

## ALFA/NEMAK (En Revisión)

7 de agosto 2020

### Flash: Una nueva estrategia para detonar un mayor valor para los accionistas

www.banorte.com  
@ analisis\_fundam

- Alfa ha tomado la decisión de escindir su participación accionaria en Nemark (~75%) y crear “Controladora Nemark”, una vez que sea aprobada por la asamblea de accionistas a celebrarse el 17 de agosto
- Con ello Alfa busca reducir el descuento sobre la suma de sus partes al ser un conglomerado y transformarse en controladora. Esto marca el inicio de una estrategia positiva de largo plazo encaminada a independizar todos sus negocios

**Marissa Garza**  
Director Análisis Bursátil  
marissa.garza@banorte.com

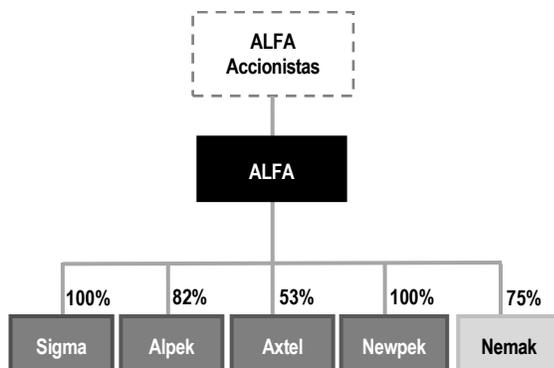
**Valentín Mendoza**  
Subdirector Análisis Bursátil  
valentin.mendoza@banorte.com

**Juan Barbier**  
Analista Bursátil  
juan.barbier@banorte.com

Hace unos días, Alfa anunció su decisión estratégica de convocar a una Asamblea General Extraordinaria de Accionistas, a celebrarse el próximo 17 de agosto, en donde esencialmente, propondrá la escisión de su participación accionaria en Nemark -su subsidiaria de autopartes de aluminio- que es del 75.2%. De acuerdo con la compañía, el racional tras esta decisión, es dar una mayor independencia a su negocio de Autopartes, buscando a su vez maximizar el valor de las acciones de Alfa, al reducir su descuento como conglomerado y transformarse paulatinamente en empresa controladora. Es importante mencionar que se requieren las autorizaciones de los accionistas y autoridades correspondientes. En caso de ser aprobada esta propuesta, los accionistas de Alfa recibirán una acción de una nueva entidad denominada Controladora Nemark, que en esencia será el titular de la actual participación accionaria de Alfa en Nemark. Una vez obtenidas las autorizaciones será listada en la Bolsa Mexicana de Valores, esperando concretar todo el proceso en un plazo de alrededor de 60 días posteriores a la asamblea.

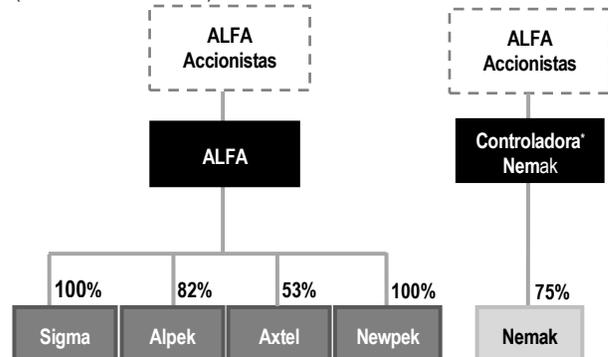
Nemark por su parte, se volverá una empresa independiente, cuya estrategia seguirá enfocada en maximizar el potencial del negocio en el que se ha desarrollado como empresa líder. Aunque en primera instancia cotizarían tanto Nemark, como Controladora Nemark, se buscaría fusionar ambas entidades, de tal manera que subsistiera solo una, ayudando incluso a mejorar la bursatilidad.

ALFA – Estructura actual

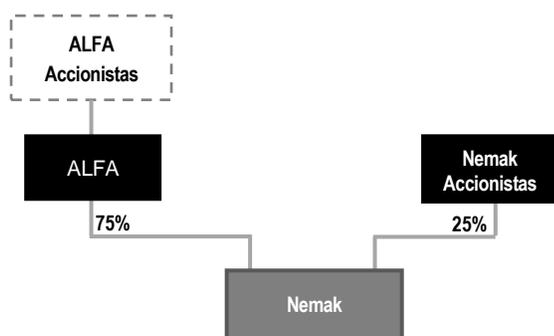


Fuente: Alfa.

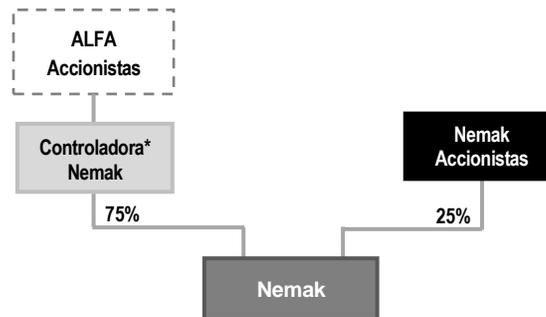
ALFA – Estructura Proforma  
(Tras escisión de Nemark)



Fuente: Alfa. \* Nueva firma inscrita en la BMV

**ALFA – Estructura actual**


Fuente: Alfa.

**ALFA – Estructura Proforma  
(Tras escisión de Nemak)**


Fuente: Alfa \*Nueva firma inscrita en la BMV

**Alfa, con atractivo potencial respecto del VNA.** Alfa publicó recientemente el Folleto de Reestructura Societaria en donde además de ampliar los detalles de la escisión, da a conocer las cifras pro-forma al desincorporar las operaciones de Nemak. De esta forma, al actualizar nuestro modelo del valor neto de los activos de Alfa para determinar un valor teórico para las acciones de la compañía, y tomando en consideración los precios actuales de cada subsidiaria, obtenemos los precios teóricos “ajustados” tanto para Alfa como para Controladora Nemak. En ese sentido el precio de Alfa tras la escisión y asumiendo que el precio de Controladora Nemak es de ~\$2.83 (el valor de mercado de las acciones de Nemak que posee Alfa/número de acciones que emitirá Controladora Nemak, hasta el momento similar a las de Alfa) sería de ~\$11.90. Con base en los cálculos anteriores, el nuevo precio teórico para las acciones de Alfa sería de \$16.34, tal como lo muestra la siguiente tabla.

Normalmente las acciones de Alfa han cotizado a un descuento superior al 20% (incluso ~35% previo al día del anuncio de la escisión) respecto del VNA, pero como hemos mencionado, creemos que este descuento deberá disminuir con esta operación estratégica. Si asumimos un descuento del 15% sobre el valor teórico y le sumamos el valor de Controladora Nemak, obtendríamos un precio de \$16.72, mismo que al comparar con el precio de Alfa hoy de \$14.73, brindaría un rendimiento potencial de ~13.5%, todavía interesante de concretarse la escisión.

**Valor Neto de los Activos de ALFA**

Miles de pesos

|                           | Acciones  | Precio Actual     | Mkt Cap    | Participación | Valor Capital | Deuda       | Caja       | Deuda Neta |
|---------------------------|-----------|-------------------|------------|---------------|---------------|-------------|------------|------------|
| Alpek                     | 2,118,163 | \$ 18.27          | 38,698,831 | 82.1%         | 31,767,871    | 32,710,200  | 7,058,676  | 25,651,524 |
| Axtel                     | 2,874,800 | \$ 6.32           | 18,168,736 | 52.8%         | 9,589,459     | 14,885,854  | 857,742    | 14,028,112 |
| Sigma                     | 4,750,000 | \$ 13.00          | 61,750,000 | 100.0%        | 61,750,000    | 44,659,000  | 9,730,000  | 34,929,000 |
| <b>Total</b>              |           |                   |            |               | 103,107,330   | 92,255,054  | 17,646,418 | 74,608,636 |
| <b>ALFA sin Nemak</b>     | 5,055,110 | \$ 11.90          | 60,172,393 |               |               | 114,411,000 | 19,312,000 | 95,099,000 |
| <b>Holding</b>            |           |                   |            |               |               | 22,155,946  | 1,665,582  | 20,490,364 |
| <b>Valor teórico ALFA</b> |           | <b>82,616,966</b> |            |               |               |             |            |            |
| <b>Por acción</b>         |           | <b>\$ 16.34</b>   |            |               |               |             |            |            |

|                           | Acciones  | Precio Actual | Mkt Cap    | Participación | Valor Capital | Deuda      | Caja      | Deuda Neta |
|---------------------------|-----------|---------------|------------|---------------|---------------|------------|-----------|------------|
| <b>Nemak</b>              | 3,078,076 | \$ 6.17       | 18,991,729 | 75.2%         | 14,289,377    | 28,605,085 | 5,883,451 | 22,721,634 |
| <b>Nemak Controladora</b> | 5,055,110 | \$ 2.83       |            |               | 14,289,377    |            |           |            |

Fuente: Banorte, Alfa, asumiendo cifras pro-forma al 4T19 de acuerdo con el Folleto de la Reestructura Societaria de Alfa y por ende cifras del balance de las subsidiarias también al 4T19

**¿Que sigue para Alfa?** De acuerdo con los comentarios de la compañía tras el anuncio de la escisión de Nematik, esto forma parte de una estrategia de largo plazo encaminada a dar independencia a todos los negocios buscando dar una mayor claridad al inversionista del valor potencial en cada uno de ellos. Con ello en mente, continúan analizando opciones estratégicas de alianza o desinversiones del negocio de Infraestructura de Axtel, o incluso Axtel mismo, buscando destinar los recursos para reducir deuda a nivel de Alfa controladora. Después de ello se buscaría escindir el negocio de petroquímicos Alpek, de tal manera que Alfa sólo detendría su negocio de alimentos Sigma, quedando de esta manera todas las subsidiarias listadas, de manera independiente.

**Implicación POSITIVA: La estrategia adecuada.** Aunque aún falta que se concreten estas decisiones, desde nuestro punto de vista, esta estrategia finalmente encaminada por Alfa es muy positiva, ya que detonará un mayor valor para cada subsidiaria, además de que como hemos comentado en diversas ocasiones, los inversionistas a nuestro parecer se sentían más atraídos por invertir en los negocios directamente, buscando evitar riesgos relacionados con aquéllos cuyas perspectivas resultaban más retadoras. Incluso conforme se vayan realizando las separaciones estratégicas, el descuento del conglomerado se ira reduciendo hasta quedar directamente Alfa como la empresa de alimentos con únicamente Sigma. Adicionalmente, al independizarse cada una de las subsidiarias podrán inclusive buscar el fortalecimiento de manera más sencilla en sus industrias clave con opciones estratégicas

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Alejandro Padilla Santana, Delia María Paredes Mier, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Tania Abdul Massih Jacobo, Francisco José Flores Serrano, Katia Celina Goya Ostos, Santiago Leal Singer, José Itzamna Espitia Hernández, Valentín III Mendoza Balderas, Víctor Hugo Cortes Castro, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Luis Leopoldo López Salinas, Leslie Thalia Orozco Vélez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Eridani Ruibal Ortega y Juan Barbier Arizmendi, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

## Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

### Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

|                 | Referencia   |
|-----------------|--|
| <b>COMPRA</b>   | Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.   |
| <b>MANTENER</b> | Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC. |
| <b>VENTA</b>    | Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.   |

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

### Historial de PO y Recomendación

| Emisora | Fecha            | Recomendación | PO          |
|---------|------------------|---------------|-------------|
| ALFA    | 20 de enero 2020 | En Revisión   | En Revisión |
| ALFA    | 18 de julio 2019 | COMPRA        | \$21.80     |
| ALFA    | 24 de abril 2019 | COMPRA        | \$26.80     |

**GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.**

| <b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Relación con Inversionistas</b> |   |  |                         |
|--|---|--|-------------------------|
| Gabriel Casillas Olvera  | Director General Adjunto Análisis Económico y Relación con Inversionistas       | gabriel.casillas@banorte.com               | (55) 4433 - 4695        |
| Raquel Vázquez Godínez   | Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Relación con Inversionistas | raquel.vazquez@banorte.com                 | (55) 1670 - 2967        |
| Lourdes Calvo Fernández  | Analista (Edición)  | lourdes.calvo@banorte.com                  | (55) 1103 - 4000 x 2611 |
| <b>Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados</b>                        |   |  |                         |
| Alejandro Padilla Santana  | Director Ejecutivo Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados       | alejandro.padilla@banorte.com              | (55) 1103 - 4043        |
| Itzel Martínez Rojas   | Analista  | itzel.martinez.rojas@banorte.com           | (55) 1670 - 2251        |
| <b>Análisis Económico</b>  |   |  |                         |
| Juan Carlos Alderete Macal, CFA  | Director Análisis Económico   | juan.alderete.macal@banorte.com            | (55) 1103 - 4046        |
| Francisco José Flores Serrano  | Subdirector Economía Nacional   | francisco.flores.serrano@banorte.com       | (55) 1670 - 2957        |
| Katia Celina Goya Ostos  | Subdirector Economía Internacional  | katia.goya@banorte.com                     | (55) 1670 - 1821        |
| Luis Leopoldo López Salinas  | Analista Economía Internacional   | luis.lopez.salinas@banorte.com             | (55) 1103 - 4000 x 2707 |
| <b>Estrategia de Mercados</b>  |   |  |                         |
| Manuel Jiménez Zaldivar  | Director Estrategia de Mercados   | manuel.jimenez@banorte.com                 | (55) 5268 - 1671        |
| <b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>                                     |   |  |                         |
| Santiago Leal Singer   | Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio                           | santiago.leal@banorte.com                  | (55) 1670 - 2144        |
| Leslie Thalia Orozco Vélez   | Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio                               | leslie.orozco.velez@banorte.com            | (55) 5268 - 1698        |
| <b>Análisis Bursátil</b>   |   |  |                         |
| Marissa Garza Ostos  | Director Análisis Bursátil  | marissa.garza@banorte.com                  | (55) 1670 - 1719        |
| José Itzamna Espitia Hernández   | Subdirector Análisis Bursátil   | jose.espitia@banorte.com                   | (55) 1670 - 2249        |
| Valentín III Mendoza Balderas  | Subdirector Análisis Bursátil   | valentin.mendoza@banorte.com               | (55) 1670 - 2250        |
| Víctor Hugo Cortes Castro  | Subdirector Análisis Técnico  | victorh.cortes@banorte.com                 | (55) 1670 - 1800        |
| Eridani Ruibal Ortega  | Analista  | eridani.ruibal.ortega@banorte.com          | (55) 1103 - 4000 x 2755 |
| Juan Barbier Arizmendi   | Analista  | juan.barbier@banorte.com                   | (55) 1670 - 1746        |
| <b>Análisis Deuda Corporativa</b>  |   |  |                         |
| Tania Abdul Massih Jacobo  | Director Deuda Corporativa  | tania.abdul@banorte.com                    | (55) 5268 - 1672        |
| Hugo Armando Gómez Solís   | Subdirector Deuda Corporativa   | hugo.gomez@banorte.com                     | (55) 1670 - 2247        |
| Gerardo Daniel Valle Trujillo  | Gerente Deuda Corporativa   | gerardo.valle.trujillo@banorte.com         | (55) 1670 - 2248        |
| <b>Estudios Económicos</b>   |   |  |                         |
| Delia María Paredes Mier   | Director Ejecutivo Estudios Económicos  | delia.paredes@banorte.com                  | (55) 5268 - 1694        |
| Miguel Alejandro Calvo Domínguez   | Subdirector Estudios Económicos   | miguel.calvo@banorte.com                   | (55) 1670 - 2220        |
| <b>Banca Mayorista</b>   |   |  |                         |
| Armando Rodal Espinosa   | Director General Banca Mayorista  | armando.rodal@banorte.com                  | (55) 1670 - 1889        |
| Alejandro Aguilar Ceballos   | Director General Adjunto de Administración de Activos                           | alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com     | (55) 5004 - 1282        |
| Alejandro Eric Faesi Puente  | Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales                   | alejandro.faesi@banorte.com                | (55) 5268 - 1640        |
| Alejandro Frigolet Vázquez Vela  | Director General Adjunto Sólida   | alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com | (55) 5268 - 1656        |
| Arturo Monroy Ballesteros  | Director General Adjunto Banca Inversión  | arturo.monroy.ballesteros@banorte.com      | (55) 5004 - 5140        |
| Carlos Alberto Arciniega Navarro   | Director General Adjunto Tesorería  | carlos.arciniega@banorte.com               | (81) 1103 - 4091        |
| Gerardo Zamora Nanez   | Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor             | gerardo.zamora@banorte.com                 | (81) 8173 - 9127        |
| Jorge de la Vega Grajales  | Director General Adjunto Gobierno Federal                                       | jorge.delavega@banorte.com                 | (55) 5004 - 5121        |
| Luis Pietrini Sheridan   | Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada                            | luis.pietrini@banorte.com                  | (55) 5249 - 6423        |
| Lizza Velarde Torres   | Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista                                      | lizza.velarde@banorte.com                  | (55) 4433 - 4676        |
| Oswaldo Brondo Menchaca  | Director General Adjunto Bancas Especializadas                                  | osvaldo.brondo@banorte.com                 | (55) 5004 - 1423        |
| Raúl Alejandro Arauzo Romero   | Director General Adjunto Banca Transaccional                                    | alejandro.arauzo@banorte.com               | (55) 5261 - 4910        |
| René Gerardo Pimentel Ibarrola   | Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras          | pimentelr@banorte.com                      | (55) 5004 - 1051        |
| Ricardo Velázquez Rodríguez  | Director General Adjunto Banca Internacional                                    | rvelazquez@banorte.com                     | (55) 5004 - 5279        |
| Víctor Antonio Roldan Ferrer   | Director General Adjunto Banca Empresarial                                      | victor.rolan.ferrer@banorte.com            | (55) 1670 - 1899        |