

Referencia: Valuación independiente del Fideicomiso F/422 (Clave de pizarra MHNOSCK 10)

Inmar del Noreste, S.A. de C.V.

Con base en la resolución de la sesión del día 10 de enero de 2011 del Comité Técnico de los certificados bursátiles fiduciarios para el fideicomiso F/422 (el "Fideicomiso"), en que se designó a 414 Capital Inc. como valuador independiente de los activos en los que invierte el Fideicomiso, hacemos de su conocimiento lo siguiente. Este reporte está sujeto a los términos y condiciones pactados en el contrato de prestación de servicios celebrado el día 19 de abril de 2011 (el "Contrato de Prestación de Servicios"). La opinión de valor que aquí se presenta está sujeta al Aviso y Limitación de Responsabilidad incluido al final del documento.

Antecedentes a la valuación

- El 24 de diciembre de 2010, Inmar del Noreste, S.A. de C.V. ("Marhnos") colocó a través de la BMV certificados bursátiles fiduciarios (el "CKD") para el Fideicomiso F/422 por un monto de 1,000 millones de Pesos, con fecha de vencimiento el 24 de diciembre de 2040
 - El objetivo de los CKDs es coinvertir en proyectos de infraestructura promovidos por Marhnos en las condiciones preestablecidas en la documentación relativa a la emisión

Conclusión de valor¹

Valor justo por certificado – Enfoque de valuador independiente²	\$145.98 M.N.
Valor justo por certificado – Enfoque de amortización de gastos³	\$145.98 M.N.

De tener cualquier pregunta al respecto de la valuación o su alcance, por favor no duden en contactarnos directamente.

414 Capital Inc.

¹ Favor de referirse a las secciones posteriores para mayor detalle

² Obedece al criterio de IFRS de tratamiento de gastos de colocación

³ Se adhiere a prácticas de la industria de amortización de gastos de colocación. Este precio se deberá incorporar al vector de precios

Metodologías de Valuación Aplicables

- 414 Capital aplica metodologías de valuación basadas en estándares internacionales¹ reconocidos por organizaciones del sector de asesoría y valuación financiera². 414 Capital mantiene membresía en algunas de las mismas

Metodologías de valuación bajo IFRS 13 ³	
Enfoque de mercado	<ul style="list-style-type: none">■ Análisis de transacciones comparables donde se obtienen múltiplos que pueden ser usados para valorar los activos■ La información transaccional de los activos sirve para dar una estimación razonable de acuerdo a la etapa de desarrollo o maduración en la que se encuentran dichos activos■ El Consejo Internacional de Normas de Valuación considera la valuación a mercado como el enfoque más comúnmente aplicado a pesar de que los intereses en los proyectos pueden no ser homogéneos
Enfoque de ingresos	<ul style="list-style-type: none">■ Dado el supuesto de que se pueden hacer estimaciones razonables del flujo de efectivo generado por los activos en cuestión, a través del tiempo dan pie a una valuación por flujos de efectivo descontados ("DCF", por sus siglas en inglés)■ Factores de riesgo asociados al activo se integran a la tasa de descuento permitiendo así captar el riesgo del negocio
Enfoque de costos	<ul style="list-style-type: none">■ Para los activos en etapa de desarrollo o de reciente adquisición, la valuación de costos es un análisis de los costos evitados, o los costos incurridos hasta la fecha en relación con los activos■ La valuación de costos proporciona un valor inicial de los activos y se calcula como la suma de todos los costos directos e indirectos, así como el costo adicional al que se haya incurrido a través del periodo de desarrollo del proyecto o la reciente adquisición de un activo

- De manera general, las valuaciones de activos ilíquidos realizadas corresponden a alguna de las metodologías anteriormente mencionadas, y en algunas ocasiones se utiliza una combinación de varias como refuerzo y validación
- Cabe mencionar que las metodologías son adaptadas según la industria en cuestión del activo subyacente. Las principales categorías en las que los activos son clasificados son: capital privado, bienes raíces, infraestructura, crédito y otros
 - A su vez, dentro de cada categoría pueden existir subcategorías (por ejemplo: bienes raíces industriales, comerciales, de oficinas, residenciales, de hospitalidad, etc.)
 - Para el caso de inversiones en fondos subyacentes, el valor razonable se estima con base en la parte alícuota del valor del activo neto ("NAV" por sus siglas en inglés) reportado por el administrador del fondo subyacente cuando este sea representativo del valor razonable, en línea con los lineamientos IPEV¹

¹ Las valuaciones contenidas en este documento han sido elaboradas siguiendo las metodologías con base en estándares internacionales y apegándose a los criterios incluidos en el *International Private Equity Guidelines*, siempre y cuando estos no se contrapongan con los criterios establecidos bajo IFRS. En caso de que el Valuador Independiente o el Administrador decidan no apegarse a dichos criterios, ya sea porque los mismos se contraponen con los criterios establecidos bajo IFRS o porque fueron actualizados o modificados, se incluirá una nota descriptiva sobre dicha valuación

² Ejemplos incluyen al *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*, entre otros

³ *International Financial Reporting Standards*

Metodologías de Valuación Aplicables (Cont.)

- 414 Capital aplica la definición de valor razonable del IFRS 13 – Medición del Valor Razonable, la cual establece el valor razonable como el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes de mercado en la fecha de la medición
 - La definición de valor razonable del IFRS 13 es de manera general consistente con la definición de valor razonable de U.S. G.A.A.P. determinada en el *Accounting Standards Codification* ("ASC") Topic 820 publicada por el *Financial Accounting Standards Board* ("FASB")
- Bajo el método IFRS, el valor justo de cualquier activo se calcula con base en información que se puede clasificar en tres niveles (variables)
 - Las variables de primer nivel son precios de activos dentro del mercado parecidos al activo que está siendo valuado
 - Las variables de segundo nivel son aquellas distintas a los precios de los activos mencionados anteriormente que son observables directa e indirectamente
 - Las variables de tercer nivel son aquellas no observables que generalmente son determinadas con base en supuestos administrativos
- La información se ha obtenido de fuentes que se consideran fidedignas, sin embargo 414 Capital no ha realizado verificación independiente respecto de, y no realiza ninguna declaración, ni otorga garantía alguna, expresa o implícita, con relación a la veracidad o exactitud de dicha información. Toda la información contenida en este reporte, incluyendo proyecciones respecto del rendimiento del mercado financiero, se encuentran basadas en las condiciones del mercado a la fecha de la valuación, las cuales fluctuaran por eventos políticos, económicos, financieros, sociales o de otra naturaleza
- Adicionalmente a la presente, los miembros del Comité Técnico del Fideicomiso han recibido un reporte confidencial detallado de la valuación realizada para el presente ejercicio

Inversiones Realizadas por el Fideicomiso

- Al día 30 de junio de 2019 las inversiones ilíquidas realizadas conforme a lo reportado por el administrador y/o fiduciario del Fideicomiso F/422 son las siguientes:

Inversión ¹	Descripción	Monto ²	Metodología de valuación ³
1T 2011			
Hospital Tlalnepantla	Proyecto para Prestación de Servicios (PPS) para la construcción y operación del hospital regional de Tlalnepantla del ISSEMYM bajo el vehículo Infraestructura Hospitalaria del Estado de México, S.A. de C.V. ("IHEM")	No divulgado	DCF
1T 2013			
Hospital Ticul	Proyecto para Prestación de Servicios (PPS) para la construcción y operación del hospital regional de Ticul en el estado de Yucatán bajo el vehículo Infraestructura Hospitalaria de la Península, S.A.P.I. de C.V. ("IHP")	No divulgado	DCF
4T 2014			
Parque Eólico	Terreno ubicado en el municipio de Dizlam de Bravo. En su primera etapa involucra diseñar un parque eólico mediante un contrato de prestación de servicios	No divulgada	Costo
3T2016			
Hospital Ciudad Victoria	Proyecto para Prestación de Servicios (PPS) para la construcción y operación del hospital regional de alta especialidad de Ciudad Victoria bajo el vehículo Inmar del Noreste, S.A. de C.V. ("IHN")	No divulgado	DCF

¹ La inversión es reconocida en el primer trimestre en el que fue reflejada en estados financieros del fideicomiso, independientemente de la fecha de inicio del proyecto o la creación del vehículo

² Considera el monto invertido en los últimos estados financieros publicados a la fecha de valuación. Es particularmente relevante en los casos en los que la inversión se incrementa o decrecienta a lo largo del tiempo

³ Se refiere a las metodologías listadas en la sección "Metodologías de Valuación Aplicables", o a una combinación de las mismas, en su caso

Resumen de Valuación

Resumen

Inversiones en acciones	Total
Valor en libros	830,454,158
Valor ajustado	1,116,049,783

Patrimonio ¹	Por certificado	Total
Valor en libros	117.42	1,174,192,768
Valor ajustado	145.98	1,459,788,393

Balance pro forma ajustado²

ESTADOS FINANCIEROS AJUSTADOS					
ACTIVO			PASIVO		
F	Efectivo y equivalentes	131,333,800	F	Proveedores	848,550
F	Otras cuentas por cobrar	-	F	Cuentas por pagar a partes relacionadas	220,256
F	Compañías relacionadas	14,180,458	F	Impuestos por pagar	-
A	Inversiones en acciones	1,116,049,783	F	Deuda subordinada	611,317
F	Compañías relacionadas LP	200,717,608	F	Participación no controladora	813,133
TOTAL ACTIVOS			TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		
1,462,281,649			1,462,281,649		
			Patrimonio contable - participación controladora 1,459,788,393		

Sensibilización de los flujos³

Inversiones en acciones	Valor activo	Valor certificado	Variación
Inversiones en acciones (valor ajustado)	1,116,049,783	145.98	0.00%
Inversiones en acciones (valuación al alza escenario 1)	1,144,692,213	148.84	+1.96%
Inversiones en acciones (valuación a la baja escenario 1)	1,089,501,932	143.32	-1.82%
Inversiones en acciones (valuación al alza escenario 2)	1,209,037,124	155.28	+6.37%
Inversiones en acciones (valuación a la baja escenario 2)	1,042,016,798	138.58	-5.07%

¹ El patrimonio del fideicomiso se ajusta conforme a la valuación justa de las inversiones

² El balance pro forma ajustado no es un estado contable, sino una herramienta de estimación para el valor del patrimonio conforme a los cambios en la valuación justa de las inversiones. Las cuentas marcadas "F" (fijo) se mantienen a costo, mientras que las cuentas marcadas "A" (actualizado) se ajustan, y por ende no coinciden con el dato reportado en contabilidad

³ Para los activos valuados por la metodología de mercado se modeló una variación de + / - 5% al múltiplo, ya sea de ventas, EBITDA o utilidad neta, o al cap rate, según aplique. Para los activos valuados por la metodología de DCF se modeló una variación de + / - 5% a la tasa de descuento base. Para los activos valuados a costo, se modeló una variación de + / - 5% directamente al valor del activo

Resumen de Valuación (Cont.)

Conclusión

- Al día 30 de junio de 2019, consideramos que el valor justo, no mercadeable de los certificados es de **\$145.98 Pesos** (ciento cuarenta y cinco Pesos 98/100 M.N.)

Cuenta	Valor en libros	Precio valuador independiente
Inversiones en acciones	\$ 830,454,158 M.N.	\$ 1,116,049,783 M.N.
Patrimonio	\$ 1,174,192,768 M.N.	\$ 1,459,788,393 M.N.

Valor justo por certificado – Enfoque de valuador independiente¹ **\$145.98 M.N.**

Valor justo por certificado – Enfoque de amortización de gastos² **\$145.98 M.N.**

Valuaciones históricas

	Periodo	Valor justo ¹
Trimestre actual	2019.T2	145.98
Trimestre previo 1	2019.T1	139.36
Trimestre previo 2	2018.T4	129.02
Trimestre previo 3	2018.T3	130.80
Trimestre previo 4	2018.T2	132.90

¹ Obedece al criterio de IFRS de tratamiento de gastos de colocación

² Se adhiere a prácticas de la industria de amortización de gastos de colocación. Este precio se deberá incorporar al vector de precios

Aviso de Limitación de Responsabilidad

- El presente reporte es entregado exclusivamente con fines informativos y nada de lo aquí establecido constituye asesoría de inversión, legal, contable o fiscal, o, en su caso, una recomendación para comprar, vender o mantener valores o adoptar una estrategia de inversión en lo particular.
- Los analistas responsables de la producción de este reporte certifican que las posturas expresadas aquí reflejan exclusivamente sus visiones y opiniones personales sobre cualquiera de los emisores o instrumentos discutidos, y que fueron preparadas de manera independiente y autónoma, incluyendo de 414 Capital Inc. ("414 Capital") y otras empresas asociadas. Los analistas responsables de la producción de este reporte no están registrados y/o calificados por NYSE o FINRA, y no están asociados con ninguna casa de bolsa en los Estados Unidos o cualquier otra jurisdicción, por lo que no están sujetos a las restricciones de comunicación con compañías cubiertas o presentaciones en público de acuerdo a las reglas 2711 de NASD y 472 de NYSE. Cada analista también certifica que ningún componente de su compensación estuvo, está o estará, directa o indirectamente, vinculado con las recomendaciones específicas o visiones expresadas por ellos en este reporte de análisis.
- La información se ha obtenido de fuentes que se consideran fidedignas, sin embargo 414 Capital no realiza ninguna declaración, ni otorga garantía alguna, expresa o implícita, con relación a la veracidad o exactitud de dicha información. Cualquier cambio o evento que ocurra con posterioridad a la fecha del presente podrá afectar las conclusiones establecidas en el presente reporte. No obstante de que eventos futuros pueden afectar las conclusiones establecidas en el presente reporte, 414 Capital no asume obligación alguna para actualizar, revisar o modificar el contenido del Reporte.
- Las posturas expresadas en el presente reporte son aquellas de los autores y no pretenden predecir el desempeño futuro de una inversión. Asimismo, el desempeño pasado no garantiza resultados futuros de una compañía, sector, inversión o estrategia particular. Las posturas de los autores pueden diferir de la postura institucional de 414 Capital.
- El presente material no pretende ser, ni debe de interpretarse como, una proyección o predicción de eventos y/o rendimientos futuros. Cualesquier retornos son inherentemente inciertos al estar sujetos a riesgos de negocios, industrias, mercados, regulatorios y financieros fuera del control de 414 Capital. Cualesquier retornos proyectados en el presente reporte se basan exclusivamente en el juicio de los autores, con base en los riesgos asociados a ciertas estrategias de inversión, el retorno esperado con relación a dichos riesgos hipotéticos con valuaciones a precios de mercado y en el actual ambiente de inversión.
- Ciertas suposiciones subyacentes al presente reporte fueron realizadas exclusivamente para efectos de modelación financiera, siendo improbable que se actualicen. No se realiza ninguna declaración, ni se da garantía alguna respecto de la razonabilidad de las suposiciones realizadas o con respecto a que todas las suposiciones adecuadas o necesarias han sido consideradas en el presente reporte. Los resultados operativos, el valor de activos, las operaciones anunciadas y cualesquier otros elementos considerados en el presente reporte pueden variar materialmente de las suposiciones subyacentes del presente reporte. Cualesquier variaciones en las suposiciones de los autores podrán afectar materialmente la información prevista en el presente reporte. Los resultados de inversión de los lectores del presente reporte podrán variar significativamente de resultados pasados o cualesquiera de las proyecciones hipotéticas previstas en el presente reporte.
- La información que se presenta en este reporte contiene proyecciones y estimaciones respecto de eventos, metas o resultados estimados a la fecha del presente reporte, incluyendo, pero no limitados a: precios actuales, valuación de activos subyacentes, liquidez de mercado, modelos propietarios y supuestos (sujetos a cambio sin notificación) e información públicamente disponible que se considera confiable, pero no ha sido verificada de manera independiente. Todos los supuestos, opiniones e estimaciones constituyen el juicio del analista a la fecha y están sujetos a cambio sin notificación. Es imposible garantizar que dichos eventos, metas o resultados se materialicen en el futuro y podrán variar significativamente de lo aquí establecido. Toda la información contenida en este reporte, incluyendo proyecciones respecto del rendimiento del mercado financiero, se encuentran basadas en las condiciones actuales del mercado, las cuales fluctuarán por eventos políticos, económicos, financieros, sociales o de otra naturaleza.
- En ningún caso serán 414 Capital, sus partes relacionadas o empleados responsables frente al lector o cualquier tercero por cualquier decisión o acción tomada con base en la información de este documento o por daños, aun cuando exista aviso sobre la posibilidad de dichos daños. Asimismo, 414 no asume responsabilidad alguna más allá de las establecidas en los términos y condiciones establecidos en el Contrato de Prestación de Servicios.
- El presente no constituye una oferta para comprar o vender valores y no deberá de interpretarse como tal. Cualesquier valuaciones son indicativas (no realizables) y estas valuaciones pueden diferir sustancialmente de un valor realizable, particularmente en condiciones de mercado volátiles.
- La inversión a la que se refiere esta publicación puede no ser adecuada para todos los receptores. Se recomienda a los receptores tomar decisiones de inversión con base en sus propias investigaciones. Cualquier pérdida o consecuencia que surja del uso del material contenido en esta publicación será única y exclusivamente responsabilidad del inversionista, y 414 Capital no tendrá responsabilidad por dicha consecuencia. En caso de existir una duda sobre cualquier inversión, los receptores deben contactar a sus propios asesores de inversión, legales y/o fiscales para obtener asesoría sobre la oportunidad de la inversión. Al grado permitido por la ley, ninguna responsabilidad es aceptada por cualquier pérdida, daños o costos de cualquier tipo que surjan del uso de esta publicación o sus contenidos.
- El hecho de que 414 haya puesto este documento o cualquier otro material, a su disposición, no constituye una recomendación de tomar o mantener una posición, ni una representación de que cualquier transacción es adecuada o apropiada para usted. Las transacciones pueden involucrar riesgos significativos y usted no debe participar en una transacción a menos que entienda completamente dichos riesgos y haya determinado de manera independiente que dicha transacción es apropiada para usted. 414 no ofrece asesoría contable, fiscal o legal, y estos temas deben ser tratados con su asesor especializado.
- Estos materiales fueron preparados para uso en el territorio mexicano. No pueden ser reproducidos, distribuidos a un tercero o publicados sin el consentimiento de 414 Capital. Las leyes y los reglamentos de otros países pueden restringir la distribución de este reporte. Las personas en posesión de este documento deben informarse sobre las posibles restricciones legales y cumplirlas de manera acorde.