,375,409,865	4,115,747,974	5,141,288,132	5,938,593,754	6,482,001,869
Total por comisiones	6,952,409,865	8,516,747,974	10,059,288,132	11,287,593,754	12,280,001,869
Porcentaje de contribución de la utilidad neta	48.55%	48.33%	51.11%	52.61%	52.79%

Cifras en MXN pesos

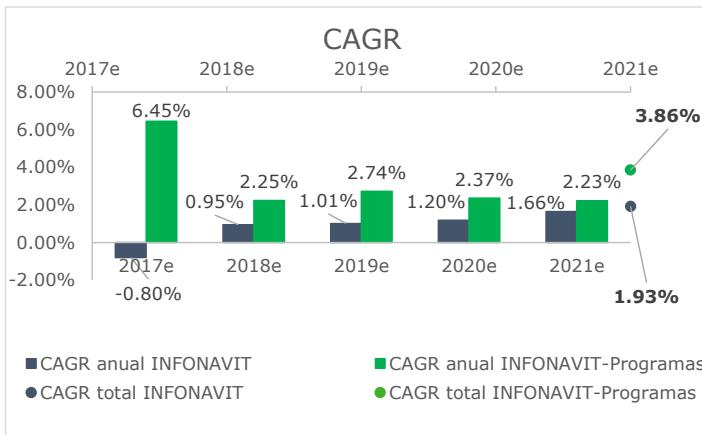
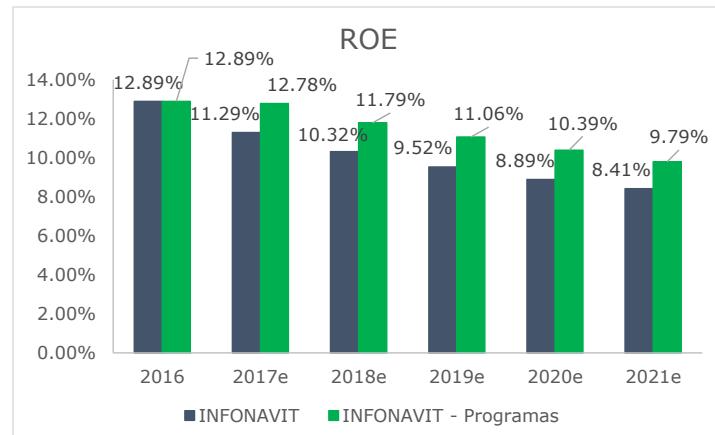
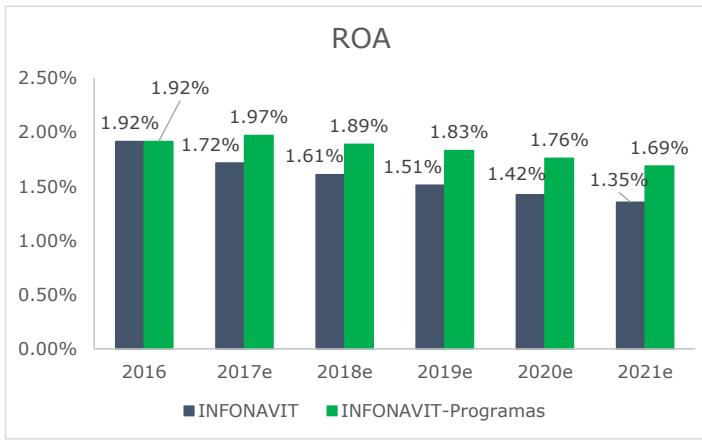
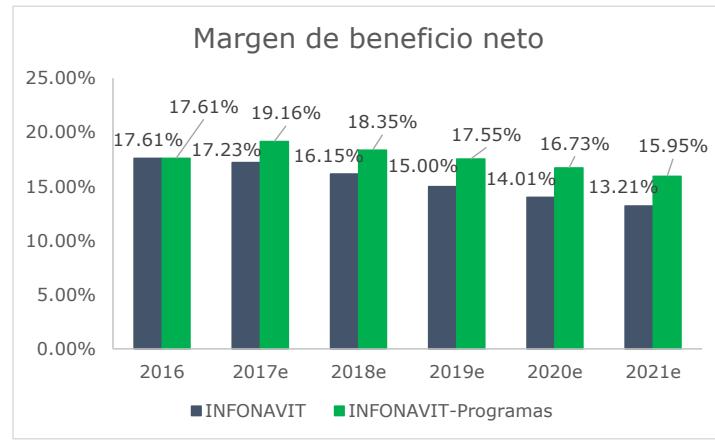
Nota 1: Cabe mencionar que las comisiones incluyen principalmente comisiones constancias CEDEVIS, créditos en coparticipación y Mejoravit, CEDEVIS y otras comisiones cobradas, así como comisiones de administración FANVIT, comisiones pagadas a correspondentes bancarios y comisiones por estructuración y administración de créditos.

Análisis de Escenarios

Beneficios Generados por los Programas

CONFIDENCIAL

Como resultado del análisis de los escenarios planteados por TELRA, a continuación mostramos la comparación gráfica de ratios que muestran algunos de los posibles beneficios financieros generados por la inclusión de los Programas en las proyecciones financieras 2017-2021 proporcionadas por el INFONAVIT:



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) Costo de Deuda después de Impuestos (Nominal MXN)	4.7%

Costo del Capital

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

Estructura Deuda / Capital *

Deuda	18.9%	0.9%	0.9%
Capital	81.1%	12.8%	14.8%
	100.0%	13.69%	15.70%

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

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
(=) Ingresos Totales	4,901,527,512	5,921,812,781	7,075,377,055	8,284,083,853	9,385,268,285
Δ%	20.8%	19.5%	17.1%	13.3%	
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
(=) Total de Costo de Ventas	510,815,406	607,460,340	707,204,105	832,906,947	965,049,079
% de Ventas	10.4%	10.3%	10.0%	10.1%	10.3%
(=) UTILIDAD BRUTA	4,390,712,106	5,314,352,441	6,368,172,950	7,451,176,905	8,420,219,206
% Margen Bruto	89.6%	89.7%	90.0%	89.9%	89.7%
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
(=) Total de Gastos de Operación	1,057,862,003	1,288,838,190	1,502,468,599	1,773,700,955	1,980,933,194
% de Ventas	21.6%	21.8%	21.2%	21.4%	21.1%
EBITDA	3,332,850,103	4,025,514,251	4,865,704,351	5,677,475,950	6,439,286,012
MARGEN EBITDA	68.0%	68.0%	68.8%	68.5%	68.6%
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%
EBIT	3,300,227,318	3,949,511,729	4,730,205,970	5,528,178,065	6,333,613,621
MARGEN EBIT	67.3%	66.7%	66.9%	66.7%	67.5%
Gastos Financieros - Netos	-	-	-	-	-
Costo Integral del Financiamiento	-	-	-	-	-
% de Ingresos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidad antes de Impuestos	3,300,227,318	3,949,511,729	4,730,205,970	5,528,178,065	6,333,613,621
% de Ingresos	67.3%	66.7%	66.9%	66.7%	67.5%
Impuestos sobre la Renta	976,333,527	1,184,853,519	1,419,061,791	1,658,453,420	1,900,084,086
UTILIDAD NETA	2,323,893,791	2,764,658,210	3,311,144,179	3,869,724,646	4,433,529,535
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
Activos					
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
Total de activos circulantes	2,291,268,971	5,008,245,839	8,283,033,357	12,269,081,564	16,764,772,584
Propiedad, Planta y Equipo - Neto	8,707,622	6,573,410	4,297,108	1,759,866	0
Total de Activos Fijos	8,707,622	6,573,410	4,297,108	1,759,866	0
Marcas y Licencias - Neto	59,440,490	115,967,499	161,527,112	56,470,156	5,245,073
Total de Activos Diferidos	59,440,490	115,967,499	161,527,112	56,470,156	5,245,073
TOTAL DE ACTIVOS	2,359,417,083	5,130,786,747	8,448,857,577	12,327,311,586	16,770,017,658
Pasivos					
Cuentas por pagar	35,473,292	42,184,746	49,111,396	57,840,760	67,017,297
Total de pasivos a corto plazo	35,473,292	42,184,746	49,111,396	57,840,760	67,017,297
Deuda bancaria a Corto y Largo Plazo	0	0	0	0	0
Total de pasivos a largo plazo	0	0	0	0	0
TOTAL DE PASIVOS	35,473,292	42,184,746	49,111,396	57,840,760	67,017,297
Capital contable					
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
Total de Capital Contable	2,323,943,791	5,088,602,001	8,399,746,180	12,269,470,826	16,703,000,361
TOTAL DE PASIVOS Y CAPITAL CONTABLE	2,359,417,083	5,130,786,747	8,448,857,577	12,327,311,586	16,770,017,658

Cifras en MXN pesos

Anexo 2: Estados Financieros Proyectados

Estado de Resultados – Escenario de Sensibilidad

CONFIDENCIAL

Flujos de Caja Descontados	Proyectado 1	Proyectado 2	Proyectado 3	Proyectado 4	Proyectado 5
ROA 2 X 1	891,507,945	1,130,590,564	1,333,069,056	1,549,175,547	1,808,352,616
ROA 1 X 1	481,401,256	561,238,139	698,808,831	906,355,054	1,065,825,205
REA a ROA	1,591,932,000	2,122,576,000	2,918,542,000	3,316,525,000	3,316,525,000
ROA Renta Irr.	162,270,086	168,371,442	174,702,208	181,271,011	188,086,801
IMSS	303,896,157	171,994,174	89,230,578	92,585,647	96,066,868
MAI	1,104,078,842	1,400,168,252	1,650,925,657	1,918,560,518	2,239,535,692
(=) Ingresos Totales	4,535,086,287	5,554,938,571	6,865,278,330	7,964,472,777	8,714,392,181
Δ%	22.5%	23.6%	16.0%	9.4%	
ROA 2 X 1	125,859,945	159,612,786	188,197,984	218,707,136	255,296,840
ROA 1 X 1	67,962,530	79,233,620	98,655,364	127,956,008	150,469,441
REA a ROA	-	-	-	-	-
ROA Renta Irr.	22,908,718	23,770,086	24,663,841	25,591,202	26,553,431
IMSS	29,174,031	16,511,441	8,566,135	8,888,222	9,222,419
MAI	155,869,954	197,670,812	233,071,858	270,855,602	316,169,745
(=) Total de Costo de Ventas	401,775,179	476,798,744	553,155,183	651,998,170	757,711,875
% de Ventas	8.9%	8.6%	8.1%	8.2%	8.7%
(=) UTILIDAD BRUTA	4,133,311,108	5,078,139,827	6,312,123,147	7,312,474,607	7,956,680,306
% Margen Bruto	91.1%	91.4%	91.9%	91.8%	91.3%
Dirección Comercial	442,095,916	557,871,032	659,712,369	798,623,655	902,094,771
Dirección Operativa	65,186,048	67,637,044	70,180,197	72,818,972	75,556,965
Dirección TI	100,467,693	138,933,372	178,910,945	221,849,572	255,127,008
Dirección Jurídica	84,195,413	87,361,161	90,645,940	94,054,228	97,590,667
Dirección Finanzas	10,149,963	10,531,601	10,927,590	11,338,467	11,764,793
Corporativo	23,183,424	24,055,121	24,959,594	25,898,074	26,871,842
Costo del Operador del Programa	680,262,943	833,240,786	1,029,791,750	1,194,670,917	1,307,158,827
(=) Total de Gastos de Operación	1,405,541,401	1,719,630,116	2,065,128,384	2,419,253,885	2,676,164,873
% de Ventas	31.0%	31.0%	30.1%	30.4%	30.7%
EBITDA	2,727,769,707	3,358,509,711	4,246,994,763	4,893,220,722	5,280,515,433
MARGEN EBITDA	60.1%	60.5%	61.9%	61.4%	60.6%
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	0.7%	1.4%	2.0%	1.9%	1.2%
EBIT	2,695,146,922	3,282,507,189	4,111,496,382	4,743,922,838	5,174,843,042
MARGEN EBIT	59.4%	59.1%	59.9%	59.6%	59.4%
Gastos Financieros - Netos	-	-	-	-	-
Costo Integral del Financiamiento	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% de Ingresos					
Utilidad antes de Impuestos	2,695,146,922	3,282,507,189	4,111,496,382	4,743,922,838	5,174,843,042
% de Ingresos	59.4%	59.1%	59.9%	59.6%	59.4%
Impuestos sobre la Renta	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	2,695,146,922	3,282,507,189	4,111,496,382	4,743,922,838	5,174,843,042
MARGEN NETO	59.4%	59.1%	59.9%	59.6%	59.4%

Cifras en MXN pesos

Anexo 2: Estados Financieros Proyectados

Balance General – Escenario de Sensibilidad **CONFIDENCIAL**

Balance General	Proyectado 1	Proyectado 2	Proyectado 3	Proyectado 4	Proyectado 5
Activos					
Efectivo y equivalentes	2,277,026,007	5,425,362,678	9,389,683,300	14,156,464,894	19,329,140,831
Cuentas por Cobrar	377,923,857	462,911,548	572,106,528	663,706,065	726,199,348
Total de activos circulantes	2,654,949,864	5,888,274,226	9,961,789,827	14,820,170,959	20,055,340,179
Propiedad, Planta y Equipo - Neto	8,707,622	6,573,410	4,297,108	1,759,866	0
Total de Activos Fijos	8,707,622	6,573,410	4,297,108	1,759,866	0
Marcas y Licencias - Neto	59,440,490	115,967,499	161,527,112	56,470,156	5,245,073
Total de Activos Diferidos	59,440,490	115,967,499	161,527,112	56,470,156	5,245,073
TOTAL DE ACTIVOS	2,723,097,976	6,010,815,134	10,127,614,047	14,878,400,981	20,060,585,253
Pasivos					
Cuentas por pagar	27,901,054	33,111,024	38,413,554	45,277,651	52,618,880
Total de pasivos a corto plazo	27,901,054	33,111,024	38,413,554	45,277,651	52,618,880
Deuda bancaria a Corto y Largo Plazo	0	0	0	0	0
Total de pasivos a largo plazo	0	0	0	0	0
TOTAL DE PASTIVOS	27,901,054	33,111,024	38,413,554	45,277,651	52,618,880
Capital contable					
Acciones ordinarias	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Ganacias (perdidas) acumuladas	2,695,146,922	5,977,654,110	10,089,150,493	14,833,073,330	20,007,916,373
Total de Capital Contable	2,695,196,922	5,977,704,110	10,089,200,493	14,833,123,330	20,007,966,373
TOTAL DE PASIVOS Y CAPITAL CONTABLE	2,723,097,976	6,010,815,134	10,127,614,047	14,878,400,981	20,060,585,253

Cifras en MXN pesos

Anexo 2: Estados Financieros Proyectados

Estado de Resultados – INFONAVIT

CONFIDENCIAL

ESTADO DE RESULTADOS INFONAVIT	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos por Intereses	128,581,615,000	129,363,000,000	140,591,000,000	154,440,000,000	169,406,000,000	185,639,000,000
Gastos por Intereses	(60,004,846,000)	(54,203,000,000)	(57,212,000,000)	(62,007,000,000)	(67,015,000,000)	(72,264,000,000)
Margen financiero	68,576,769,000	75,160,000,000	83,379,000,000	92,433,000,000	102,391,000,000	113,375,000,000
Estimación preventiva para riesgos crediticios	(36,121,187,000)	(46,862,000,000)	(53,084,000,000)	(57,809,000,000)	(60,222,000,000)	(64,563,000,000)
Margen ajustado por riesgos crediticios	32,455,582,000	28,298,000,000	30,295,000,000	34,624,000,000	42,169,000,000	48,812,000,000
Comisiones y tarifas cobradas (neto)	4,642,167,000	3,577,000,000	4,401,000,000	4,918,000,000	5,349,000,000	5,798,000,000
Otros ingresos		17,907,000,000	17,523,000,000	19,254,000,000	20,599,000,000	22,009,000,000
Otros egresos	(4,973,759,000)	(16,333,000,000)	(17,951,000,000)	(23,723,000,000)	(32,135,000,000)	(39,493,000,000)
RRAGD	-	(3,198,000,000)	(2,460,000,000)	(6,297,000,000)	(12,949,000,000)	(18,517,000,000)
Gastos generales	(9,481,079,000)	(11,165,000,000)	(11,559,000,000)	(11,902,000,000)	(12,253,000,000)	(12,604,000,000)
Resultado Neto	22,642,911,000	22,284,000,000	22,709,000,000	23,171,000,000	23,729,000,000	24,522,000,000

Cifras en MXN pesos

Nota: Es importante mencionar que las cifras aquí mostradas provienen de información proporcionada por el INFONAVIT en el documento denominado Plan Financiero 2017-2021.

Asimismo, cabe mencionar que el concepto RRAGD representa una Reserva de Rendimiento Adicional y Gestión de Descalce que únicamente se incluye con fines informativos y no se considera en la suma del Estado de Resultados.

Anexo 2: Estados Financieros Proyectados

Balance General – INFONAVIT

CONFIDENCIAL

BALANCE GENERAL INFONAVIT	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Disponibilidades e inversiones en valores	116,668,874,000	146,330,000,000	180,159,000,000	218,079,000,000	263,103,000,000	316,364,000,000
Cartera de crédito vigente	1,079,002,276,000	1,160,077,000,000	1,240,110,000,000	1,324,538,000,000	1,415,734,000,000	1,512,569,000,000
Cartera de crédito vencida	89,731,142,000	99,251,000,000	107,855,000,000	117,275,000,000	127,190,000,000	137,128,000,000
Total de cartera de crédito	1,168,733,418,000	1,259,328,000,000	1,347,965,000,000	1,441,813,000,000	1,542,924,000,000	1,649,697,000,000
Estimación preventiva para riesgos crediticios	-216,540,530,000	-234,804,000,000	-255,378,000,000	-276,978,000,000	-299,604,000,000	-325,358,000,000
Otros activos	113,137,364,000	127,288,000,000	138,950,000,000	150,113,000,000	160,125,000,000	169,266,000,000
Total Activo	1,181,999,126,000	1,298,142,000,000	1,411,696,000,000	1,533,027,000,000	1,666,548,000,000	1,809,969,000,000
Fondo de ahorro	8,630,811,000	8,567,000,000	8,492,000,000	8,417,000,000	8,342,000,000	8,267,000,000
Sistema de Ahorro para el retiro	928,420,450,000	1,011,434,000,000	1,097,880,000,000	1,187,457,000,000	1,281,764,000,000	1,379,990,000,000
Otros pasivos	69,307,720,000	80,736,000,000	85,208,000,000	93,866,000,000	109,425,000,000	130,174,000,000
RRAGD		4,198,000,000	6,658,000,000	12,954,000,000	25,903,000,000	44,421,000,000
Total pasivo	1,006,358,981,000	1,100,737,000,000	1,191,580,000,000	1,289,740,000,000	1,399,531,000,000	1,518,431,000,000
Total patrimonio	175,640,145,000	197,405,000,000	220,115,000,000	243,286,000,000	267,016,000,000	291,538,000,000
Pasivo + Patrimonio	1,181,999,126,000	1,298,142,000,000	1,411,695,000,000	1,533,026,000,000	1,666,547,000,000	1,809,969,000,000

Cifras en MXN pesos

Nota: Es importante mencionar que las cifras aquí mostradas provienen de información proporcionada por el INFONAVIT en el documento denominado Plan Financiero 2017-2021.

Asimismo, cabe mencionar que el concepto RRAGD representa una Reserva de Rendimiento Adicional y Gestión de Descalce que únicamente se incluye con fines informativos y no se considera en la suma del Balance General.

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 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.