



סיכום דו"חות שנת 2020 ומבט לשנת 2021 פוסט משבר קורונה?

אפריל 2021



בחודש מרץ 2020, הקלפים נטרפו עם פרוץ משבר הקורונה בכל הקשור לרמת אי הוודאות בכלכלה העולמית והמקומית ובאופן טבעי על הנסיון לצפות את התנהגות שוקי המניות. צוות רוסאריו יעוץ ומחקר החליט אז, למרות הקושי הגדול, לנסות ולצפות את השפעת משבר הקורונה על הענפים השונים ועל החברות המסוקרות. שאלנו את עצמנו שאלות לגבי התנהגות הענפים בטווח הקצר ויכולת ההתאוששות שלהם בטווח היותר ארוך. בתוך כל זאת, היינו צריכים לחשוב אם צריך ליישם שינויי מתודולוגיה בתמחור החברות, פרמיית הסיכון המשתנה מול העיניים, איכות ההנהלות ועוד ועוד.

כעת, לאחר שנה, שלושה סגרים ושתי מערכות בחירות ולפני הקמת ממשלה (אולי), אנו מביטים אחורה כדי לסכם את נזקי המשבר, סיפורי הצלחה וסיפורי כשלון, התנהלות הנהלות החברות המסוקרות ובחינה של הערכות השווי וההערכות שסיפקנו לפני שנה. הצעד הבא, הוא נסיון להעריך את השפעת היציאה מהמשבר - בהנחה שאנו נמצאים בשלב זה, על התחזיות, ההנחות והשווי ההוגן לכל מניה מסוקרת.

העובדה המקלה, רק במעט, על הנסיון שלנו להעריך את הצפוי בשנה הקרובה, היא סיקור חברות ישראליות שעיקר פעילות המכירות שלהן הוא בישראל, באופן די מובהק. ישראל, כידוע, נמצאת במצב קצת שונה ממרבית מדינות העולם בקצב פתיחת הכלכלה הריאלית וחזרתה לשגרה ולכן רמת אי הוודאות כעת, מבחינתנו, נוחה יותר. למרות הכאוס השלטוני בישראל, העובדה כי מרבית האוכלוסייה הבוגרת מחוסנת, מאפשרת לכוחות השוק לעשות את שלהם ולחזור אט אט לשגרה שהכרנו (אותה שגרה עם כאוס שלטוני אבל עם פחות השפעות קורונה).

לקראת הדו"חות הרבעוניים הבאים, אנו מבינים לאחר שנת קורונה, שגם אם בצבצה מידי פעם ההרגשה ואף הטענה ששוקי ההון בעולם ובישראל, התנתקו מהכלכלה הריאלית, הרי שיותר מורכב לטעון כך היום. אירועים שונים וחלקם אף לא מספיק מוכרים, השפיעו על התנהגות השווקים וניתן לומר, כיום, כי חלקם כאן להישאר לתמיד. הזרקת הון לשוקי ההון מצד הממשלות והבנקים המרכזיים בעולם, שיעור החסכון ההולך וגדל של משקי הבית (כי אין כל כך איך לבזבז), השתתפות הולכת וגוברת של צעירים בשוקי המניות (שוב כי אין איך לטייל ולבזבז), התפתחויות טכנולוגיות הקשורות לעבודה/לימודים/רפואה ועוד, מרחוק והחשש מהשקעה בענפים מסורתיים כמו נדל"ן ותעשייה, השתקפו למעשה היטב בבורסות בעולם וללא ספק גם בישראל.

מדד ת"א 35 המוטה נדל"ן ובנקים נסוג בשנה האחרונה בכ- 13% ולעומתו מדד ת"א 90 דווקא עלה בכ- 10% בשנה החולפת, הודות לכניסת חברות אנרגיה מתחדשת וחברות טכנולוגיה למדד זה. גולת הכותרת היא מדד ת"א טק-עילית שעלה בכ- 34% בשנת 2020 וכן כמות חברות הטכנולוגיה הצעירות שהגיעו לבורסה בשנה זו ועוד צפויות להגיע (סה"כ הצטרפו בשנת 2020, 28 חברות חדשות לבורסה, מרביתן טכנולוגיה ואנרגיה מתחדשת). מתוך הבנה זו, אנו ניגשים להעריך שווי למניות המסוקרות על ידינו ולתקף אותן לפחות לשנה הקרובה, כאשר הרעיון הוא עקביות מתודולוגית כפי שיישמנו בשנה האחרונה וחושבים שבמבחן התוצאה, מידת ההצלחה היתה לא מבוטלת.

עקרון העקביות המתודולוגית נידון בחודשים האחרונים על ידי בעלי שם עולמי וגדולים מאיתנו, אולם כרגיל אנו פתוחים לכל דעה שונה, לרעיונות תמחור אחרים ובכלל נשמח לשמוע כל מחשבה שהיא בנוגע לכתוב בהמשך.

קריאה נעימה ומועילה ומאחלים הרבה יותר שגרה בתקופת סיכום תוצאות 2021 צוות רוסאריו יעוץ ומחקר

01

הערכות שווי בתקופת פוסט משבר הקורונה (עמ' 4)

02

סקטור הנדל"ן (עמ' 8)

03

סקטור התקשורת (עמ' 34)

- אמות השקעות
- אלוני חץ
- ביג
- גזית גלוב
- קבוצת מבנה
- מליסרון
- מניבים קרן ריט
- קבוצת עזריאלי
- רבוע כחול נדל"ן
- ריט 1
- רני צים מרכזי קניות

- בזק
- פרטנר
- סלקום
- בי-קום
- סאטקום

04

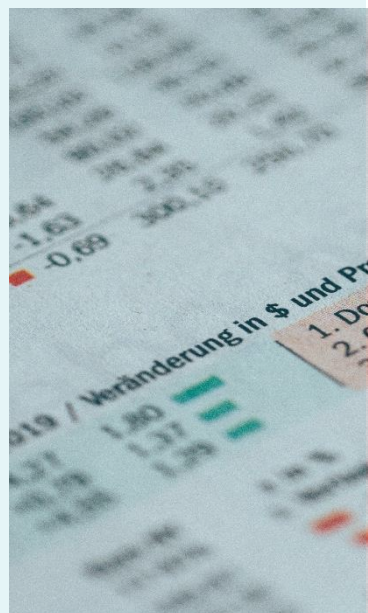
קמעונאות המזון (עמ' 48)

- שופרסל
- רמי לוי
- יוחננוף
- פרשמרקט
- ויקטורי
- טיב טעם

05

תעשייה ואחרות (עמ' 66)

- אנרג'יקס
- דור אלון
- אמיליה
- נאוויטס
- שיכון ובינוי
- קו מנחה
- אילקס
- נובולוג



הערכות שווי בתקופת פוסט משבר הקורונה ומאקרו ישראל

01

2020 - מה נשתנה והאם השתנה?

שאלת תחילת המשבר

עם פרוץ המשבר לפני כשנה, עלתה השאלה על גבי המדיה, בפורומים כלכליים שונים ובעיקר בשוק ההון, היא האם כאשר רכישה ומכירה של ני"ע ועסקאות ריאליות ממשיכות להתבצע על רקע משבר הקורונה, יש טעם בהערכות שוויו? האם תגובת השווקים פסימית או אופטימית מדי? כלומר, האם שווי הנכסים משקף נכונה את התקופה? התשובה המרכזית שעלתה אז היא שהתגובה היא אגרסיבית למדי לכל צד ולכן שם המשחק בתקופה הקרובה הוא תנודתיות. בפועל, שוקי ההון בעולם סיפקו רמת תנודתיות גבוהה וזינוק משמעותי במדדי הפחד רק בחצי השנה הראשונה של המשבר. לקראת סוף שנת 2020 ובתחילת שנת 2021, נראה שכל הכוחות שפועלים על שוקי ההון, כמו: הזרמת כסף של הבנקים המרכזיים ופעולות של הממשלות הגדולות, שיעור חסכון גבוה, כניסה של דור צעיר מהרגיל "למשחק" ההשקעות, התפתחויות טכנולוגיות וביצועי החברות המשפיעות ביותר על המדדים המרכזיים, הפכו את השד הנקרא קורונה לפחות נורא. כיום, השיח המרכזי בקרב משקיעים ומעריכי שווי ברחבי העולם, הוא האם קיימת התנתקות של ביצועי הבורסות מהכלכלה והאם המכפילים המשתקפים כיום במרבית הבורסות, מגלמים בועה.

והתשובה?

"Go Back to Basics" – ציטוט זה שייך לפרופסור דמודאראן עוד בשיאו של המשבר, חודשים אפריל ומאי 2020. ציטוט זה שעלול להישמע היום בנאלי, אבל היווה תשובה נחרצת בשיאו של המשבר בשווקים, תקף במיוחד גם היום, כאשר המומחים מתייחסים לוואלאציות פוסט משבר ה-Covid 19. משבר הקורונה טרם הסתיים, אבל כמו תמיד, שוקי ההון הם הראשונים להצביע על ציפיות האדם הסביר לגבי העתיד הקרוב. כך נשמעים ציטוטים מוכרים היום מפי המומחים:

"It's like déjà vu all over again", "Don't abandon valuation fundamentals during the Covid19 crisis" ועוד בסגנון.

יישום מתודולוגיות הערכת השווי המוכרות הוכיח עצמו בשנה האחרונה ואין יסוד סביר להניח כי לא יוכיח עצמו גם פוסט המשבר. אולי אופן היישום מעט השתנה בהיבט של ניהול הסיכון בהשקעה ובהערכה. המתנגדים בוודאי יגידו כי הדבר נכון לגבי חברות תזרימיות, אך מה על חברות צעירות ללא הכנסות או מכפילי חברות הטכנולוגיה? גם כאן התשובה היא go back to basics. חזרה למקורות תסייע להבין טוב יותר מניות מנופחות ולהיזהר מהן. ואם כבר חברות הזנק שפרצו לחיי ההשקעות הציבוריות בשנה האחרונה – קיימות שיטות קלאסיות כמו הערכת החברה לפי סדרה של אופציות בינאריות ושיטות נוספות כמו התשואה הנדרשת על המו"פ שהושקע בחברה עד היום.

אם הערכות שווי הן אינן מדע מדויק, על אחת כמה וכמה הערכות שווי לחברות הזנק ולכן בחינת השקעה בחברה כזו צריכה להתבסס על שאלות כמו: כמה משבשת הטכנולוגיה (disruptive) את הפתרונות הקיימים, איזה בעיה היא באה לפתור ומה גודל השוק אליו היא פונה, האם קיים סיכוי לקבל צ'ק מחברה גדולה שתראה בטכנולוגיה זו כקיצור ה-Time to Market, האם הטכנולוגיה בת-קיימא לעשר השנים הקרובות, כמה ובאיזה היקף נדרשות השקעות נוספות בחברה ותמיד חשוב לבדוק את השווי מהגיוס האחרון ומה השתנה מאז כדי להצדיק שווי גבוה יותר. וכמו תמיד, בסוף מדובר בבני אדם, כך שחובה לבדוק את הרקורד והרקע של היוזמים ואת האסטרטגיה שאותה הם ירצו ליישם לאחר השקעה.

2021 – ניהול טוב יותר של הסיכונים בהערכות השווי

מבט לאחור

כמעריכי שווי, לאחר שנה מלאה בתוך המציאות החדשה ששמה קורונה, חשוב לנו ביותר לנתח לאחור משתנים שמשקלם היה מהותי על התנהלות החברות המסוקרות ובהתאם על ביצועי המניות שלהן. שמרנו בשנה האחרונה על עקביות מתודולוגית (Go Back to Basics) שעיקרה הוא יישום מודל של היוון תזרימי מזומנים בין אם מדובר בענף הנדל"ן, המזון, התעשייה ואחרים (ענף התקשורת שונה מסיבותיו הוא, אולם שמרנו על עקביות). לאור הפעילויות המוניטאריות והפיסקאליות בשוקי העולם, שמנו דגש על שיעורי ההיוון על רקע ריבית חסרת סיכון ומנגד על רקע עליה בפרמיית הסיכון והתייחסנו לתוצאות הטווח הקצר בהסתברויות שונות וכך גם לשנה המייצגת.

ניהול הסיכון

בנוסף לאופי הטכני יחסית של טיפול במודל הערכת השווי, באמצעות שיעור ההיוון והסתברויות לתוצאות העתיד, שמנו דגש יותר מהרגיל בשנה האחרונה, על פרמטרים נוספים בכל חברה. פרמטרים אלה כוללים: בקרת נזקי הקורונה על תוצאות השנה האחרונה של כל חברה והשפעתם הצפויה על שנת 2024 כמשל לעתיד, כלומר כמה היא חסינה, מהירות ואיכות התגובה של ההנהלה לשינויים בשטח, קיום דיאלוג פורה שלה מול שוק ההון על מנת לתחם את מידת חוסר הוודאות, שינויים במדיניות דיבידנד כסיגנל לעתיד, חברה מייצאת או מייבאת ומה המשמעות בתקופות של סגרים, בניית תשתית לטווח הארוך בדמות מנועי צמיחה וכדומה, היכולת להתייעל ויישומה (הוצאות קבועות מול משתנות), חובות מסופקים ואבזים, הנגישות להון ולחוב בשוק ההון (רמת המינוף) ופרמטרים פונדמנטליים נוספים. שאלת הערכת שווי לפי עסק חי או עסק בפירוק לא העסיקה אותנו, כי בהגדרה החלטנו לא להעריך שווי בחברות עם הערת עסק חי. שאלה נוספת חשובה היא האם יש יותר מידי חדשות טובות המביאות לתפיסת סיכון שגויה. התשובה לשאלה זו נעוצה בעיקר בעולם הריאלי בנושא החיסונים, התאוששות אמיתית של הכלכלה והשפעתם על החברות בתרחישים שונים.

לסיכום

השוני בין המשבר הזה לקודמים בשוקי ההון הוא שבתחילתו ההתנהגות בשוקי ההון היתה רציונאלית יחסית, או במילים אחרות לא התבצעה מכירת חיסול שהענישה את כל המניות הנסחרות באופן גורף, כתוצאה מפאניקה. התיאבון לתשואות, תוך הגדלת הסיכון, עבר בשנה האחרונה תהליך של עיכול מחדש. אחת המסקנות העולות מתהליך עיכול זה ובכלל על רקע המגיפה, הוא קונספט החסינות, בעיקר לגבי בני האדם. בני אדם חסינים לזעזועים לא צפויים ותמיד ינסו לתקן דברים עד לקצה גבול היכולת. כך לגבי מהירות פיתוח החיסונים ותיקון המצב המאיים מאד, רק לפני שנה וכך כנראה גם לגבי תיקון השווקים ושווי הנכסים – The New Normal.

מאקרו - המשק בצל הקורונה

מעבר לתחלואה הקשה שחוללה מגפת הקורונה אשר טלטלה את העולם וישראל, הצעדים שנקטו ממשלות כדי לרסן את המגיפה ושינוי התנהגות של הפרטים, הביאו לפגיעה עצומה בכלכלה, ברווחה ובכל אורחות החיים.

ישראל - הממשלה הטילה מגבלות חמורות על הפעילות ששיאן 3 סגרים. מגבלות אלו התמקדו ביצירת מרחק פיזי וחומרתן התבטאה בתנודות חריפות של רמת הפעילות הכלכלית במהלך השנה, בייחוד בסגר הראשון בו הפגיעה הייתה חזקה ביותר והיא פחתה בסגרים השני והשלישי.

חרף עוצמתו של המשבר פגיעתו התמקדה בענפים מסוימים ולא התפשטה לכלל משק.

התוצר בישראל ירד בשיעור של 2.5% והתוצר לנפש ירד בשיעור של כ-4.2%. עיקר הפגיעה נבעה מירידה חריגה בצריכה הפרטית בשיעור של 9.5% (ירידה של כ-11% בצריכה לנפש). בהתאם לכך, חלה עליה חדה בשיעור החיסכון.

שיעור האבטלה הממוצע בשנת 2020 נסק לכ-15.7%, הרבה מעבר לפגיעה בתוצר. זאת לאחר שבשנת 2019 הגיעה האבטלה לרמה הנמוכה ביותר מזה עשרות שנים. הסיבה לכך, עיקר הפגיעה הייתה בקרב עובדים בעלי שכר נמוך, עצמאיים ועסקים קטנים.

היצוא ועודף בחשבון השוטף מיתן את הפגיעה במשק, בעיקר בשל גידול מהיר של יצוא שירותים מתקדמים כגון שרותי ה-טק. ביצועי היצוא לצד ירידה חדה ביבוא הביאו להתרחבות משמעותית בעודף של החשבון השוטף.

הגרעון התקציבי גדל ל-11.6% ובתאם לכך יחס החוב הציבורי לתוצר עלה במהלך 2020 לכ-72.6% (מ-60% ב-2019). הסיבה לכך היא מדיניות פיסקלית של תשלומי העברה שמטרתה לסייע למשקי הבית ולעסקים. חרף גידולו הניכר של החוב הציבורי התשואות עליו לא עלו ודרוג האשראי של ישראל לא השתנה. במהלך השנה הכריז בנק ישראל על תכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות וקונצרניות בשוק המשני וביצע במסגרתה רכישות בהיקף ניכר.

למרות הבהלה בשווקים הפיננסים עם תחילתו של המשבר, המשבר הריאלי לא התפתח למשבר פיננסי, בין היתר הודות למדיניות המוניטרית שהופעלה ע"י ממשלות בארץ ובעולם.

שיעור האינפלציה ב-2020 הסתכם ב-0.7%, שיעור הנמוך ביותר מאז 2016.

במהלך שנת 2020 נרשם ייסוף של השקל ביחס לדולר בשיעור של 5.5% במונחי שער חליפין נומינלי אפקטיבי. לייסוף זה תרמו העודף המתמשך בחשבון השוטף של מאזן התשלומים וההשקעות הזרות הישירות בישראל בייחוד בענפי הייצור המתקדמים. בנק ישראל פעל למיתונו של קצב הייסוף באמצעות רכישות מט"ח מוגברות. כמו כן, הפחית בנק ישראל את הריבית לשיעור של 0.1%.

היקף החוב הכולל של המגזר העסקי נותר כמעט זהה להיקפו בשנה הקודמת ועלות המימון נותרה גם היא כמעט ללא שינוי ניכר. עליית רמת הסיכון פעלה להקטנת הצע האשראי ולייקורו ואילו התערבות הממשלה ובנק ישראל פעלו להרחבתו. נראה כי הכוחות השונים אשר השפיעו על הביקוש לאשראי ועל היצעו קיזזו זו את זו במידה רבה.





נדל"ן | 02

2020 - השנה שחלפה

חישוב מסלול מחדש:

הכלכלה מראה סימני התאוששות, עם זאת, העתיד עדיין לא לגמרי ברור. העולם השתנה, והשינוי הזה מחייב חברות לבחון מחדש אסטרטגיות פעולה.

בשנה החולפת תחום הנדל"ן המסחרי נפגע בצורה משמעותית, הנדל"ן המניב למשרדים רשם האטה קלה, שני אלו בהתאם לרמות התחלואה שהשפיעו על ניידות וצריכה. הביקוש לשטחים לוגיסטיים התחזק והגיע לרמות שיא, כנ"ל כמובן תחום ה- Data Centers שנתמך בביקוש לשירותים מקוונים. שוק הדיור למגורים (יזמות) הוכיח ביקושים חזקים ויציבים, וכך תחום נוסף החל לצבור תאוצה - דיור להשכרה, וימשיך כך כל עוד מחירי הבתים ימשיכו לעלות.

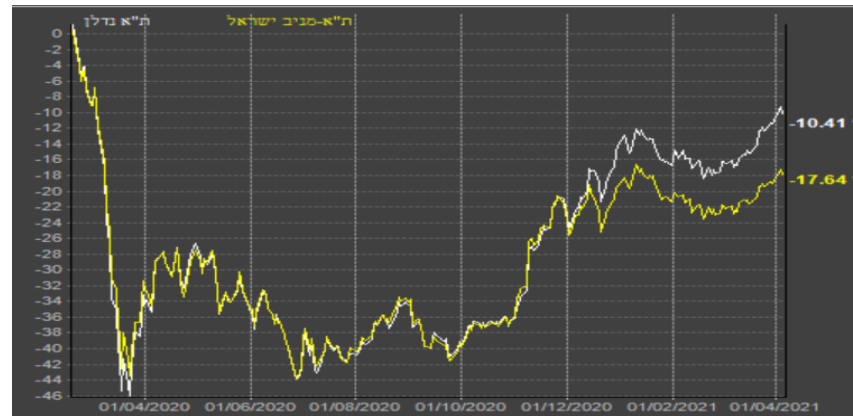
ריביות שפל, התערבות ממשלתית וגיוון בסוג המלווים/ההלוואות ממשיכים לתמוך בחוב על הנדל"ן.

חברות רבות מעדיפות לייצר ערך, כלומר להחזיק נכסים מניבים המעניקים הגנה ותזרים לאורך זמן לעומת רווחי הון נקודתיים.

החברות שצלחו את המשבר:

הקורונה פרצה לחיינו בחודש מרץ של השנה שעברה והעתיד היה קודר. ידענו שהחברות שיצלו את המשבר, הן אלו בעלות שתי הרגליים היציבות על הקרקע, כאשר רגל אחת היתה איתנות פיננסית והשנייה הנהלה איכותית שתתאים ותגיב בזריזות לתנאים החדשים שיתהוו בשוק.

השנה התאפיינה בשיא של הנפקות וגיוסים, כאשר חלק מהחברות ניצלו את הסכומים למען בניית גשר לשנה הבאה וחלק בשביל לנצל הזדמנויות שניקרו בשוק. מניות חברות הנדל"ן המניב נסחרות כיום בשווי של כ-20% פחות מרמות השיא טרום המשבר, ומדשדשות בנקודה הזו מדצמבר 2020. כך שעכשיו זו נקודת זמן טובה לבדוק מי קפא על השמרים ומי חימם מנועים לקראת המראה.





Data Center

המשבר הפתאומי והבלתי צפוי של הקורונה חשף את מה שהיה ברור מאליו, הטכנולוגיה חדרה כמעט לכל התחומים של חיינו ויצרה עוד ועוד נתונים שיש לעבד ולאחסן במרכז נתונים ייעודי.

באופן מיידי, נתח עובדים מאסיבי ברחבי העולם עבד מהבית ונדרש להישאר פרודוקטיבי כמו בעבר, השימוש ברשתות החברתיות גדל, חנויות נסגרו והסתמכו על סחר אלקטרוני וכך הלאה..

שירותי הענן היו אמצעי למתן את ההשפעה הכלכלית של הקורונה. גם לפני הקורונה, נצפתה מגמה של ביקוש הולך וגובר לשירותי ענן, אבל המגיפה הפכה את השירותים הללו ליותר קריטיים.

קיימת עליה ממוצעת שנתית של כ- 24% בתעבורה בחוות השרתים בעולם, הווה אומר, עדיין קיים מחסור חמור וזו גם הסיבה לתשואות הגבוהות שנעות בין 10% ל- 20% בשנה, תלוי בשוק.



לוגיסטיקה

תחום חזק עם רוח גבית של מסחר אלקטרוני שמניע ביקוש למרחב הלוגיסטי.

במהלך השנה היינו עדים להיקף עסקאות גדול בתחום. חברות שכבר מחזיקות בנכסים נהנו מעלויות מחירים משמעותיות כמו למשל אמות שדיווחה על עליה ממוצעת של 8% במחירי החוזים החדשים, הרחבת אחזקות ופעילות בתחום כמו ריט 1 שרכשה את נאות חובב, והגדילה את הייזום בתחום וגם הסבה של שטחי משרדים ללוגיסטיקה כפי שפעלה חברת רני צים בנכס בכפר סבא.

להערכתנו, המרל"וגים הגדולים ימשיכו להתפתח בקרוב לצירי תנועה מרכזיים, ומרכזים קטנים יותר יוקמו בתוך הערים על מנת לתת מענה מהיר ויעיל יותר בשירותי ההפצה לצרכנים (מתקני הק"מ האחרון).



מסחר

עם הסרת המגבלות, צפויה התאוששות מהירה שנתמכת ברוח גבית של ביקושים נדחים וגידול בחסכונות של משקי הבית בתקופת הקורונה. המשמעות - עליה בפדיונות, בשכירות ובמניות.

המעבר לרכישות מקוונות, הואץ בעקבות מגפת הקורונה וחדר לקהל יעד נוספים. בטווח הארוך יותר, קשה לחזות כיצד הצרכן יתנהג ב- New normal שלאחר הקורונה, אבל כן ברור שהצרכן השתנה והקניונים צריכים להשתנות ביחד איתו. הקניונים יאלצו לייצר ערך מוסף שימשוך צרכנים כמו למשל שימוש ב- omni channel שישלב בין הערוץ הטכנולוגי להגדלת ה- Foot print בקניון, שימת דגש חזק יותר על בילוי פנאי ועוד..

באשר לקמעונאים, הם יאלצו לבצע התאמות מחדש של גודל החנות ומיקומה וידייקו יותר את יחס החנות מול ערוצי האונליין על מנת להגדיל את היעילות. השטח הפיזי יצטרך להציע את החשיפה המקסימלית ללקוחות ותהיה לכך השפעה על ביקוש לסוג ושטחי מסחר ספציפיים.



משרדים

הביצועים התפעוליים של נכסי המשרדים חוו פגיעה מתונה יחסית, תוך שונות ברורה בין נכסי פריים באזורי ביקוש, לבין נכסים פריפריאליים יותר. למרות שאנו רואים חידושי חוזים ולעיתים אף במחירים גבוהים יותר (יובא בהמשך פירוט בסקירה), הביקוש נותר מרוסן בהשפעת חוסר הוודאות שהביאה עימה הקורונה, בעיקר לגבי כיצד יראה שוק העבודה העתידי.

החיסונים צפויים להביא להפחתת המגבלות וחזרה של העובדים למשרדים. בסופו של דבר, להערכתנו, חברות אמנם יאפשרו לעובדים להמשיך לעבוד מהבית, בעיקר על מנת לאפשר גמישות תפעולית, אך לא ברמה כזו שתחריף את עודף ההיצע בשוק. החברות יעמידו בראש סדר העדיפויות בריאות, ורווחה. צפיפות נמוכה יותר בשטחי המשרדים יהיה בה כדי לשמור על שיעורי תפוסה גבוהים וכך למתן את וקטור העבודה מהבית.

קיימת קורלציה בין מחירי השכירות במשרדים לענפי הייצוא שלנו, שברובם נגזרים מההיי טק שפרח בתקופת המשבר. מדינת ישראל היא מעצמה טכנולוגית, וניתן להניח שזה ימשיך לתמוך בביקוש למשרדים.

מכיוון ההיצע, עוד ראינו שהרבה חברות הקפיאו את פרויקט הייזום שלהם עד שיתבהר המצב ויעבור זעם, אלמנט נוסף שמונע עודף היצע בשוק.

שווי נדל"ן להשקעה (נכסים מניבים)
לפי שיטת היוון תזרים מזומנים (DCF).



פרויקטים בהקמה
ביצענו התאמה לשווי הכלכלי של הנכסים מהוונים להיום בניכוי מס.



הפחתת שווי חוב
שווי ספרים בתוספת אירועים לאחר תאריך המאזן.



הפחתת שווי מסים נדחים
בוצעה התאמה לשווי כלכלי לפי הפחתה של עד 50% מגובה המסים הנדחים במאזן.



הפחתת שווי עלויות הנהלה וכלליות
העלות השנתית המייצגת הוונה במכפיל רלוונטי להנהלת חברה, בניכוי מס.



כמדי שנה, אנו מפרסמים סקירה קצרה לגבי ביצועי חברות הנדל"ן התפעוליים והפיננסיים בשנה החולפת ובמבט קדימה בוחנים את אסטרטגיית ותכניות החברה לטווח הקצר והארוך. בחלוף שנה מפרוץ משבר הקורונה, אשר בתחילתו שרר חוסר וודאות גדול לגבי אופן השפעת המשבר על הנדל"ן, המגמות היום מתחילות להתבהר והדיפרנציאציה בין כל תחום ותת תחום (סוג, אופי, מיקום וכיו"ב) מתבהרת. כפי שצינו בסקירה הקודמת, החברות שיצלחו את המשבר הן אלו בעלות הגמישות התפעולית והפיננסית. אכן, נוכחנו לראות שיש חברות שעברו את הקורונה בצורה טובה והיו חברות שאף דאגו למנף את משבר הקורונה לטובתן (כמו ביג, למשל).

השנה התאפיינה בשיא של הנפקות וגיוסים. החברות גייסו כי היה אפשר ולא בהכרח כי צריך. חלק מהחברות ניצלו את המזומנים כדי לבנות גשר לשנה הבאה, וחלק כדי למלא דלק להבעיר מנועים.

אנו מעניקים שווי הוגן למניה על פי מודל NAV. הסעיף המהותי ביותר – שווי כלכלי לנדל"ן להשקעה (מניב), חושב לפי שיטת היוון תזרים מזומנים (DCF). הקורונה הגדילה והדגישה את הפערים בין הענפים השונים שבאים לידי ביטוי בסעיפי הצמיחה (האטה), שיעורי תפוסה ורמות מחירים. הטמענו את הפרמטרים הללו במודל על מנת לדייק את השווי ההוגן למניה.

בשקפים הבאים - סקירה של ביצועי כל אחת מהחברות המסוקרות על ידינו בשנת 2020 ובמבט קדימה, בחינת יכולת כל אחת מהן, לצאת מהמשבר.

פוטנציאל ליצירת ערך עתידי

לוגיסטיקה - התחום מהווה כ- 20% מהפורטפוליו שלה ומתפקד כמנוע צמיחה משמעותי נוסף ולראיה, עליה של כ- 8% בדמ"ש לחוזים חדשים במתחמיה.

ייזום - החברה מתקדמת עם 3 פרויקטי הייזום שלה בחולון, מודיעין ובני ברק. כיום בשווי ספרים של כ- 614 מ' ש עם יתרת עלויות להשלמה בסכום של כ- 790 מ' ש, הטומנים בחובם תוספת הנבה של כ- 101 מ' ש בשנה. בנוסף, קיימים עוד 5 פרויקטים בקנה בעלות הקמה של כ- 2.2 מיליארד ש, הכוללים בין היתר את מתחם ה- 1000 בראשון לציון ו TOHA 2.

זכייה במכרז למגה פרויקט במתחם שער העיר בירושלים - החברה זכתה במכרז ביחד עם אלייד נדל"ן. חלקת הקרקע הממוקמת בכניסה לירושלים משתרעת על פני שטח של 4.5 דונם ומגרש זה מיועד להקמה של מתחם תעסוקה ומסחר עם אופציה למלונאות ודירור להשכרה, בהיקף של כ- 78,000 מ"ר עיליים לפי תב"ע בתוקף וכ- 103,000 מ"ר לפי תב"ע הנמצאת לקראת הפקדה. עלות ההקמה המוערכת של הפרויקט מסתכמת לסך של כ- 1.1 מיליארד ש.

הסכמים שנחתמו במהלך שנת 2020 (לרבות מימושי אופציה וחידושי חוזים)

שינוי בשכ"ד למ"ר	תחום
2%	משרדים
2%	מסחר
8%	לוגיסטיקה ותעשייה
5%	סופרמרקטים

אמות בקבוצת אלוני חץ (57%) הינה חברת נדל"ן מניב מהגדולות והמובילות בישראל.

שווי תיק הנכסים של החברה עומד על כ- 14 מיליארד ש, ומונה 104 נכסי משרדים, מסחר, לוגיסטיקה, וסופרמרקטים המשתרעים של שטח כולל של כ- 1.5 מיליון מ"ר. בין נכסיה הבולטים - TOHA 1, מגדל אטריום בר"ג ומגדל אמות.

ביצועים תפעוליים:

שיעורי התפוסה גבוהים ועומדים על כ- 97%.

שיעור גביה ממוצע כ- 93%, כאשר הקיטון נבע בעיקר מתחום המסחר.

NOI מנכסים זהים עמד השנה על כ- 615 מיליון ש לעומת 667 מיליון ש ב- 2019.

NOI מכלל הנכסים עמד על כ- 734 מיליון ש לעומת כ- 728 מיליון ש בשנת 2019. NOI מנוטרל השפעת קורונה עומד על כ- 796 מיליון ש.

תחזיות החברה ל 2021 עומדות בטווח של בין 736 מיליון ש ל- 765 מיליון ש. לאור מגמה של חזרה לשגרה בתוספת הנבה של נכסים חדשים, **אנו מעריכים שהחברה תכה את התחזיות.**

נזילות וגמישות פיננסית:

בשנת 2020 גייסה החברה כ- 2.3 מיליארד ש, מתוכם 400 מיליון ש באמצעות גיוס הון ו- 1.9 מיליארד ש באמצעות גיוס חוב.

➤ **מזומנים ומסגרות אשראי -** בסך של כ- 1.7 מיליארד ש.

➤ **נכסים בלתי משועבדים -** כ- 98% מסך נכסי החברה אינם משועבדים.

➤ **החוב הפיננסי נטו** של אמות מסתכם בכ- 7.2 מיליארד ש, נכון להיום.

➤ **ירידת ערך נדל"ן להשקעה -** 172 מיליון ש.

➤ **ה-FFO בשנת 2020** הסתכם לכ- 512 מיליון ש לעומת 520 מיליון ש בשנת 2019.

שווי בספרים	שווי כלכלי	שווי שוק ליום	מתודולוגיה לחישוב השווי הכלכלי
שווי נכסים			
סה"כ נדל"ן להשקעה	12,718	13,913	DCF
נדל"ן להשקעה בהקמה ועתודות קרקע	1,223	1,444	עודף שווי בגין חולון, מודיעין ובני ברק.
סה"כ שווי נדל"ן	13,941	15,357	14,806
רכוש קבוע	37	37	37
יתרות מזומן	995	995	995
חוב	7,196	7,196	7,196
הפחתות בגין מיסים נדחים	543	543	543
הוצאות הנה"כ	218	218	218
דיבידנד	102	102	102
שווי NAV	6,914	8,329	7,779
שווי NAV למניה	17	20	19
שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק		6%	-

אנו מעריכים את השווי הכלכלי לחברה בכ- 8.3 מיליארד ₪, המשקף שווי הוגן למניה של כ-20 ₪ ואשר גבוה בכ- 6% ביחס למחיר השוק הנוכחי.

מהגנה להתקפה :

אמות ממשיכה בייזום ופיתוח (חולון, מודיעין, שער העיר) ומשדרגת נכסים כך שיתאימו לעולם החדש ויגזרו מחירי שכירות גבוהים יותר (למשל - בית פלאפון). **Carr** מממשת 49% ממידטאון סנטר לפי שווי של 980 מיליון \$ (4.9% CAP), הרווח מהעסקה יאפשר כניסה לאוסטין טקסס, אחת מהערים הצומחות ביותר בארה"ב. **בוסטון** - מקדמת תוכנית יזמית להפוך את הבניין שחברת we work מפנה למעבדות, מה שיאפשר **הכפלה** של מחירי השכירות. **Brockton** ממשיכים לקדם יזמות ובניה וצפויים לקבל היתרים עד סוף השנה. **אנרג'יקס** ממשיכה לשעוט קדימה בכל הטריטוריות, מניות **PSP** מומשו כמעט במלואן וכל הזרועות הללו והפיתוח **מבלי לגייס חוב** ואף להיפך, פרעה מעל מיליארד \$ במהלך שנת 2020 ותחילת 2021, כך שהיום שיעור המינוף של החברה עומד על רמות של פחות מ-25%.

לאלוני חץ מיקוד בשני תחומים עיקריים: האחד הוא תחום נכסי נדל"ן מניב למשרדים בישראל, ארה"ב ואנגליה, הממוקמים ב- Prime Locations עם לקוחות Tier 1 וחוזים במח"מ ארוך. התחום השני - אנרגיה מתחדשת בארץ, בארה"ב ופולין, באמצעות אנרג'יקס.

ביצועים תפעוליים :

NOI של חברות הקבוצה - ירד בסך כולל של 53 מיליון \$ (חלק החברה) ונבע בעיקר מתחום המסחר והחניונים.

שיעורי הגבייה של חברות הקבוצה - כ- 93% בישראל, 96% בבריטניה ו- 99% בארה"ב.

FFO של החברה עמד השנה על כ- 495 מיליון \$ לעומת כ- 525 מיליון \$ ב- 2019.

נזילות וגמישות פיננסית:

- **שיעור LTV** - על בסיס NAV סחיר עומד על כ- **23.3%**
- **דיבידנד** - כל חברות הקבוצה שמרו על מדיניות הדיבידנד שלהן בשנת 2020.
- **יתרות נזילות** - מזומן ומסגרות אשראי בלתי מנוצלות בסך כולל של כ- 1.1 מיליארד \$.
- **נכסים בלתי משועבדים** - כלל נכסי החברה אינם משועבדים.
- **החוב הפיננסי נטו** של החברה מסתכם לכ- 3.4 מיליארד \$.
- **ירידת ערך נדל"ן להשקעה** - 176 מיליון \$.



שווי בספרים Q4 2020	שווי סחיר / מתואם ליום פרסום הדוח	שווי כלכלי להערכת רוסאריו	מתודולוגיה לחישוב השווי הכלכלי
שווי נכסים			
821	3,518	4,674	לפי מחיר של 16.5 ש"ח למניה (לפי הערכת שווי נפרדת להלן)
Energix Group			
3,587	4,429	4,674	לפי מחיר של 20 ש"ח למניה (לפי הערכת שווי נפרדת לאמות)
3,004	3,092	3,309	נכסים להשקעה לפי שווי ספרים (שווי שמאות) בתוספת עודף שווי בגין נכסים בהקמה שחושבו לפי Cap Rate ממוצע של 5.8%.
CARR			
778	816	816	שווי ספרים מתואם ליום פירסום הדוחות.
AH Boston			
1,386	1,666	1,666	שווי ספרים לא כולל אומדן שווי בגין זכויות להקמה או פוטנציאל השבחה. ובתוספת הלוואת גישור שהעמידה החברה ל BE לאחר תאריך המאזן.
Brockton			
439	396	396	מימוש נוסף של מניות PSP לאחר תאריך המאזן.
השקעות אחרות (בעיקר Brockton Capital)			
10,016	13,917	15,536	סה"כ שווי השקעות
3,416	3,416	3,416	חוב פיננסי נטו
79	79	79	הוצאות הנה"כ
86	86	86	דיבידנד
6,434	10,336	11,954	שווי NAV
37	60	69	שווי NAV למניה
שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק			
	37.6%	59.1%	

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ- 11.9 מיליארד ש"ח, שווי הוגן למניה של 69 ש"ח, המגלם פרמיה של כ- 59% ביחס למחיר השוק הנוכחי. מניית החברה נסחרת בחסר ככל הנראה בגלל חששות וחוסר הוודאות שהיו בשוק בהשפעת הקורונה. תוצאות הדוחות בשנה האחרונה הוכיחו לנו שאלוני חץ ידעה לבחור נכון, הפורטפוליו שלה הוכיח את עוצמתו.

שווי תיק הנכסים של החברה עומד על כ- 10 מיליארד ₪ ומורכב בעיקר מנכסי מסחר פתוחים בישראל סרביה וארה"ב, הפרושים על פני שטח של כ- 1.3 מיליון מ"ר. בנוסף החברה מחזיקה כ- 62% ממניות אפי נכסים, בשווי סחיר כולל של כ- 2.7 מיליארד ₪.

המבערים של ביג החלו לפעול במלא העוצמה!

ההנהלה של ביג פעלה בצורה אגרסיבית, והפכה לקבוצת לחץ משמעותית עד כדי כך שקבעו מדיניות לממשלה. בתחילת משבר הקורונה, החברה יצאה עם קמפיין "באוור הפתוח יותר בטוח" וכך ניצלה את הקורונה לטובת חיזוק המותג ובידול ממתחריה הסגורים. החברה עשתה גם צעדים גדולים כדוגמת רכישת השליטה באפי נכסים, והאיצה מכירת נכסים בארה"ב על מנת לחזק נוכחות בגיאוגרפיות נוכחיות וכניסה לסגמנטים חדשים. נציין שהעוצמה של החברה באה לידי ביטוי ב- Cap Rate מכירה הנמוכים, גם בתקופת הקורונה.

ביצועים תפעוליים:

שיעורי התפוסה גבוהים ועומדים על כ- 100% בישראל, 99% בסרביה ו- 92% בארה"ב. **הפדיונות במרכזי ביג בישראל** רשמו בשנת 2020 ירידה של 9.5% בלבד אל מול התקופה המקבילה ב- 2019, וזאת למרות שלושת הסגרים ב- 2020. **NOI השנה** - הסתכם לכ- 519.5 מיליון ₪, בהשוואה לכ- 613.4 מיליון ₪ ב- 2019. **ה-FFO הריאלי** בתקופה הסתכם לכ- 322.8 מיליון ₪ לעומת כ- 367.2 מיליון ₪ בשנת 2019.

נזילות וגמישות פיננסית:

- **יתרות נזילות** - יתרת מזומנים ופקדונות בהיקף של כ- 1 מיליארד ₪ (כולל אג"ח י"ח והכנסה ממכירת הנכסים בארה"ב לאחר תאריך המאזן), ובשילוב של 1.4 מיליארד ₪ שווי נכסים בלתי משועבדים. בנוסף, אחזקה במניות סחירות בלתי משועבדות של אפי נכסים בשווי כולל של כ- 1.87 מיליארד ₪ ועוד מסגרת אשראי מגוף מוסדי, אשר מתוך סכום של כ- 950 מיליון ₪ נוצלו עד כה כ- 289 מיליון ₪.
- **הנפקות הון** - לאחר תאריך המאזן הנפיקה החברה הון בהיקף כולל של כ- 1.8 מיליארד ₪ למען רכישת מניות אפי נכסים וכן רכישת חלקו של השותף בסרביה, כך שהיום היא מחזיקה 95% בפעילות בסרביה.
- **חוב ל- cap נטו** לאחר גיוס ההון עומד על כ- 53% לעומת 62% לפני המהלך.

מתודולוגיה לחישוב השווי הכלכלי	שווי שוק	שווי כלכלי	שווי בספרים	
שווי נכסים				
סה"כ נדל"ן להשקעה	9,538	10,565	9,084	DCF , Cap Rate 6.2%
נדל"ן להשקעה בפיתוח	1,203	1,798	1,203	יתרת עודפים, כולל בגין ביג פאשן גלילות.
חייבים ויתרות חובה	144	144	144	כולל בעיקר את ההלוואה שניתנה ירון אדיב וכידן דהרי .
מניות אפי נכסים	2,797	2,797	2,797	לאחר תאריך המאזן, רכשה החברה עוד 38.67% ממניות אפי נכסים, ועלתה לשיעור החזקה של 61.48%. שווי כלכלי שוק וסחיר כלם נכונים ליום פרסום הסקירה.
מלאי לזמן ארוך	90	90	90	קרקע בסרביה + זכויות מעל קניון בת ים - שווי בספרים
קניאל (מפעל + כ"ס + צרפת)	286	286	286	שווי ספרים
הלוואות לשותפים	674	674	674	שווי ספרים
סה"כ שווי נדל"ן	14,731	16,353	14,277	
פוטו וולטאי	107	107	39	שיעור היות - 6.5%
רכוש קבוע	16	16	16	
יתרות מזומן	1,056	1,056	1,056	בתוספת אג"ח י"ח בסך כולל של כ-576 מיליון ₪ , ורווח ממכירת הנכסים בארה"ב
חוב	8,187	8,187	8,187	בתוספת אג"ח י"ח בסך כולל של כ-576 מיליון ₪ ובניכוי חוב על הנכסים בארה"ב
הפחתות בגין מיסים	346	346	346	לפי שיעור מס נדחה להפחתה של 40%
הוצאות הנה"כ	234	234	234	מכפיל הנהלה - 5
סה"כ שווי NAV	7,144	8,766	6,621	
שווי NAV למניה	365	442	333	
פרמייה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק		21%		

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ- 8.8 מיליארד ₪, שווי הוגן למניה של כ- 442 ₪, המגלם פרמיה של כ- 21% ביחס למחיר השוק הנוכחי

התפתחויות אחרונות:

- החברה ממשיכה לפעול לחיזוק מבנה ההון שלה ויישום האסטרטגיה:
- החברה מתקדמת בתוכנית למימוש נכסים שאינם נכסי ליבה, ומתוך שווי של כ- 1 מיליארד ₪ בתוכנית, מומשו כבר נכסים בשווי של כ- 630 מיליון ₪ - קצב התקדמות מצוין.
- החברה מגדילה את אחזקותיה בחברת הבת אטריום ועלתה לשיעור אחזקה של כ- 72%, כאשר המטרה, להערכתנו, היא להפוך את החברה לפרטית.
- החברה עומדת בפני הנפקת הפעילות בברזיל (Spinoff) בדרך של הצעת מכר (קרבן ברזילאית להשקעות בנדל"ן) ולאחר מכן תגייס חוב. המהלך יתרום להגדלת הנזילות והקטנת המינוף בקבוצה.

החברה נמצאת בתהליך Turnaround והמנייה לפני פריצה

החברה נקנסת על אחזקותיה באירופה וברזיל. נכון שחלק מהותי מהתיק באזורים אלו נמצא עדיין בעין הסערה, יש קושי ואנחנו לא מתעלמים ממנו. עם זאת, להערכתנו, מחיר המניה היום נמצא בדיסקאונט מסוים וזאת משתי סיבות עיקריות:

1. **המניה עוד לא הגיבה לחדשות הטובות** - סטיקטון ואטריום נסחרות ב- 0.75% על ההון. בימים אלו יש כבר בהירות לגבי חיסונים ואנשים חוזרים לחיים. הגלגלים התחילו לזוז בעיקר בישראל וארה"ב, ובטווח הקרוב גם אירופה תדביק את הקצב.
2. **ההנהלה מבצעת מהלכים משמעותיים שיעזרו לה לצלוח את התקופה** - מחזקת את מבנה ההון שלה, מגדילה את הגמישות הפיננסית ומטייבת את תיק הנכסים.

החברה במישרין ובאמצעות חברות ציבוריות ופרטיות פועלת בתחום מסחר, משרדים ומגורים בצפון אמריקה, ברזיל, מרכז ומזרח אירופה, תוך התמקדות באזורים אורבניים צפופי אוכלוסין בערים מרכזיות.

ביצועים תפעוליים:

שיעורי התפוסה עומדים על כ- 94%.

שיעור גביה משוקלל בקבוצה עמד על רמה של כ- 91%.

NOI מנכסים זהים שיקף קיטון של כ- 15% לעומת 2019. הקיטון נבע בעיקר מאטריום - עקב הקלות לשוכרים ע"י ממשלת פולין וכן מברזיל בשל קיטון בשכ"ד המבוסס על פדיונות וחניונים.

NOI באיחוד יחסי עמד על כ- 1,100 מיליון ₪, שיקף ירידה של כ- 15.4% לעומת 2019.

החברה ממשיכה לפעול לטיוב תיק הנכסים, ולאחרונה חתמה על הסכם שכירות מול הום דיפו בניו יורק, בשכ"ד שנתי של כ- 7.8 מיליון \$ בשנה, לעומת 3.8 מיליון \$ בחוזה הקודם.

נזילות וגמישות פיננסית:

❑ **דירוג החברה - Aa3.il**, רמת מינוף (סולו מורחב) של כ- 50%.

❑ **מזומנים ושווי מזומנים (סולו מורחב)** - בכ"ן להיום, יתרות מזומן של כ- 1.1 מיליארד ₪. בתוספת נדל"ן מוחזק למכירה בסך של 579 מיליון ₪ ונגזרים פיננסיים בסך של כ- 337 מיליון ₪.

❑ **החוב הפיננסי נטו (סולו מורחב)** של גזית גלוב מסתכם בכ- 9.6 מיליארד ₪. עלות החוב עומדת על כ- 3.5% ומח"מ החוב על כ- 4.2 שנים.



קבוצת
גזית גלוב

מתודולוגיה	שווי בספרים שווי סחיר/כלכלי		
			שווי נכסים
שווי סחיר, לאחר רכישה של כ- 16 מיליון מניות לאחר תאריך המאזן.	3,229	4,291	Atrium (72.3%)
שווי סחיר	2,491	3,473	Citycon (48.9%)
נכסים מניבים לפי Cap של 5.5%, בתוספת עודף שווי בגין נכסים בייזום	3,880	3,438	גזית ישראל - נכסים מניבים בישראל
מודל DCF	2,061	2,569	גזית ברזיל
בתוספת שווי בגין חידוש חוזה עם הום דיפו בנכס במנהטן.	1,865	1,711	גזית הורייזונס (ארה"ב)
שווי ספרים	239	239	קנדה
שווי ספרים	88	88	אירופה
שווי ספרים	234	234	השקעות אחרות
	14,086	16,043	סה"כ שווי נכסים
בתוספת דיבידנד שהתקבל מסיטיקון ואטריום, מכירת 50% מהמגרש ברמת אביב ורכישת מניות אטריום.	2,486	2,486	נכסים כספיים
	12,272	12,272	חוב פיננסי
שיעור מס נדחה להפחתה של 50% מנוכה מס	88	88	הפחתות בגין מיסים נדחים
מכפיל 7	282	282	הוצאות הנה"כ
	45	45	דיבידנד
הדיסקאונט הנגזר משווי ספרים עומד על כ-33%, אולם בשל המצב בברזיל ואירופה אנו נוקטים בשמרנות יתרה.	3,886	5,842	שווי NAV
	26	39	שווי NAV למניה
	16%		שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ-3.9 מיליארד ₪, שווי הוגן למניה של כ- 26 ₪, המגלם פרמיה של כ- 16% ביחס למחיר השוק הנוכחי.

מבנה פועלת ללא גרעין שליטה מאז 2016. המשמעות היא היעדר אינטרסים אישיים של

בעל שליטה שלא תמיד רואה עין בעין עם בעלי המניות.

הקצב של מבנה הוא פנומנלי בכל הרמות:

ברמת החוב, צמצום של יחס חוב ל- cap מרמה של 71% בשנת 2016 ל- 43% היום.

עלות החוב ירדה מרמות של 4.4% ל- 1.2% היום. גידול בהון מ- 3.2 מיליארד ל- 6 מיליארד

(לאחר חלוקת דיבידנד), שיעור היוון נכסים ממוצע נמצא בטווח העליון של 7.35%, ולאור

עסקאות בשוק גם זה ירד ויגרור רווחי הון נוספים.

ברמה התפעולית, גיוון תיק הנכסים וכניסה לתחומים משיקים נוספים עם צמיחה

משמעותית בכל תחום בעיקר באזורי ביקוש. למשל, כניסה לתחום הייזום למגורים

כשהמשמעות היא שיווק של כ- 1,600 יח"ד באזורי ביקוש, כניסה לתחום הסולארי – החברה

מנצלת את שטחי הגגות הקיימים באמתחתה ומתקינה עליהם מערכות סולאריות. באופן

קונסיסטנטי אנחנו רואים שיפור בשיעורי התפוסה, במחירי השכירות ואף שיפור ב FFO

למרות הקורונה.

המוטו של החברה, כפי שניתן להבין בין השורות: "להתחיל הכי מהר שאתה יכול

ואז להגביר את הקצב".

שווי תיק הנכסים של החברה עומד על כ- 11 מיליארד ש. תמהיל הנכסים דפנסיבי לתקופה ומונה כ- 547 נכסי לוגיסטיקה, משרדים (בעיקר במרכז הארץ) ומסחר. בנוסף, בתיק יש יזמות ובניה בתחום המגורים והתעסוקה באזורי ביקוש.

שטח נכסים מניבים עומד על כ- 1,600,000 מ"ר ובנוסף **נכסים בהקמה ופיתוח** של משרדים בשטח כולל של כ- 240 אלף מ"ר, ועוד 1500 יח"ד.

פרויקט משמעותי שיושלם כמתוכנן השנה הוא פרויקט המיטב ופרויקט הסוללים בתל אביב.

ביצועים תפעוליים:

שיעורי התפוסה עומדים על כ- 90.6%.

NOI מנכסים זהים עמד השנה על כ- 573 מיליון ש' לעומת 585 מיליון ש' ב- 2019.

NOI מכלל הנכסים הסתכם בכ- 588 מיליון ש', לעומת כ- 595 מיליון ש' בשנת 2019.

מילות וגמישות פיננסית:

➤ **דירוג החברה: AA-**

➤ **מזומנים ושווי מזומנים**, נכון למועד זה בסך של כ- 1.2 מיליארד ש' כולל מסגרות אשראי בלתי מנוצלות.

➤ **שווי נכסים בלתי משועבדים** – 3.2 מיליארד ש'.

➤ **חוב** - מסתכם בכ- 4.6 מיליארד, בעלות של כ- 2.71% ריבית, ומח"מ ממוצע של כ- 4.2 שנים.

➤ **יחס חוב ל CAP נטו** – 43.4%. ירידה של כ- 5.8% לעומת 2019.

➤ **תזרים** - FFO שנתי של כ- 404 מיליון ש'. עליה של כ- 1.9% (למרות הקורונה), לעומת 396 מיליון ש' בשנה שעברה.

שווי נכסים	שווי בספרים 31.12.20	שווי כלכלי הערכת רוסאריו	שווי שוק	מתודולוגיה
נדל"ן להשקעה (כולל נדל"ן מיועד למכירה)	10,971	12,549	11,423	DCF, cap Rate - 6.3%, הסוללים ושרונה
נדל"ן להשקעה בפיתוח	168	187	168	חישוב יתרת עודפים עבור מבנה אור יהודה ומרלוג קריית גת
השקעה בחברות מוחזקות	294	294	294	שווי ספרים.
פרויקטי בניה למגורים	176	214	176	חישוב יתרת עודפים מרום השרון ועמינדב
מלאי קרקעות לבניה למגורים	389	389	389	שווי ספרים
סה"כ שווי נדל"ן	11,998	13,633	11,812	
השקעה במניות סלע נדלן	93	93	93	לפי שיעור החזקה של 6.15%, ושווי סחיר ליום 6/4/2021
פעילות פוטו וולטאית	10	108	10	שווי נכון להיום לפי שיעור היום 6.5%, לא כולל צפי לגידול בהכנסות בשנה הבאה.
רכוש קבוע	73	73	73	
יתרות מזומן	616	616	616	בניכוי פדיונות חלקיים אגח טו ו - י"ט, ובתוספת הכנסה ממכירת הנכסים בקנדה וצרפת
חוב	5,382	5,382	5,382	בניכוי פדיונות אג"ח ט"ו ו - י"ט
הפחתות בגין מיסים נדחים	507	507	507	שיעור מס נדחה להפחתה - 40%
הוצאות הנה"כ	429	429	429	מכפיל הנהלה - 5%
דיבידנד	55.3	55.3	55.3	
שווי NAV	6,418	8,150	6,869	
שווי NAV למניה	7.8	10.0	8.5	
שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק		17%	-	

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ-8.1 מיליארד ₪, שווי הוגן למניה של כ-10 ₪, המגלם פרמיה של כ-20% ביחס למחיר השוק הנוכחי

חזרה לשיגרה:

החברה עדכנה את תכניתה האסטרטגית הכוללת שני מהלכים: האחד הוא השבחה של עסקי הליבה שלה, על מנת להתאים את נכסיה לצרכים המשתנים בשוק, והשני הוא גיוון תיק הנכסים ויצירת דריסות רגל בתחומי נדל"ן משיקים אחרים על מנת לבזר סיכונים. בימים אלו, בישראל אנו חוזרים לשגרה. גם אם זו שגרת קורונה, השמים הסגורים, מזג האוויר בישראל, ההרגלים וחזרה לשוק העבודה, יחזירו לקוחות לקניונים.

ביצועים תפעוליים:

שיעורי התפוסה גבוהים ועומדים על כ- 97.2%.

NOI מנכסים זהים עמד השנה על כ- 813 מיליון ש"ח קיטון של 31% לעומת 2019.

NOI מכלל הנכסים עמד על כ- 816 מיליון ש"ח לעומת כ- 1,179 מיליון ש"ח בשנת 2019.

FFO עמד השנה על 461 מיליון ש"ח, קיטון של כ- 36% לעומת 2019.

נזילות וגמישות פיננסית:

➤ **מזומנים ושווי מזומנים** - כ- 1.5 מיליארד ש"ח (כולל גיוס אג"ח מחודש מרץ השנה), ועוד כ- 395 מיליון ש"ח מסגרות אשראי בלתי מנוצלות.

➤ **נכסים בלתי משועבדים** - כ- 98% מסך נכסי החברה אינם משועבדים.

➤ **החוב הפיננסי נטו** של מסתכם בכ- 10.6 מיליארד ש"ח.

➤ **ירידת ערך נדל"ן להשקעה** - 738 מיליון ש"ח. בעיקר בשל הפחתה חד פעמית המשקפת את הירידה בהכנסות כתוצאה מ"הקלות הקורונה".

מתודולוגיה	שווי שוק	שווי כלכלי	שווי בספרים	
				שווי נכסים
Cap Rate 6.3% לפי DCF	18,403	18,870	16,944	סה"כ נדל"ן להשקעה
עודף שווי בגין נכסים בייזום	1,360	1,721	1,360	נדל"ן להשקעה בהקמה ועתודות קרקע
	19,763	20,591	18,304	סה"כ שווי נדל"ן
בתוספת גיוס אג"ח יז לאחר תאריך המאזן	1,526	1,526	1,295	יתרות מזומן
בתוספת גיוס אג"ח יז לאחר תאריך המאזן	10,892	10,892	10,661	חוב
לפי שיעור מס נדחה להפחתה של 40%	1,034	1,034	1,034	הפחתות בגין מיסים נדחים
	400	400	400	הוצאות הנה"כ
	8,962	9,790	7,503	שווי NAV
	192	206	158	שווי NAV למניה
	-	7%		שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ- 9.8 מיליארד ₪, שווי הוגן למניה של 206 ₪, המגלם פרמיה של כ- 7% ביחס למחיר השוק הנוכחי

המגמה היא חברתה הטובה ביותר!

מניבים ריט מציעה תיק נכסים שמתמקד באופן מובהק על תעשייה ולוגיסטיקה, עם נתח משמעותי של כ-61% משווי כלל הנכסים.

בשונה מרוב חברות הנדל"ן המניב בישראל, לא רק שאין פגיעה בתוצאותיה של מניבים, מתקיימת גם צמיחה. הגידול הנ"ל בהכנסות הנובעות מהנכסים איננו מקרי, אלא תוצאה של פיזור נכון של פורטפוליו הנכסים. המגמה הנוכחית הברורה כיום, נראתה לעין כבר הרבה לפני התפרצות הקורונה שמהווה מבחינתנו רק זרז לתהליך המתרחש בהרגליו של הצרכן. מניבים ידעה להבחין במגמה הזו ולכן קוצרת את הפירות עכשיו.

בפני החברה עומדת כעת משימה מאתגרת והיא להביא לאכלוסו של מגדל מניבים, באופטימיות זהירה ניתן להניח שגם זה יקרה בטווח הקרוב.

שווי תיק הנכסים של החברה עומד על כ- 1.84 מיליארד ש"ח, עם שטח כולל להשכרה של כ- 245 אלף מ"ר (כולל שטחי חניה). הטומן בחובו נכסי לוגיסטיקה ותעשייה (61%), משרדים (36%) ומסחר (3%).

ביצועים תפעוליים:

שיעורי התפוסה עומדים על כ- 97.3% בניטרול מגדל מניבים, כ- 87.4% בשקלול מניבים. **NOI מנכסים זהים** עמד השנה על כ- 55 מיליון ש"ח לעומת 49 מיליון ש"ח ב- 2019. **NOI מכלל הנכסים** עמד על כ- 103.7 מיליון ש"ח לעומת כ- 49.8 מיליון ש"ח בשנת 2019.

נזילות וגמישות פיננסית:

- **מזומנים ושווי מזומנים** - נכון להיום, למניבים יתרות מזומן של כ- 183 מ' ש"ח (לאחר ההנפקות והרכישות שהתבצעו אחרי תאריך המאזן).
- **החוב הפיננסי נטו** של מניבים מסתכם בכ- 763 מ' ש"ח. בעלות של כ- 1.84% ריבית, ומח"מ ממוצע של כ- 4.2 שנים.
- **יחס חוב ל Cap** - 34%.
- **FFO** - עמד על כ- 74.9 מיליון ש"ח לעומת כ- 30.2 מיליון ש"ח ב- 2019.



מתודולוגיה	שווי שוק	שווי כלכלי הערכת רוסאריו	שווי בספרים 30.09.20	
DCF, Cap rate 6.5%	1,948	2,158	1,844	שווי נכסים
	1,948	2,158	1,844	נדל"ן להשקעה
בניכוי פדיון חלקי אג"ח	147	147	147	סה"כ שווי נכסים
א				מזומן
בניכוי פדיון חלקי אג"ח	763	763	763	חוב
א				הוצאות הנה"כ
מכפיל הנהלה 6	94	94	94	דיבידנד
	30	30	30	
	1,209	1,419	1,105	שווי NAV
	2.0	2.3	1.8	שווי NAV למניה
	-	15%		שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ-1.4 מיליארד ₪, שווי הוגן למניה של כ-2.3 ₪, המגלם פרמיה של כ-15% ביחס למחיר השוק הנוכחי

עזריאלי פורצת דרך:

התהליכים והשינויים הדרמטיים שהנדל"ן עובר היום כבר החלו טרום הקורונה. הקורונה רק האיצה את הקצב, ואת המעבר לעולם החדש. עזריאלי הגיעה מוכנה. היא זיהתה את הטרנדים החזקים בעולם, וידעה לצפות מראש מה יניב לה את תשואת היתר. DC תחום שצומח ברמות של מעל 30% בשנה, ומניב תשואות דו ספרתיות. דיור מוגן תשואות דו ספרתיות. משרדים – נכסי פריים באזורי ביקוש שמוכחים יציבות, ואף עליות. מרכזי המסחר אכן הציגו ירידה – אבל לצורך עליה – כשביום הפתיחה ממתנים לנו סניפים של נייקי וזארה מהיחידים מסוגם בעולם, 1 REBEL ועוד. וכעת גם כניסה לתחום של דיור להשכרה. העתיד מתגמל את מי שמתקדם אליו במרץ, ועזריאלי כל הזמן בדרך לשם.

שווי תיק הנכסים של החברה עומד על כ- 29 מיליארד ש. תמהיל נכסים מגוון ומורכב מנכסי מסחר, משרדים, דיור מוגן, Data Centers ומלונאות. כמו תמיד, החברה פועלת לגיוון תיק נכסי הליבה שלה, ולאחרונה הודיעה על כניסה לתחום הדיור המניב.

ביצועים תפעוליים:

שיעורי התפוסה הממוצע בישראל עומד על כ- 97%.
NOI מנכסים זהים – קיטון של כ- 26% ביחס לשנה קודמת.
NOI מכלל הנכסים עמד על כ- 1,214 מיליארד ש, קיטון של כ- 25% ביחס ל 2019.
 הירידות בהכנסות נבעו בעיקר בשל הקלות לשוכרים שניתנו בסגרים.

נזילות וגמישות פיננסית:

- **דירוג החברה - AA+**
- **שיעור מינוף** של כ- 26% **והון עצמי למאזן** של כ- 52%.
- **מזומנים ושווי מזומנים**, כולל מניות סחירות של בנק לאומי מסתכמים לכ- 3.5 מיליארד ש.
- **שווי נכסים בלתי משועבדים** – 24 מיליארד ש.
- **החוב** מסתכם לכ- 11.8 מיליארד ש בעלות של כ- 1.6% ריבית ומח"מ ממוצע של כ- 5.3 שנים.
- **ה-FFO בשנת 2020** הסתכם בכ- 999 מיליון ש לעומת 1,313 מיליון ש בשנת 2019.
- **ירידת ערך נדל"ן להשקעה** – 764 מיליון ש.

מ' נח	שווי בספרים	שווי כלכלי	שווי שוק	מתודולוגיה
שווי נכסים				
סה"כ נדל"ן להשקעה	24,667	31,921	29,866	DCF לפי Cap Rate ממוצע של 5.8%.
נדל"ן להשקעה בהקמה	2,155	3,782	2,155	חישוב יתרת עודפים, כולל ספירלה
דיר מוגן	2,191	2,321	2,191	כולל יתרת עודפים בעבור להבים שלב ב
עתודות קרקע	484	484	484	שווי ספרים
עסקת קומפאס	805	1,621	805	לפי שיעור החזקה נכון להיום של 23.95%.
סה"כ שווי נדל"ן	30,302	40,129	35,501	
נכסים פיננסיים	1,031	1,031	1,031	מניות בנק לאומי - שווי נכון להיום
רכוש קבוע	514	514	514	כולל מלון הר ציון בירושלים
יתרות מזומן	2,564	2,564	2,564	בתוספת עלות רכישת מבנה לדיר להשכרה ומכירת קריית אתא
חוב	11,820	11,820	11,820	
התחייבויות בגין פקדונות דיירים	1,011	1,011	1,011	
הפחתות בגין מיסים	525	525	525	לפי שיעור מס נדחה להפחתה של 15%
הוצאות הנה"כ	350	350	350	לפי מכפיל הנהלה - 5
שווי NAV	20,705	30,532	25,904	
שווי NAV למניה	171	252	215	
שעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק		17%		

שווי ספרים לנכסי עזריאלי מחושב לפי Cap Rate ממוצע של כ- 7.2%. להערכתנו Cap Rate סביר יותר להערכת שווי נכסיה נע בטווח של בין 5% ל 6%. השווי הכלכלי של החברה הוא כ- 30.5 מיליארד ₪, שווי הוגן למניה של כ- 252 ₪, המגלם פרמיה של כ- 17% ביחס למחיר השוק הנוכחי



רבוע כחול מדל"ן

רבוע כחול - דורכת על קרקע יציבה

60% מהכנסות שמקורם בסופרמרקטים מהווים עוגן פיננסי לחברה, לוגיסטיקה כנ"ל (6% מהתיק) - שני תחומים שפורחים בעקבות המצב, כך שהפורטפוליו יחסית דפנסיבי ומתאים ביותר לתקופה. מבחינת קניין TLV, אכן הוא נפגע כמו כל התחום המסחרי כרגע, אבל המיקום שלו, בסמוך לגישה תחבורתית נוחה ולשכונת מגורים צפויה להביא להתאוששות מהירה והמשך מגמה של צמיחה, כזו שתמשיך את המגמה טרום הקורונה. פירעון ההלוואה על קניין TLV ושחרור השעבוד, צפוי לחזק את הגמישות הפיננסית של החברה. **רבוע מבטיחה לעצמה את הטווח הקרוב וגם את הטווח הארוך, אשר טומן בחובו ייזום בתוצרת הארץ, רחוב עודד, יהודה מכבי, קמפוס רעננה, ועוד ...**

שווי תיק הנכסים של החברה עומד על כ- 6 מיליארד ₪. תמהיל נכסים מגוון ודפנסיבי ומורכב מ- 50% סופרמרקטים, ובנוסף לוגיסטיקה נכסי מסחר ומשרדים.
התיק מתפרש על פני שטח של כ- 400,000 מ"ר, **נכסים בהקמה ופיתוח** בשטח כולל של כ- 190 אלף מ"ר מניב ועוד כ- 594 יח"ד.

ביצועים תפעוליים :

שיעורי התפוסה עומדים על כ- 97%.

NOI עמד השנה על כ- 295 מיליון ₪ לעומת 270 מיליון ₪ ב- 2019. כנ"ל NOI Same property

נזילות וגמישות פיננסית:

- ❑ **דירוג החברה: A+,**
- ❑ הון עצמי למאזן - כ- 30%.
- ❑ **מזומנים ושווי מזומנים,** נכון להיום עומדים על כ- 700 מיליון ₪.
- ❑ **שווי נכסים בלתי משועבדים** - 3 מיליארד ₪.
- ❑ **החוב** מסתכם לכ- 4.1 מיליארד ₪, בעלות של כ- 2.5% ריבית ומח"מ ממוצע של כ- 3.1 שנים. יחס חוב ל CAP עומד על כ-55%.
- ❑ **תזרים** - FFO שנתי של כ- 132 מיליון ₪, בדומה לשנה שעברה.



רצוע כחול נדל"ן

רצוע כחול נדל"ן - שווי ונתונים פיננסיים

מ' ש	שווי ספרים	שווי כלכלי	שווי שוק	מתודולוגיה
שווי נכסים				
נדל"ן להשקעה	5,533	6,076	5,879	ממוצע DCF, Cap Rate 6.2%
פרויקט גבעון	111	141	111	רכישת השליטה בוצעה במהלך 2020. חושב לפי, Cap Rate 7% בהנחת שיעור ירידת מחיר בכ- 30%.
מלאי מקרקעין (סיאטל)	153	153	153	נלקח לפי שווי ספרים, טרם נתקבלה החלטה לגבי הייעוד.
מלאי בניינים ובניה למגורים	277	596	277	מקרקעין המגורים של תוצרת הארץ
השקעות והלוואות שניתנו בגין השוק הסיטונאי (מגורים ומסחר) ותוצרת הארץ	131	131	131	
סה"כ שווי נדל"ן	6,204	7,095	6,550	
יתרות נזילות	699	699	699	בשקלול פירעון הלוואה, TLV והרחבה של אג"ח ט' ו- ו' שבוצעו לאחר תאריך המאזן
חוב	4,155	4,155	4,155	
הפחתות בגין מיסים	210	210	210	
הוצאות הנה"כ	222	222	222	
שווי NAV	2,316	3,207	2,662	
שווי NAV למניה	200	277	232	
שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק 19%				

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ- 3.2 מיליארד ₪, שווי הוגן למניה של כ- 277 ₪, המגלם פרמיה של כ- 19% ביחס למחיר השוק הנוכחי

יציבות, פיזור, וריצה למרחקים ארוכים :

לריט 1 תיק מגוון ומבוצר, מה שהעניק לה הגנה בשנה החולפת.

בתחומי המשרדים, הלוגיסטיקה ובתי החולים הסיעודיים ניתנו בתחילת המשבר הקלות תזרימיות שברובן נפרעו, כך שאובדן ההכנסות מהתחומים הנ"ל נכון להיום מסתכמים בכ-1 מיליון ש"ח בלבד.

תחום המסחר והחניונים גילם את עיקר הפגיעה – אובדן של כ- 21 מיליון ש"ח בהכנסות. **ברמת המסחר** - מורכב ברובו ממרכזי מסחר פתוחים, כך שלהערכתנו שנת 2022 תחזיר ערכים של טרום קורונה. **ברמת החניונים** – עיקר ההכנסה בתחום נובעת מחניון קריתא בירושלים, מוטה תיירות, שכרגע מושבתת. ייתכן שיגיע פיצוי או השלמה מתיירות הפנים, אנחנו נעקוב ונעדכן.

בנוסף לנכסים המניבים הקיימים, החברה מעמיקה את אחזקתה בתחום הלוגיסטי, כמו למשל באמצעות עסקת נאות חובב או יזום של כפר מסריק והרטוב. החברה גם דיווחה השנה על רכישת 50% מהנכס בגני תקוה (מרני צים) ועוד..

שווי תיק הנכסים של החברה עומד על כ- 5.5 מיליארד ש"ח, הטומן בחובו נכסי משרדים, לוגיסטיקה, בתי חולים סיעודיים (המהווים יחד כ- 72% מהתיק), מסחר (24%) וחניונים המשתרעים על פני שטח של כ- 548 אלף מ"ר.

ביצועים תפעוליים :

שיעורי התפוסה גבוהים ועומדים על כ- 97.6%.

NOI מנכסים זהים עמד השנה על כ- 278 מיליון ש"ח, ירידה של כ- 9.6% לעומת 2019.

NOI מכלל הנכסים עמד על כ- 324.4 מיליון ש"ח לעומת כ-341.9 מיליון ש"ח בשנת 2019. תחזיות החברה לשנת 2021 עומדות על טווח של בין 320 ל- 330 מיליון ש"ח.

נזילות וגמישות פיננסית:

➤ **מזומנים ושווי מזומנים** - כ-310 מיליון ש"ח.

➤ **נכסים בלתי משועבדים** – מרבית נכסי החברה אינם משועבדים למעט נכסים בשותפות המהווים כ- 14% מסך שווי הנכסים.

➤ **החוב הפיננסי נטו** מסתכם לכ- 2.8 מיליארד ש"ח. עלות החוב עומדת על כ- 1.9%, מח"מ החוב ארוך ועומד על כ- 5.4.

➤ יחס הון ל CAP – 49.2%

➤ **ירידת ערך נדל"ן להשקעה** – 100 מיליון ש"ח.

שווי בספרים 30.09.20	שווי כלכלי הערכת רוסאריו	שווי שוק	מתודולוגיה לחישוב השווי הכלכלי
שווי נכסים			
5,779	6,602	6,047	DCF, Cap Rate 6.25% בתוספת הנכס שנרכש בנאות חובב.
51	75	51	בתוספת עודף שווי בגין כפר מסריק והרטוב
5,830	6,677	6,099	
38	38	38	בניכוי עלות רכישה נאות חובב
3,106	3,106	3,106	
175	175	175	מכפיל הנהגלה 6
32	32	32	
2,556	3,402	2,824	
14	19	16	
	19%	-	

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ- 3.4 מיליארד ₪ , שווי הוגן למניה של כ- 19 ₪, המגלם פרמיה של כ- 19% ביחס למחיר השוק הנוכחי

לחברה נדל"ן להשקעה ונדל"ן בהקמה בסך של כ- 792 מ' ו- 335 מ' בהתאמה.

ביצועים תפעוליים:

שיעורי התפוסה עומדים על כ- 97% בנטרול נוף הגליל, כ- 90% בשקלול נוף הגליל.
NOI מנכסים זהים עמד השנה על כ- 33 מיליון ש, ירידה של כ- 15% לעומת 2019.
NOI מכלל הנכסים עמד על כ- 38 מיליון ש לעומת כ- 39 מיליון ש בשנת 2019.

ברגעי משבר יש כאלו שקופאים ויש כאלו שמנצלים הזדמנויות.

החברה בהחלט נמנית על הקבוצה השנייה.

החברה ניצלה את משבר הקורונה כדי להרחיב ולגוון תיק הנכסים שברשותה, כמו למשל באמצעות עסקת מידאס, רכישת הנכס בגני תקוה (רכשה לפי שווי של 175 מיליון בספטמבר 2020 ומכרה את מחציתו לאחר פחות משנה לפי מחיר של 220 מיליון ש), הנכס בכפר סבא – שעובר שינוי ייעוד ללוגיסטיקה ועוד.

החברה אקטיבית ודינאמית ולא בכדי נסחרת מעל שווי ספרים.

נזילות וגמישות פיננסית:

➤ **דירוג החברה – Baa1.il יציב**, שיעור חוב ל- Cap נטו של כ- 60% והון עצמי למאזן של כ- 30%.

➤ **מזומנים ושווי מזומנים** - כ- 115 מ' ש, נכון להיום.

➤ **החוב הפיננסי** - מסתכם בכ- 800 מ' ש, נכון להיום.

רני צים מרכזי קניות - שווי ונתונים פיננסיים

רני צים



מתודולוגיה	שווי שוק	שווי כלכלי	שווי בספרים
שווי נכסים			
DCF, Cap Rate 6.6%	1,264	1,014	792
עודף שווי מהון להיום בניכוי מס		528	335
שווי ספרים	39	39	39
שווי כלכלי לגני תקוה נגזר מעסקת המכירה של 50% לריט 1 לפי מחיר של 220 מיליון ₪	170	110	170
	1,473	1,692	1,336
סה"כ שווי נכסים			
בתוספת אירועים לאחר תאריך המאזן (אג"ח א, אג"ח ב ומידאס, וגני תקוה)	115	115	115
שווי ספרים	2	2	2
בתוספת אירועים לאחר תאריך המאזן (אג"ח א, אג"ח ב ומידאס, וגני תקוה (הלוואה על גני תקוה עומדת על כ-70 מיליון ₪))	805	805	805
שיעור מס נדחה להפחתה - 50%	39	39	39
מכפיל הנהלה - 7	91	91	91
	655	874	518
שווי NAV			
	4.7	6.0	3.6
שווי NAV למניה			
שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק			
	-	29%	

להערכתנו השווי הכלכלי של החברה הוא כ- 874 מיליון ₪, שווי הוגן למניה של כ- 6 ₪, המגלם פרמיה של כ- 29% ביחס למחיר השוק הנוכחי



תקשורת | 03

ללא תכנית מסודרת לשנת 2020, אבל עם המון התפתחויות: משרד התקשורת נוהג לפרסם תכניות עבודה מידי שנה ובדרך כלל גם לא עומד בהן, כך שסעיפים רבים מועתקים לשנה העוקבת. לא מצאנו תכנית מסודרת לשנת 2020, אולם, יחד עם השפעות הקורונה, צפינו בהתפתחויות משמעותיות בשנה החולפת (כמובן עם גלישה לתחילת שנת 2021) שאמורות לעצב את הענף בשנים הקרובות. למרות ההתפתחויות המשמעותיות, אין עדיין רמז לכך ששוק התקשורת נע לעבר שיווי משקל המעודד השקעה בתשתיות, תוך מיצוי התועלות לכלל בעלי העניין בענף, כולל הצרכן. שוק התקשורת העולמי עובר תהפוכות מרחיקות לכת של קומודיזציה, קונסולידציה ומודלים חדשים ונדמה שחלק מתכניות העבודה של שנת 2019 (!) עדיין רחוקות, כמו: התאמת הרגולציה לעידן המודרני בהיבט של התאמת תשתיות התקשורת לעולם היישומים החדש, קידום מעמדה הבינלאומי של ישראל בתחום התקשורת והטכנולוגיה ושיפור המוכנות של ישראל למצבי חירום ואבטחת סייבר. למרות הביקורת, חזינו בשנה החולפת במיזוגים, רפורמת סיבים אופטיים ומכרז תדרי דור 5 וכל זאת על רקע משבר הקורונה המחדד את צרכי הצרכן.

הכנסות ארבע החברות הגדולות בענף (הוט מתוך דו"חות אלטיס) הסתכמו בכ- 19.44 מיליארד ש"ח, ירידה של כ- 1.35% לעומת שנת 2019. הוט היא היחידה שהציגה עליה קלה בהכנסות, כאשר כל ארבע החברות נפגעו מהשפעת הקורונה על התחום הנייד בכל הקשור להכנסות מנדידת תיירות. יש לציין כי סלקום כמעט ולא הציגה ירידה בתחום הנייד למרות משבר הקורונה, אך יש לזקוף נתון זה לאיחוד תוצאות גולן טלקום בארבעת החודשים האחרונים של השנה. הוט צמחה גם במנויי סלולר וגם במנויים בתחום הנייח, בקיזוז קל של הכנסות מהסקטור העסקי ולכן שומרת על יציבות בהכנסות. משבר הקורונה ופרישת סיבים אופטיים הביאו לצמיחה בתחום הנייח ומנגד לירידה בתחום הנייד, בעיקר בשל היעדר הכנסות הנדידה והתחרות העזה.

EBITDA (מנוטרל IFRS 16) של ארבע החברות הגדולות בענף (הוט מתוך דו"חות אלטיס) הסתכמו בכ- 6.8 מיליארד ש"ח, ירידה של כ- 2% לעומת שנת 2019. שיעור ה- EBITDA המצרפי מסך ההכנסות עמד על כ- 34.9% בשנת 2020, ירידה קלה לעומת שנת 2019. בזק היא החברה היחידה שהצליחה לשפר את שיעור ה- EBITDA בשנה החולפת, בעיקר כתוצאה מהתייעלות והצעות ערך (כמו BE ועוד) ללקוח. אנו מעריכים כי לאור משבר הקורונה, בזק גם התחזקה בסקטור העסקי בשנה החולפת. סלקום ופרטנר כמובן סבלו מירידת שיעורי הרווחיות בעיקר במגזר הסלולרי נטול הכנסות הנדידה הרווחיות ביותר, אך פיצו על כך בשיפור שיעור ה- EBITDA הנייח. בסה"כ, רמת התחרות הגבוהה כמעט ואינה מאפשרת שיפור במדד זה.

CAPEX של ארבע החברות הגדולות בענף (הוט מתוך דו"חות אלטיס) הסתכמו בכ- 3.6 מיליארד ש"ח, ירידה של כ- 2.5% לעומת שנת 2019. שיעור ה- CAPEX המצרפי מסך ההכנסות עמד על כ- 19% בשנת 2020 בדומה לשנת 2019. יש לציין כי שיעור ההשקעה של בזק והוט נותר יציב בשנה החולפת ואף עלה במקצת, לעומת ירידה בשיעור ההשקעה של סלקום ופרטנר כהחלטה בגין הפגיעה בכנסות מנדידה ועוד. למעשה, לכאורה, מדובר בשיעור השקעה נאה מסך המכירות, אולם יש לזכור כי המכירות נשחקות בקצב מהיר יחסית בשנים האחרונות ואילו ההשקעות בטכנולוגיה וברשתות מחויבות, על מנת לספק שירות מינימלי ועל מנת לחזור עם שירותים נוספים כמו סיבים וטלוויזיה. **תנועת המספריים הזו אינה מאפשרת לשפר תזרים פנוי, או לחילופין היא גורמת להאטת קצב ההשקעה בתשתיות.**

FCF של ארבע החברות הגדולות בענף (הוט מתוך דו"חות אלטיס) הסתכמו בכ- 2.1 מיליארד ש"ח, עליה של כ- 1% לעומת שנת 2019 (בנטרול תזרים של כ- 180 שהתקבל בסלקום עבור המכירה ל- IBC). למעט הוט, שלוש החברות האחרות דווקא הצליחו להגדיל תזרים פנוי בשנה החולפת, אולם זו תמונת הראי לגידול האבסולוטי בהשקעות של הוט לעומת השאר. בזק היא ככל הנראה היחידה שיכולה לשמר תזרים השקעות מבלי לפגוע בתזרים הפנוי למרות השחיקה בהכנסות וזאת כתוצאה מההתייעלות שהחברה עוברת. **הירידה המתמשכת במכירות במצב של היפר-תחרות בכל המגזרים (לפני השפעת פרישת סיבים של בזק והאצת הקצב של IBC לאחר כניסת הוט אליו) ולעומתה הדרישה להשקעות הבלתי פוסקת בענף שזו מהותו, מכווצות את התזרים הפנוי והשאלות המתבקשות הן עד מתי? והאם ראוי להשקיע בענף כזה, לאור חוסר הוודאות שהחזר ההשקעה חיובי בכלל?**

סלולר - אחוזי הנטישה עדיין גבוהים מאד. פלאפון - 27%, פרטנר - 30% וסלקום מדווחת על כ- 40% לעומת כ- 48% בשנת 2019. הוט אינה מדווחת על אחוזי נטישה. למעט yes עם 21%, אין דיווח על אחוזי נטישה בטלוויזיה. נציין כי גם אחוז הנטישה של בזק בינלאומי גבוה (30%). לכאורה, שיפור בשיעור הנטישה הסלולרי, אך יש לזכור כי משרד התקשורת עצר ניוידים בתחילת משבר הקורונה וכי החוסר במידע לגבי אחוזי נטישה נייחים, מקשים לקבל את התמונה האמיתית. אחוזי הנטישה בענף כולו עדיין גבוהים למרות שירותי טריפל ואמצעי נאמנות נוספים. **היפר-תחרות, כאמור, לפני כניסת בזק לחיבור הסיבים האופטיים.**

שוק התקשורת - מגמות עיקריות ב-2020

מס' מנויים (אלפים)	30.9.20	31.12.19	31.12.18	31.12.17	31.12.16	31.12.15	31.12.14
סלקום (+גולן סלקום)	3,641	3,667	3,757	3,710	3,651	3,735	3,604
פרטנר	2,760	2,660	2,650	2,674	2,686	2,718	2,840
פלאפון	2,406	2,336	2,205	2,525	2,402	2,651	2,586
הוט מובייל	1,356	1,350	1,296	1,564	1,447	1,229	976
MVNOs & We4G	609	448	350	180	209	165	130
אומדן סה"כ מנויים	10,772	10,461	10,258	10,653	10,395	10,498	10,136

מחנך סקירת BDO בדו"ח שנתי 2020 סלקום

התייעלות - נוכח סיטואציה של היפר-תחרות בכל הגזרות של שוק התקשורת, אין לחברות הרבה ברירות אלא להתייעל ובסדרי גודל. ההתייעלות היא מהלך מתמשך מאז מהפכת הסלולר, אולם ככל שתזרימי המזומנים הפנויים הולכים ומתכווצים ויש לשרת גם חובות, החברות ממשיכות להעמיק תהליכי רה-ארגון. יש לציין כי מבנה העלויות של שחקניות כמו we4G שונה לחלוטין ומתאים יותר לצרכי התקשורת הנוכחיים, בעוד החברות הוותיקות עדיין נשענות על מבנה שהתאים לשנות ה-2000. לפיכך, בכל פעם שנראה כי אין איך להתייעל יותר, אנו עדים לעוד תכניות ארגון מחדש, כאשר קבוצת בזק מרחיקה לכת ומאחדת פעילויות של חברות הבת (לא מיזוג כי יש חובת הפרדה מבנית). הבעיה כיום בהתייעלות מאסיבית היא עמידה מול ועדי עובדים קשוחים שאינם מקלים על ביצוע ההתאמות למתווה הולך ויורד של הכנסות.

קורונה - שנת 2020 שאופיינה בצל פרוץ וירוס הקורונה לימדה בעיקר שני דברים: שירותי נדידה של תיירות נכנסת ויוצאת, הם הכנסות קריטיות עבור רווחיות התחום הסלולרי בעידן של היפר-תחרות. בהיעדרן, הדרישה להתייעלות ושמירה על תזרים חיובי גוברת, כך שחלה פגיעה בהשקעות. הדבר השני הוא בעצם הפוך: משבר הקורונה מצביע על חשיבות הפס הרחב הנייח, יציבותו והפשטות בצריכתו, כאשר לכך מתווסף הצורך בתוכן עשיר. אז תוכן עשיר יחסית יש אבל רוחב פס ופשטות (שירות אחיד וחשבונית אחת) עוד אין.

סלולר - עדיין, לאחר כמעט 9 שנים מתחילת "המהפכה הסלולרית", הענף נמצא במצב של היפר-תחרות עם 5 שחקנים, 3 רשתות ושני מפעילים וירטואליים ועם 120% חדירה. בשלב זה, עדיין קשה לראות רגיעה ברמת התחרות למרות מיזוג גולן-סלקום במהלך השנה החולפת. המחירים עדיין נמוכים (מהנמוכים בעולם) אם כי נצפית מגמה של האטה בשחיקת ההכנסה הממוצעת למנוי בנטרול הפגיעה בהכנסות נדידה. בנוסף, שיעורי הנטישה אצל השחקניות הגדולות עדיין גבוהים ולמעשה, מדינת ישראל עדיין נמצאת בקצב של יותר מ-2 מיליון מתניידים בשנה. מה עוד אפשר לציין כדי להמחיש את מצבו של הסקטור הנייד? רמת ההשקעות פר מנוי ושיעורי החדירה של הדור הרביעי הם מהנמוכים בעולם וכן חלה ירידה מתמדת בהכנסות מציוד קצה.

טלפוניה קווית ואינטרנט - הכנסות הטלפוניה הקווית ממשיכות להישחק לאור התחליף הסלולרי ולאור התחרות מצד חברות הסלולר שנכנסו גם לתחום הטלפוניה הקווית. התחרות בתחום הגישה ושירותי האינטרנט אינטנסיבית כאשר עדיין קיים שוק סיטונאי המאפשר למתחרות של בזק להציע שירותים קווים ובנוסף סלקום והוט (באמצעות IBC) ופרטנר עצמאית פורסות סיבים אופטיים עצמאיים באזורי הביקוש ומציעות שירותי טריפל על גבי הסיבים. בזק נמנעה בשנה החולפת מהדלקת רשת הסיבים שלה כתוצאה ממחלוקות עם משרד התקשורת לגבי הכדאיות. שיעור חדירת תשתית האינטרנט בישראל היא מהגבוהים בעולם, אולם קיים פיגור במונחי רוחב פס ומעבר לסיבים אופטיים. כמעט כבר מיותר לציין כי נמשכת השחיקה המאסיבית בשוק השיחות הבינלאומיות.

שירותי טלוויזיה - התחרות הולכת וגוברת גם מבית וגם מחוץ. סלקום ופרטנר ממשיכות להגדיל את מצבת הלקוחות (אם כי בקצב הולך וקטן - להערכתנו שתיהן יחד הגיעו לנתח שוק של 20% ממשקי הבית) על חשבון הוט ו-yes שהצליחו בשנה החולפת לעצור את הירידה בבסיס המנויים. לכך נוסף את האפשרויות לשידורי OTT של שחקניות מחול דוגמת נטפליקס, דיסני, אמזון ואחרות. למעט yes החברות האחרות אינן מפרסמות רווחיות משירותי הטלוויזיה, אך אנו מניחים כי אם היא קיימת, היא זעומה וזאת למרות שעל השחקניות החדשות ושחקניות מחו"ל, יש פחות חובות רגולטוריות כמו הפקות מקור ועוד. הרעיון הוא שלחברות כמו סלקום ופרטנר יש את האפשרות כפי שיש ל-HOT לשווק שירותי טריפל מלאים ואטרקטיביים מבחינת מחיר לצרכן וכאן צובר משמעות הולכת וגדלה, הפורמט של קבוצת תקשורת מלאה. מגמת הלכידות הטכנולוגית והאסדרה של רשיון אחוד מקל על כל השחקניות שאינן בזק.

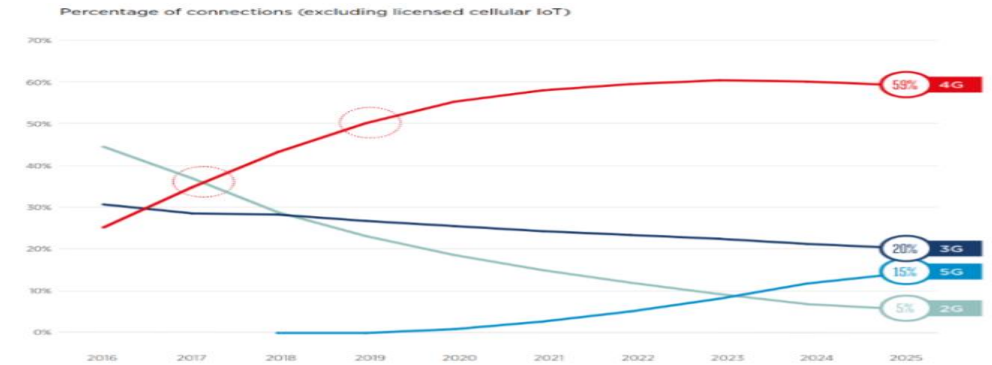
צפי לשנת 2021

עוד שנה לא פשוטה למרות ובשל ההתפתחויות בענף

סלולר - חיזוי תוצאות הדו"חות הכספיים של שנת 2021 בסקטור הסלולרי הינו משימה לא פשוטה כתוצאה ממספר כוחות הפועלים בענף החל מסוף השנה הקודמת וביתר שאת בתחילת 2021. בנושא השפעת הקורונה, הרי שמאד קשה להתנבא, אולם כעת בחודש אפריל, די ברור לנו כי תימשך ההשפעה השלילית על הכנסות הענף (שירותים וציוד קצה) ורווחיותו כי פתיחת השמיים לחלוטין אינה נראית באופק. השפעות נוספות על הענף הן שנה מלאה של סלקום וגולן ממוזגות וכן הסכסוך המסחרי של סלקום ואקספון על הפעלת הרשת המשותפת כתוצאה מהמיזוג האמור. כוח נוסף הפועל על הענף, אך נמצא בחיתוליו וצפוי להשפיע רק במעט הוא הדור החמישי. בשורת הדור החמישי היא פוטנציאל גידול השימוש ביישומים קיימים וחדשים וכן שירותים שטרם חוונו. רוחב הפס צפוי לגדול פי 10 וזמן התגובה כמעט וירד לאפס. להלן תחזית השימוש העולמי בדורות השונים בשנים 2016 עד 2025 (מתוך עבודת BDO המצורפת לדו"חות סלקום):

על פי תחזית זו, הדור הרביעי צפוי לשלוט בעתיד הנראה לעין והדור החמישי יהווה רק כ- 15% בשנת 2025, מסך הטכנולוגיות להעברת נתוני סלולר. מהפכת הדור החמישי בוודאי לא קיימת עדיין בישראל הנמצאת בפיגור בפרישת הדור הרביעי אחר מדינות ה-OECD. בשלב הזה, אנו לא רואים בור החמישי כתרופה כלשהי לצפוי בסקטור הסלולרי בשנה קרובה.

על פניו, מבחינת ההשפעות על הדו"חות הכספיים, כאשר אנו נמצאים בחודש אפריל, אנו חושבים שהסקטור יחווה שנה קשה נוספת, הן בהיבט של הכנסות ורווחיות משירותי סלולר והן בהיבט של פרמטרים אלו בתחום ציוד הקצה. אנו מאמינים שרמת התחרות תהיה עדיין קשה ויהיה קשה להעלות מחירים, כלומר אקספון נותרת במשחק בשנת 2021, סלקום-גולן צריכה לעצור את קצב הנטישה ופלאפון תמשיך באסטרטגיה של נתח שוק. נוסף לכך פגיעה גם השנה בהכנסות מנדידה ונקבל תקווה כלשהי ששנת 2021 הסלולרית לא תהיה גרועה יותר מ- 2020. שנת 2019 נראית כמו געגוע רחוק, שלא לדבר על שיווי משקל.



מתוך סקירת BDO בדו"ח שנתי 2020 סלקום

קווי וטלוויזיה - שנת הקורונה הוכיחה בכל העולם את חשיבות התקשורת היציבה והרובאסטית. חשיבות זו באה לידי ביטוי בתקופת הסגרים המשפיעים על הצריכה בסקטור הפרטי, אך לא פחות חשוב מכך, למרות החשש מהפגיעה בסקטור העסקי כתוצאה מגידול באבטלה, מסתבר שהסקטור העסקי לא מפחית ביקוש ואף להיפך. נושא העבודה מרחוק, עסקים חדשים מהבית, אבטחת מידע וסייבר, שרידות ועוד הם מנועי צמיחה גם בסקטור העסקי. התקשורת הקווית בישראל עומדת בפני שדרוג מהותי בשנה הקרובה ולאחריה. כניסת הוט כשותפה במיזם IBC, תחילת פרישת סיבים אופטיים על ידי בזק והמשך פרישה של פרטנר ומתן שירותים על ידי סלקום (על גבי IBC), צפויים להגדיל את ההיצע, התחרות והביקוש לפס רחב על גבי סיב אופטי. אולם, שוב עולה השאלה האם יש מקום ל- 3 תשתיות סיבים והאם כל השחקנים ייראו החזר השקעה סביר. 3 תשתיות למדינה בסדר גודל של ישראל עם ריבוי מודלים של הפעלה כמו סיטונאות, באנדל הפוך, פיקוח מחירים ועוד, כאשר חלום ביטול ההפרדה של ספק מתשתית מתרחק, הם מתכון למשבר מבני נוסף בענף. קשה לנו לראות כיצד שלל ההצעות לצרכן במודלים מבלבלים (והוא רק רוצה אינטרנט עובד עם תוכן מספק אחד על כל המשתמע), כאשר שמיכת ההשקעות בענף קצרה ורגולציה לא מעודדת בלי ממשלה מתפקדת, מחזירות כולן את התשואה הנדרשת ולכן אנו צופים שנה שלא מתחום זה תביא את המזור.

בנושא התוכן, אנו שוב לא אופטימיים. בעוד במקומות אחרים בעולם ניתן לראות קונסולידציה אנכית ורוחבית, בישראל עדיין מתקיים מודל הטלוויזיה הרב-ערוצית עם הפנמה מאד איטית לאן צועד עולם זה. המודלים המתחילים לתפוס תאוצה בעולם המערבי הם באנדל רזה של פס רחב עם שירותי סטרימינג לפי בחירת הצרכן ועל גבי זה פרסום מטרונט. ישראל רחוקה מכך ולכן אנו צפויים בשנה הקרובה להמשיך ולראות גידול בביקוש לתוכן, אולם לא בטוח שכל הפלטפורמות הקיימות ייהנו ממנו, בוודאי לא בהיבט של גידול מהותי בהכנסות ואולי אף ירידה ברווחיות. השילוב של הסיבים האופטיים עם התוכן אמור להגדיל רווחיות, אולם אנו חוששים שלאור המבנה הבעייתי של שוק התקשורת הישראלי, יהיה קשה למי שאין לו יתרון לגדול ליהנות מכך ועוד צפויים קשיים כבר בשנה הקרובה.

צפי לשנת 2021 (המשך)

□ **התייעלות** – התאמת מבנה ההוצאות לתנאי המציאות בשטח, הפכה כבר לשגרה מאז שנת 2012. מדי שנה נראה למשקיעי הענף כי נעשו כל המאמצים ונלקחו כל ההחלטות ואי אפשר עוד לקצץ ולצמצם. שנת הקורונה שגרמה לאיבוד הכנסות ורווחים בתחום הנדידה, כאשר כל מנועי הצמיחה בענף אינם מספקים עדיין (ואולי גם לא בעתיד, כאמור) תשואה נאותה שתפצה על הירידה המתמשכת בהכנסות, מחדדת עד לקצה את חשיבות התאמת מבנה ההוצאות. התקופה היא תקופה קשה בשוק התקשורת – חברות שהיו רגילות להרוויח מיליארדים צריכות להתמודד עם מחירי שירותים מהנמוכים בעולם, עם צרכן יחסית נבון, עם צרכי השקעה בטכנולוגיות המשתנות ועם הצורך לשרת גם חובות וגם לדאוג לעובדים. ואחרי שאמרנו זאת, לעולם צריך לזכור כי צמצום הוצאות או במילה יותר יפה התאמה של ההוצאות, יתר על המידה, עלולה לפגוע אנושות בחברה כי יש בקצה לקוחות. בסביבה היפר-תחרותית, הלקוחות נוטים להיות פחות סלחניים ולכן גם אחרי ההתאמה במנה ההוצאות של שנת 2020 שכללה ירידה שכמות כוח האדם, צמצום הוצאות תוכן, איחוד פעילויות ועוד (פעילויות ספציפיות לכל חברה), אנו מעריכים כי שנת 2021 תוקדש גם היא להתאמת מבנה ההוצאות למציאות המשתנה, תוך כדי הצורך לתמוך במנועי הצמיחה ולשרת היטב לקוחות וחובות.

□ **רגולציה** – שוק הטלקום הישראלי מושפע בראש ובראשונה מרגולציה. מספיק לבחון את התנהגות שלוש המניות בענף מול כל רמז לשינוי או התערבות רגולטורית, כולל אפילו כותרות בעיתון, כדי להבין שיש הרבה חשיבות להנהלות, להחלטות העסקיות וכדומה, אבל יותר מכל החשיבות היא למתווה הרגולטורי. אין זה סוד שמשרד פוליטי שמקבל החלטות כבר שנים בישראל, אינו יעיל כמו רשות תקשורת עצמאית (בלשון המעטה וסליחה על העדינות) ולכן אין בישראל מדיניות סדורה ומתווים מסודרים כמעט לכלום הקשור במבנה הענף העתידי. נציין כי תקופת השר הקודם (הנדל) החלה באופטימיות מצד הגורמים השונים בענף כולל המשקיעים שהנה חוזרים לעבוד עניינית ולקדם את הענף במדינת ישראל. אבל...אז הגיע היום האחרון שלו במשרד ושוב נראה היה כי הפוליטיקה גוברת על הרציונל. כעת, אין ממשלה מתפקדת בישראל ולא ברור מתי ואיך תהיה כזו. אי לכך, אנו חושבים שהכאוס הרגולטורי לא ישתפר בשנת 2021 ויש לקוות שלא יהיה יותר גרוע.

□ **קונסולידציה ובעלות** – אז בשנה האחרונה חזינו במיזוג על מלא של גולן טלקום לתוך סלקום ובתחילת שנה זו גם לכניסה של HOT כמשקיע נוסף במיזם IBC, ככל הנראה להפוך להיות יותר דומיננטי בשנים הבאות. האם השוק הפך פחות תחרותי בעקבות מיזוגים אלו? לעניות דעתנו התשובה היא לא והסברנו זאת בסעיפים קודמים. כלומר, נשאלת השאלה האם במצב של רמת תחרות גבוהה מאד (אמרנו כבר שמחירי שירותי התקשורת הם מהנמוכים בעולם ושיש צורך מתמיד להתאים מבנה הוצאות לשחיקת הכנסות), יש מקום לעוד מיזוגים בענף בין השחקנים הקיימים? ושוב התשובה לטעמנו היא שלילית לפחות לחמש השנים הקרובות. מה כן יכול לקרות? חבירה של גורמים מחוץ לענף הטלקום המסורתי וכניסה לתוכו בהתאם למגמות הקונסולידציה האנכית והאופקית המתרחשת בעולם. למשל: רכישה של יצרניות תוכן ובעלי תוכן פעילות הטלקום המסורתי, כניסה של גופים משדרים (ברודקאסט) לתוך שוק הטלקום המסורתי וישנם מודלים נוספים. אנו מעריכים כי ירידה בכמות השחקנים בענף אינה נראית לעין ואולי אף נחזה בשחקנים חדשים עם מודלים אחרים, נכנסים לענף המסורתי והמשמעות כנראה ברורה. כאן למעשה, נקשור בין מבנה הבעלות של שוק התקשורת המקומי למגמות החלות בו, לרגולציה, לקונסולידציה ולרמות הסיכון שבו. אנו מתכוונים להדגיש שלמיטב הבנתנו, שתיים מחברות הפאר לשעבר בענף שהן סלקום ופרטנר, מתנהלות למעשה ללא בעלים ובמילים של שוק ההון נמצאות כבר תקופה לא קצרה על המדף ללא קונה מוחשי מהארץ ו/או מחו"ל. לגבי HOT ובזק, שני סוגי בעלים שונים. לפעמים נדמה כי הבעלים של HOT (פטריק דרהי) הבין את הסיפור של השוק המקומי גם בהיבט של רגולציה וגם בהיבט של חסרון לגודל ולכן מנהל את HOT כחברה פרטית, מוותר על אחזקה נוכחית ועתידית בבלעדיות על תשתיות (והרי HOT היא חברת תשתיות מסורתית, בנוסף לתוכן) ונכנס לשותפות עם פרטנר לפני כמה שנים ברשת הסלולר וכעת עם סלקום ב- IBC ולמעשה מוותר על תשתית סיבים עצמאית ובעתיד יוותר גם על התשתית המסורתית של הכבלים. לגבי בזק, הדגשנו בעבר שקרן סרצ'לייט מביאה עמה ערך מוסף בכל הקשור לעולם הטלקום והתוכן, מבינה היטב רגולציה, גם אם מופתעת מדי פעם מהרגולציה המקומית. אך חשוב מכך, מדובר בקרן שקנתה שליטה מתוך stress של מישור אחר, במחיר שנראה מאד הזדמנותי ולכן שווה לה לנווט היטב את הספינה, להשקיע בתשתיות וליהנות בעתיד מהשבחה משמעותית. האמור כאן מבחינתנו, הוא עוד זווית לבחינת הענף: אין בעלות בחברות חשובות בו ואין דורש, אין מיזוגים בתוך הענף בחמש השנים הקרובות לפחות והשתיים הגדולות בו נהנות מבעלים זרים מהתחום ובעלי אמצעים ויכולת.

אתגרים לשנה הקרובה

- ❑ **פרישת סיבים ודור 5** – ללא ספק, נושא הסיבים יהיה המהותי ביותר בשנה הקרובה. בזק נכנסה מאוחר ותצטרך לפרוש סיבים בקצב מהיר ויותר מכך, לנצל את יכולות השיווק שלה לחבר גם כמה שיותר לקוחות נוכח התחרות. אתגר נוסף יהיה לנסות ולבדל שירותי ערך מוסף יחד עם הסיב. המשך פרישת הדור ה-5 של פלאפון היא אתגר בעיקר בהיבט של עצירת שחיקת ה-ARPU הסלולרי, תוך שמירה והגדלה של נתח השוק.
- ❑ **המשך התייעלות** – לאחר שנתיים של יישום אסטרטגיית קבוצת אלפא (yes, בזק בינ"ל ופלאפון) ולאחר שביטול ההפרדה המבנית אינו נראה באופק, הקבוצה תמשיך לנסות ומצות סינרגיה בחברות הבת כמו מיזוג מלא של בזק בינ"ל ל-yes, כאשר הפעילות העסקית של בזק בינ"ל תופרד ולמעשה תהפוך לתאגיד המזכיר באופיו חברות ה-IT הישראליות.

התפתחויות עיקריות

- ❑ **שנת 2020, שיפור בפרמטרים התפעוליים** – התאוששות משנת המחקות ומעבר להתקפה בכל הגזרות – החברה עסוקה בשנה האחרונה ביישום פוטנציאל מנועי הצמיחה ומנועי הרווחיות (התייעלות).
- ❑ **השקעות** – הקבוצה כולה השקיעה כ- 17% מהמחזור ב-CAPEX ברוטו. בזק קווי השקיעה כ- 22% מהמחזור שלה ב-CAPEX ברוטו.
- ❑ ניתן לראות התייבבות בכמות המנויים בכל המגזרים למעט הטלפוניה הקווית. עם זאת, שחיקת המחירים נמשכת כמעט בכל הגזרות.
- ❑ **BE** – הנתב נמצא כבר אצל כ- 540 אלף לקוחות לעומת כ- 320 בסוף 2020. לנתב חשיבות רבה בנושא נאמנות לקוח, שילוב שירותים נוספים (החשיבות תגדל כאשר יחובר לסיב אופטי), כלומר הגדלת ה-ARPU בחצר הלקוח ורווחיות.
- ❑ **המגזר העסקי** – נושא שחקן הפרימיום מיטיב עם הקבוצה בעת משבר הקורונה וחשיבות שרידות העסקים.
- ❑ **התייעלות** – הקבוצה ממשיכה להתייעל בנושא הוצאות שכר, הוצאות הפעלה ואיחוד 3 חברות הבת לזרוע אחת ושיווק טריפלים.
- ❑ **רגולציה** – החברה מתמודדת עם שני שימועים מרכזיים והם ביטול ההפרדה בין ספק לתשתית בסיבים האופטיים (לטעמנו, סבירות נמוכה לאישור הביטול) והורדת תעריפי הטלפוניה (פגיעה מזערית בהכנסות מטלפוניה להערכתנו).

שווי הוגן למניה 4.0 ₪

מחיר מניה בבורסה 3.6 ₪

UPSIDE 13%



EBITDA מתוקנן
2020 (במיליוני ₪)
3,659



היקף מכירות
2020 (מיליוני ₪)
8,723, ירידה של
כ- 2.3%



כ- 1.6 מיליון קווי
טלפוניה



כ- 1.56 **לקוחות**
אינטרנט
נתח שוק כ- 61%



2.4 מיליון **לקוחות**
סלולר
נתח שוק כ- 21%



557 אלף **לקוחות**
טלוויזיה
נתח שוק כ- 32%



נדל"ן בסכום
של כ- 16.5
מיליוני ₪ נמכר
ב- 2020 ויש
נכסים נוספים
למכירה



חוב נטו
(מיליוני ₪)
6,836



EBITDA 41.9%
מתוקנן מסך
מכירות 2020
(41.3% אשתקד)

Free Cash Flow
2020
1,478 מיליוני ₪

חוב נטו / EBITDA
מתוקנן
2.1

תקציר מודל אומדן השווי

הערכת טווח השווי ההוגן לבזק ולענף בכלל, נשענת על מכפילים. מודל DCF אמור לשקף שיווי משקל בענף בשנה המייצגת ואנו לא רואים כזו בשנים הקרובות. שיווי משקל אמר הפסקה של השחיקה בהכנסות, מבנה הוצאות רציונאלי לכל השחקנים בענף ובקיצור... שיווי משקל.

הערכת אומדן שווי על פי מכפיל EV/EBITDA-CAPEX. הסיבה לבחירה בנתון זה, הוא היכולת לשקלל לשווי את צרכי ההשקעה. הטבלה שלהלן מציגה מפעילי תקשורת מלאים וותיקים דוגמת בזק, במדינות שלהם. הנתונים מתייחסים ל-12 החודשים האחרונים (אנו מניחים כי השפעת תקן ה-IFRS 16 על המכפילים זניחה):

❑ **מבחינה הסטורית**, ישנה התכווצות מכפילים המיוחסת גם לקורונה אבל גם ליכולת הצמיחה המוגבלת של חברות הטלקום הוותיקות. אנו חושבים שמכפיל 12 מייצג נכונה את המצב, גם לאור בחינת חברות נוספות בשווקים אחרים ובחינת הנתונים באתר של דמודאראן.

❑ **אומדן השווי** לבזק תחת ההנחות הבאות ויש לשים לב שאנו מתייחסים לתחזיות קדימה שהן פחות טובות מתוצאות 12 החודשים האחרונים:

❑ $EBITDA = 3.5$ מיליארד ש"ח - זה המספר המופיע בתחזית הנהלת בזק לשנת 2021, כאשר ההיסטוריה מלמדת שהתחזיות מספיק שמרניות לעומת התוצאות בפועל.

❑ $CAPEX$ ברוטו $= 1.7$ מיליארד ש"ח. זו הנחיית הנהלת בזק ואנו מתעלמים מתזרים חיובי הנובע ממכירת נדל"ן אפשרית.

❑ מכפיל מייצג עבור בזק $= 10$. בסקירה הקודמת, יישמנו מכפיל 9, אולם לאור התוצאות והתחזיות ומצבה התחרותי של בזק בענף לאחר שנת הקורונה, אנו מרגישים נוח גם עם מכפיל 10.

❑ **התוצאה הנובעת מהכפלת EBITDA בניכוי CAPEX, במכפיל המייצג עבור בזק היא שווי של 4 ש"ח למניה.**

2 בדיקות נוספות על מנת להבין שהשווי ההוגן ראוי במגרש משחקים סביר:

❑ **מכפיל 10** על תזרים פנוי של 1.1 מיליארד ש"ח (אחרי ריבית), או על הרווח הנקי הצפוי, יגלם שווי של 4 ש"ח למניה (מכפיל טלקום מקובל).

❑ **מכפיל 5.5** המקובל לחברות טלקום מלאות, על EBITDA של 3.5 מיליארד ש"ח, יגלם שווי של 4.4 ש"ח למניה.

	10	EV/(EBITDA-CAPEX) LTM
Multiple		
EBITDA (m)	3,500	Telecom Italia 12.2
CAPEX (m)	1,700	Telekom Austria 11.7
EV (m)	18,000	Verizon 12.4
Debt (m)	6,836	BT 15.2
Equity (m)	11,164	AT&T 11.6
Shares outstanding (m)	2,765	Deutsche Telekom 12
Fair Value (NIS)	4.0	Orange S.A 13.7
		KPN 16.3
		Telenor 9
		Average 12.7
		Bezeq 7.74

אתגרים לשנה הקרובה

- ❑ **קורונה** – סביר להניח כי גם בחודשים הקרובים, תסבול החברה מהכנסות נדירה זעומות ועל כן בשילוב עם תחרות קשה, שנת 2021, עדיין תראה פגיעה בהכנסות למרות הגידול בהכנסות מהתחום הנייח.
- ❑ **סיבים אופטיים** – אנו חושבים כי כאן מדובר באתגר הכי גדול של החברה. עד כה החברה פעלה כמעט לבד בשוק ופרשה סיבים בקצב מרשים. מכאן ואילך, אנו חושבים כי החיים של פרטנר בעולמות הפס הרחב והתוכן, עומדים להיות קשים הרבה יותר עם כניסת בזק והוט למגרש. נזכיר כי פרטנר מתמודדת באופן עצמאי עם פרישת הסיבים ואנו, כאמור, חושבים שיש בישראל תשתית אחת יותר מדי.
- ❑ **דור 5** – בינתיים דורש עוד השקעות, אם כי הפעם המדינה משתתפת בעול דרך החזר כספי מכרז התדרים. אולם, בהיבט של צמיחה, כדאי לחכות עוד שנה או שנתיים.

התפתחויות עיקריות

- ❑ **שנת 2020** – שנת 2020 המשיכה להתאפיין בעיקר בפריסת סיבים אופטיים ובהתאמות מבנה ההוצאות לתקופת הקורונה. החברה הגיעה לפוטנציאל חיבור של 465 בתי אב וחיברה כ- 140 אלף בהתאם לצפי. כ- 75% ממנוי הטלוויזיה של החברה מחוברים בהצעות באנדל או טריפל. החברה ממוקדת בהקטנת הנטישה הסלולרית והקטנת החוב. שוב ראוי לציין כי למרות השנה הקשה, פרטנר ממשיכה להראות רווח ולא הפסד בשורה התחתונה. רמת החוב (נטו) של החברה המשיכה לרדת בעוד כ- 300 מיליון ₪ בשנה החולפת וניתן לומר כי כמעט ולא קיים איום פיננסי על פרטנר.
- ❑ **השקעות** – החברה השקיעה כ- 18% מהמחזור ב- CAPEX ברוטו. בשנת 2020, חלה ירידה קלה בהשקעות (אבסולוטית וכאחוז מהמחזור) כתוצאה ממשבר הקורונה. החברה, כמו האחרות ניגשה למכרז תדרי דור 5 והחלה לשווק חבילות כאלה במהלך החצי שנה האחרונה. במגזר העסקי, מנסה החברה להעמיק החדירה באמצעות חוות אירוח ואינטגרציה של IT, כולל טיפול באבטחת רשתות.
- ❑ **בעלות** – פרטנר מתנהלת כחברה ללא בעלים ובעצם נחשבת כחברה של הנהלה. כעת, החברה תצטרך לגייס מנכ"ל מנוסה על מנת להתמודד עם האתגרים הלא פשוטים של השנה הקרובה.

שווי הוגן למניה 15.37 ₪

מחיר מניה בבורסה 15.37 ₪

Upside 0%



EBITDA מתוקנן
2020 (במיליוני ₪)
822



היקף מכירות
2020 (מיליוני ₪)
3,189, ירידה של
כ- 1.4%



פוטנציאל של 465 אלף
לקוחות סיב אופטי.
139 אלף לקוחות
מחוברים



חוב נטו
(מיליוני ₪)
657



2.84 מיליון **לקוחות**
סלולר
נתח שוק כ- 26%



232 אלף **לקוחות**
טלוויזיה
נתח שוק כ- 13%

Partner

ARPU סלולר
2020
51 (ירידה של 6 ₪)

אחוז נטישה סלולר
2019 - 30% (31%)
ב- 2019

EBITDA 25.7%
מתוקנן מסך
מכירות 2020
(26.3% אשתקד)

Free Cash
2020Flow
72 מיליוני ₪

חוב נטו /
EBITDA מתוקנן
0.8
41

תקציר מודל אומדן השווי

Partner

אנו מתקשים לייצר מודל בר-קיימא עבור חברות הסלולר הישראליות. ישנן שתי סיבות מרכזיות לכך: אם אנו מאמינים שמשבר נוסף בענף נמצא בפתחנו, סביר להניח כי יהיה מאד קשה לאחת משתי החברות להתאושש. פרטנר אמנם מגיעה לסיטואציה הנוכחית עם חוב מאד נמוך, אבל לוקחת על עצמה את כל נושא הסיבים האופטיים. הסיבה השנייה קשורה בראשונה: אנו מעריכים כי החזר השקעה על פריסת הסיבים תהיה לא קצרה מעשור שלם. אם החברה משקיעה כ- 200 מיליון ₪ בשנה בפריסת הסיבים ומצליחה לחבר כמה עשרות אלפי בתי אב בודדים, המשמעות היא החזר השקעה ארוך. נכון להיום עם רווח תפעולי של כ- 100 מיליון ₪, המשמעות היא שכל השקעה של 1 ₪ ב- CAPEX (ולכן הבדיקה היא על הרווח התפעולי המגלם את הפחתת ההשקעות) מייצרת תשואה חד ספרתית נמוכה משמעותית ממחיר ההון של החברה (שנע בין 8% ל- 10% לצורך העניין). נמחיש את הכוונה לפי המודל שהפעלנו על בזק:

שווי שוק פרטנר = 2,857 מ' ₪

חוב נטו = 657 מ' ₪

EV = 3,514 מ' ₪

מכפיל 10 על EBITDA בניכוי CAPEX

$3,514 / 10 = 351$ מיליוני ₪. כלומר הפער בין ה- EBITDA ל- CAPEX אמור להיות לפחות 350 מיליון ₪ על מנת להצדיק את שווי השוק הנוכחי. בסוף שנת 2020, הפער עמד על 250 מיליון ₪ בלבד...

בדיקה נוספת יכולה להיות מכפיל 10 על תזרים פנוי: עם תזרים פנוי של 72 מיליון ₪ לפני ריבית, אין צורך לערוך את הבדיקה. מכפיל הרווח הנקי גבוה מ- 160... האם הצפי לשיפור ברווח הנקי הוא כזה מהותי?

לסיכום, כל עוד אנו מאמינים כי מדינת ישראל אינה זקוקה לכל תשתיות הסיבים הנפרשות כאן וכי יגיע משבר שאחת משתי החברות, סביר להניח כי אחת משתי החברות פרטנר או סלקום, תתקשה להמשיך במתכונת הנוכחית. כאמור, מיזוג גולן-סלקום לא ישפר מהותית את מצבה של פרטנר ו/או של השוק.

השקעה בחברה היא ככל הנראה שקולה להשקעה באופציה למאמינים כי היא תצליח להיות אחת משלוש חברות הטלקום הגדולות בעתיד, כאשר שני המקומות הראשונים כבר תפוסים. סטיית התקן של המניה ממשיכה לעלות ועומדת בשנה האחרונה על 43%.

אנו נניח לשוק לעשות את שלו ולא נקבע שווי הוגן למניה שהוא שונה משווי השוק הנוכחי של פרטנר.

אתגרים לשנה הקרובה

- ❑ **סלולר** - המשך מיצוי המיזוג של סלקום עם גולן. החברות פועלות יחד מאוגוסט 2020, אולם ככל הנראה יש עוד הרבה מה לקדם במסגרת מיזוג מלא גם בנושא הצעת הערך לצרכן וגם בנושא מבנה ההוצאות.
- ❑ **סיבים ותוכן** - כניסת HOT כשותף במיזם UBC, אמורה לשפר מהותית את קצב והיקף הפרישה שלו. סלקום חייבת להתאים עצמה ולהיות מסוגלת להציע שירות לכל דורש וכמובן שעדיף בחבילות טריפל. מנגד, אנו מאמינים כי סלקום תמשיך לנסות להוריד את הוצאות התוכן הכבדות שלה.
- ❑ **תזרים וחוב** - נושא זה ימשיך ללוות את הקבוצה, כל עוד שוק התקשורת נמצא במצב שבו הוא נמצא. עכשיו כאשר נושא ההשקעות בסיבים כבר פחות מכביד ונושא אקספון צריך להיפתר על מנת שיהיה אפשר להשקיע גם בדור 5, סלקום אמורה להמשיך ולנסות לשפר את התזרים הפנוי על מנת לצמצם את החוב המכביד. יהיה מעניין לראות כיצד דסק"ש החדשה תתייחס לקבוצת סלקום.

התפתחויות עיקריות

- ❑ **שנת 2020** - עוד שנה קשה עברה על סלקום בצל ירידת ההכנסות מנדידה והעמקת ההפסדים. מאידך, ניתן לראות בתום שנה זו גם נקודות אור כמו מיזוג גולן סלקום לתוך החברה, הכנסת HOT כשותף במיזם IBC וצמצום משמעותי של הוצאות החברה. שנת 2021 אמורה להיות קצת יותר אופטימית...
- ❑ **אקספון** - פרט לנקודות האור בגין המיזוגים והעסקאות שעשתה החברה בשנה החולפת, צצה משקולת והיא הסכסוך המסחרי עם אקספון. כעת נמצאות שתי החברות בתהליך גישור שיש להניח שיסתיים בפשרה. אנו לא רואים את אקספון יוצאת מהשוק בעתיד הנראה לעין ולאור מתווה ההסכם ביניהן, כנראה שגם לסלקום במצבה עדיף להתפשר עם אקספון ולהמשיך את השותפות.
- ❑ **טריפלים** - סלקום ממשיכה להעמיק אחיזה בלקוחות התחום הנייח, כאשר שיעור ההכנסות ממכירת חבילת טריפל עלה לכ- 22.5% בשנה החולפת (20.8% ב- 2019), אולם גידול של 53 מיליון ש' בוודאי מועיל לחברה בתקופה זו. מאידך, החברה איבדה בשנת 2020 הכנסות בהיקף של כ- 50 מיליון ש' מתחום הלקוחות העסקיים שלה וככל הנראה לא עומד להיות יותר קל בתחום זה.
- ❑ **התייעלות** - החברה חסכה בשנה החולפת כ- 110 מיליון ש' בהוצאות השוטפות.

שווי הוגן למניה 11.8 ₪

מחיר מניה בבורסה 11.8 ₪

Upside 0%



EBITDA מתוקנן
2020 (במיליוני ש')
918



היקף מכירות
2020 (מיליוני ש')
3,676, ירידה של
0.9%.



293 אלף **לקוחות** פס
רחב (כולל שוק סיטונאי)



חוב נטו
(מיליוני ש')
2,139



3.2 מיליון **לקוחות**
סלולר
נתח שוק כ- 31%



252 אלף **לקוחות**
טלוויזיה
נתח שוק כ- 14.5%



ARPU **סלולר** 2020
(ירידה של 3.4 ש')
47.3

אחוז נטישה סלולר
2020 - 40.2%
(48.8% ב- 2019)

EBITDA 25%
מתוקנן מסך
מכירות 2020
(25.3% אשתקד)

Adjusted Free
Cash Flow
2020
250 מיליוני ש'

חוב נטו /
EBITDA מתוקנן
2.33
43



תקציר מודל אומדן השווי

אנו מתקשים לייצר מודל בר-קיימא עבור חברות הסלולר הישראליות. ישנן שתי סיבות מרכזיות לכך: אם אנו מאמינים שמשבר נוסף בענף נמצא בפתחנו, סביר להניח כי יהיה מאד קשה לאחת משתי החברות להתאושש. סלקום מגיעה לסיטואציה הנוכחית עם חוב נטו הקרוב של כ- 2 מיליארד ₪, עם תזרימי מזומנים נמוכים יחסית ועם משבר הקורונה המקצץ בהכנסות הכי רווחיות שלה. מנגד, סלקום הקלה על עצמה ועל המאזן שלה ומחזיקה "רק" 23% במיזם IBC שאמור לספק לה את כל צרכיה בעולמות הסיבים האופטיים. ציינו כי השנה החולפת הסתיימה עם כמה נקודות אור ואופטימיות זהירה לשנה הקורבה, אבל קל לא הולך להיות. נכון להיום עם רווח תפעולי הקרוב לאפס, גם כאן, המשמעות היא שכל השקעה של 1 ₪ ב- CAPEX (ולכן הבדיקה היא על הרווח התפעולי המגלם את הפחתת ההשקעות) מייצרת תשואה שלילית עד תשואה חד ספרתית נמוכה משמעותית ממחיר ההון של החברה (שנע בין 8% ל- 10% לצורך העניין). נמחיש את הכוונה לפי המודל שהפעלנו על בזק:

שווי שוק סלקום = 2,050 מ' ₪

חוב נטו = 2,140 מ' ₪

EV = 4,190 מ' ₪

מכפיל 10 על EBITDA בניכוי CAPEX

$4,190/10 = 419$ מיליוני ₪. כלומר הפער בין ה- EBITDA ל- CAPEX אמור להיות לפחות 419 מיליון ₪ על מנת להצדיק את שווי השוק הנוכחי. בסוף שנת 2020, הפער עמד על 419 מיליון ₪ - כלומר שווי השוק של סלקום מוצדק לחלוטין לפי מודל זה.

בדיקה נוספת יכולה להיות מכפיל 10 על תזרים פנוי: שווי שוק 2.05 מיליארד ₪ ותחת מכפיל 10, התזרים הפנוי אמור לעמוד על כ- 205 מיליון ₪. בסוף שנת 2020, התזרים עמד על 250 מיליון ₪... אולי נקודת אור, לאור האופטימיות הזהירה שהבענו לשנה הקרובה.

לסיכום, כל עוד אנו מאמינים כי מדינת ישראל אינה זקוקה לכל תשתיות הסיבים הנפרשות כאן וכי יגיע משבר שאחת משתי החברות, סביר להניח כי אחת משתי החברות פרטנר או סלקום, תתקשה להמשיך במתכונת הנוכחית. כאמור, מיזוג גולן - סלקום לא ישרפר מהותית את מצבה של פרטנר ו/או של השוק, אולם עסקת HOT - IBC, משפרת להערכתנו את יכולת השרידות של סלקום.

השקעה בחברה היא ככל הנראה שקולה להשקעה באופציה למאמינים כי היא תצליח להיות אחת משלוש חברות הטלקום הגדולות בעתיד, כאשר שני המקומות הראשונים כבר תפוסים. לאור הנתונים כאן ובהתאם למחירי המניות הנוכחיים, אנו מאמינים כי סלקום היא אופציה טובה יותר למי שמאמין שתצליח לשרת החוב (בהיעדר בעלים רגיש לדילולים, כנראה שהחוב פחות מסוכן). סטיית התקן של המניה ממשיכה לעלות ועומדת בשנה האחרונה על 47%.

אנו נניח לשוק לעשות את שלו ולא נקבע שווי הוגן למניה שהוא שונה משווי השוק הנוכחי של סלקום.



- BCOM החדשה הנה חברת בת של קרן סרצ'לייט באמצעות הקרן Searchlight II BZQ המחזיקה כ- 60.18% ו-T.N.R שבשליטת משפחת פורר המחזיקה כ- 11.39% בחברה. יחד גרעין השליטה סרצ'לייט-פורר מחזיקה כ- 71.57% במניות BCOM ובשרשור כ- 19% בחברת בזק.
- החברה נושאת על גבה חוב בהיקף של כ- 2 מיליארד ₪ בשלוש סדרות אג"ח (דירוג Caa2) אשר אמורות להיפרע בתשלום אחד בסוף שנת 2024 (עם תשלומי ריבית שנתיים של כ- 78 מיליון ₪ לשנה עד אז). מנגד, החברה מחזיקה במזומנים ושווה מזומנים בהיקף של כמעט 400 מיליון ₪.
- מודל ה- NAV הנאיבי גוזר Upside סחיר של כ- 24%, כלומר מניית BCOM צריכה לעלות בכ- 24% על מנת שהמודל יתאפס.
- מודל NAV כלכלי עם שווי הוגן של 4 ₪ למניית בזק, גוזר דיסקאונט של כ- 68%, כלומר מניית BCOM צריכה לעלות בכ- 68% על מנת שהמודל הכלכלי יתאפס. המנוף מגלם גידול של כמעט 2.5% בשווי BCOM, על כל 1% עלייה של מניית בזק.
- מטעמי שמרנות, אנו מבקשים דיסקאונט על חברת אחזקות (למרות שגם נכס הבסיס וגם החוב סחירים) ולפיכך, חושבים שהשווי ההוגן של BCOM עומד על 9.3 ₪ ומגלם upside של כ- 43% על שווי המניה הנוכחי.
- בהנחה שבזק תגיע לשווי הכלכלי שלה, יעמוד ה- LTV על 56% בלבד. נזכיר כי קיים סיכוי סביר שמבחינה חשבונאית, בזק תוכל לחלק דיבידנדים כבר בגין המחצית הראשונה של 2021 (כלומר, אוגוסט 21). אירוע כזה אמור לחזק כלכלית את BCOM על כל המשתמע מכך.

מודל BCOM

שווי אחזקה שוק	שווי אחזקה כלכלי	שווי שוק למניה	שווי כלכלי למניה	חסי מניות	שיעור אחזקה (בדילול מלא של בזק)	(מ' ש"ח) BCOM
2627.0	2955.8	3.56	4 upside 13%	739.0	26.72%	בזק
0.0	0.0					דיב' שהתקבל מבזק לאחר תאריך מאזן
0.0	0.0					דיב' שחולק לאחר תאריך מאזן
0.0	0.0					הוצאות מימון מוערכות לאחר תאריך מאזן
-1642.0	-1642.0					עודף התחייבויות פיננסיות (מאזן)
-1642.0	-1642.0					סה"כ חוב פיננסי נטו
-45.0	-45.0					הנהלה וכלליות מהוון (מכפיל 7)
0.0	0.0					מס עתידי
940.0	1268.8					שווי NAV
116.3	116.3					מספר מניות BCOM
8.1	9.3	15%		דיסקאונט מבוקש		שווי NAV מניית BCOM
6.49	6.49					שווי שוק מניית BCOM
24%	43%					UPSIDE
63%	56%					LTV

אתגרים לשנה הקרובה

- ❑ **הרחבת הנוכחות הגיאוגרפית** – עד כה החברה ממוקדת בתחום הטריטוריאלי שמדרום לסהרה, כאשר יש לה תלות לא מבוססת במדינת קונגו. אחד האתגרים והיעדים האסטרטגיים של החברה הוא להרחיב את הנוכחות שלה באפריקה ואולי אף מחוצה לה. מדינות רלוונטיות הן מאלי, טוגו, סנגל ועוד.
- ❑ **הגדלת הפעילות הקיימת תוך פיתוח פתרונות נוספים** – החברה פועלת בעיקר מול חברות סלולר וספקיות אינטרנט באפריקה, אולם יכולה להגדיל את הפעילות שלה הגדלת סל המוצרים ללקוחות קיימים, אך גם באמצעות מכירה שירה של פתרונות תקשורת מנוהלים למכרות, אסדות וכדומה. גם מכירה והשתתפות בפרויקטים של חברות כמו אלביט, רפאל וכדומה, עשויה לשמש כמנוע צמיחה.
- ❑ **מכירת האחזקה ב-WIOCC ורכישת פעילויות ותיקי לקוחות?** – מכירת האחזקה של 5.9% ב-WIOCC נמצאת על פרק מזה זמן. והשווי שלה נאמד בכ- 9.5 מיליון דולר. לחברה חוב נטו של כ- 9.3 מיליון דולר. מנגד, התקופה הנוכחית מייצרת הזדמנויות רכישה של פעילויות קיימות ביבשת אפריקה.

התפתחויות עיקריות

- ❑ **שנת 2020** – שנה לא רעה עבור החברה בהתחשב במשבר הקורונה. נציין כי מיד לאחר שנה זו גם עברה הבעלות מנאמני יורקום לציבור. החברה ירדה בסה"כ בכ-3 מיליון דולר בהכנסות למרות שבמרביתה אי אפשר היה לטוס, לסגור חוזים וכדומה. בהיבט של רווחיות, החברה דווקא הצליחה לשפר בזכות הצעות הערך המשופרות ללקוחותיה וצבר הזמנות של כ- 50 מיליון דולר- ראוי לציון.
- ❑ **אסטרטגיה** – בקצרה, נציין כי החברה פועלת כאינטגרטור מקצה לקצה בהיבט של שירותי תקשורת מנוהלים. החברה אינה מוכרת רק רוחב פס או פס רחב וניהול, אלא משתדלת לייצר ערך על ידי ניהול כל השרשרת כולל שירותי ערך מוסף, פרויקטים של turn key וייעול אספקת השירות של הלקוח.
- ❑ **יעילות והשקעות** – לאחר ביצוע ה-turn around לפני מספר שנים, החברה מקפידה על מבנה הוצאות נמוך ומבוקר, במקביל להורדת רמת המינוף של החברה. כמו כן, החברה פועלת לשמירה על מרווחי תשואות איכותיים בהתקשרויות מול לקוחות, באמצעות טיוב ההתקשרויות מול ספקי הקיבולת, תוך הקפדה על ניצול מקסימאלי של הקיבולת הפנויה והימנעות מחוזים מכבידים עם ספקי לוויין וסיבים. במקביל, השקיעה החברה בשנה האחרונה מאמצים רבים על מנת להרחיב את סל הפתרונות ואת הנוכחות הגיאוגרפית, כמו גיוס אנשי מכירות ועוד.

שווי הוגן למניה ₪ 1.70

מחיר מניה בבורסה ₪ 1.03

UPSIDE 65%



EBITDA 2020
(במיליוני \$ ומנוטרל
IFRS 16)
9.45



כ- 310 מיליון משתמשי
אינטרנט באפריקה – רק
כ- 23% מהאוכלוסייה



היקף מכירות
2020 (מיליוני \$)
54.6, ירידה של
3.1%



חוב נטו (בנטרו)
WIOCC
(ובמיליוני \$)
9.28



שוק הפס הרחב
הלווייני באפריקה נאמד
במונחי קיבולת בכ- 52
Gbps וצפוי לצמוח לכ-
400 Gbps בשנת 2028

סאטקום
מערכות
בע"מ

צבר הזמנות 2020
כ- 50 מיליון דולר

הון עצמי 2020
17.8 מיליון דולר

EBITDA 17.3%
מתוקנן מסך
מכירות 2020

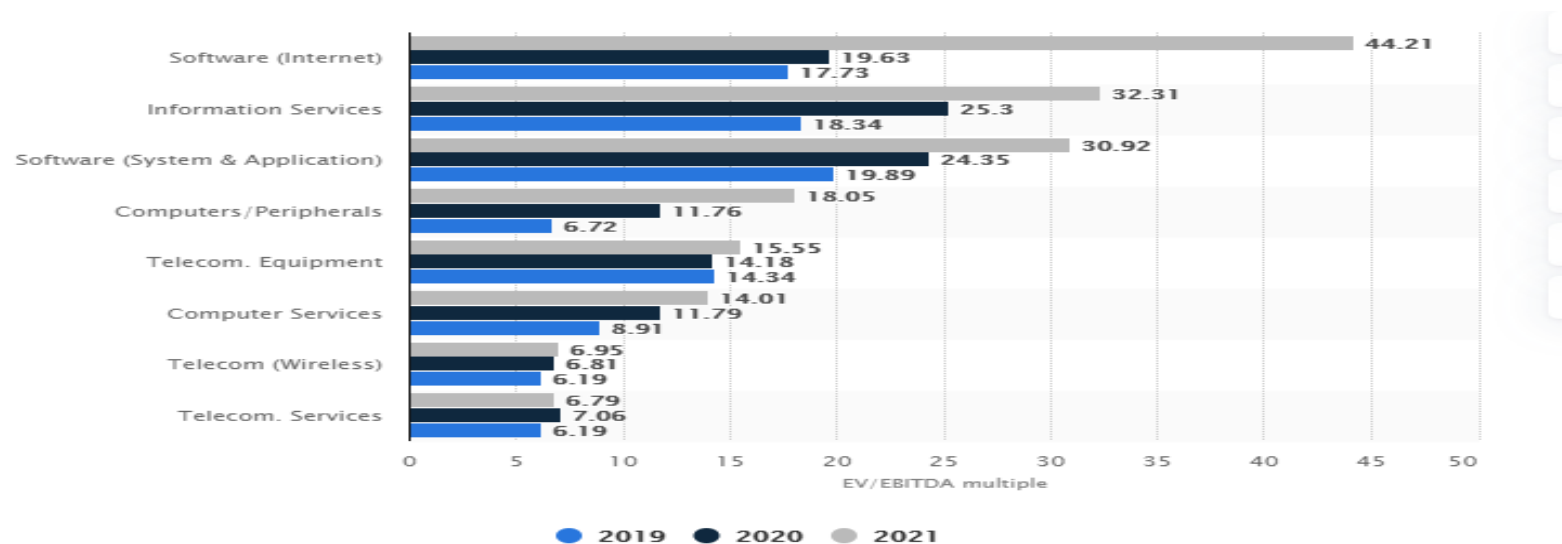
שיעור רווח
גולמי 2020
28% לעומת
27% ב- 2019

Adjusted Free
Cash Flow
2020
13.3 מיליוני \$
46

תקציר מודל אומדן השווי

בשלב הנוכחי, אנו לא מבצעים הערכת שווי מלאה ע"י הוון תזרימי מזומנים, אלא מבצעים אומדן שווי ע"י המכפיל המקובל בתעשיית הטלקום והלויינות:

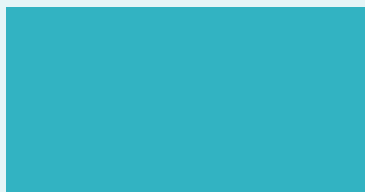
מכפיל EV/EBITDA בתעשיות אלה, עומד לאורך שנים סביב ה- 7 עם סטיות כאלה ואחרות בהתאם למצב בשווקים. להלן בדיקה קצרה שערכנו בנושא מתוך STATISTA:



© Statista 2021

אנו נתייחס למכפיל של שירותי טלקום שעומד על פחות מ- 7 לשנת 2021. אומדן שווי לסאטקום מערכות:

- ❑ EBITDA לצורך האומדן – החברה יצרה EBITDA מתוקנן של כ- 9.4 מיליון דולר בשנת 2020. לצורך האומדן, נתייחס ל- EBITDA שנתי מייצג של 9 מיליון דולר.
- ❑ חוב נטו – כאמור, נתייחס לחוב נטו של החברה כאפס בשקלול שווי האחזקה בקונסורציום WIOCC.
- ❑ מכפיל – לאור גודלה של החברה והסיכונים הטמונים בפעילותה ביבשת אפריקה, כולל התלות בפעילות בקונגו ובשני לקוחות מהותיים, אנו מאמינים כי מחצית המכפיל המייצג ואפילו פחות, הינה שמרנית מספיק בתקופה זו. לצורך אומדן שווי, נפעיל מכפיל של 3.
- ❑ האומדן: מכפיל 3 על EBITDA של 9 מיליון דולר, מגלם שווי EV של 27 מיליון דולר. מאחר ואנו מתייחסים לחוב נטו כאפס, למעשה, שווי האקוויטי של החברה עומד גם הוא על כ- 27 מיליון דולר. השווי הנגזר לחברה ב- ש, עומד לפיכך על כ- 90 מיליון ש, בעוד שווי החברה בבורסה עומד על כ- 60 מיליון ש בלבד.
- ❑ השווי הנגזר למניה מהאומדן המוצג הוא 1.70 ש, לעומת שווייה כיום העומד על 1.03 ש.



04 | קמעונאות מזון

קמעונאיות מזון – מגמות עיקריות בענף

קצב צמיחה בעשור האחרון – לאורך השנים 2010-2019 הגידול הממוצע במכר הכספי בשוק ה-FMCG עמד על כ-2.3% (כ-2.9% כולל שנת 2020), קצת מעל לשיעור הגידול הממוצע של האוכלוסייה בשנים האלו (כ-2%). עיקר הצמיחה מגיעה מעלייה במגוון המוצרים וצמיחה של חנויות הנוחות.

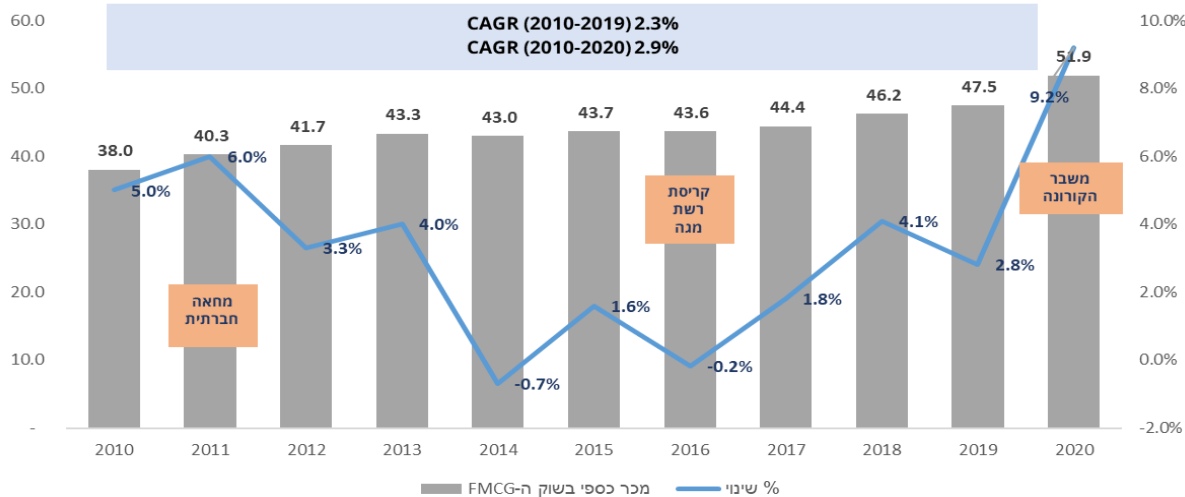
מדד מחירי המזון – התפתחות מדד זה תלויה במידה רבה במגמות הענפיות שמאפיינות את הענף באותה תקופה. כך למשל השפעת המחאה החברתית הובילה לירידת מחירים באותה שנה אך עם דעיכתה בשנת 2013, "זינוק" המדד בשיעור של 5%. בשנים שלאחר מכן 2014-2016 הייתה ירידה/ סטגנציה במדד. סטגנציה זו נוצרה בעקבות התגברות התחרות בענף עד לקריסתה של רשת מגה בשנת 2016. בשנים שלאחר מכן, 2017-2019, הייתה חזרה למגמה של עלייה הדרגתית במחירים וזאת בעקבות התמתנות התחרות בענף. שנת 2020 התאפיינה בגידול במכר הכספי עם סטגנציה במחירים.

תחרות, התרחבות ותהליכי קונסולידציה – הענף מאופיין בתחרות גבוהה בשל חסמי כניסה נמוכים, ריבוי שחקנים ופוטנציאל צמיחה מוגבל (בדומה לשיעור הגידול באוכלוסייה).

למרות זאת, אנו רואים כי במהלך השנים האחרונות רמת התחרות בענף התמתנה וזאת בעיקר בשל תהליכי קונסולידציה שעובר הענף וסטגנציה בגידול בשטחי המסחר. מצבה הפיננסי המידרדר של יינות ביתן מייצר הזדמנויות להרחבת הפעילות של מתחרותיה בענף. פוטנציאל זה מהווה הזדמנות להתרחבות עבור הרשתות הקטנות-בינוניות על חשבון הרשתות הגדולות. התרחבות זאת נעשית בעיקרה באמצעות רכישה/הקמה של סניפים. כמו כן, קיימת מגמה של הרחבת הפעילות לתחומים אחרים שאינם מזון. דוגמאות לכך ניתן לראות ע"י כניסתם של שופרסל ורמי לוי לתחום הפארם ורכישת השליטה בזול סטוק ע"י יוחננוף.

מועדוני לקוחות – הרשתות ממשיכות במאמציהן להרחיב את בסיס מועדון הלקוחות שלהן. קיימת תחושה שבחלק מהרשתות התחום הגיע למיצוי.

מכר כספי (במיליארדי ש"ח) ושעור שינוי בשוק ה-FMCG בישראל בין השנים 2010-2020



קמעונאיות מזון – מגמות עיקריות בענף

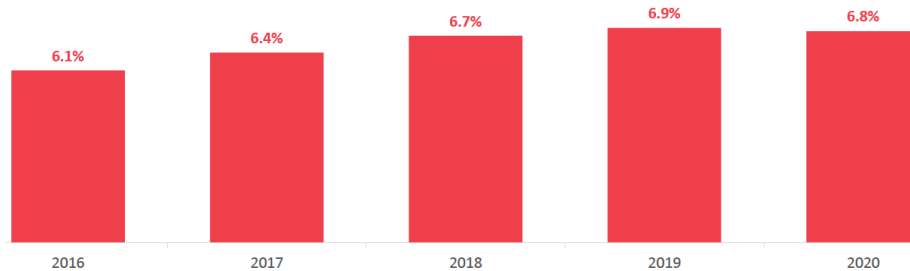
פורמט הדיסקאונט מול הפורמט העירוני – נתח השוק של חנויות הדיסקאונט בשנת 2020 עמד על כ-66.7% לעומת נתח שוק של 31% בפורמט השכונתי. למרות העדפות הצרכן לסלי קניה זולים, בשנים האחרונות קיימת מגמה מצד הקמעונאיות להרחבת הפעילות למרכזי ערים. מגמה זו נתמכת ע"י שינויים כגון עליה בתוחלת החיים והזדקנות האוכלוסייה, סלי קניה קטנים יותר בשל הגברת המודעות והפחתת השימוש ברכב. הפורמט העירוני מאפיין בחנויות קטנות המתאימות ללקוחות שמחפשים סלי קנייה קטנים יותר עם רווחיות גבוהה לקמעונאים. כיום בזירה העירונית התחרות נמוכה יותר מאשר בזירת הדיסקאונט.

אונילין והשקעות בטכנולוגיות חדשות – רכישה באונילין נחשבת לאחד ממנועי הצמיחה החשובים של הענף בשנים האחרונות. המעבר לקניות בערוץ זה (על חשבון החנויות הפיזיות) מצריך תשתיות לוגיסטיות, תפעוליות וטכנולוגיות מפותחות המשפיעות במידה רבה על מבנה ההוצאות של הקמעונאיות השונות. זאת לצד לחצי מחיר שמייצר פורמט זה. מנגד, טכנולוגיות אלו הן שמאפשרות גישה למידע חיוני בנוגע לדפוסי הקניה של הלקוחות. גישה למידע זה, מייצרת ערך מוסף בשיווק מותאם אישי ללקוח ובהגדלת סל הרכישה. כמו כן, פורמט זה מאפשר הגדלה של הצע המוצרים המשווקים כגון מוצרי non food נפחיים, מוצרי חשמל, תיירות וקוסמטיקה.

מותג פרטי – בשנים האחרונות קמעונאיות מזון כגון רשת שופרסל ורמי לוי החלו לשווק מוצרי מותג פרטי עבור מוצרים בעלי ביקוש עם רגישות גבוהה למחיר. בהתאם לנתוני סטורנקסט, לאחר עליה של מספר שנים בנתח המותג הפרטי, בשנת 2019 הייתה סטגנציה בפורמט זה ואילו בשנת 2020 חלה ירידה קלה בנתח השוק של המותג הפרטי. נציין כי נתח השוק של המותג הפרטי בישראל עדיין נמוך ביחס לאירופה וארה"ב.

נדגיש כי מותג פרטי חזק מקנה לקמעונאים כוח מיקוח מול הספקים ומעלה את שיעורי הרווחיות של הקמעונאיות. שופרסל הנחשבת למובילת שוק במותג הפרטי בעלת היקף מכירות הרביעי בגודלו מבין ספקיות המזון.

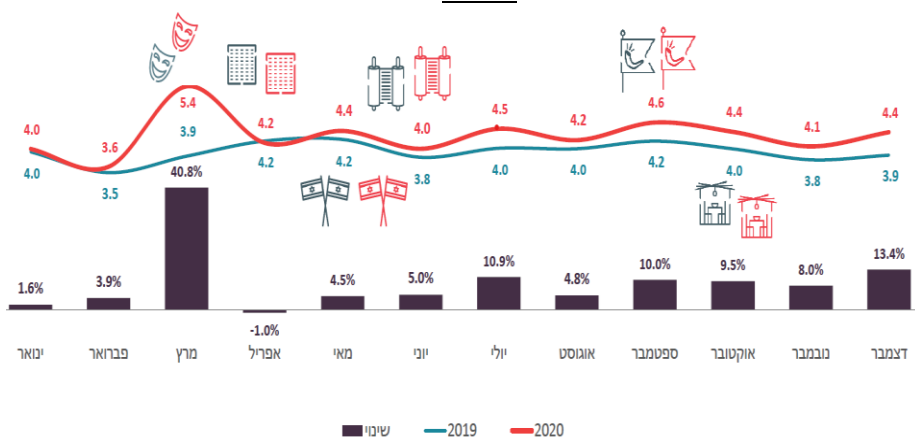
נתח PL ממכר ה - FMCG



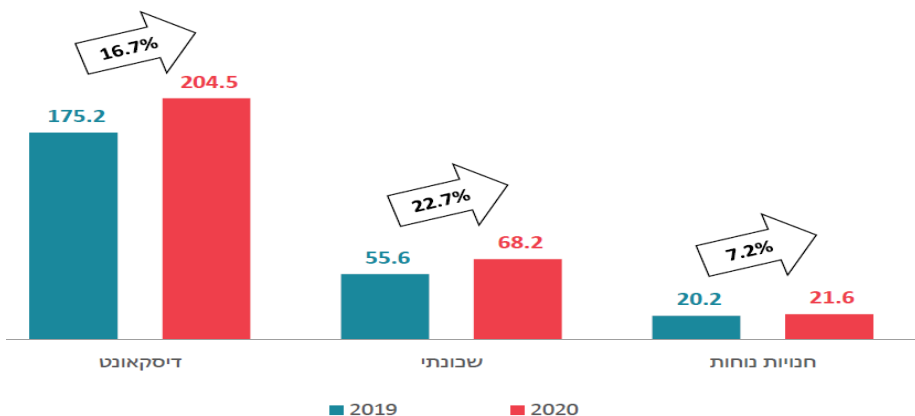
אז מה קרה בענף ב-2020 - השלכות הקורונה ושינוי הרגלי הצרכנים

מכר חודשי (במיליארד ₪) ואחוז שינוי בין התקופות שנת

2020



גודל סל כספי ממוצע ב- ₪



□ עם התפרצות מגפת הקורונה ותחילתו של הסגר הראשון במרץ 2020, נוצר גידול חד בביקוש למזון ומוצרי היגיינה. גידול זה הוביל לגידול חד במכירות של רשתות המזון הקמעונאיות בשיעור של כ- 40.8% בחודש מרץ.

□ החל מחודש מאי 2020 עם ההקלה במגבלות ופתיחה הדרגתית של המשק מגמה זו התמתנה אך עדיין הותירה את היקפי הצריכה גבוהים מהרגיל וזאת בשל מגבלות על נסיעות לחו"ל ושהייה ארוכה בבתים.

□ **צמיחה ומחירים** - בהתאם לנתוני סטורנקסט, בשורה התחתונה שנת 2020 הציגה צמיחה של כ- 9.2% במכר הכספי, כאשר צמיחה זו אינה מונעת מעלויות מחיר אלא מגידול במכר הכספי (צמיחה ריאלית של 9.1%).

□ התפלגות המכר בערוצי המכירה השונים -

✓ ברמה השנתית לא נרשם שינוי מהותי בתמהיל המכר בין הערוצים. בהתאם לנתוני סטורנקסט לשנת 2020 ערוץ הדיסקאונט מהווה כ- 66.7% מכלל המכר של שוק ה- FMCG (דומה לשיעור אותו היווה ב-2019) והערוץ השכונתי מהווה כ- 31% עלייה קטנה ביחס ל-2019.

✓ אולם בחודשים אפריל ואוקטובר נרשמה עליה בנתח של הערוץ השכונתי (על חשבון ערוץ הדיסקאונט כאשר בחודש אפריל נרשם גידול חריג ומשמעותי בערוץ זה).

✓ בהתאם לכך נרשמה עליה בגודל הסל הממוצע של הערוץ השכונתי.

□ **ערוץ האונליין** - מכירות האונליין נתנו מענה עיקרי עבור צרכנים רבים וזאת על רקע מגבלות התנועה וחששות הציבור מהמגפה. במהלך 2020, רשת שופרסל, בעלת נתח השוק הגדול ביותר, זכתה להגדיל את היקף מכירות האונליין לכ- 3 מיליארד ₪ (המהווים כ- 19.9% מסך מכירות הרשת לשנה זו). גידול של כ- 50% ביחס ל- 2019.

הנחות העבודה שלנו לעתיד



תחרות והתרחבות

מצבה הפיננסי המידרדר של יינות ביתן מפחית את התחרות בענף ומייצר הזדמנויות להרחבת הפעילות של הרשתות הקטנות - בינוניות.

התרחבות זאת נעשית בעיקרה באמצעות רכישה/הקמה של סניפים. אנו צופים כי מגמה זו תמשיך גם ב-2021. כמו כן, אנו צופים כי תמשיך מגמת ההתרחבות של הרשתות לתחומים אחרים התואמים את פעילותם כגון שופרסל ורשת Be, רמי לוי וגוד פארם והודעתה של רשת יוחננוף על רכישת השליטה ברשת זול סטוק.



אונליין והשקעות בטכנולוגיות חדשות

על רקע מגבלות התנועה והחשש מהמגפה, במהלך תקופת הקורונה פורמט האונליין הציג צמיחה חדה שהובילה להיקפי מכירות גבוהים ביחס לעבר. רשתות אשר השקיעו משאבים רבים בבניית מערכי מכירה "משומנים" באונליין כדוגמת שופרסל, זכו להגדיל את נתחי השוק שלהם במהלך 2020. שופרסל שהפכה למובילה (הכמעט בלעדית) של הענף הציגה צמיחה מרשימה של 50% בהיקף המכירות של פורמט זה במהלך 2020.

אנו צופים כי החשיפה לפורמט זה והחוויה החיובית להם זכו חלק מהלקוחות, ישפיעו לחיוב על נתח השוק של המכירות באונליין. כמו כן, המשך השקעות בטכנולוגיות מתקדמות במטרה להוזיל עלויות ולספק ביקושים שהולכים וגדלים, תשפר את הרווחיות של הרשתות באונליין.

כך למשל שופרסל, שהשקיעה סכומי עתק להקמת מחסנים רובוטים אוטומטים צפויה להתחיל "תקופת הרצה" במרלוג הרשת שהוקם בקדימה כבר במהלך חודש אפריל 2021.



רווחיות

רווחיות הרשתות תלויה במידה רבה בהיקף הגידול בפדיונות של רשתות השיווק. גידול אשר משפיע על תנאי הסחר של הרשתות ומגדיל את שיעור הרווחיות הגולמית.

בנוסף, נקיטת מדיניות של יעילות תפעולית גבוהה תשפיע לחיוב על הרווח התפעולי של הרשתות. על פניו עם חלוף מגפת הקורונה, קיים צפי לירידה בהיקף הפדיונות בענף כולו. ירידה אשר עשויה להשפיע לשלילה על היקפי הרווחיות של הרשתות. מנגד, הרשתות ממשיכות לעבור תהליכי התייעלות והרחבת פעילות אשר משפיעים לחיוב על רווחיותן. כמו כן, הוצאות אשר היו קשורות להיערכות הסניפים ל"שגרת הקורונה" והיקף הרכישות הגבוה בפורמט האונליין "העיבו" על רווחיות הרשתות. **בשל כך, במודלי הערכת השווי אנו נבחן כל מקרה לגופו.**



היקף המכירות של הרשתות והחזרה לשגרה

הנחת העבודה שלנו היא שהמשק יחזור בהדרגה לשגרה רגילה (שאינה "שגרת קורונה").

לחזרה זו עשויות להיות השלכות שליליות ב-2 מובנים:

- (1) פתיחה של מקומות בילוי ו"אכילה מחוץ לבית".
- (2) נסיעה של אנשים לחו"ל.

השלכות אלו עשויות להשפיע לשלילה על היקף הרכישות ברשתות המזון. מנגד, כמות המובטלים הגבוהה ו"שינוי בהרגלי הצריכה" (מעבר ל"בישול ביתי") עשויים למתן את ההשלכות השליליות של החזרה לשגרה. כמו כן, קיימת צמיחה טבעית של הענף כולו בדומה לשיעור הגידול של האוכלוסייה.

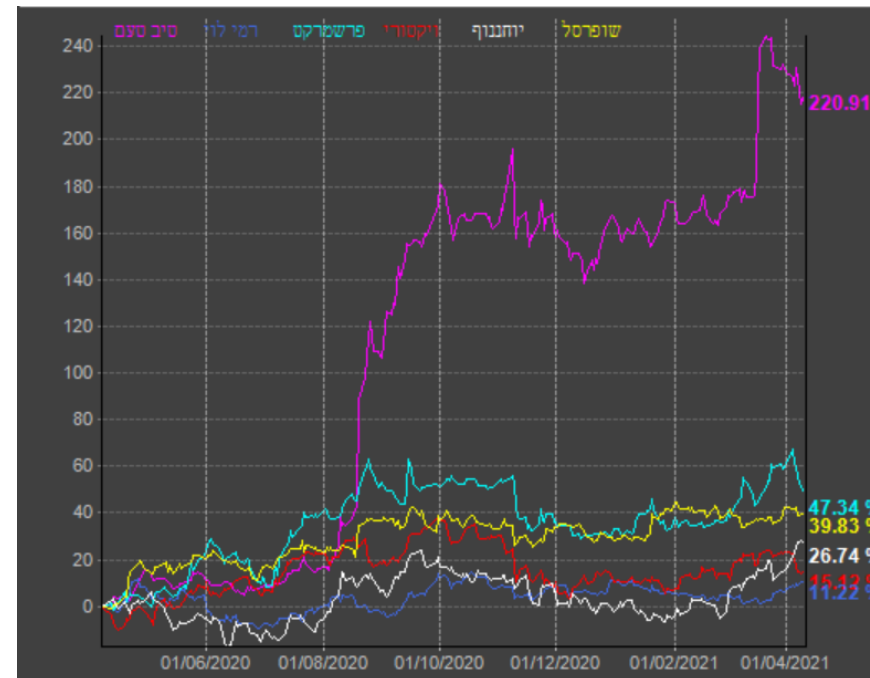
בשורה התחתונה אנו צופים כי היקף המכירות של הענף בשנת 2021 יקטן ביחס ל-2020.

קמעונאיות מזון - ציבוריות*

שם עברי	שווי שוק עכשווי (מיליוני ₪)	תשואת שוק מתחילת שנה	מכפיל רווח רוב	סהכ הכנסות (אלפי ₪)	שעור רווח נקי רוב	שעור רווח תפעולי	חוב נטו (מיליוני ₪)	EBITDA מנוטרל IFRS16 (מיליוני ₪)	EV/EBITDA	תשואת דיבידנד
שופרסל	7,167	8.95%	18.52	15,233,000	2.54	4.7	2,069	895	10.3	1.7
רמי לוי	3,073	0.79%	17.71	6,465,660	2.68	4.4	-850	337	6.6	3.8
יוחננוף	2,462	30.22%	19.34	3,121,908	4.08	8.1	83	263	9.7	1.2
פרשמרקט	2,093	10.44%	18.03	1,610,167	7.21	10.4	-101	179	11.1	3.6
ויקטורי	1,106	4.16%	19.03	2,337,228	2.49	4.5	16	139	8.1	2.4
טיב טעם	860	20.38%	14.03	1,579,147	3.88	6.6	7	124	7.0	17.8

(*) נכון לסוף יום מסחר 11.04.2021

ביצועי מניות - קמעונאיות המזון בשנה האחרונה





היקף מכירות 2020 (מיליוני ₪)
15,200 עליה של
כ-14% ביחס ל-2019



שטחי מסחר (אלפי
מ"ר)
536
מספר סניפים
301



נתח מותג פרטי מסך
מכירות
כ-25.8%



נתח אונליין מסך מכירות
19.9%



נכסים בשווי של
כ-2.6 מיליארד ₪
המייצרים NOI של
כ-158 מיליון ₪



חוב נטו (מיליוני ₪)
2,069



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
1,514

4.9% רווח
תפעולי
מסך
המכירות

26.5% רווח גולמי
מסך
המכירות

EBITDA 5.9%
מתוקנן מסך
מכירות 2020
(5.06% אשתקד)

2.5% רווח
נקי מסך
המכירות

מנועי צמיחה עיקריים

גידול במכירות האונליין - כיום בעלת נתח השוק

הגדול ביותר ביחס למתחרותיה. בשנת 2020 היקף המכירות של הרשת עמד על כ-3 מיליארד ₪ (שיעור של 19.9% מסך מכירות הרשת). עליה של 50% ביחס ל-2019. אנו צופים המשך צמיחה של התחום (בנטרול חלקי של השפעות הקורונה), בין היתר בשל חשיפה של לקוחות לתחום והשלמת בנייתם של המחסנים הרבובטים. להערכתנו, היקף האונליין ושיעורי הרווח בתחום צפויים להשתפר משמעותית.

BE - פתיחה של סניפים נוספים והגדלת המכירות. עד כה פעילות זו "הכבידה" על הרווחיות. הצפי של הנהלת החברה הוא מעבר לרווחיות החל משנת 2021.

נדל"ן בבעלות - פעילות הנדל"ן בעלת פוטנציאל של

פיתוח והשבחת נכסים נוספים שעשויים להניב רווחים עתידיים.

מועדון לקוחות חזק - בעל פוטנציאל לגידול בהכנסות,

בין היתר ע"י הגדלת האשראי שניתן ללקוחות.

מותג פרטי - המשך השקה של מוצרים חדשים וצמיחה

במכירות. בשל תמחור זול ביחס למוצרים דומים של המתחרות הגדולות, מהווה יתרון בתקופות מיתון ומשפר את רווחיות הרשת.

שופרסל לעסקים - פעילות בהתהוות שעשויה להוות

גורם צמיחה.

אתגרים

פעילות רשת Be כרוכה בהשקעות גבוהות, פתיחת סניפים וחדירה לענף הנשלט ע"י רשת סופר פארם.

השקעות CAPEX גדולות בהקמת מחסנים לוגיסטיים

אוטומטיים כדי ליעל את פעילות האונליין, המאופיינת כיום ברווחיות יחסית נמוכה (בדמה לרווחיות פורמט הדיסקאונט).

מגבלות רגולטוריות בתחום המזון שלא מאפשרות

התרחבות ניכרת של רכישת סניפים/ תתי רשתות - יכולת מוגבלת של התרחבות בשטחי מסחר.

חברה ללא בעל שליטה.

שווי הון למניה (בניכוי דיבידנד) 31.5 ₪

מחיר מניה בבורסה (מתוקנן דיבידנד) 26.49 ₪

UPSIDE כ-18.7%

תקציר מודל הערכת השווי

הנחות עיקריות:

- המספרים מנוטרלים IFRS 16
- פגיעה בהכנסות הרשת בשנת 2021 ו-2022 בשל ה"יציאה משגרת קורונה" והסרה הדרגתית של המגבלות. מנגד הגדלת המכירות והרווחיות בפורמט BE ושופרסל לעסקים והתייעלות והמשך צמיחה (בנטרול השפעות חלקיות של הקורונה) בפורמט האונליין.
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2%, בדומה לשיעור הצמיחה של האוכלוסייה.
- שווי הנדל"ן - נלקח השווי ההוגן של הנדל"ן בהתאם לדוחות הכספיים של 2020 בניכוי מחצית מסכום המס (שיעור של 11.5%).

מיליוני ש"ח	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	Terminal year
הכנסות	12,712	13,309	15,186	14,579	15,016	15,391	15,699
YoY	7.6%	4.7%	14.1%	-4.0%	3.0%	2.5%	2.0%
עלות ההכנסות	9,406	9,751	11,149	10,701	11,007	11,251	11,460
רווח גולמי	3,306	3,558	4,037	3,878	4,009	4,140	4,239
	26.01%	26.73%	26.58%	26.60%	26.70%	26.90%	27.00%
הוצאות תפעוליות	2,977	3,231	3,512	3,397	3,469	3,555	3,611
רווח תפעולי	329	327	525	481	541	585	628
	2.59%	2.46%	3.46%	3.30%	3.60%	3.80%	4.00%
נטרול הוצאות (הכנסות) חד"פ	319	347	370	350	360	354	345
נטרול הוצאות פחת והפחתות	648	674	895	831	901	939	973
Adjusted EBITDA	5.10%	5.06%	5.89%	5.70%	6.00%	6.10%	6.20%
מיסים תפעוליים	76	75	121	111	124	135	144
ניכוי השקעה ברכוש קבוע CAPEX	-568	-638	-546	-481	-450	-416	-358
ניכוי השקעה בהון החוזר תפעולי	-158	-162	365	239	326	389	471
Free Cash Flow	-154	-201	593	239	326	389	471

EV Calculation	2021F	2022F	2023F	Terminal year
Period to discount	0.50	1.50	2.50	
Discount factor	0.96	0.89	0.82	
FCF to discount	239	326	389	
Terminal Value	230	291	6796	
FCF as of Valuation Date	7,317			
EV retail				
Equity Valuation				
שיעור היוון תזרים קמעונאות	8.0%			
שווי פעילות קמעונאות	7,317			
שווי נדל"ן (בניכוי מיסים)	2,532			
חוב נטו ודיבידנד שישולם אחרי תאריך המאזן (במידה ויש)	2,209			
ביום הון לאחר תאריך המאזן	702			
Equity Value	8,342			
הון רשום למסחר	265.23			
מחיר יעד למניה	31.5			
מחיר מניה בשוק	26.49			
שווי שוק	7,027			
UPSIDE	18.7%			

שיעור הצמיחה בהכנסות בשנה מייצגת	1.50%	2.00%	2.50%	3.0%	
שער ה-WACC להיוון	27.6	29.3	31.3	33.6	8.5%
	27.6	29.3	31.3	33.6	8.5%
	29.5	31.5	33.8	36.6	8.0%
	31.6	34.0	36.8	40.3	7.5%
	34.2	37.1	40.6	44.9	7.0%



היקף מכירות 2020 (מיליוני ₪)
6,466 עליה של
כ- 8.9% ביחס ל-2019



שטחי מסחר (אלפי מ"ר)
93
מספר סניפים
52



נתח מותג פרטי מסך
מכירות
כ-20%



נתח אונליין מסך מכירות
כ-9%



חוב נטו (מיליוני ₪)
-850



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
523

4.4%
רווח תפעולי
מסך
המכירות

22.6%
רווח גולמי
מסך המכירות

5.2% EBITDA
מתוקנן מסך
מכירות 2020
(3.86% אשתקד)

2.7%
רווח נקי מסך
המכירות
56

מנועי צמיחה עיקריים

גידול חנויות בפורמט העירוני – גידול חנויות
בפורמט העירוני – המשך חדירה למרכזי ערים והסבת חלק
מסניפי קופיקס לפורמט "רמי לוי בשכונה".

גוד פארם – כיום מפעילה הרשת 30 סניפים באזור המרכז
בתוספת 8 סניפים בהליכי הקמה.

גידול במכירות האונליין – בשנת 2020 היוותה
פעילות זו כ-9% מסך המכירות של הרשת. הרשת פועלת
לשיפור המערך הלוגיסטי בין היתר ע"י הפעלת מחסנים
רובוטים.

מותג פרטי – כיום נתח המותג הפרטי עומד על כ-20%
מסך מכירותיה של הרשת ובכוונת החברה להגדיל את נתח
מכירותיה מהמותג הפרטי לכ-25%. מהווה יתרון בתקופות מיתון
ומשפר את רווחיות הרשת

מילות גבוהה – מזומן בהיקף של כ-850 מיליון ₪. מסייע
לרשת ביישום אסטרטגיית ההתרחבות שלה.

מרכז לוגיסטי – המשך ייעול שרשרת האספקה, בין היתר
באמצעות המרכז הלוגיסטי שהוקם

אתגרים

רווח גולמי נמוך ביחס לענף תוך שמירה על מבנה
הוצאות רזה ומטה צר המאפשרים להגיע לשיעורי רווחיות
תפעולית גבוהים ביחס למתחרותיה. קיים קושי לשמר מבנה
הוצאות זה ככל שהרשת תתרחב.

תלות באיש מפתח רמי לוי, מנכ"ל החברה ובעל
השליטה.

שווי הוגן למניה (בניכוי דיבידנד) 255 ₪

מחיר מניה בבורסה (בניכוי דיבידנד) 223 ₪

UPSIDE 14.2%

תקציר מודל הערכת השווי

אלפי ש"ח	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	Terminal year
הכנסות	5,438,170	5,936,308	6,465,660	6,207,034	6,207,034	6,362,209	6,521,265	6,651,690
YoY	7.22%	9.16%	8.9%	-4.00%	0.00%	2.50%	2.50%	2.00%
עלות ההכנסות	4,373,177	4,700,250	5,009,371	4,810,451	4,810,451	4,924,350	5,034,416	5,121,801
רווח גולמי	1,064,993	1,236,058	1,456,289	1,396,583	1,396,583	1,437,859	1,486,848	1,529,889
	19.58%	20.82%	22.52%	22.50%	22.50%	22.60%	22.80%	23.00%
הוצאות תפעוליות	890,207	1,084,723	1,210,694	1,185,543	1,185,543	1,208,820	1,245,562	1,277,124
רווח תפעולי	174,786	151,335	245,595	211,039	211,039	229,040	241,287	252,764
	3.21%	2.55%	3.80%	3.40%	3.40%	3.60%	3.70%	3.80%
הוצאות פחת והפחתות נטרול הוצאות חד"פ	71,170	84,934	91,069	93,106	93,106	85,890	81,516	79,820
Adjusted EBITDA	238,730	229,224	336,664	304,145	304,145	314,929	322,803	332,584
	4.39%	3.86%	5.21%	4.90%	4.90%	4.95%	4.95%	5.00%
מיסים תפעוליים	40,201	34,807	56,487	48,539	48,539	52,679	55,496	58,136
ניכוי השקעה ברכוש קבוע CAPEX	-82,954	-91,615	-72,026	-105,520	-105,520	-95,433	-84,776	-83,146
קיטון (השקעה) בהון החוזר התפעולי	84,908	28,158	158,377	-99,313	-99,313	-95,433	-84,776	-83,146
Free Cash Flow	207,709	138,005	366,528	150,086	156,293	166,817	182,530	191,303

EV Calculation	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	Terminal year
Period to discount			0.50	1.50	2.50	3.50	
Discount factor			0.96	0.88	0.82	0.75	
FCF to discount			150,086	156,293	166,817	182,530	
Terminal Value							2,943,117
FCF as of Valuation Date							2,349,286
EV							2,767,704

Equity Valuation	
שיעור הון	8.50%
שווי פעילות (EV)	2,767,704
זכויות מיעוט	-57,417
חוב נטו ותשלום דיבידנד	800,162
Equity Value	3,510,449
הון רשום למסחר	13,775.58
שווי הון למניה	255
מחיר מניה בשוק	223
שווי שוק	3,073,330
UPSIDE	14.22%

הנחות עיקריות:

- המספרים מנוטרלים IFRS 16
- פגיעה בהכנסות וברווחיות הרשת בשנת 2021 ו"צמיחה אפסית" בשנת 2022 בשל ה"יציאה משגרת קורונה" והסרה הדרגתית של המגבלות.
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2%, בדומה לשיעור הצמיחה של האוכלוסייה.

שעור הצמיחה ב-Terminal year	3.00%	2.50%	2.00%	1.50%	1.00%
שעור ה-WACC להיוון	9.50%	9.00%	8.50%	8.00%	7.50%
	251	267	286	309	337
	219	230	243	257	274
	228	241	255	271	291
	239	253	269	288	312

אתגרים

שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לממוצע הענפי -
שיעורי הרווחיות עלולים להישחק ככל שהרשת תתרחב.

השקעות גבוהות בפתיחת סניפים ביחס
למתחרים - עשוי ל"הכביד" על הנזילות בתקופות מיתון.

אונליין ופורמט עירוני - כיום החברה מתמקדת
בפורמט הדיסקאונט. בתרחיש בו ישתנה התמהיל של ערוצי
הקניה השונים, נתח השוק של הרשת עלול להישחק.

שווי הוגן למניה (בניכוי דיבידנד) 230 ₪

מחיר מניה בבורסה 194 ₪

UPSIDE 18%

מנועי צמיחה עיקריים

צמיחה והגדלת שטחי מסחר - כיום הרשת מונה 28
סניפים והיא צופה בשנתיים הקרובות לפתוח 10 סניפים
נוספים (לרבות 5 סניפים שרכשה מרשת יינות ביתן בספטמבר,
2020). הרחבת פעילות הרשת מסייעת לה בשיפור תנאי הסחר
והרווחיות.

זול סטוק - בפברואר 2021, הודיעה הרשת על הסכם
לרכישת השליטה ברשת זול סטוק. תחום זה עשוי לתרום
להתרחבות החברה והגדלת המכירות.

נזילות גבוהה וגישה למקורות מימון - מסייעים
לרשת ביישום אסטרטגיית ההתרחבות שלה.

נדל"ן בבעלות - פעילות הנדל"ן בעלת פוטנציאל של
פיתוח והשבחת נכסים שעשויים להניב רווחים עתידיים.



היקף מכירות 2020 (מיליוני ₪)
3,300 עליה של
כ - 11.3% ביחס ל-2019



שטחי מסחר (אלפי
מ"ר)
70
מספר סניפים
28



חוב נטו (מיליוני ₪)
-162



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
368



שווי נדל"ן (כולל
נדל"ן להשקעה)
כ-83 מיליון ₪

8.1%
רווח תפעולי
מסך המכירות

26.6%
רווח גולמי מסך
המכירות

8.4%
EBITDA מתוקנן
מסך מכירות 2020
(5.8% אשתקד)

4.1%
רווח נקי מסך
המכירות
58

תקציר מודל הערכת השווי

הנחות עיקריות:

- המספרים מנוטרלים IFRS 16
- עלייה בהכנסות בעקבות פתיחה של סניפים חדשים ופגיעה ברווחיות הרשת בשנים 2021 ו-2022 בשל ה"יציאה משגרת קורונה" והסרה הדרגתית של המגבלות.
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2%, בדומה לשיעור הצמיחה של האוכלוסייה.
- שווי הנדל"ן - נלקח השווי ההוגן של הנדל"ן בהתאם לדוחות הכספיים של 2020.

אלפי ₪	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	Terminal year
הכנסות	2,422,083	2,966,944	3,121,908	3,434,099	3,777,509	3,966,384	4,125,039	4,207,540
YoY	41.43%	22.50%	7.50%	10.00%	10.00%	5.00%	4.00%	2.00%
עלות ההכנסות	1,828,843	2,266,232	2,290,533	2,524,063	2,776,469	2,907,360	3,019,529	3,071,504
רווח גולמי	593,240	700,712	831,375	910,036	1,001,040	1,059,025	1,105,511	1,136,036
	24.49%	23.62%	26.63%	26.50%	26.50%	26.70%	26.80%	27.00%
הוצאות תפעוליות	467,848	575,609	620,540	703,990	774,389	817,075	845,633	862,546
רווח תפעולי	125,392	125,103	210,835	206,046	226,651	241,949	259,877	273,490
	5.18%	4.22%	6.75%	6.00%	6.00%	6.10%	6.30%	6.50%
נטרול הוצאות (הכנסות) אחרות	7,118	7,456						
רווח תפעולי בנטרול הוצאות / הכנסות אחרות	118,274	125,103	210,835	206,046	226,651	241,949	259,877	273,490
	4.88%	4.22%	6.75%	6.00%	6.00%	6.10%	6.30%	6.50%
נטרול הוצאות פחת והפחתות	41,865	47,941	52,081	58,380	64,218	63,462	61,876	54,698
Adjusted EBITDA	160,139	173,044	262,916	264,426	290,868	305,412	321,753	328,188
	6.61%	5.83%	8.42%	7.70%	7.70%	7.70%	7.80%	7.80%
מיסים תפעוליים	27,203	28,774	48,492	47,391	52,130	55,648	59,772	62,903
ניכוי השקעה ברכוש קבוע CAPEX	-76,248	-114,196	-117,211	-128,779	-132,213	-126,924	-111,376	-58,906
ניכוי השקעה בהון החוזר תפעולי	51,872	-8,010	52,352					
Free Cash Flow	108,560	22,064	149,565	88,256	106,526	122,839	150,605	206,380
	-3.15%	-3.85%	-3.75%					
EV Calculation	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	Terminal year	
Period to discount			0.50	1.50	2.50	3.50		
Discount factor			0.96	0.88	0.82	0.75		
FCF to discount			88,256	106,526	122,839	150,605		
Terminal Value						3,175,075		
FCF as of Valuation Date				84,729	94,256	100,176	2,499,634	
EV								2,778,794
Equity Valuation								
שיעור היזון								8.50%
שווי פעילות (EV)								2,778,794
חוב נטו								162,428
שווי נדל"ן להשקעה								82,827
דיבידנד								-62,000
רכישת זול סטוק								-45,000
Equity Value								2,917,049
הון רשום למסחר (בדילול מלא)								12,691
שווי הוגן למניה								230
מחיר מניה בשוק (מתוקן דיבידנד)								194
שווי שוק								2,462,020
UPSIDE								18%

Terminal Year-ב % הצמיחה						שיעור ה-WACC
1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%		
179	188	199	211	225	9.50%	
190	201	213	227	244	9.00%	
203	215	230	246	266	8.50%	
218	232	249	269	293	8.00%	
235	252	272	296	325	7.50%	
235	252	272	296	325	7.50%	

אתגרים

שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לממוצע הענפי –
שיעורי הרווחיות עלולים להישחק ככל שהרשת תתרחב.

אונליין – כיום לרשת אין מערך אונליין והיא הצהירה שהיא
פועלת להקמת מערך מסוג זה, מהלך שכרוך בהשקעות לא
מבוטלות. כמן כן, קיים סיכון כי בתרחיש בו שיעור האונליין
יגדל, נתח השוק של הרשת עלול להשחק.

שווי הוגן למניה ₪ 14.3

מחיר מניה בבורסה ₪ 13.65

UPSIDE 4.7%

מנועי צמיחה עיקריים

הרחבת הפעילות – כך למשל הודיעה הרשת בתחילת
מרץ 2021 על אפשרות לרכישה של 10 סניפים מרשת יינות
ביתן.

נזילות גבוהה וגישה למקורות מימון – מסייעים
לרשת ביישום אסטרטגיית ההתרחבות שלה.

ממוקדת בסגמנט שכונתי – סגמנט בו רמת התחרות
נמוכה יותר ביחס לדיסקאונט ושיעורי רווחיות גבוהים יותר



היקף מכירות 2020 (מיליוני ₪)
1,610 עליה של כ- 38%
ביחס ל-2019



שטחי מסחר (אלפי
מ"ר)
35.6
מספר סניפים
41



חוב נטו (מיליוני ₪)
-101



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
233

10.4%
רווח תפעולי
מסך המכירות

11.1% EBITDA
מתוקנן מסך
מכירות 2020
(8.33% אשתקד)

35.2%
רווח גולמי מסך
המכירות

7.2%
רווח נקי מסך
המכירות

תקציר מודל הערכת השווי

הנחות עיקריות:

- המספרים מנוטרלים IFRS 16
- ללא רכישת 10 סניפים מיינות ביתן (הודעה על כוונת רכישה ממרץ, 2021)
- ללא צמיחה בהכנסות ופגיעה ברווחיות הרשת בשנת 2021 ו-2022 בשל ה"יציאה משגרת קורונה" והסרה הדרגתית של המגבלות.
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2%, בדומה לשיעור הצמיחה של האוכלוסייה.

אלפי ₪	2018A	2019A	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	Terminal year
הכנסות	1,019,394	1,163,615	1,610,167	1,610,167	1,666,523	1,758,182	1,810,927	1,847,146
YoY	17.25%	14.15%	38.38%	0.00%	3.50%	5.50%	3.00%	2.00%
עלות ההכנסות	682,387	773,699	1,043,308	1,046,609	1,083,240	1,139,302	1,173,481	1,196,950
רווח גולמי	337,007	389,916	566,859	563,558	583,283	618,880	637,446	650,195
	33.06%	33.51%	35.20%	35.00%	35.00%	35.20%	35.20%	35.20%
הוצאות תפעוליות	265,310	302,072	408,241	408,982	423,297	444,820	456,354	461,786
רווח תפעולי	71,697	87,844	158,618	154,576	159,986	174,060	181,093	188,409
	7.03%	7.55%	9.85%	9.60%	9.60%	9.90%	10.00%	10.20%
נטרול הוצאות (הכנסות) אחרות	-108	119	0					
רווח תפעולי בנטרול הוצאות / הכנסות אחרות	71,805	87,963	158,618	154,576	159,986	174,060	181,093	188,409
	7.04%	7.56%	9.85%	9.60%	9.60%	9.90%	10.00%	10.20%
נטרול הוצאות פחת והפחתות	12,013	8,933	20,487	20,127	20,832	21,098	19,920	18,471
Adjusted EBITDA	83,818	96,896	179,105	174,703	180,818	195,158	201,013	206,880
	8.22%	8.33%	11.12%	10.85%	10.85%	11.10%	11.10%	11.20%
מיסים תפעוליים	16,515	20,231	41,194	35,552	36,797	40,034	41,651	43,334
ניכוי השקעה ברכוש קבוע CAPEX	-8,259	-16,333	-13,679	-26,568	-23,665	-24,615	-22,999	-19,395
ניכוי השקעה בהון החוזר תפעולי	10,615	28,895	23,101					
Free Cash Flow	69,659	89,227	147,333	112,583	120,356	130,510	136,363	144,151

EV Calculation	2018A	2019A	2021F	2022F	2023F	2024F	Terminal year
Period to discount			0.50	1.50	2.50	3.50	
Discount factor			0.96	0.88	0.82	0.75	
FCF to discount			112,583	120,356	130,510	136,363	
Terminal Value			108,083	106,494	106,431	2,217,711	
FCF as of Valuation Date			108,083	106,494	106,431	1,769,359	
EV			2,090,367				

Equity Valuation	Equity Value
שיעור היוון	8.5%
שווי פעילות (EV)	2,090,367
חוב נטו (כולל חכירות מימוניות)	100,848
הוצאות בנין רכישת סניפים מיינות ביתן	0
דיבידנד	0
2,191,215	
הון רשום למסחר (בדילול מלא)	153,360
שווי הון למניה	14.3
מחיר מניה בשוק (מתוקן דיבידנד)	13.65
שווי שוק	2,093,360
UPSIDE	4.7%

Terminal Year-ב % הצמיחה						שיעור ה-WACC
1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%		
11.3	11.9	12.5	13.2	14.0	9.50%	
12.0	12.6	13.3	14.1	15.1	9.00%	
12.7	13.5	14.3	15.3	16.4	8.50%	
13.6	14.4	15.4	16.6	17.9	8.00%	
14.6	15.6	16.7	18.1	19.8	7.50%	

אתגרים

תלות באיש מפתח – אייל רביד מנכ"ל החברה ובעל השליטה.

רמת מלאי גבוהה ביחס למתחרותיה – מצד אחד רמת מלאי גבוהה עשויה להצביע על חוסר יעילות, אך מנגד הגידול ברמות המלאי של הרשת במהלך השנים נראה סביר ואף נמוך ביחס לשיעורי צמיחת המכירות.

שווי הוגן למניה 85 ₪

מחיר מניה בבורסה 76.39 ₪

UPSIDE 12%

מנועי צמיחה עיקריים

הרחבת הפעילות – בתחילת חודש מרץ, 2021 הודיעה הרשת על כוונתה לרכוש 6 סניפים של רשת יינות ביתן. זאת לאחר רכישה של 2 סניפים בתחילת 2020 ורכישה של 5 סניפים נוספים בסוף 2019. בנוסף לכך, ממשיכה הרשת במגמה של פתיחת סניפים חדשים. הרחבת פעילות הרשת מסייעת לה בשיפור תנאי הסחר והרווחיות.

נזילות גבוהה וגישה למקורות מימון – מסייעים לרשת ביישום אסטרטגיית ההתרחבות שלה.



היקף מכירות 2020 (מיליוני ₪)
2,377 עליה של
כ - 36% ביחס ל-2019



שטחי מסחר (אלפי מ"ר)
כ-66
מספר סניפים
59



חוב נטו (מיליוני ₪)
16.4



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
כ-230



נתח אונליין מסך מכירות
4.5%

4.34%
רווח תפעולי
מסך המכירות

25.4%
רווח גולמי מסך
המכירות

5.85% EBITDA
מתוקנן מסך
מכירות 2020
(4.36% אשתקד)

2.44%
רווח נקי מסך
המכירות

תקציר מודל הערכת השווי

הנחות עיקריות:

- המספרים מנוטרלים IFRS 16
- ללא רכישת 6 סניפים מיינות ביתן (הודעה ממרץ, 2021)
- ללא צמיחה בהכנסות ופגיעה ברווחיות הרשת בשנת 2021 בשל ה"יציאה משגרת קורונה" והסרה הדרגתית של המגבלות.
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2%, בדומה לשיעור הצמיחה של האוכלוסייה.

אלפי ₪	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	Terminal year
הכנסות	1,667,761	1,747,294	2,377,228	2,377,228	2,436,659	2,534,125	2,597,478	2,649,428
YoY	4.21%	4.77%	36.05%	0.00%	2.50%	4.00%	2.50%	2.00%
עלות ההכנסות	1,252,929	1,308,107	1,773,307	1,773,412	1,817,747	1,887,923	1,932,524	1,971,174
רווח גולמי	414,832	439,187	603,921	603,816	618,911	646,202	664,954	678,254
	24.87%	25.14%	25.40%	25.40%	25.40%	25.50%	25.60%	25.60%
הוצאות תפעוליות	366,387	394,018	512,550	518,236	531,192	547,371	555,860	564,328
רווח תפעולי	48,445	45,169	91,371	85,580	87,720	98,831	109,094	113,925
	2.90%	2.59%	3.84%	3.60%	3.60%	3.90%	4.20%	4.30%
נטרול הוצאות (הכנסות) אחרות	780	29	-1,592	85,580	87,720	98,831	109,094	113,925
רווח תפעולי בנטרול הוצאות / הכנסות אחרות	47,665	45,140	92,963	85,580	87,720	98,831	109,094	113,925
	2.86%	2.58%	3.91%	3.60%	3.60%	3.90%	4.20%	4.30%
נטרול הוצאות פחת והפחתות	24,612	31,068	47,581	45,167	46,297	45,614	44,157	42,391
Adjusted EBITDA	73,057	76,237	138,952	130,748	134,016	144,445	153,251	156,316
	4.38%	4.36%	5.85%	5.50%	5.50%	5.70%	5.90%	5.90%
מיסים תפעוליים	11,142	10,389	21,015	19,683	20,176	22,731	25,092	26,203
ניכוי השקעה ברכוש קבוע CAPEX והון חוזר	-26,178	-26,510	-38,407	-42,790	-45,078	-43,334	-45,975	-43,716
ניכוי השקעה בהון החוזר תפעולי	-32,076	-7,471	10,311	68,274	68,763	78,380	82,184	86,398
Free Cash Flow	3,661	31,867	89,841	68,274	68,763	78,380	82,184	86,398
EV Calculation	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	Terminal year	
Period to discount			0.50	1.50	2.50	3.50		
Discount factor			0.96	0.88	0.82	0.75		
FCF to discount			68,274	68,763	78,380	82,184		
Terminal Value						1,329,198		
FCF as of Valuation Date						1,060,817		
EV								1,251,124
Equity Valuation								
שיעור היוון								8.5%
שווי פעילות (EV)								1,251,124
חוב נטו								-16,385
דיבידנד								
רכישת סניפים חדשים								
Equity Value								1,234,739
הון רשום למסחר (בדילול מלא)								14,479
מחיר יעד למניה								85
מחיר מניה בשוק (מתוקנן דיבידנד)								76
שווי שוק								1,106,070
UPSIDE								12%

Terminal Year - % הצמיחה ב-					
1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	
67	70	74	78	83	9.50%
71	75	79	84	90	9.00%
75	80	85	91	99	8.50%
81	86	92	100	108	8.00%
87	93	101	110	121	7.50%



היקף מכירות 2020 (מיליוני ₪)
1,579 עליה של
כ - 14.8% ביחס
2019-7



שטחי מסחר (אלפי
מ"ר)
49
מספר סניפים
42



חוב נטו (מיליוני ₪)
6.5



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
197-כ



נתח אונליין מסך מכירות
כ-8%

6.6%
רווח תפעולי
מסך המכירות

32.6%
רווח גולמי מסך
המכירות

7.8% EBITDA
מתוקנן מסך
מכירות 2020
(5% אשתקד)

3.9%
רווח נקי מסך
המכירות

מנועי צמיחה עיקריים

בידול ניכר מול הרשתות האחרות - בין היתר בשל
היותה רשת לא כשרה הפתוחה בשבתות וחגים, מייצרת יתרון
מול המתחרים עבור אוכלוסיות מסוימות.

שינוי מיצוב תמחירי - מהלך של הורדת מחירים שהחלה
הרשת בשנת 2020, עשוי להמשיך ולהגדיל את המכירות
ולשפר את הרווחיות של הרשת.

**פעילות הייצור, הייבוא והסיטונאות בעלת
פוטנציאל צמיחה גבוה**, בין היתר בשל מהלכי הייעול
ושינוי התפיסה העסקית של ישראל.

אתגרים

רשת פרימיום בעלת מחירים גבוהים ביחס
למתחרים - יכול לפגוע בהיקף המכירות והרווחיות
בתקופות מיתון.

שווי הוגן למניה (מתוקנן דיבידנד) 8.8 ₪

מחיר מניה בבורסה 8.25 ₪

UPSIDE 6%

תקציר מודל הערכת השווי

הנחות עיקריות:

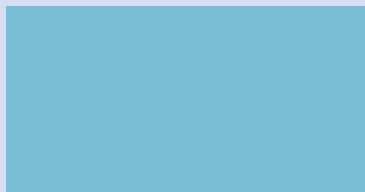
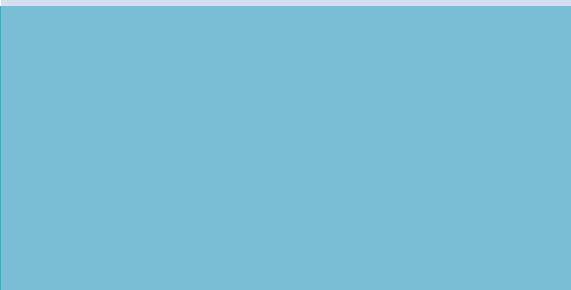
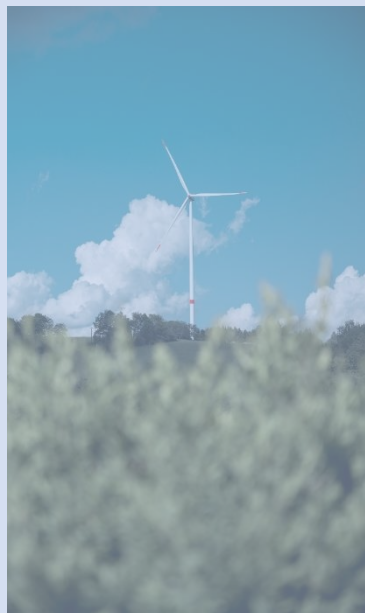
- המספרים מנוטרלים IFRS 16
- ללא צמיחה בהכנסות ופגיעה ברווחיות הרשת בשנת 2021
- בשל ה"יציאה משגרת קורונה" והסרה הדרגתית של המגבלות.
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2%, בדומה לשיעור הצמיחה של האוכלוסייה.

אלפי ש"ח	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	Terminal year
הכנסות	1,395,683	1,375,347	1,579,147	1,395,683	1,423,597	1,459,187	1,488,370	1,518,138
YoY	-2.38%	-1.46%	14.82%	0.00%	2.00%	2.50%	2.00%	2.00%
עלות ההכנסות	961,777	943,796	1,064,042	940,690	958,081	977,655	989,766	1,010,321
רווח גולמי	433,906	431,551	515,105	454,993	465,516	481,532	498,604	507,817
	31.09%	31.38%	32.62%	32.60%	32.70%	33.00%	33.50%	33.45%
הוצאות תפעוליות (ללא הכנסות/הוצא	417,597	398,551	432,310	385,209	392,913	404,195	416,744	424,319
רווח תפעולי	16,309	33,000	82,795	69,784.15	72,603.43	77,336.89	81,860.37	83,497.57
	1.17%	2.40%	5.24%	5.0%	5.1%	5.3%	5.5%	5.5%
נטרול הוצאות פחת והפחתות	42,201	35,744	40,882	36,288	37,014	36,480	33,488	30,363
Adjusted EBITDA	58,510	68,744	123,677	106,072	109,617	113,817	115,349	113,860
	4.19%	5.00%	7.83%	7.60%	7.70%	7.80%	7.75%	7.50%
מיסים תפעוליים	3,751	7,590	19,043	16,050.35	16,698.79	17,787.48	18,827.88	19,204.44
ניכוי השקעה ברכוש קבוע CAPEX	(34,935)	(33,358)	(38,055)	(33,496)	(34,166)	(32,102)	(31,256)	(31,122)
ניכוי השקעה בהון החוזר תפעולי	21,205	(10,313)	83,960	(1,396)	(5,694)	(4,378)	(2,977)	(31,122)
Free Cash Flow	41,029	17,483	150,539.15	55,129.48	53,057.45	59,549.40	62,288.30	63,534.06

EV Calculation	2018A	2019A	2020H1	2020F	2021F	2022F	2023F	Terminal year
Period to discount				0.50	1.50	2.50	3.50	
Discount factor				0.96	0.88	0.82	0.75	
FCF to discount				55,129	53,057	59,549	62,288	
Terminal Value							977,447	
FCF as of Valuation Date				52,926	46,946	48,563	781,482	
EV								929,917

Equity Valuation	שיעור הייון
שווי פעילות (EV)	8.5%
חוב נטו כולל דיבידנד	929,917
	-13,897
Equity Value	916,020
הון רשום למסחר	104,267
מחיר יעד למניה	8.8
מחיר מניה בשוק	8.25
שווי שוק	860,415
UPSIDE	6%

שעור הצמיחה של ההכנסות ב-Terminal Year						שעור ה-WACC
1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%		
6.9	7.2	7.6	8.1	8.6	9.50%	
7.3	7.7	8.2	8.7	9.3	9.00%	
7.8	8.2	8.8	9.4	10.1	8.50%	
8.3	8.9	9.5	10.3	11.2	8.00%	
9.0	9.6	10.4	11.3	12.4	7.50%	



תעשייה ואחרות | 05

שנת 2020 - בקצרה

תקבולי חשמל 2020 (חלק החברה, במיליוני ש"ח) 263



רווח גולמי מפרויקטים (חלק החברה מיליוני ש"ח) 218

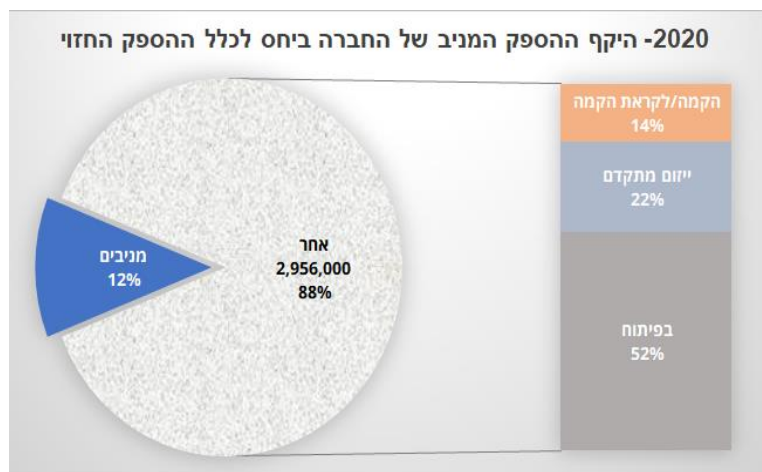


FFO פרויקטים (כולל מימון אג"ח, חלק החברה) 181 מיליון ש"ח

אמצעים נזילים, ברוטו 1,069 מיליון ש"ח



הון עצמי מאוחד כ-1.6 מיליארד ש"ח



התפתחויות עיקריות בתקופה האחרונה

ישראל

- ❑ תחילת הקמה של הפרויקטים הזוכים בהליכים 3 ו-4 ובהספק כולל של כ-139MW.
- ❑ זכייה בהליך התחרותי השני להקמת מערכות פוטו וולטאיות בשילוב אגירה בהספק של 180-200MW.
- ❑ אישור פרויקט ג'וליס בהספק של 90MW כפרויקט תשתית לאומית.
- ❑ התקדמות בפרויקט הרוח אר"ן לקראת קבלת התר בנייה וקבלת אישור תעריפי.

ארה"ב

- ❑ חיבור צבר פרויקטים ראשון בוירג'יניה בהספק של 82MW, תחילת הקמה של 140MW נוספים וייזום פרויקטים בהיקף של 345MW.
- ❑ פיתוח אינטנסיבי של צבר הפרויקטים בייזום ובניית מערך שיתופי פעולה עם שחקנים מובילים בשוק.

פולין

- ❑ תחילת הקמה של שני פרויקטים נוספים בהספק כולל של כ-126MW וזכייה במכרז להקמה של כ-56MW נוספים.
- ❑ פעילות להגדלת צבר פרויקטים בייזום.

פרוט שווי פרויקטים

סה"כ בארץ ובחול		
הספק הייצור הממוצע ע"י החברה	3,358	MW
שווי הפרויקטים (חלק החברה)	8,065	שווי במ' ש

*כולל פרויקטים בשלבי פיתוח כמפורט בגוף המסמך

שלב הפרויקט	הפרויקט	הספק מותקן (KW)	שיעור היוון שנתי	שיעור ההחזקה האפקטיבי	מקדם התקדמות/הסתברות	שווי אחזקות (NPV, חלק החברה)
פועלים ומניבים	נאות חובב	37,500	6.00%	100%	100%	229
	מערכות הליך תחרותי ראשון	90,000		97%	100%	182
	מערכות בינוניות וקטנות	11,600		64%	100%	50
	מערכות הליך שני	62,000		91%	100%	152
בשלבי הקמה/לקראת הקמה	מערכות הליך שלישי	100,000	6.00%	91%	95%	182
	מערכות הליך תחרותי רביעי	39,000		91%	95%	62
	מתח עליון - הליך 1	90,000		91%	90%	165
	הליך תחרותי שני - מתח עליון + אר"ן	190,000		100%	90%	276
בייזום מתקדם	סולארי- פיתוח	110,000	7.00%	100%	90%	733
	רוח- פיתוח	500,000	6.00%	100%	70%	543
	רוח- פיתוח	110,000	7.00%	100%	70%	517
	ישראל - סה"כ	1,340,100				3,088

שלב הפרויקט	הפרויקט	הספק מותקן (KW)	שיעור היוון שנתי	שיעור ההחזקה האפקטיבי	מקדם התקדמות/הסתברות	שווי אחזקות (NPV, חלק החברה)
פועלים ומניבים	פולין - Ilawa	13,200	7.00%	100%	100%	129
	פולין - Banie	106,000	7.00%	100%	100%	1,049
	וירג'יניה 1- ארה"ב	82,000	6.00%	100%	100%	232
בשלבי הקמה/ לקראת הקמה	וירג'יניה 2- ארה"ב	140,000	6.00%	100%	95%	307
	שלב 3 - Banie	82,000	7.00%	100%	95%	166
	Sepopol	44,000	7.00%	100%	95%	160
	שלב 4 - Banie	56,000	7.00%	68%	95%	148
בייזום מתקדם	וירג'יניה 3- ארה"ב	235,000	6.00%	100%	90%	360
	וירג'יניה 4- ארה"ב	110,000	6.00%	100%	90%	181
	ארה"ב - פיתוח	1,000,000	6.00%	100%	70%	1,502
	פולין - פיתוח	150,000	7.00%	100%	70%	743
חול"ל - סה"כ		2,018,200				4,977

ריכוז תוצאות מרכיבי הערכת השווי - NAV

שווי הוגן למניה (מתוקן דיבידנד) ₪ 16.5
מחיר מניה בבורסה 13.14 ₪
25% UPSIDE

NAV	
8,065,217,915	שווי פעילות בחברות מוחזקות (ללא דמי ניהול)
8,065,217,915	שווי פרויקטים מוחזקים נקי
961,000,000	מזומן וש"ע מזומן
-19,320,175	חלוקת דיבידנד
941,679,825	מזומן, ש"ע מזומן ונכסים פיננסיים
9,006,897,740	סה"כ נכסים בשווי הוגן
874,847,000	אג"חים והתחייבויות (כולל אגרות חוב להמרה)
874,847,000	סה"כ אג"חים והלוואות
125,000,000	הוצאות הנהלה וכלליות (מכפיל 5)
999,847,000	סה"כ התחייבויות בשווי הוגן
8,007,050,740	שווי חברה הוגן
8,007,050,740	שווי חברה
8,007,050,740	שווי חברה בדילול מלא
486,643,839	מספר מניות
16.5	מחיר יעד בדילול מלא
6,394,930,000	שווי שוק בניכוי דיבידנד
13.14	מחיר בשוק
25.2%	upside

מגמות עיקריות בתקופה הקורונה - מגזרי הפעילות

פעילות הדלקים וחנויות הנוחות

- ❑ עם פרוץ משבר הקורונה (החל ממרץ 2020) והחלת המגבלות על המשק, חל קיטון מהותי במכירות הדלקים (11%), לעומת התקופה המקבילה אשתקד.
- ❑ בד בבד עם הקיטון במכירות, נקטה החברה בצעדי התייעלות אשר צמצמו את ההוצאות בהתאם לקיטון בהיקף המכירות.
- ❑ בנוסף, שמרה החברה על היקף גבוה של מלאי דלקים. היקף זה, סייע לחברה בצמצום מהותי של ההפסדים שנגרמו עם פרוץ המגיפה.
- ❑ הסבת חנויות אלונות לפורמט "מיני סופר" וצמיחה משמעותית בפורמט זה קיזזה את הירידה במכירות הדלקים והמכירות בחנויות הנוחות.
- ❑ עם הסרת הסגרים, החל מפברואר 2021, חלה התאוששות מהירה במכירות הדלקים וחנויות הנוחות.

חנויות עצמאיות

- ❑ גידול ניכר במכירות של החנויות העצמאיות וזינוק במכירות ה-E-Commerce על אף הירידה בתיירות.
- ❑ החברה הצהירה על כוונתה להרחיב את סניפי רשת AM:PM גם מחוץ לגוש דן.

שיווק ישיר

- ❑ צמיחה ברווחיות הגפ"מ הביתי לצד ירידה ברווחיות הגפ"מ לתעשייה ומסחר
- ❑ קיטון במכירות הדס"ל בעקבות ירידה בהיקף הטיסות

נדל"ן

- ❑ שווי הנדל"ן נכון ל-31.12.2020 עומד על כ-800 מיליון ש"ח (חלק החברה).
- ❑ החלת המגבלות על המשק הובילו למתן הקלות לשוכרים (באופן פרטני ובהיקפים לא מהותיים).
- ❑ חזרה להנבה מלאה של נכסי החברה החל מחודש מרץ, 2021. (תפוסה של 100% בנכסים העיקריים).
- ❑ המשך הקמה של פרויקט אלוני ים בהרצליה פיתוח ואלוני כפר סבא.
- ❑ בחינת האפשרות להעברת הנדל"ן העיקרי של החברה (ללא מתחמי התדלוק) בתמורה להקצאת מניות ברבוע כחול נדל"ן.

חשמל

- ❑ פעילות תחנת הכוח לא הושפעה ממגיפת הקורונה.
- ❑ זמינות התחנה בשנת 2020 עמדה על 98%.

שנת 2020 - בקצרה

חוב נטו (מיליוני ש"ח)
714



היקף מכירות נטו

כ-3.1 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ-4.1 מיליארד ש"ח ב-2019



רווח גולמי הסתכם בכ-900 מיליון ש"ח, לעומת 916 מיליון ש"ח ב-2019

הרווח מפעולות הסתכם לסך של כ-184 מיליון ש"ח לעומת רווח של כ-258 מיליון ש"ח ב-2019.



הרווח הנקי הסתכם בכ-65 מיליון ש"ח לעומת 148 מיליון ש"ח ב-2019

ריכוז תוצאות מרכיבי הערכת השווי - NAV

שווי הוגן למניה (מתוקן דיבידנד) 104 ₪

מחיר מניה בבורסה 80.94 ₪

UPSIDE כ- 29%

הנחות עיקריות:

- המספרים מנוטרלים IFRS 16
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 1.5%
- שיעור WACC 10%

אלפי ₪	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	שנה מייצגת
מתחמי התדלוק והמסחר								
מכירות	2,372,706.0	2,693,044.0	2,590,000.0	1,844,077.0	1,936,280.9	1,994,369.3	2,034,256.7	2,064,770.5
yoy	13.5%	3.8%	28.8%	3.8%	5.0%	3.0%	2.0%	1.5%
רווח תפעולי	98,022.0	99,234.0	93,893.0	75,244.5	71,387.5	78,752.2	85,342.9	93,738.5
רווח תפעולי (בנכסי עין שחר ועמלות כרטיסי אשראי) % מהמכירות	4.13%	3.68%	4.08%	4.08%	3.69%	3.95%	4.20%	4.54%
פחת והפחתות	78,897.0	79,524.0	77,407.0	73,815.0	75,515.0	73,791.7	71,199.0	66,072.7
שער פחת	3.33%	2.95%	2.99%	4.00%	3.90%	3.70%	3.50%	3.20%
EBITDA	176,919.0	178,758.0	171,300.0	149,059.5	146,902.5	152,543.9	156,541.9	159,811.2
מהמכירות % EBITDA	7.46%	6.64%	6.61%	8.08%	7.59%	7.65%	7.70%	7.74%
פעילות השיווק הישיר והדס"ל								
מכירות	993,552.0	1,181,449.0	1,045,158.0	641,584.0	673,663.2	720,819.6	756,860.6	768,213.5
yoy	18.9%	18.0%	38.6%	5.0%	5.0%	7.0%	5.0%	1.5%
רווח תפעולי	26,246.0	30,545.0	32,077.0	24,721.0	23,578.2	26,670.3	29,517.6	33,033.2
רווח תפעולי % מהמכירות	2.64%	2.6%	3.1%	3.9%	3.5%	3.7%	3.9%	4.30%
פחת והפחתות	17,522.0	15,695.0	16,309.0	19,858.0	20,883.6	21,624.6	21,949.0	19,205.3
שער פחת	1.76%	1.33%	1.56%	3.10%	3.10%	3.00%	2.90%	2.50%
EBITDA	43,768.0	46,240.0	48,386.0	44,579.0	44,461.8	48,294.9	51,466.5	52,238.5
מהמכירות % EBITDA	4.41%	3.91%	4.63%	6.95%	6.60%	6.70%	6.80%	6.80%
חברות נוחות עצמאיות								
מכירות	534,034.0	576,348.0	626,021.0	682,185.0	682,185.0	716,294.3	741,364.5	730,620.1
yoy	7.9%	8.6%	9.0%	0.0%	0.0%	5.0%	3.5%	2.0%
רווח תפעולי	20,864.0	22,637.0	24,372.0	23,896.0	23,876.5	27,219.2	29,654.6	30,686.0
רווח תפעולי % מהמכירות	3.91%	3.93%	3.89%	3.50%	3.50%	3.80%	4.00%	4.20%
פחת והפחתות	13,290.0	13,673.0	15,370.0	16,718.0	16,713.5	16,474.8	16,310.0	15,343.0
שער פחת	2.49%	2.37%	2.46%	2.45%	2.45%	2.30%	2.20%	2.10%
EBITDA	34,154.0	36,310.0	39,742.0	40,614.0	40,590.0	43,693.9	45,964.6	46,029.1
מהמכירות % EBITDA	6.40%	6.30%	6.35%	5.95%	5.95%	6.10%	6.20%	6.30%
מאוחד								
מכירות	3,900,292.0	4,450,841.0	4,261,179.0	3,167,846.0	3,292,129.1	3,431,483.1	3,532,481.8	3,563,604.2
צמיחה	14.1%	4.3%	28.8%	3.9%	3.9%	4.2%	2.9%	3.9%
סך הרווח התפעולי של כלל המגזרים	145,132.0	152,416.0	150,342.0	123,861.5	118,842.2	132,641.8	144,515.1	157,457.8
% תפעולי	3.72%	3.42%	3.53%	3.91%	3.61%	3.87%	4.09%	4.42%
הוצאות כלליות משותפות שלא יוחסו בין מגזרים (נטו)	(38,112.0)	(27,899.0)	(17,336.0)	(35,267.0)	(35,000.0)	(35,000.0)	(35,000.0)	(35,000.0)
רווח מפעולות של המגזרים בני דיווח	107,020.0	124,517.0	133,006.0	88,594.5	83,842.2	97,641.8	109,515.1	122,457.8
פחת והפחתות	109,709.0	108,892.0	109,086.0	110,391.0	113,112.0	111,891.0	109,458.0	100,621.0
Adjusted EBITDA	216,729.0	233,409.0	242,092.0	198,986.0	196,954.0	209,533.0	218,973.0	223,079.0
%	5.6%	5.2%	5.7%	6.3%	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%
נס	(25,684.8)	(28,638.9)	(30,591.4)	(20,376.7)	(19,283.7)	(22,457.6)	(25,188.5)	(28,165.3)
NOPLAT	81,335.2	95,878.1	102,414.6	68,217.8	64,558.5	75,184.2	84,326.6	94,292.5
החזרת הוצאות פחת והפחתות	109,709.0	108,892.0	109,086.0	110,391.0	113,112.0	111,891.0	109,458.0	100,621.0
ניכוי השקעה ברכוש קבוע CAPEX (בנטרול ההשקעה בתחנת הכוח)	(103,012.0)	(110,497.0)	(120,579.0)	(95,933.0)	(121,460.6)	(117,157.4)	(114,727.4)	(105,621.0)
הון חוזר	68,324.0	(36,319.0)	44,030.0	(17,428.0)	(57,404.0)	(57,404.0)	(57,404.0)	(57,404.0)
FCF	156,356.2	57,954.1	134,951.6	65,247.8	56,209.9	69,917.8	79,057.2	89,292.5
תקופה לדיון					0.500	1.500	2.500	
תזרים מהוון ליום הערכת השווי					53,594.0	60,603.6	62,295.9	827,778.6
ערך טרמינלי								
שווי פעילות				1,004,272.2				
חוב פיננסי נטו				(714,005.0)				
דיבידנד לשלם				(50,000.0)				
שווי נד"ל בהקמה				562,000.0				
נכסי נד"ל מניב				231,000.0				
מיסים נדחים				(57,404.0)				
שווי תחנת כוח קריית נת				666,500.0				
שווי החזקה במניות אלון חיפשי נזי סביב ובדור חיפשי נזי שותפות מוגבלת				9,585.0				
שווי הון עצמי				1,651,948.2				
הון רשום לחסחר				15,826,668				
שווי הוגן למניה (₪)				104				
מחיר מניה בשוק				81				
UPSIDE				29%				

שנת 2020 - בקצרה

מגמות עיקריות בתקופה הקורונה



הולכת זורמים וסניטציה - מנדלסון תשתיות

❑ צמיחה בשיעור של 4% בהכנסות החברת מנדלסון ביחס ל-2019. הסיבות העיקריות לכך הן צמיחה דו ספרתית בפעילות התעשייה ומיזוג אויר, זכייה במספר פרויקטים וצמיחה בהכנסות של פעילות הבניה והאינסטלציה, בקיזוז חלקי עם הירידה בהכנסות פעילות התשתיות.

❑ שיעור הרווח הגולמי של חברת מנדלסון בשנת 2020 עלה לכ-25.6%, בהשוואה לכ-23.9% בשנת 2019.

שירותים לתעשייה - קבוצת כימוביל

❑ ירידה בהכנסות החברה בשנת 2020 בעקבות קיטון בהיקפי הפעילות - הכנסות כימוביל הסתכמו בכ- 469 מיליון ש, בהשוואה לכ-475 מיליון ש ב-2019.

❑ שיעור הרווח הגולמי של חברת כימוביל בשנת 2020 עלה לכ-21.5%, בהשוואה לכ-17.9% בשנת 2019.

שירותים לוגיסטיים - אוברסיז

❑ ההכנסות חברת אוברסיז הסתכמו בכ-317 מיליון ש בהשוואה לכ-321 מיליון ש ב-2019. הקיטון בהכנסות מגזר המכולות המלאות, בקיזוז של הצמיחה בהכנסות מגזר השירותים הלוגיסטיים שהושפע לחיוב מהגידול בהיקפי הפעילות בגאנה ומהשיפור בתפוסת מחסני החברה.

❑ שיעור הרווח הגולמי בשנת 2020 עלה לכ-23.2% בהשוואה לכ-20.5% בשנת 2019.

❑ **מיזוג משולש הופכי** - בסוף נובמבר, 2020 קיבלה החברה מאמיליה פיתוח הצעה לניהול מו"מ לפיה אמיליה פיתוח תרכוש את כל מניות חברת אוברסיז המוחזקות ע"י הציבור כנגד הקצאת מניות באמיליה פיתוח.

אמיליה קוסמטיקס

❑ ההכנסות בשנת 2020 הסתכמו בכ-215 מיליון ש, בהשוואה ל-204 מיליון ש בשנת 2019 (צמיחה בשיעור של כ-5%). הצמיחה בהכנסות נבעה בעיקרה מהתקשרות עם תאגיד בינלאומי להספקת מוצרי חיסוי והגנה בארה"ב במהלך הרבעון השלישי של 2020.

❑ שיעור הרווח הגולמי עלה בחדות לכ-14.3% בהשוואה ל-9.8% בשנת 2019.

בשורה התחתונה הקבוצה הציגה עלייה ברווחיות הכוללת שהושפעה בעיקר משיפור המרווח הגולמי, בכל תחומי הפעילות של הקבוצה, לרבות צעדי התייעלות שננקטו בחברות הקבוצה אשר הביאו לצמצום ההוצאות התפעוליות ומהקלות המדינה בתקופת המשבר

נזילות נכון ל-31.12.2020

(נכסים שוטפים בניכוי התחייבויות שוטפות) בהיקף של כ-330 מיליון ש בהשוואה לכ-274 מיליון ש ב-2019



היקף הכנסות

כ-1.82 מיליארד ש, בהשוואה לכ-1.79 מיליארד ש ב-2019



רווח תפעולי הסתכם לסך של כ-

138 מיליון ש לעומת רווח של כ-69 מיליון ש ב-2019.

הרווח הנקי הסתכם בכ-79 מיליון ש

לעומת 8.6 מיליון ש ב-2019



ריכוז תוצאות מרכיבי הערכת השווי - NAV

במיליוני ₪	שווי כלכלי הערכת רוסטרין	מתודולוגית הערכת השווי
שווי החזקות		
כימוביל	645	מכפיל EV/EBITDA
אמיליה קוסמטיקס	44	מודל DCF
מנדלסון (50.01%)	201	מודל DCF
אוברסיו (42.96%)	134	מודל DCF
פלציב	38	מכפיל רווח נקי מייצג של החברה
קרן טנא	48	שווי הוגן נכון ל-31.12.2020
הלוואות נדל"ן	3	שווי הוגן נכון ל-31.12.2020
שווי נדל"ן עודף בכימוביל	49	בהתאם למודל הערכת שווי במסגרת מיוזג הפעילות לתוך
שווי נדל"ן עודף אמיליה קוסמטיקס	22	אמיליה הציבורית בשנת 2017
	1,425	שווי הוגן נכון ל-31.12.2020
סה"כ שווי החזקות		
נכסים שוטפים		
יתרות מזומן	6.7	
הלוואות לזמן קצר לחברות בקבוצה	40	
דיבידנדים שהוכרו (טרם חולקו) מחברות מנדלסון ואוברסיו	3	
	49	
סה"כ מזומנים ושווי נכסים		
התחייבויות		
אשראי מתאגידים בנקאיים ומחברה מוחזקת	-168	
דמי ניהול שנתיים בניכוי הכנסות מדמי ניהול (מכפיל 7)	-13	
מיסים נדחים	-3	
דיבידנד שחולק לאחר תאריך המאזן	-10	
	-195	
סה"כ התחייבויות		
שווי NAV	1,279	
פרמיה עבור חברת אחזקות ושעור החזקות ציבור נמוך	-30%	
שווי כלכלי	895	
הון רשום למסחר	28	
שווי NAV למניה	32	
שווי שוק	632	
מחיר מניה בבורסה	22.6	
שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר השוק	42%	

שווי הוגן למניה (מתוקנן דיבידנד) 32 ₪
מחיר מניה בבורסה 22.6 ₪
UPSIDE כ- 42%

התפתחויות עיקריות בשנה האחרונה

פרויקט שנדואה

□ במהלך שנת 2020 ועד לתום הרבעון הראשון של שנת 2021, המשיכו המפעילה והשותפים בעבודות פיתוח ותכנון הנדסי של הפרויקט: נחתם הסכם קידוחים עם Transocean, הוזמנו רכיבי Long Lead, בוצע מכרז לצנרת יצוא ואושרה תכנית פיתוח מפורטת (FDP) על ידי השותפים.

□ תהליך המימון הפרויקטלי הינו בשלב מתקדם ומובל על ידי בנק בינלאומי והשותפים צופים כי יושלם לקראת סוף הרבעון השני של שנת 2021.

□ החלטת השקעה ראשונה בפרויקט (FID) ותחילת פיתוח צפויה להתקבל בסוף הרבעון השני של שנת 2021. תחילת הפקה ברבעון הרביעי של 2024.

נכסים יבשתיים

□ בחודש מרץ, 2020 הושלמה העסקה לרכישת 50% מהזכויות ב-4 נכסי נפט יבשתיים מפיקים בטקסס.

□ במסגרת העסקה התחייבה השותפות לבצע 10 קידוחי פיתוח אופקיים בהיקף השקעה כולל של כ-30 מיליון דולר. בהתאם לכך, במהלך החציון השני של 2020 השותפות השלימה שניים מהקידוחים ובמהלך 2021 תבצע השותפות את 8 הקידוחים הנוספים.

אנרגיות מתחדשות

בפברואר, 2021 פרסמה השותפות דוח מידי בו דיווחה כי חברה פרטית בבעלותם התקשרה בהסכם עקרונות עם חברת אנלייט אנרגיה מתחדשת בע"מ. על פי הסכם העקרונות, הצדדים ישתפו פעולה באופן בלעדי לתקופה של שנתיים, לייזום, פיתוח, מימון, הקמה ותפעול של פרויקטי אנרגיית רוח בים בשוק הבינלאומי. יחס ההחזקות בפעילות המשותפת יעמוד על 60% אנלייט ו-40% השותפות [בכפוף לקבלת האישורים הרגולטוריים ושינוי תקנון השותפות].

שנת 2020 – פיננסים, בקצרה

- **EBITDA** בשנת 2020 13.8 מיליון \$, בהשוואה לכ-7 בשנת 2019.
- פרויקט בקסקין תרם ל-EBITDA במהלך 2020 כ-15.3 מיליון \$ (662,000 חביות, חלק השותפות)
- הנכסים היבשתיים תרמו ל-EBITDA במהלך 2020 כ-5.2 מיליון דולר (556,000 חביות, חלק השותפות)



- **יתרות הנזילות** של השותפות נכון ל-31.12.2020 מסתכמות לסך של כ-115 מיליון דולר.



- **במהלך חודש נובמבר 2020**, גייסה השותפות אגרות חוב בהיקף של כ-119 מיליון \$.

- **מנגד**, ביצעה השותפות פירעון מוקדם של מלוא יתרת אגרות החוב (סדרה א') בהיקף של כ-43 מיליון \$.



- **נוסף**, ביצעה נאוויטס בקסקין בע"מ (חברת אג"ח בבעלות מלאה של השותפות) פדיון מוקדם לאגרות החוב סדרה א' בהיקף של כ-44 מיליון \$.

- החוב נטו של השותפות לתאריך 31.12.2020 מסתכם בכ-67 מיליון \$.

- **השותפות ממשיכה** להתקשר בעסקאות גידור למחירי הנפט. אסטרטגיה אשר הוכיחה את עצמה במהלך שנת 2020



ריכוז תוצאות מרכיבי הערכת השווי - NAV



הערות	שעור החזקה בנכס \$ באלפי		תגליות
31.12.2020 דוח עתודות	160,781	7.50%	בקסקין צפון (NPV10) - הסתברות 90%
	-	7.50%	בקסקין דרום
31.12.2020 דוח עתודות	219,772	53.10%	שננדואה, כולל החלק הדרומי (NPV12.5) - פקטור התממשות 30%
31.12.2020 דוח עתודות	14,166	41.85%	וקטן צפון - פקטור התממשות 30%
31.12.2020 דוח עתודות	44,448	98.00%	שדה נציס (NPV10) - הסתברות 90%
31.12.2020 דוח עתודות	124,771	50.02%	נכסים יבשתיים בטקסס (NPV10) - הסתברות 90%
	563,939		סה"כ תגליות
31.12.2020 על בסיס עלות, באור 7 דוחות כספיים	1,274		סה"כ נכסי אקספלורציה
	565,213		סה"כ נכסים
31.12.2020 דו"חות	(67,083)		סה"כ חוב נטו
31.12.2020 דו"חות	(47,600)		הוצאות הנהלה וכלליות לפי מכפיל 7
	450,530		סך נכסים בניכוי חוב והוצאות הנהלה וכלליות (ב-\$)
	3.33		שער דולר/ שקל
	1,500,263		סך נכסים בניכוי חוב והוצאות הנהלה וכלליות (בש"ח)
	61,177,583		הון רשום למסחר (כולל מניות RSU)
	25		שווי NAV למניה
	16.10		שווי שוק מניה ליום 11.04.2021 (סוף יום)
	982,134		שווי שוק ליום 11.04.2021
	52%		שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק

שווי הוגן למניה (מתוקנן דיבידנד) 25 ₪
מחיר מניה בבורסה 16.1 ₪
UPSIDE כ- 52%

(*) הנחות מחירי הנפט תואמות לתחזיות NSAI
למרץ 2021 למעט השנה האחרונה בה הורדנו את
מחירי התחזית לכ-50 \$ לחבית נפט.

2025	2024	2023	2022	2021		
50	58.2	55.19	54.45	52.23	NSAI	WTI Oil (\$/B)
2.71	2.71	2.68	2.72	2.77	NSAI	HH Gas (\$/MCF)

שנת 2020 - בקצרה

חוב פיננסי נטו (ללא אשראי פרווייטלי בהיקף של כ-3.7 מיליארד ₪)



יתרות מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-2.4 מיליארד ₪ הון עצמי בהיקף של כ-3.3 מיליארד ₪ (נכסים רשומים בעלות היסטורית)



הכנסות לשנת 2020 בהיקף של כ-6.6 מיליארד ₪ ביחס להיקף של כ-6.5 מיליארד בשנת 2019



התפתחויות עיקריות בתקופה האחרונה

נדל"ן

- הפקדת תוכנית רמת אפעל; אישור תכנית תחנה מרכזית בת"א; אישור תכנית פרויקט פינוי בינוי בנווה שרת (כ-1,200 יח"ד); התקדמות תכנונית משמעותית בקרקעות עם זכויות לאלפי יח"ד
- איכוס פרויקט דירה להשכיר בשכונת ארנונה בירושלים (330 יח"ד) זוכה בפרוייקט דירה להשכיר- דרך השלום בהיקף של כ-200 יח"ד. זכייה זו מגדילה את פורטפוליו הדיור להשכרה ליותר מ-700 יח"ד
- לקראת השלמה של רכישת קרקעות במסגרת תוכנית מחיר למשתכן עם היקף כולל של כ-1,034 יח"ד (623 יח"ד ישווקו במחירי שוק)

אנרגיה

- סגירה פיננסית והתחלת הפעלה של תחנת הכוח רמת חובב שנרכשה מחח"י בהספק ייצור של 1,150MW (חלק החברה 50%)
- התחלת הפעלה של פרויקט "אגירה שאובה בגלבוע" בהספק כולל של כ-300MW (חלק החברה 25.5%).
- סגירה פיננסית ותחילת הקמה של תחנת הכוח אתגל במונעת בגז, בעלת הספק ייצור של 186MW
- רכישת 50% מפרוייקט PV בקליפורניה הנמצא בשלב ההפעלה בהיקף ייצור כולל של 108MW
- החברה נערכת לביצוע הנפקת IPO של חברת שיכון ובינוי אנרגיה בע"מ בבורסה בתל אביב על בסיס דוחותיה הכספיים ל-31.12.2020.

זכיינות

- פרויקט קריית המודיעין - זכייה במכרז PPP של משרד הביטחון בהיקף הקמה מוערך של כ-4.6 מיליארד ₪
- עליה לשליטה בקבוצת הפעלת הכבישים בחברת קנדה ניהול כבישים מהירים בע"מ ובחברת המפעיל של כביש 6 וכבישים נוספים
- פתיחה לתנועה של כביש האגרה בטקסס ומעבר לשלב ההפעלה עם זיכיון עד לשנת 2068. היקף הקמה של כ-1 מיליארד \$ (חלק החברה 21.6%)

קבלנות

- סולל בונה: עליה של כ-35% ברווח הגולמי מ-228 מש"ח בשנת 2019 ל-305 מש"ח בשנת 2020 ושל כ-40% ב-EBITDA לכ-270 מש"ח בשנת 2020 (לעומת כ-195 מש"ח בשנת 2019)
- צבר עבודות וזכויות בפרוייקטי ביצוע ברמת שיא בהיקף של כ-17 מיליארד ₪, כולל זכיה בפרוייקט קרית המודיעין

ריכוז תוצאות מרכיבי הערכת השווי - NAV



שיכון ובינוי	שווי כלכלי להערכת רוסאריו	מתודולוגיה
קבלנות תשתית ובניה בישראל (סולל בונה)	2,474	DCF
קבלנות תשתיות בניה בחו"ל - למעט ארה"ב (SBI)	1,606	DCF
קבלנות תשתיות בניה בארה"ב (SBA)	112	DCF
יזמות נדל"ן בישראל (שיכון ובינוי נדל"ן 86%)	4,183	NAV
יזמות נדל"ן באירופה, כולל מניב (SBE)	1,575	פרוייקטים בביצוע לפי יתרת עודפים. פרוייקטים בתיכנון וקרקעות לפי שווי בספרים היוון תזמ"ז עודף ביחס לכל פרוייקט לאחר חוב
אנרגיה	3,701	היוון תזמ"ז עודף ביחס לכל פרוייקט לאחר חוב
זכיינות	3,893	היוון תזמ"ז עודף לאחר חוב
סה"כ שווי השקעות	17,545	
חוב פיננסי נטו - מטה	3,762	החוב הפיננסי של המגזרים מגולם בשווי המכללי.
הפחתות בגין מיסים נדחים	53	התאמה לשווי כלכלי לפי הפחתה של 50% .
הפרשה לתביעות (אפריקה)	250	בהתאם למה שרשום בספרים. גובה הפיקדון לחילוט 250 מיליון ₪.
הוצאות הנה"כ (זכיינות+ אנרגיה), הפעלת מכפיל 7	-350	הערכנו כי הוצאות ההנהלה והכלליות של תחום האנרגיה והזכיינות עומדים על כ-50 מיליון ₪ בשנה עליהם הפעלנו מכפיל 7. עבור שאר תחומי הפעילות של החברה, לקחנו בחשבון הוצאות הנהלה ומכליות ברמת הפעילות. כמו כן, הוצאות המטה מקוזזות ע"י דמי הניהול שמקבלת חברת האם מחברות הבנות.
שווי NAV	13,130	
שווי NAV למניה	30.5	
שיעור פרמיה/דיסקאונט ביחס למחיר שוק	52%	
מחיר מניה - שוק	20.1	

שווי הוגן למניה 30.5 ₪
מחיר מניה בבורסה 20.1 ₪
UPSIDE כ- 52%

שווי הוגן למנייה 22.67 ₪
מחיר מניה בבורסה 15.52 ₪
46% UPSIDE

כ- 90% מהכנסות
הקבוצה מבוססות על
ריטיינרים / חוזים
מתגלגלים



מזומנים ושוי
מזומנים (מיליוני ₪)
47



היקף מכירות
2020 (מיליוני ₪)
75



רכישת 2 קומות
משרדים בעלות
כוללת של 34.2 מיליון
₪



חוב פיננסי (ללא
חכירה) 2020
(במיליוני ₪)
0.5



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
21



12% רווח נקי
מסך המכירות

25% רווח תפעולי
מסך המכירות

52% רווח גולמי
מסך המכירות

התפתחויות עיקריות בשנה האחרונה

- ❑ **רכישת 2 קומות משרדים** בבניין בבני ברק המצוי בהקמה בתמורה לסך של כ- 34.2 מיליון ₪
- ❑ **רכישת 70% מחברת פינבוט** המספקת שירותי הנהלת חשבונות דיגיטלית לבתי עסק
- ❑ **רכישת 40% מחברת עושים סדר** המספקת שירותי הנהלת חשבונות וחשבות שכר לחברות, עסקים ובעלי עסקים
- ❑ **רכישת 44% מחברת קרן מפרש** הפועלת בתחום מתן אשראי ופתרונות מימון לחברות ופרטיים (בכפוף לקבלת אישורי המפקח על נותני שירותים פיננסיים)
- ❑ **סגירת פעילותה של מכללת מגמות** ומכירת מלוא החזקות החברה בביזפורטל
- ❑ **קבלת אישור הפעלת שירותי קבלת דוח** ריכוז נתונים מבנק ישראל בחברת הבת קו מנחה דירוגי אשראי

מנועי צמיחה עיקריים

- ❑ **הרחבת סל המוצרים והשירותים הנלווים אותם מעניקה החברה** – על מנת להתמודד עם התחרות הגוברת בתחומי הפעילות של החברה, על כל מגזריה, קו מנחה רואה בהצעת ערך שלמה וכוללת ללקוחותיה את הכלי היעיל והאיכותי ביותר לשימור לקוחות ולצמיחה בנתח שוק
- ❑ **מגמת גידול במסחר בבורסה** – על אף תחרות חזקה בתחום פתרונות תוכנה לשוק ההון ובעקבות גידול משמעותי במסחר בבורסה בתל אביב, שירותי החברה בתחום זה עשויים לספק כח צמיחה קריטי לפעילות החברה
- ❑ **שימוש בטכנולוגיה מתקדמת וכלי דו, כבר לא רק לחברות הייטק** – אנו רואים בשנים האחרונות מגמה מובהקת של אימוץ טכנולוגיות, מערכות מחשוב וכלי דו מתקדמים על ידי חברות מכל התחומים, ותיקות וחדשות, גדולות וקטנות
- ❑ **רכישות וסינרגיה** – קו מנחה נוקטת באסטרטגיה של רכישת חברות בתחומים משלימים וסינרגטיים לפעילויות הקיימות בחברה. חברות בתחומי ה-SaaS, דירוג ומתן אשראי ומידע עסקי וממשלתי ישלימו את הצעת הערך של החברה ללקוחותיה ויהוו זרזי צמיחה לפעילותה של החברה בשנים הבאות

תקציר מודל הערכת השווי

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal year
הכנסות	85,565	79,261	75,243	76,900	79,004	81,260	83,819	86,566	88,262
yoy	6.7%	-7.4%	-5.1%	2.2%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	2.0%
עלות המכר	36,237	40,766	35,863	37,233	37,922	38,761	39,814	40,686	41,218
רווח גולמי	49,328	38,495	39,380	39,667	41,082	42,499	44,005	45,880	47,044
	57.6%	48.6%	52.3%	51.6%	52.0%	52.3%	52.5%	53.0%	53.3%
הוצאת תפעוליות	37,655	25,736	24,591	28,114	28,836	29,172	29,504	29,692	29,391
הוצאות (הכנסות) אחרות	-591	26	-4,461						
רווח תפעולי	12,264	12,733	19,250	11,554	12,246	13,327	14,501	16,188	17,652
	14.3%	16.1%	25.6%	15.0%	15.5%	16.4%	17.3%	18.7%	20.0%
פחת, והפחתות	3,740	3,258	3,300	3,477	3,160	3,250	3,017	2,770	2,648
הוצאות (הכנסות) חד"פ			-4,461						
EBITDA	16,478	13,580	18,089	15,031	15,406	16,577	17,518	18,958	20,300
	19.3%	17.1%	24.0%	19.5%	19.5%	20.4%	20.9%	21.9%	23.0%
Operating taxes	2,106	2,281	5,279	2,657	2,816	3,065	3,335	3,723	4,060
NOPLAT	10,158	10,452	13,971	8,896	9,429	10,262	11,165	12,465	13,592
פחת, והפחתות	3,740	3,258	3,300	3,477	3,160	3,250	3,017	2,770	
הוצאות CAPEX	-1,874	-5,932	-3,454	-3,500	-3,100	-2,900	-2,500	-2,500	-500
שינוי בהון חוזר	9,608	-4,424	-610	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow	21,632	3,354	13,207	8,874	9,489	10,612	11,683	12,735	13,092
Implied ROIC	1.1%	0.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal year
EV Calculation									
Period to discount				0.5	1.50	2.50	3.50	4.50	
Discount factor				0.95	0.87	0.79	0.72	0.65	
FCF to discount				8,874	9,489	10,612	11,683	12,735	
Terminal Value								162,831	
FCF as of Valuation Date				8,461	8,225	8,362	8,369	114,333	
EV			147,750						

Equity Valuation	
Enterprise Value	147,750
Nonoperating assets	
Net debt	-46,972
Equity Value	194,722
הון רשום למסחר	8,591
שווי הוגן	22.67
מחיר מניה בשוק (11.04.21)	15.52
UPSIDE	46%

		WACC				
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
Perpetual growth	1.0%	223	201	183	170	158
	1.5%	233	208	189	174	162
	2.0%	244	216	195	178	165
	2.5%	258	225	202	184	169
	3.0%	274	237	210	190	174

הנחות עיקריות:

- נתוני 2019 מוצגים בנטרול פעילות שהופסקה
- שיעור ההיוון בו בחרנו להשתמש עבור החברה הינו 10%
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2%, בהתבסס על הצמיחה במשק
- הנחנו שיפור ברווחיות כתוצאה מהגדלת נתח ההכנסות משירותי תוכנה ושירותים בעלי ערך מוסף אשר הינם רווחיים יותר

קו מנחה

שווי הוגן למנייה 135.39 ₪

מחיר מניה בבורסה 99.99 ₪

UPSIDE 35%

חלוקת דיבידנד בסך
של 60 מיליון ₪



מזומנים ושווי
מזומנים (מיליוני ₪)
174



היקף מכירות
2020 (מיליוני ₪)
946



התפלגות גאוגרפית
(מיליוני ₪)
ישראל - 725
חו"ל - 221



חוב פיננסי (ללא
חכירה) 2020
(במיליוני ₪)
18.6



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
186



13% רווח נקי
מסך המכירות

15% רווח תפעולי
מסך המכירות

28% רווח גולמי
מסך המכירות

מנועי צמיחה עיקריים

- **הרחבת הפעילות בדרום אפריקה ואפריקה** – באמצעות חדירה לתחומים חדשים והצעת שירותים נוספים או גידול בפעילות הקיימת של החברה בארצות אפריקה, אילקס רואה בפעילותה באפריקה מנוע צמיחה עיקרי ומשמעותי לעתיד
- **אוטומציה מעבדתית וביולוגיה מולקולארית** – לאור תחרות רבה בתחום המעבדות הרפואיות ומגמות התייעלות הולכות וגדלות, החברה שמה דגש ומשקיעה מירב מאמציה בהקמת מערכי אוטומציה לניהול מעבדות ואימוץ טכנולוגיות חדשות, בעיקר בתחום הביולוגיה המולקולארית
- **שינוי והרחבת תמהיל המוצרים בפעילות מדטכניקה** – נכון להיום, עיקר הכנסותיה של מדטכניקה משויכות למוצרים קפיטליים חסרי בידול. החברה פועלת לשנות את תמהיל מוצריה ולהרחיבו, כך שיקלול, בין היתר, קווי מוצרים מתכלים, עתירי טכנולוגיה וחדשנות ובעלי יכולות קישוריות
- **קו מוצרים חדש ואוכלוסייה מזדקנת** – באמצעות חברת פלייט, ידעה הקבוצה לספק את הביקוש הרב שנוצר למנשמים במהלך משבר הקורונה. הלקחים ממשבר הקורונה לצד מגמות הזדקנות של האוכלוסייה במדינות



התפתחויות עיקריות בשנה האחרונה

- **השלמת הצעת הרכש** למלוא מניות חברת הבת מדטכניקה כך שזו הפכה לחברה פרטית בבעלות מלאה של החברה
- **הקמת והפעלת מעבדה מתקדמת**, מבוססת אוטומציה לבדיקות קורונה במתחם איירפורט סיטי אשר תשמש בעתיד לבדיקות חדשניות. התקבלו הזמנות ממשד הביטחון בהיקף של 118 מ' ש (25% מתוכן סופקו)
- **החברה קיבלה הזמנה** בהיקף של כ- 20 מ' ש ממשד הביטחון לאספקת ערכות לביצוע בדיקות דם סורולוגיות לאיתור נוגדני נגיף קורונה
- **חברת מדטכניקה תיכננה**, הקימה, וסיפקה ציוד ותמיכה מתמשכת במערכי בידוד בבתי חולים בישראל

תקציר מודל הערכת השווי

הנחות עיקריות:

- ❑ שיעור ההיוון בו בחרנו להשתמש עבור החברה הינו 9.5%
- ❑ שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2.2%, בהתבסס על כניסה וביסוס פעילות החברה בשוקי חו"ל, קצב הגידול באוכלוסייה והארכת תוחלת החיים
- ❑ הנחנו שיפור ברווחיות כתוצאה מכניסה לתחום המוצרים המתכלים ומעבר לבדיקות ושירותים מבוססי טכנולוגיה מתקדמת



	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal year
הכנסות yoy	601,134 6.7%	633,958 5.5%	946,452 49.3%	751,251 -20.6%	728,434 -3.0%	785,304 7.8%	825,607 5.1%	851,218 3.1%	869,890 2.2%
עלות המכר	417,245	440,198	675,432	531,886	507,718	541,860	564,715	575,423	582,826
רווח גולמי	183,889 30.6%	193,760 30.6%	271,020 28.6%	219,365 29.2%	220,715 30.3%	243,444 31.0%	260,892 31.6%	275,795 32.4%	287,064 33.0%
הוצאת תפעוליות	111,301	115,283	124,739	114,190	122,377	131,931	137,876	143,005	144,402
רווח תפעולי	72,588 12.1%	78,477 12.4%	146,281 15.5%	105,175 14.0%	98,339 13.5%	111,513 14.2%	123,015 14.9%	132,790 15.6%	142,662 16.4%
פחת, והפחתות הוצאות (הכנסות) חד"פ	24,554 -1,051	24,238 4,368	26,667 1,587	26,500	25,400	24,670	23,254	21,320	19,540
EBITDA בנטרול IFRS	100,013 16.6%	100,219 15.8%	171,361 18.1%	131,675 17.5%	123,739 17.0%	136,183 17.3%	146,269 17.7%	154,110 18.1%	162,202 18.6%
Operating taxes	15,427	20,949	27,833	21,035	19,668	22,303	24,603	26,558	28,532
NOPLAT	84,586	79,270	143,528	84,140	78,671	89,211	98,412	106,232	114,130
פחת, והפחתות הוצאות CAPEX	24,554 -24,069	24,238 -29,911	26,667 -44,304	26,500 -34,500	25,400 -22,860	24,670 -22,203	23,254 -20,929	21,320 -17,056	-2,000
שינוי בהון חוזר	22,410	20,719	-23,592	-17,767	-12,996	-9,389	-6,476	-4,776	
Free Cash Flow	107,481	94,316	102,299	58,373	68,215	82,289	94,261	105,720	112,130
Implied ROIC	9.4%	7.0%	12.8%	10.9%	9.8%	11.0%	12.0%	12.9%	13.9%

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal year
EV Calculation									
Period to discount				0.5	1.50	2.50	3.50	4.50	
Discount factor				0.96	0.87	0.80	0.73	0.66	
FCF to discount				58,373	68,215	82,289	94,261	105,720	
Terminal Value								1,534,676	
FCF as of Valuation Date				55,783	59,533	65,585	68,610	1,090,398	
EV			1,339,910						

Equity Valuation	
Enterprise Value	1,339,910
Nonoperating assets	31,700
Net debt	-155,599
Equity Value	1,527,209
Shares Outstanding	11,280
שווי הוגן	135.39
מחיר מניה בשוק (11.04.21)	99.99
UPSIDE	35%

		WACC				
		7.5%	8.5%	9.5%	10.5%	11.5%
Perpetual growth	1.3%	1,829	1,594	1,416	1,277	1,166
	1.8%	1,944	1,674	1,475	1,322	1,201
	2.2%	2,049	1,747	1,527	1,361	1,231
	2.7%	2,208	1,853	1,602	1,416	1,273
	3.2%	2,403	1,979	1,689	1,479	1,320

שווי הוגן למנייה 3.41 ₪

מחיר מניה בבורסה 2.94 ₪

UPSIDE 16%

*חולקו לשנים 2020 ו-2021

מדיניות חלוקת
דיבידנד של 70%
מהרווח הנקי 28
מיליון ₪*



האב של שירותים
מבוססי טכנולוגיה
ישראלית



3.6% רווח נקי
מסך המכירות

מזומנים ושווי
מזומנים (מיליוני ₪)
176



חוב פיננסי (ללא
חכירה) 2020
(במיליוני ₪)
0.5



5.4% רווח תפעולי
מסך המכירות

היקף מכירות
2020 (מיליוני ₪)
1,134



EBITDA מדווחת
2020 (במיליוני ₪)
105



11.4% רווח גולמי
מסך המכירות

התפתחויות עיקריות בשנה האחרונה

מנועי צמיחה עיקריים

- מעבר למבנה חטיבתי על מנת למקסם סינרגיה בין חברתית ולמקד את החזון העסקי ואת השדרה הניהולית
- רכישת 51% מחברת סאלוס המשמשת כמרכז רפואי, בו פועל מערך של רופאים מומחים המעניקים שירותי רפואה בהתאמה אישית
- החברה התקשרה בהסכם לרכישת 75% מחברת אמריקן מדיקל לבורטוריס (AML), מעבדה רפואית פרטית המספקת שירותי מעבדה רפואיים מלאים בתחומים מגוונים. השלמת העסקה מותנית בקבלת ההסכמים והאישורים הנדרשים
- החברה התקשרה בהסכם לרכישת 20% מחברת Medflex GmbH, חברת טלמדיסין גרמנית המאפשרת לרופאים ואנשי מקצוע בתחום הבריאות לתקשר עם חולים באמצעות פלטפורמה דיגיטלית מאובטחת
- בחוֹדֶש ינואר 2021, ביצעה החברה גיוס הון בתמורה כוללת של 120 מיליון ₪

- השלכות משבר הקורונה – משבר הקורונה ומדיניות הסגרים שמדינות העולם התוו, הוביל לשינוי בגישת הארגונים לטרנספורמציה דיגיטלית ולהאצת האימוץ של רפואה מהבית ושירותים דיגיטליים רפואיים שונים, בין היתר, טלמדיסין (טכנולוגיות המאפשרות לרופאים להיות בקשר מרחוק עם חולים שונים)
- קנאביס רפואי – שוק הקנאביס הרפואי בישראל צומח בקצב מהיר, כ-2,000 מטופלים חדשים מדי חודש בשנים האחרונות וצמיחה שנתית ממוצעת של 37% בכמות המטופלים. הגידול בשוק זה מהווה קרקע פורייה לחברה להצמיח את פעילותה בתחום
- הרחבת סל השירותים של החברה – הצעת שירותי דיאליזה ביתית, הרחבת פעילות הוספיס בית, חיזוק פעילויות סינרגיות בתחום הפעילות הדיגיטלית של החברה, מערכת טלה-מדיסין מתקדמת תחת המותג VDOC, שירותי גיוס ושימור דיגיטליים למחקרים קליניים ועוד..
- מיזוגים ורכישות, יציאה לשווקי חוץ – הרחבת סל השירותים של החברה וכניסה לשווקים חדשים דרך רכישות של פעילויות סינרגיות ומשלימות, בהתאם לאסטרטגיית החברה, בארץ ובח"ל

תקציר מודל הערכת השווי

הנחות עיקריות:

- המספרים מנוטרלים IFRS 16
- שיעור צמיחה בשנה מייצגת 2.5%, בהתאם לשיעור הצמיחה של האוכלוסייה עם תוספת לפעילות דיגיטלית ורפואה מהבית, פעילויות מבוססות צמיחה מוגברת
- שיעור ההיוון בו בחרנו להשתמש עבור החברה הינו 9%



	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal year
הכנסות	909,966	1,004,138	1,133,643	1,240,448	1,343,651	1,442,995	1,535,928	1,614,088	1,654,767
yoy	6.7%	10.3%	12.9%	9.4%	8.3%	7.4%	6.4%	5.1%	2.5%
עלות המכר	824,885	905,506	1,004,354	1,089,054	1,168,913	1,249,565	1,317,754	1,376,817	1,406,552
רווח גולמי	85,081	98,632	129,289	151,393	174,738	193,430	218,175	237,271	248,215
	9.3%	9.8%	11.4%	12.2%	13.0%	13.4%	14.2%	14.7%	15.0%
הוצאת תפעוליות	48,814	65,572	68,197	81,393	88,745	89,534	95,300	98,459	99,286
רווח תפעולי	36,267	33,060	61,092	70,000	85,994	103,896	122,874	138,812	148,929
	4.0%	3.3%	5.4%	5.6%	6.4%	7.2%	8.0%	8.6%	9.0%
פחת, והפחתות והוצ חדפ	21,034	32,540	23,707	30,000	27,701	26,863	25,521	22,597	23,167
EBITDA בנטרול IFRS	57,301	65,600	84,799	100,000	113,694	130,759	148,395	161,409	172,096
	6.3%	6.5%	7.5%	8.1%	8.5%	9.1%	9.7%	10.0%	10.4%
Operating taxes	8,849	8,225	11,961	16,100	19,779	23,896	28,261	31,927	34,254
NOPLAT	27,418	24,835	49,131	53,900	66,215	80,000	94,613	106,885	114,675
פחת, והפחתות והוצ חדפ	21,034	23,625	23,770	30,000	27,701	26,863	25,521	22,597	
הוצאות CAPEX	-29,275	-25,012	-25,614	-30,000	-26,316	-25,520	-24,245	-21,467	-500
שינוי בהון חוזר	36,955	-33,445	48,813	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow	56,132	-9,997	96,100	53,900	67,600	81,343	95,889	108,015	114,175
Implied ROIC	3.0%	2.2%	4.4%	7.0%	8.5%	10.3%	12.3%	13.9%	14.9%

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal year
EV Calculation									
Period to discount				0.5	1.50	2.50	3.50	4.50	
Discount factor				0.96	0.88	0.81	0.74	0.68	
FCF to discount				53,900	67,600	81,343	95,889	108,015	
Terminal Value								1,762,034	
FCF as of Valuation Date				51,627	59,403	65,577	70,921	1,268,918	
EV			1,516,447						

Equity Valuation	
Enterprise Value	1,516,447
Nonoperating assets	26,764
Net debt	-175,948
Equity Value	1,719,159
Shares Outstanding	504,649
שווי הוגן	3.41
מחיר מניה בשוק (11.04.21)	2.94
UPSIDE	16%

		WACC				
		7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
Perpetual growth	1.5%	2,071	1,774	1,557	1,391	1,260
	2.0%	2,224	1,877	1,630	1,445	1,302
	2.5%	2,420	2,005	1,719	1,510	1,350
	3.0%	2,656	2,153	1,819	1,581	1,403
	3.5%	2,960	2,334	1,937	1,663	1,463

גילוי והגבלת אחריות מטעם רוסאריו יעוץ ומחקר בע"מ

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע פומבי אחר אשר רוסאריו יעוץ ומחקר בע"מ (רוסאריו) מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין רוסאריו, מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח וכי כל נתון, מתווה, ניתוח, רעיון או הערכה הינם ראשוניים ולא נבדקו מבחינה כלכלית, שיווקית, משפטית, מיסויית או כל בחינה אחרת.

הדו"ח מופנה למשקיעים מסוגים בלבד כחומר מסייע ואין להסתמך עליו בקבלת החלטות השקעה כלשהן. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו ומשקף את הערכת עורכי הדוח למועד בו הוא נכתב ועשוי להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. המידע בדו"ח הוא כללי ואינו בבחינת ייעוץ להשקעות, ייעוץ משפטי, מיסוי או ייעוץ אחר מסוג כלשהו, ואין דרך להבטיח כי המידע הכלול בנייר זה הינו מדויק, נכון ומעודכן. מכלול הדעות, החדשות, המחקרים, הניתוחים, המחירים והמידע האחר הכלול בנייר זה ניתן כפרשנות כללית על שוק ההשקעות ועל החברה הנדונה במסמך אשר מסופקת למטרות מידע בלבד ואינה מהווה עצה או המלצה להשקעה או פעולה אחרת כלשהי. ניתוח זה לא נערך בהתאם לצרכיו של קורא הדו"ח, וקורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. האמור בנייר זה כולל ניתוח ראשוני, ואין בו כדי להטיל על רוסאריו, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, ותאגידים מקבוצת רוסאריו קפיטל בע"מ וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת רוסאריו") חובה כלשהיא. קבוצת רוסאריו, כל חברה בה וכן מחברי הדו"ח ועורכיו אינם מספקים ייעוץ לביצוע עסקאות או להימנעות מהן ולא ישאו בכל אחריות בכל צורה שהיא עבור כל נזק, הפסד ו/או אובדן, כולל, אך לא מוגבל, לכל רווח או הפסד, שעלול לנבוע בישירות או בעקיפין מן השימוש או ההסתמכות על דו"ח זה. כל עסקה שתתקיים כתוצאה מדו"ח זה או הסתמכות עליו תהיה באחריות הצדדים לעסקה בלבד וכפופה לתנאי שוק שישררו בסמוך לעסקה, לבדיקות הכלכליות, המשפטיות והחשבונאיות המקובלות ולאישורים מקובלים. הדו"ח אינו מהווה ייעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

דו"ח זה הינו רכוש הבלעדי של רוסאריו ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדו"ח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב מאת רוסאריו.

קבוצת רוסאריו וחברות בנות או קשורות עוסקות בחיתום, תיווך בעסקאות בניירות ערך, בנקאות השקעות, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמן ופעילויות אחרות בשוק ההון, ועשויות להחזיק או מחזיקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח וכן ביצעו ו/או עשויות לבצע עסקאות קניה ו/או מכירה בניירות הערך.

לילך גראוס
אנליסטית
lilach@rosario-capital.co.il



יובל ליפקין שחק
אנליסט
yuval@rosario-capital.co.il



ערן יעקובי
מנכ"ל רוסאריו ייעוץ ומחקר
eran@rosario-capital.co.il



רינת שילה
אנליסטית
rinat@rosario-capital.co.il

