

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.

29 de agosto 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
Resumen de Valuación y Conclusiones	36
Anexo 1: Tasa de Descuento	38
Anexo 2: Estados Financieros Proyectados	41
Anexo 3: Limitaciones de Alcance	51

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.

Derivado de la solicitud realizada por TELRA el día 28 de agosto de 2017, actualizamos nuestro reporte original (Junio 2017) con un escenario de sensibilidad que corresponde a escenarios solicitados por el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (en lo sucesivo, el "INFONAVIT") y que reflejan supuestos proporcionados por dicho Instituto (en lo sucesivo, el "Escenario de Sensibilidad").

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 proporcionadas por el INFONAVIT a través de TELRA.

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 bajo dichos supuestos.

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 y la Adenda a la misma aceptada por la Compañía el 28 de agosto 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 y en la Adenda a la misma, 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

Trabajo Realizado e Información Recibida

Actividades Desarrolladas

CONFIDENCIAL

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:

- Adecuación al modelo de valuación elaborado previamente para la estimación del rango de Valor de Mercado de los Programas de TELRA, utilizando las proyecciones proporcionadas por el INFONAVIT, mediante el cual estimamos los estados financieros proyectados, tomando como base los supuestos definidos.
- Estimación de los flujos de efectivo futuros 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.

Trabajo Realizado e Información Recibida

Actividades Desarrolladas (cont.)

CONFIDENCIAL

- 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 y el INFONAVIT.

Valor de Mercado de los Programas de TELRA

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

Enfoque de Ingresos

Escenario de demanda potencial de créditos ajustada por penetración al 30%

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)	Se refiere al universo total de clientes para cada tipo de Producto, estimados por la Compañía con base en información pública del INFONAVIT.				
% de penetración	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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. El acumulado de los porcentajes de penetración objetivo por tipo de Producto, para los 5 años de proyección son los siguientes: 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)	Obtuvimos el número total de transacciones al multiplicar la demanda potencial de créditos por el porcentaje de penetración de cada Producto. Adicionalmente, el INFONAVIT solicitó que le aplicáramos el porcentaje del 30% de penetración a la demanda potencial de los créditos, para obtener un escenario de sensibilidad bajo estos parámetros.				
Precio promedio de la Vivienda	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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): ROA 2X1 → \$ 360,000 ROA Irr. → \$ 240,000 ROA 1X1 → \$ 240,000 IMSS → \$ 458,700 REA a ROA → \$ 45,000 MAI → \$ 265,978 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.				
Valor de cartera	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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.				
% 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, el INFONAVIT 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.				

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)	Entendemos que el ingreso por transacciones fue estimado al multiplicar el Valor Total de la Cartera considerando el % de Comisión correspondiente a cada segmento del cajon salarial.
Costo de ventas		Dentro del Costo de Ventas están consideradas las Comisiones del área comercial, las cuales representan un 0.96% del Valor Total de la Cartera de cada programa, de acuerdo a los lineamientos definidos por TELRA.
Gastos de operación		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: • Dirección Comercial • Dirección Operativa • Dirección TI • Dirección Jurídica • Dirección de Finanzas • Dirección Corporativa
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Comercial	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Comercial en promedio al 10.0% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 30%)

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales		
Concepto		Descripción
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Operativa	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Operativa en promedio al 1.1% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 30%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección de TI	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección de TI en promedio al 2.6% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 30%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Jurídica	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Jurídica en promedio al 1.4% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 30%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección de Finanzas	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección de Finanzas en promedio al 0.2% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 30%)

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales							
Concepto		Descripción					
Gastos de operación	Corporativo	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Jurídica en promedio al 0.4% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 30%)					
Inversiones en activo fijo ("Capex")		..					
		La inversión en CAPEX incluye principalmente Hardware y Telecomunicaciones, Licencias de Software y Desarrollo del Aplicativo.					
		Las siguientes son las inversiones anuales estimadas en millones de pesos (MXN):					
		Proyectado 1	→	\$100.8	Proyectado 4	→	\$41.7
		Proyectado 2	→	\$130.4	Proyectado 5	→	\$52.7
		Proyectado 3	→	\$178.8			
		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%.					
Requerimientos de capital de trabajo	Activo Circulante y Pasivo Circulante	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):					
		• Cuentas por Cobrar: 30					
		• Proveedores: 25					
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.					

Enfoque de Ingresos

Flujos de Caja Descontados

CONFIDENCIAL

A continuación presentamos el flujo de caja estimado considerando las proyecciones proporcionadas por el INFONAVIT (demanda ajustada al 30%) a través 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	267,452,383	339,177,169	399,920,717	464,752,664	542,505,785
ROA 1 X 1	144,420,377	168,371,442	209,642,649	271,906,516	319,747,561
REA a ROA	477,579,600	636,772,800	875,562,600	994,957,500	994,957,500
ROA Renta Irr.	48,681,026	50,511,432	52,410,662	54,381,303	56,426,040
IMSS	206,649,387	116,956,039	60,676,793	62,958,240	65,325,470
MAI	331,223,653	420,050,476	495,277,697	575,568,155	671,860,708
(=) Ingresos Totales	1,476,006,426	1,731,839,358	2,093,491,119	2,424,524,379	2,650,823,064
Δ%	17.3%	20.9%	15.8%	9.3%	9.3%
ROA 2 X 1	37,757,984	47,883,836	56,459,395	65,612,141	76,589,052
ROA 1 X 1	20,388,759	23,770,086	29,596,609	38,386,802	45,140,832
REA a ROA	-	-	-	-	-
ROA Renta Irr.	6,872,615	7,131,026	7,399,152	7,677,360	7,966,029
IMSS	29,174,031	16,511,441	8,566,135	8,888,222	9,222,419
MAI	46,760,986	59,301,244	69,921,557	81,256,681	94,850,923
(=) Total de Costo de Ventas	140,954,375	154,597,632	171,942,850	201,821,206	233,769,256
% de Ventas	9.5%	8.9%	8.2%	8.3%	8.8%
(=) UTILIDAD BRUTA	1,335,052,050	1,577,241,726	1,921,548,269	2,222,703,173	2,417,053,808
% Margen Bruto	90.5%	91.1%	91.8%	91.7%	91.2%
Dirección Comercial	143,886,218	173,925,057	201,172,031	243,114,965	274,407,391
Dirección Operativa	21,215,699	21,086,911	21,400,679	22,167,365	22,983,605
Dirección TI	32,698,597	43,314,661	54,556,925	67,534,878	77,606,853
Dirección Jurídica	27,402,559	27,236,214	27,641,483	28,631,747	29,686,017
Dirección Finanzas	3,303,445	3,283,392	3,332,248	3,451,627	3,578,722
Corporativo	7,545,365	7,499,562	7,611,154	7,883,825	8,174,121
Costo del Operador del Programa	-	-	-	-	-
(=) Total de Gastos de Operación	236,051,884	276,345,797	315,714,520	372,784,407	416,436,709
% de Ventas	16.0%	16.0%	15.1%	15.4%	15.7%
EBITDA	1,099,000,166	1,300,895,928	1,605,833,749	1,849,918,766	2,000,617,099
MARGEN EBITDA	74.5%	75.1%	76.7%	76.3%	75.5%
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	2.2%	4.4%	6.5%	6.2%	4.0%
EBIT	1,066,377,380	1,224,893,406	1,470,335,369	1,700,620,881	1,894,944,708
MARGEN EBIT	72.2%	70.7%	70.2%	70.1%	71.5%
Impuestos sobre la Renta	0	0	0	0	0
NOPAT	1,066,377,380	1,224,893,406	1,470,335,369	1,700,620,881	1,894,944,708
(+) 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	(113,212,037)	(20,371,963)	(28,933,118)	(25,511,219)	(16,639,609)
FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS	885,017,231	1,150,128,647	1,398,118,939	1,782,703,859	1,931,290,048
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)	822,766,040	924,102,862	970,883,848	1,069,920,786	1,001,772,685
VP DE FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS (Rango Superior)	830,020,664	948,763,470	1,014,448,510	1,137,730,630	1,084,131,851

Cifras en MXN pesos

Enfoque de Ingresos

Flujos de Caja Descontados (cont.)

CONFIDENCIAL

Nuestro análisis estuvo basado, principalmente, en la información proyectada disponible, considerando los supuestos operativos y financieros de negocio, elaborados y proporcionados por TELRA y/o el INFONAVIT, 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 y/o el INFONAVIT.

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)	4,789,446,221	5,015,095,123
Valor Empresa (VE)	4,789,446,221	5,015,095,123
(+) Efectivo no operativo	-	-
(-) Total de la Deuda	-	-
Valor del Capital	4,789,446,221	5,015,095,123

Cifras en MXN pesos

Escenario de demanda potencial de créditos ajustada por penetración al 36%

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)	Se refiere al universo total de clientes para cada tipo de Producto, estimados por la Compañía con base en información pública del INFONAVIT.				
% de penetración	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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. El acumulado de los porcentajes de penetración objetivo por tipo de Producto, para los 5 años de proyección son los siguientes: 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)	Obtuvimos el número total de transacciones al multiplicar la demanda potencial de créditos por el porcentaje de penetración de cada Producto. Adicionalmente, el INFONAVIT solicitó que le aplicáramos el porcentaje del 36% de penetración a la demanda potencial de los créditos, para obtener un escenario de sensibilidad bajo estos parámetros.				
Precio promedio de la Vivienda	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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): ROA 2X1 → \$ 360,000 ROA Irr. → \$ 240,000 ROA 1X1 → \$ 240,000 IMSS → \$ 458,700 REA a ROA → \$ 45,000 MAI → \$ 265,978 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.				
Valor de cartera	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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.				
% 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, el INFONAVIT 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.				

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)	Entendemos que el ingreso por transacciones fue estimado al multiplicar el Valor Total de la Cartera considerando el % de Comisión correspondiente a cada segmento del cajon salarial.
Costo de ventas		Dentro del Costo de Ventas están consideradas las Comisiones del área comercial, las cuales representan un 0.96% del Valor Total de la Cartera de cada programa, de acuerdo a los lineamientos definidos por TELRA.
Gastos de operación		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: • Dirección Comercial • Dirección Operativa • Dirección TI • Dirección Jurídica • Dirección de Finanzas • Dirección Corporativa
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Comercial	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Comercial en promedio al 10.0% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 36%)

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales		
Concepto		Descripción
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Operativa	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Operativa en promedio al 1.1% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 36%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección de TI	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección de TI en promedio al 2.6% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 36%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Jurídica	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Jurídica en promedio al 1.4% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 36%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección de Finanzas	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección de Finanzas en promedio al 0.2% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 36%)

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales																							
Concepto		Descripción																					
Gastos de operación	Corporativo	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Jurídica en promedio al 0.4% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 36%)																					
Inversiones en activo fijo ("Capex")		.. La inversión en CAPEX incluye principalmente Hardware y Telecomunicaciones, Licencias de Software y Desarrollo del Aplicativo. Las siguientes son las inversiones anuales estimadas en millones de pesos (MXN): <table><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></table> Dicha inversión representa en promedio como porcentaje sobre ventas un 2.1% durante el periodo de proyección.TELRA únicamente nos proporciónó 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%.				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	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): - Cuentas por Cobrar: 30 - Proveedores: 25																					
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.																					

Enfoque de Ingresos

Flujos de Caja Descontados

CONFIDENCIAL

A continuación presentamos el flujo de caja estimado considerando las proyecciones proporcionadas por el INFONAVIT (demanda ajustada al 36%) a través 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	320,942,860	407,012,603	479,904,860	557,703,197	651,006,942
ROA 1 X 1	173,304,452	202,045,730	251,571,179	326,287,820	383,697,074
REA a ROA	573,095,520	764,127,360	1,050,675,120	1,193,949,000	1,193,949,000
ROA Renta Irr.	58,417,231	60,613,719	62,892,795	65,257,564	67,711,248
IMSS	206,649,387	116,956,039	60,676,793	62,958,240	65,325,470
MAI	397,468,383	504,060,571	594,333,237	690,681,786	806,232,849
(=) Ingresos Totales	1,729,877,834	2,054,816,021	2,500,053,984	2,896,837,607	3,167,922,583
Δ%		18.8%	21.7%	15.9%	9.4%
ROA 2 X 1	45,309,580	57,460,603	67,751,274	78,734,569	91,906,862
ROA 1 X 1	24,466,511	28,524,103	35,515,931	46,064,163	54,168,999
REA a ROA	-	-	-	-	-
ROA Renta Irr.	8,247,139	8,557,231	8,878,983	9,212,833	9,559,235
IMSS	29,174,031	16,511,441	8,566,135	8,888,222	9,222,419
MAI	56,113,183	71,161,492	83,905,869	97,508,017	113,821,108
(=) Total de Costo de Ventas	163,310,444	182,214,870	204,618,193	240,407,803	278,678,623
% de Ventas	9.4%	8.9%	8.2%	8.3%	8.8%
(=) UTILIDAD BRUTA	1,566,567,389	1,872,601,152	2,295,435,791	2,656,429,804	2,889,243,959
% Margen Bruto	90.6%	91.1%	91.8%	91.7%	91.2%
Dirección Comercial	168,634,482	206,360,938	240,240,302	290,475,353	327,936,399
Dirección Operativa	24,864,775	25,019,481	25,556,761	26,485,713	27,467,047
Dirección TI	38,322,719	51,392,561	65,152,059	80,691,114	92,745,724
Dirección Jurídica	32,115,768	32,315,589	33,009,549	34,209,399	35,476,907
Dirección Finanzas	3,871,634	3,895,723	3,979,382	4,124,027	4,276,828
Corporativo	8,843,160	8,898,181	9,089,265	9,419,646	9,768,658
Costo del Operador del Programa	-	-	-	-	-
(=) Total de Gastos de Operación	276,652,537	327,882,473	377,027,318	445,405,251	497,671,562
% de Ventas	16.0%	16.0%	15.1%	15.4%	15.7%
EBITDA	1,289,914,852	1,544,718,678	1,918,408,473	2,211,024,553	2,391,572,398
MARGEN EBITDA	74.6%	75.2%	76.7%	76.3%	75.5%
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	1.9%	3.7%	5.4%	5.2%	3.3%
EBIT	1,257,292,067	1,468,716,156	1,782,910,092	2,061,726,668	2,285,900,006
MARGEN EBIT	72.7%	71.5%	71.3%	71.2%	72.2%
Impuestos sobre la Renta	0	0	0	0	0
NOPAT	1,257,292,067	1,468,716,156	1,782,910,092	2,061,726,668	2,285,900,006
(+) 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	(132,815,483)	(25,765,375)	(35,547,377)	(30,579,912)	(19,932,719)
FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS	1,056,328,472	1,388,557,984	1,704,079,404	2,138,740,953	2,318,952,237
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)	982,027,426	1,115,675,547	1,183,349,372	1,283,602,652	1,202,855,578
VP DE FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS (Rango Superior)	990,686,314	1,145,448,463	1,236,447,603	1,364,955,306	1,301,746,459

Cifras en MXN pesos

Enfoque de Ingresos

Flujos de Caja Descontados (cont.)

CONFIDENCIAL

Nuestro análisis estuvo basado, principalmente, en la información proyectada disponible, considerando los supuestos operativos y financieros de negocio, elaborados y proporcionados por TELRA y/o el INFONAVIT, 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 y/o el INFONAVIT.

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)	5,767,510,575	6,039,284,145
Valor Empresa (VE)	5,767,510,575	6,039,284,145
(+) Efectivo no operativo	-	-
(-) Total de la Deuda	-	-
Valor del Capital	5,767,510,575	6,039,284,145

Cifras en MXN pesos

Escenario de demanda potencial de créditos ajustada por penetración al 42%

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)	Se refiere al universo total de clientes para cada tipo de Producto, estimados por la Compañía con base en información pública del INFONAVIT.				
% de penetración	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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. El acumulado de los porcentajes de penetración objetivo por tipo de Producto, para los 5 años de proyección son los siguientes: 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)	Obtuvimos el número total de transacciones al multiplicar la demanda potencial de créditos por el porcentaje de penetración de cada Producto. Adicionalmente, el INFONAVIT solicitó que le aplicáramos el porcentaje del 42% de penetración a la demanda potencial de los créditos, para obtener un escenario de sensibilidad bajo estos parámetros.				
Precio promedio de la Vivienda	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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): ROA 2X1 → \$ 360,000 ROA Irr. → \$ 240,000 ROA 1X1 → \$ 240,000 IMSS → \$ 458,700 REA a ROA → \$ 45,000 MAI → \$ 265,978 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.				
Valor de cartera	ROA 2X1, ROA 1X1, REA a ROA, ROA renta Irr., IMSS y MAI (Productos)	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.				
% 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, el INFONAVIT 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.				

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)	Entendemos que el ingreso por transacciones fue estimado al multiplicar el Valor Total de la Cartera considerando el % de Comisión correspondiente a cada segmento del cajon salarial.
Costo de ventas		Dentro del Costo de Ventas están consideradas las Comisiones del área comercial, las cuales representan un 0.96% del Valor Total de la Cartera de cada programa, de acuerdo a los lineamientos definidos por TELRA.
Gastos de operación		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: • Dirección Comercial • Dirección Operativa • Dirección TI • Dirección Jurídica • Dirección de Finanzas • Dirección Corporativa
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Comercial	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Comercial en promedio al 10.0% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 42%)

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales		
Concepto		Descripción
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Operativa	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Operativa en promedio al 1.1% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 42%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección de TI	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección de TI en promedio al 2.6% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 42%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección Jurídica	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Jurídica en promedio al 1.4% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 42%)
Gastos de operación	Gastos de la Dirección de Finanzas	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección de Finanzas en promedio al 0.2% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 42%)

Enfoque de Ingresos

Supuestos Principales

CONFIDENCIAL

TELRA - Supuestos Principales																							
Concepto		Descripción																					
Gastos de operación	Corporativo	Para efectos de este escenario, mantuvimos el porcentaje de los Gastos de la Dirección Jurídica en promedio al 0.4% de los ingresos correspondientes (demanda potencial ajustada por penetración al 42%)																					
Inversiones en activo fijo ("Capex")		.. La inversión en CAPEX incluye principalmente Hardware y Telecomunicaciones, Licencias de Software y Desarrollo del Aplicativo. Las siguientes son las inversiones anuales estimadas en millones de pesos (MXN): <table><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></table> Dicha inversión representa en promedio como porcentaje sobre ventas un 2.1% durante el periodo de proyección.TELRA únicamente nos proporciónó 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%.				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	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): - Cuentas por Cobrar: 30 - Proveedores: 25																					
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.																					

Enfoque de Ingresos

Flujos de Caja Descontados

CONFIDENCIAL

A continuación presentamos el flujo de caja estimado considerando las proyecciones proporcionadas por el INFONAVIT (demanda ajustada al 42%) a través 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	374,433,337	474,848,037	559,889,003	650,653,730	759,508,099
ROA 1 X 1	202,188,528	235,720,018	293,499,709	380,669,123	447,646,586
REA a ROA	668,611,440	891,481,920	1,225,787,640	1,392,940,500	1,392,940,500
ROA Renta Irr.	68,153,436	70,716,005	73,374,927	76,133,825	78,996,456
IMSS	206,649,387	116,956,039	60,676,793	62,958,240	65,325,470
MAI	463,713,114	588,070,666	693,388,776	805,795,417	940,604,991
(=) Ingresos Totales	1,983,749,241	2,377,792,685	2,906,616,849	3,369,150,835	3,685,022,102
Δ%	19.9%	22.2%	15.9%	9.4%	
ROA 2 X 1	52,861,177	67,037,370	79,043,153	91,856,997	107,224,673
ROA 1 X 1	28,544,263	33,278,120	41,435,253	53,741,523	63,197,165
REA a ROA	-	-	-	-	-
ROA Renta Irr.	9,621,662	9,983,436	10,358,813	10,748,305	11,152,441
IMSS	29,174,031	16,511,441	8,566,135	8,888,222	9,222,419
MAI	65,465,381	83,021,741	97,890,180	113,759,353	132,791,293
(=) Total de Costo de Ventas	185,666,513	209,832,108	237,293,535	278,994,400	323,587,991
% de Ventas	9.4%	8.8%	8.2%	8.3%	8.8%
(=) UTILIDAD BRUTA	1,798,082,728	2,167,960,577	2,669,323,314	3,090,156,434	3,361,434,111
% Margen Bruto	90.6%	91.2%	91.8%	91.7%	91.2%
Dirección Comercial	193,382,746	238,796,819	279,308,572	337,835,740	381,465,408
Dirección Operativa	28,513,851	28,952,052	29,712,844	30,804,060	31,950,488
Dirección TI	43,946,840	59,470,461	75,747,194	93,847,351	107,884,594
Dirección Jurídica	36,828,977	37,394,964	38,377,616	39,787,050	41,267,797
Dirección Finanzas	4,439,823	4,508,054	4,626,515	4,796,426	4,974,934
Corporativo	10,140,954	10,296,800	10,567,376	10,955,467	11,363,194
Costo del Operador del Programa	-	-	-	-	-
(=) Total de Gastos de Operación	317,253,190	379,419,149	438,340,117	518,026,095	578,906,415
% de Ventas	16.0%	16.0%	15.1%	15.4%	15.7%
EBITDA	1,480,829,538	1,788,541,428	2,230,983,197	2,572,130,340	2,782,527,696
MARGEN EBITDA	74.6%	75.2%	76.8%	76.3%	75.5%
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	1.6%	3.2%	4.7%	4.4%	2.9%
EBIT	1,448,206,753	1,712,538,906	2,095,484,816	2,422,832,455	2,676,855,305
MARGEN EBIT	73.0%	72.0%	72.1%	71.9%	72.6%
Impuestos sobre la Renta	0	0	0	0	0
NOPAT	1,448,206,753	1,712,538,906	2,095,484,816	2,422,832,455	2,676,855,305
(+) 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	(152,418,929)	(31,158,787)	(42,161,637)	(35,648,605)	(23,225,828)
FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS	1,227,639,712	1,626,987,322	2,010,039,868	2,494,778,047	2,706,614,425
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)	1,141,288,812	1,307,248,232	1,395,814,896	1,497,284,518	1,403,938,472
VP DE FLUJO DE CAJA DESPUÉS DE IMPUESTOS (Rango Superior)	1,151,351,965	1,342,133,456	1,458,446,696	1,592,179,982	1,519,361,067

Cifras en MXN pesos

Enfoque de Ingresos

Flujos de Caja Descontados (cont.)

CONFIDENCIAL

Nuestro análisis estuvo basado, principalmente, en la información proyectada disponible, considerando los supuestos operativos y financieros de negocio, elaborados y proporcionados por TELRA y/o el INFONAVIT, 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 y/o el INFONAVIT.

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)	6,745,574,930	7,063,473,166
Valor Empresa (VE)	6,745,574,930	7,063,473,166
(+) Efectivo no operativo	-	-
(-) Total de la Deuda	-	-
Valor del Capital	6,745,574,930	7,063,473,166

Cifras en MXN pesos

Resumen de Valuación y Conclusiones

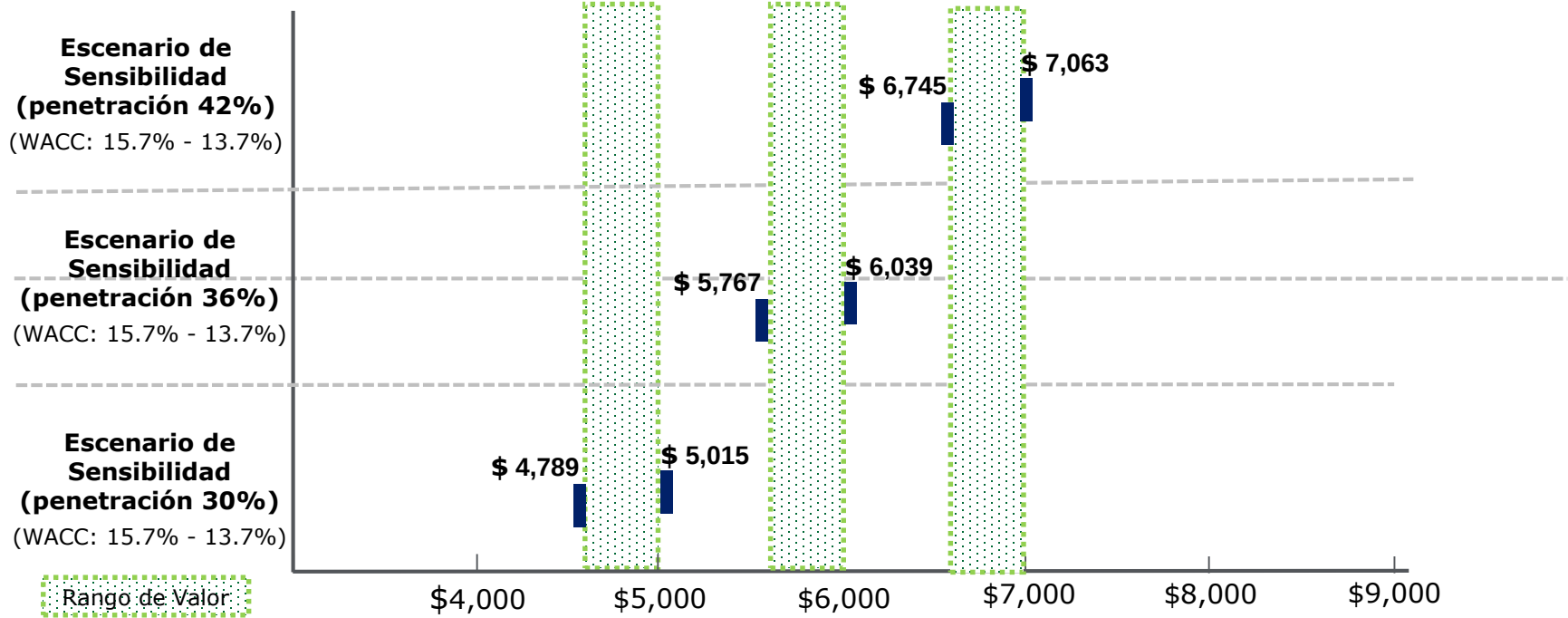
Resumen de Valuación

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 Escenarios de Sensibilidad al 31 de diciembre de 2016 bajo la aplicación de la metodología de Flujos de Caja Descontados es el siguiente:

Enfoque de Ingresos

Valor de Mercado de los Programas



Cifras en miles de pesos

Anexo 1: Tasa de Descuento

CONFIDENCIAL

(a) Costo de Deuda (Nominal MXN\$) de un bono Baa. Fuente: Moody's (01 de enero de 2017).

(b) Costo de Deuda Después 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

Anexo 2: Estados Financieros Proyectados

Escenario de demanda potencial de créditos ajustada por penetración al 30%

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	267,452,383	339,177,169	399,920,717	464,752,664	542,505,785
ROA 1 X 1	144,420,377	168,371,442	209,642,649	271,906,516	319,747,561
REA a ROA	477,579,600	636,772,800	875,562,600	994,957,500	994,957,500
ROA Renta Irr.	48,681,026	50,511,432	52,410,662	54,381,303	56,426,040
IMSS	206,649,387	116,956,039	60,676,793	62,958,240	65,325,470
MAI	331,223,653	420,050,476	495,277,697	575,568,155	671,860,708
(=) Ingresos Totales	1,476,006,426	1,731,839,358	2,093,491,119	2,424,524,379	2,650,823,064
Δ%		17.3%	20.9%	15.8%	9.3%
ROA 2 X 1	37,757,984	47,883,836	56,459,395	65,612,141	76,589,052
ROA 1 X 1	20,388,759	23,770,086	29,596,609	38,386,802	45,140,832
REA a ROA	-	-	-	-	-
ROA Renta Irr.	6,872,615	7,131,026	7,399,152	7,677,360	7,966,029
IMSS	29,174,031	16,511,441	8,566,135	8,888,222	9,222,419
MAI	46,760,986	59,301,244	69,921,557	81,256,681	94,850,923
(=) Total de Costo de Ventas	140,954,375	154,597,632	171,942,850	201,821,206	233,769,256
% de Ventas	9.5%	8.9%	8.2%	8.3%	8.8%
(=) UTILIDAD BRUTA	1,335,052,050	1,577,241,726	1,921,548,269	2,222,703,173	2,417,053,808
% Margen Bruto	90.5%	91.1%	91.8%	91.7%	91.2%
Dirección Comercial	143,886,218	173,925,057	201,172,031	243,114,965	274,407,391
Dirección Operativa	21,215,699	21,086,911	21,400,679	22,167,365	22,983,605
Dirección TI	32,698,597	43,314,661	54,556,925	67,534,878	77,606,853
Dirección Jurídica	27,402,559	27,236,214	27,641,483	28,631,747	29,686,017
Dirección Finanzas	3,303,445	3,283,392	3,332,248	3,451,627	3,578,722
Corporativo	7,545,365	7,499,562	7,611,154	7,883,825	8,174,121
Costo del Operador del Programa	-	-	-	-	-
(=) Total de Gastos de Operación	236,051,884	276,345,797	315,714,520	372,784,407	416,436,709
% de Ventas	16.0%	16.0%	15.1%	15.4%	15.7%
EBITDA	1,099,000,166	1,300,895,928	1,605,833,749	1,849,918,766	2,000,617,099
MARGEN EBITDA	74.5%	75.1%	76.7%	76.3%	75.5%
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	2.2%	4.4%	6.5%	6.2%	4.0%
EBIT	1,066,377,380	1,224,893,406	1,470,335,369	1,700,620,881	1,894,944,708
MARGEN EBIT	72.2%	70.7%	70.2%	70.1%	71.5%
Gastos Financieros - Netos	-	-	-	-	-
Costo Integral del Financiamiento	-	-	-	-	-
% de Ingresos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidad antes de Impuestos	1,066,377,380	1,224,893,406	1,470,335,369	1,700,620,881	1,894,944,708
% de Ingresos	72.2%	70.7%	70.2%	70.1%	71.5%
Impuestos sobre la Renta	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	1,066,377,380	1,224,893,406	1,470,335,369	1,700,620,881	1,894,944,708
MARGEN NETO	72.2%	70.7%	70.2%	70.1%	71.5%

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	885,067,231	2,035,195,878	3,433,314,818	5,216,018,677	7,147,308,725
Cuentas por Cobrar	123,000,535	144,319,946	174,457,593	202,043,698	220,901,922
Total de activos circulantes	1,008,067,767	2,179,515,825	3,607,772,411	5,418,062,375	7,368,210,647
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	1,076,215,879	2,302,056,733	3,773,596,631	5,476,292,398	7,373,455,720
Pasivos					
Cuentas por pagar	9,788,498	10,735,947	11,940,476	14,015,362	16,233,976
Total de pasivos a corto plazo	9,788,498	10,735,947	11,940,476	14,015,362	16,233,976
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	9,788,498	10,735,947	11,940,476	14,015,362	16,233,976
Capital contable					
Acciones ordinarias	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Ganacias (perdidas) acumuladas	1,066,377,380	2,291,270,787	3,761,606,155	5,462,227,036	7,357,171,744
Total de Capital Contable	1,066,427,380	2,291,320,787	3,761,656,155	5,462,277,036	7,357,221,744
TOTAL DE PASIVOS Y CAPITAL CONTABLE	1,076,215,879	2,302,056,733	3,773,596,631	5,476,292,398	7,373,455,720

Cifras en MXN pesos

Escenario de demanda potencial de créditos ajustada por penetración al 36%

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	320,942,860	407,012,603	479,904,860	557,703,197	651,006,942
ROA 1 X 1	173,304,452	202,045,730	251,571,179	326,287,820	383,697,074
REA a ROA	573,095,520	764,127,360	1,050,675,120	1,193,949,000	1,193,949,000
ROA Renta Irr.	58,417,231	60,613,719	62,892,795	65,257,564	67,711,248
IMSS	206,649,387	116,956,039	60,676,793	62,958,240	65,325,470
MAI	397,468,383	504,060,571	594,333,237	690,681,786	806,232,849
(=) Ingresos Totales	1,729,877,834	2,054,816,021	2,500,053,984	2,896,837,607	3,167,922,583
Δ%		18.8%	21.7%	15.9%	9.4%
ROA 2 X 1	45,309,580	57,460,603	67,751,274	78,734,569	91,906,862
ROA 1 X 1	24,466,511	28,524,103	35,515,931	46,064,163	54,168,999
REA a ROA	-	-	-	-	-
ROA Renta Irr.	8,247,139	8,557,231	8,878,983	9,212,833	9,559,235
IMSS	29,174,031	16,511,441	8,566,135	8,888,222	9,222,419
MAI	56,113,183	71,161,492	83,905,869	97,508,017	113,821,108
(=) Total de Costo de Ventas	163,310,444	182,214,870	204,618,193	240,407,803	278,678,623
% de Ventas	9.4%	8.9%	8.2%	8.3%	8.8%
(=) UTILIDAD BRUTA	1,566,567,389	1,872,601,152	2,295,435,791	2,656,429,804	2,889,243,959
% Margen Bruto	90.6%	91.1%	91.8%	91.7%	91.2%
Dirección Comercial	168,634,482	206,360,938	240,240,302	290,475,353	327,936,399
Dirección Operativa	24,864,775	25,019,481	25,556,761	26,485,713	27,467,047
Dirección TI	38,322,719	51,392,561	65,152,059	80,691,114	92,745,724
Dirección Jurídica	32,115,768	32,315,589	33,009,549	34,209,399	35,476,907
Dirección Finanzas	3,871,634	3,895,723	3,979,382	4,124,027	4,276,828
Corporativo	8,843,160	8,898,181	9,089,265	9,419,646	9,768,658
Costo del Operador del Programa	-	-	-	-	-
(=) Total de Gastos de Operación	276,652,537	327,882,473	377,027,318	445,405,251	497,671,562
% de Ventas	16.0%	16.0%	15.1%	15.4%	15.7%
EBITDA	1,289,914,852	1,544,718,678	1,918,408,473	2,211,024,553	2,391,572,398
MARGEN EBITDA	74.6%	75.2%	76.7%	76.3%	75.5%
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	1.9%	3.7%	5.4%	5.2%	3.3%
EBIT	1,257,292,067	1,468,716,156	1,782,910,092	2,061,726,668	2,285,900,006
MARGEN EBIT	72.7%	71.5%	71.3%	71.2%	72.2%
Gastos Financieros - Netos	-	-	-	-	-
Costo Integral del Financiamiento	-	-	-	-	-
% de Ingresos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidad antes de Impuestos	1,257,292,067	1,468,716,156	1,782,910,092	2,061,726,668	2,285,900,006
% de Ingresos	72.7%	71.5%	71.3%	71.2%	72.2%
Impuestos sobre la Renta	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	1,257,292,067	1,468,716,156	1,782,910,092	2,061,726,668	2,285,900,006
MARGEN NETO	72.7%	71.5%	71.3%	71.2%	72.2%

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	1,056,378,472	2,444,936,456	4,149,015,860	6,287,756,813	8,606,709,049
Cuentas por Cobrar	144,156,486	171,234,668	208,337,832	241,403,134	263,993,549
Total de activos circulantes	1,200,534,958	2,616,171,124	4,357,353,691	6,529,159,947	8,870,702,598
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	1,268,683,070	2,738,712,033	4,523,177,912	6,587,389,969	8,875,947,671
Pasivos					
Cuentas por pagar	11,341,003	12,653,810	14,209,597	16,694,986	19,352,682
Total de pasivos a corto plazo	11,341,003	12,653,810	14,209,597	16,694,986	19,352,682
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	11,341,003	12,653,810	14,209,597	16,694,986	19,352,682
Capital contable					
Acciones ordinarias	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Ganancias (perdidas) acumuladas	1,257,292,067	2,726,008,223	4,508,918,315	6,570,644,983	8,856,544,989
Total de Capital Contable	1,257,342,067	2,726,058,223	4,508,968,315	6,570,694,983	8,856,594,989
TOTAL DE PASIVOS Y CAPITAL CONTABLE	1,268,683,070	2,738,712,033	4,523,177,912	6,587,389,969	8,875,947,671

Cifras en MXN pesos

Escenario de demanda potencial de créditos ajustada por penetración al 42%

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	374,433,337	474,848,037	559,889,003	650,653,730	759,508,099
ROA 1 X 1	202,188,528	235,720,018	293,499,709	380,669,123	447,646,586
REA a ROA	668,611,440	891,481,920	1,225,787,640	1,392,940,500	1,392,940,500
ROA Renta Irr.	68,153,436	70,716,005	73,374,927	76,133,825	78,996,456
IMSS	206,649,387	116,956,039	60,676,793	62,958,240	65,325,470
MAI	463,713,114	588,070,666	693,388,776	805,795,417	940,604,991
(=) Ingresos Totales	1,983,749,241	2,377,792,685	2,906,616,849	3,369,150,835	3,685,022,102
Δ%		19.9%	22.2%	15.9%	9.4%
ROA 2 X 1	52,861,177	67,037,370	79,043,153	91,856,997	107,224,673
ROA 1 X 1	28,544,263	33,278,120	41,435,253	53,741,523	63,197,165
REA a ROA	-	-	-	-	-
ROA Renta Irr.	9,621,662	9,983,436	10,358,813	10,748,305	11,152,441
IMSS	29,174,031	16,511,441	8,566,135	8,888,222	9,222,419
MAI	65,465,381	83,021,741	97,890,180	113,759,353	132,791,293
(=) Total de Costo de Ventas	185,666,513	209,832,108	237,293,535	278,994,400	323,587,991
% de Ventas	9.4%	8.8%	8.2%	8.3%	8.8%
(=) UTILIDAD BRUTA	1,798,082,728	2,167,960,577	2,669,323,314	3,090,156,434	3,361,434,111
% Margen Bruto	90.6%	91.2%	91.8%	91.7%	91.2%
Dirección Comercial	193,382,746	238,796,819	279,308,572	337,835,740	381,465,408
Dirección Operativa	28,513,851	28,952,052	29,712,844	30,804,060	31,950,488
Dirección TI	43,946,840	59,470,461	75,747,194	93,847,351	107,884,594
Dirección Jurídica	36,828,977	37,394,964	38,377,616	39,787,050	41,267,797
Dirección Finanzas	4,439,823	4,508,054	4,626,515	4,796,426	4,974,934
Corporativo	10,140,954	10,296,800	10,567,376	10,955,467	11,363,194
Costo del Operador del Programa	-	-	-	-	-
(=) Total de Gastos de Operación	317,253,190	379,419,149	438,340,117	518,026,095	578,906,415
% de Ventas	16.0%	16.0%	15.1%	15.4%	15.7%
EBITDA	1,480,829,538	1,788,541,428	2,230,983,197	2,572,130,340	2,782,527,696
MARGEN EBITDA	74.6%	75.2%	76.8%	76.3%	75.5%
Depreciación y Amortización	32,622,786	76,002,522	135,498,381	149,297,885	105,672,391
% de Ingresos	1.6%	3.2%	4.7%	4.4%	2.9%
EBIT	1,448,206,753	1,712,538,906	2,095,484,816	2,422,832,455	2,676,855,305
MARGEN EBIT	73.0%	72.0%	72.1%	71.9%	72.6%
Gastos Financieros - Netos	-	-	-	-	-
Costo Integral del Financiamiento	-	-	-	-	-
% de Ingresos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidad antes de Impuestos	1,448,206,753	1,712,538,906	2,095,484,816	2,422,832,455	2,676,855,305
% de Ingresos	73.0%	72.0%	72.1%	71.9%	72.6%
Impuestos sobre la Renta	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	1,448,206,753	1,712,538,906	2,095,484,816	2,422,832,455	2,676,855,305
MARGEN NETO	73.0%	72.0%	72.1%	71.9%	72.6%

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	1,227,689,712	2,854,677,034	4,864,716,901	7,359,494,949	10,066,109,374
Cuentas por Cobrar	165,312,437	198,149,390	242,218,071	280,762,570	307,085,175
Total de activos circulantes	1,393,002,149	3,052,826,424	5,106,934,972	7,640,257,518	10,373,194,549
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	1,461,150,261	3,175,367,333	5,272,759,192	7,698,487,540	10,378,439,623
Pasivos					
Cuentas por pagar	12,893,508	14,571,674	16,478,718	19,374,611	22,471,388
Total de pasivos a corto plazo	12,893,508	14,571,674	16,478,718	19,374,611	22,471,388
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	12,893,508	14,571,674	16,478,718	19,374,611	22,471,388
Capital contable					
Acciones ordinarias	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Ganancias (perdidas) acumuladas	1,448,206,753	3,160,745,659	5,256,230,474	7,679,062,929	10,355,918,234
Total de Capital Contable	1,448,256,753	3,160,795,659	5,256,280,474	7,679,112,929	10,355,968,234
TOTAL DE PASIVOS Y CAPITAL CONTABLE	1,461,150,261	3,175,367,333	5,272,759,192	7,698,487,540	10,378,439,623

Cifras en MXN pesos

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 y/o el INFONAVIT. 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 y/o el INFONAVIT, 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 y/o el INFONAVIT 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 y la adenda del 28 de agosto 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 y la adenda del 28 de agosto 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.



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 México bajo el nombre de "Deloitte".

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