

5/5/21

מספנות ישראל – תחילת סיקור בהמלצת קנייה

סימוכין: SB/5/21

מרב פישר-שרוני

### מספנות ישראל - תחילת סיקור

| המלצה | פער כלכלי (אחוזים) | מחיר יעד (₪) | שווי שוק (₪) |
|-------|--------------------|--------------|--------------|
| קנייה | 17%                | 83           | 70.6         |

### גרף מניה/מדד (12 חודשים אחרונים)



### מחלקת מחקר מניות

אייל דבי | מנהל מחקר מניות  
eyald@bll.co.il

אלה פריד | אנליסטית - אנרגיה  
ella.fried@bll.co.il

מרב פישר-שרוני | אנליסטית - פארמה  
merav@leumipartners.com

ברי גנדנשטיין | אנליסט - נדל"ן ותשתיות  
barry@leumipartners.com

רוני סלוצקי | אנליסטית  
ronis@leumipartners.com

עמרי לפידות | אנליסט - טכנולוגיה  
omril@leumipartners.com

מעין בק | אנליסטית - רשתות מזון  
maayan@leumipartners.com

### מחקר ני"ע זרים

גיל דטנר | אסטרטג ניירות ערך זרים  
gil.dattner@bll.co.il 076-8859343

**חברת מספנות ישראל הנה חברה ייחודית** - חברת מספנות ישראל פעילה מזה כ-60 שנה. החברה הוקמה כחברה ממשלתית כמספנה ופעילותה התרחבה בשנות פעילותה ובמיוחד בעשור האחרון לתחומים נוספים כמו נמל וסחר בסחורות. החברה הונפקה בבורסה לני"ע בספטמבר 2020. החברה הנה חברה ייחודית שכן היא פועלת בתחומים המשותפים על מיקום ייחודי, ניסיון מוכח ורב שנים, יתרון מובנה בתחום הביטחוני ויכולות טכנולוגיות גבוהות, מה שיוצר, בתחומים אלו, סף כניסה גבוה למתחרים, וממצב את החברה כשחקן משמעותי. תוצאות החברה משקפות התפתחות חיובית בשנים האחרונות עם צמיחה מתמשכת ושיפור בתוצאות הכספיות.

בשנת 2020 רשמה החברה הכנסות של כ-765 מ' ₪, צמיחה של כ-3%, זאת כאשר הכנסות החברה בתחום המספנה נפגעו ממשבר הקורונה, בשל מגבלות התנועה והמשבר הכלכלי, אשר הקשה על סגירת פרויקטים חדשים בהיקף משמעותי. בתחומי הפעילות האחרים לא היו השלכות שליליות בעקבות משבר הקורונה, ואף להיפך. חשוב לציין כי תחום המספנה הנו תחום פרויקטלי ובשל כך ההכנסות והרווחיות ממנו תנודתיים. היציאה ההדרגתית ממשבר הקורונה הביאה לסגירה של מספר פרויקטים כבר בתחילת 2021, אשר הגדילו את צבר ההזמנות של החברה, נכון להיום, ביותר מ-400 מ' ₪. מה שצפוי להשתקף, באופן חלקי, בתוצאות החברה כבר השנה. החברה סיימה את 2020 עם רווח נקי של כ-79 מ' ₪, מול כ-68 מ' ₪ ב-2019.

**פרויקטים בפיתוח צפויים לתמוך בהמשך השיפור בתוצאות החברה בשנים הבאות** - החברה נמצאת בתהליכי בחינה, תכנון ופיתוח של מספר פרויקטים, כפי שמפורט בגוף העבודה. להערכתנו, ועל סמך תוצאות העבר, השקעות עלו עשויות להביא לניצול טוב יותר של נכסי החברה ולשיפור בתוצאות בשנים הבאות.

**החברה, בשיתוף עם חברה בינלאומית, מתמודדת על רכישת נמל חיפה** - הליך הפרטת נמל חיפה יצא לדרך באופן רשמי באוקטובר 2020. מספנות ישראל חברה לחברת DPW העולמית להתמודדות משותפת על רכישת הנמל. חברת DPW פועלת בתחום הנמלים בכ-50 מדינות וכ-130 מרכזים ונמלים ברחבי העולם. השלמת המכרז צפויה במהלך 2021. בפרסומים מוקדמים דווח על מחיר של כ-1.1-1 מיליארד ₪ לנמל. על פי הדיווחים למכרז נגשו מספר קבוצות, כולן כוללות גורמים בינלאומיים בתחום הנמלים. קשה להעריך, בשלב זה, את סיכויי החברה לזכות במכרז ואת הפוטנציאל הגלום עבורה במהלך זה.

**שורה תחתונה:** מספנות ישראל הנה כאמור חברה ייחודית, המציגה יתרונות תפעוליים וניהוליים בתחומי פעילותה ומציגה שיפור הדרגתי בתוצאות כמעט מדי שנה. להערכתנו יכולת הניהול של הקבוצה, עם יתרונותיה המובנים, יביאו להמשך שיפור בתוצאות ולחיזוק מעמדה התחרותי בתחומי הפעילות. לאור האמור לעיל אנו מתחילים לסקר את חברת מספנות ישראל בהמלצת קנייה, במחיר יעד של 83 ₪ למניה, גבוה בכ-17% ממחיר המנייה בשוק היום.

### להלן תחזית מסכמת לתוצאות החברה בשנים הבאות

| תוצאות החברה ותחזית לשנים הבאות - מ' ₪ | 2019  | 2020  | 2021 E | 2022 E  |
|--|-------|-------|--------|---------|
| הכנסות שנוי שנתי                       | 741.3 | 765.3 | 909.7  | 1,040.4 |
| EBITDA                                 | 121.1 | 159.4 | 175.3  | 192.9   |
| מתוך סך הכנסות                         | 16%   | 21%   | 19%    | 19%     |

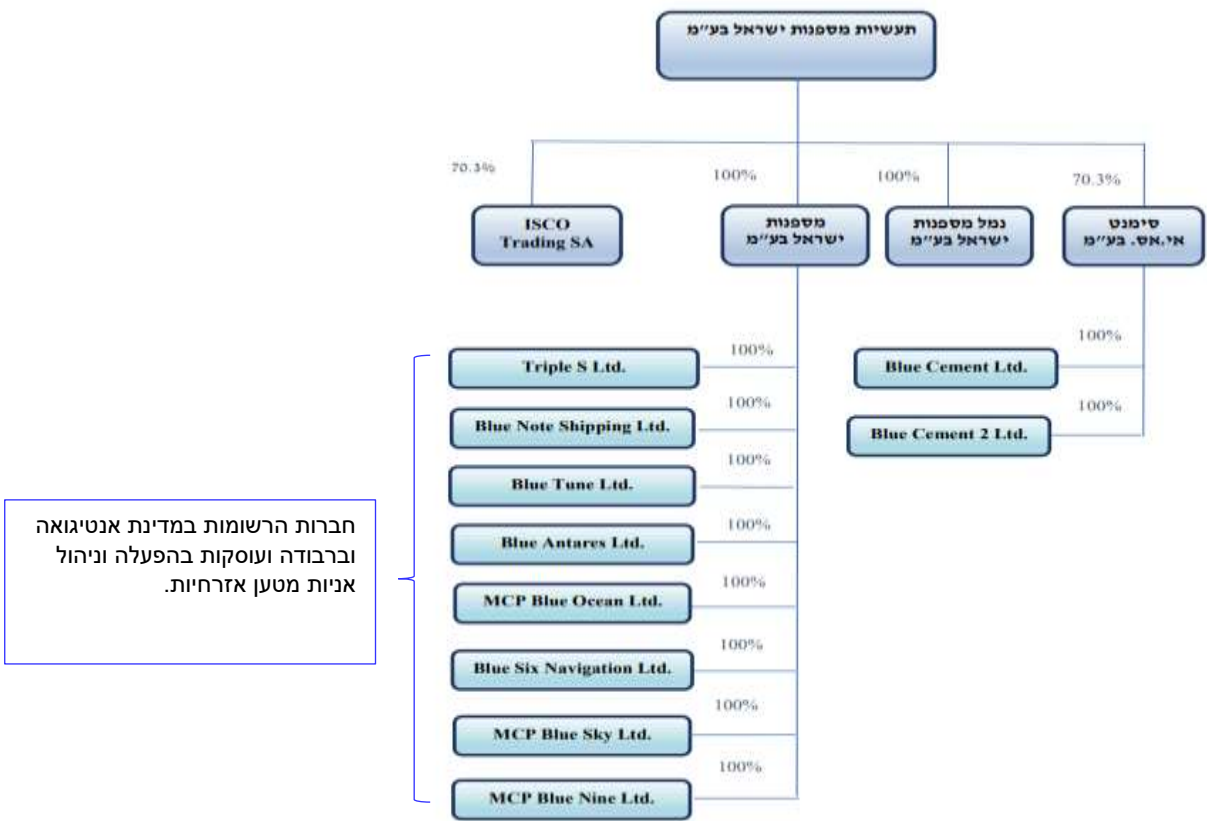
מסמך זה הינו רכשו הבלעדי של בנק לאומי וכל העושה בו שימוש לא מורשה וללא קבלת ייעוץ השקעות מלא עושה זאת על אחריותו בלבד. חל איסור להעביר מסמך זה לצדדים שלישיים ללא קבלת הסכמתנו מראש ובכתב. הערכות שווי לגבי מניות, הינן צופות פני עתיד וכרוכות, מעצם טיבן, באי ודאויות וסיכונים טעות רבים, שעל המשקיע להביא בחשבון. השקעה במניות יש לבצע, אך ורק בהתבסס על מכלול שיקוליו וטעמיו של המשקיע, תוך קבלת יעוץ השקעות מלא. עבודה זו בוצעה בהתבסס אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור. לא בוצעו על לאומי פרטנרס מחקרים. כל בדיקות שקידה נאותה או כל בדיקות אחרות על מנת לאמת את המידע ששימש בסיס לעבודה זו. אין לראות באמור בעבודה זו בבחינת המלצות לרכישת/מכירת ני"ע, אלא אך ורק חומר עזר לשימוש של המשקיע. גופים מקבוצת בנק לאומי, שהינם לקוחות לאומי פרטנרס מחקרים, מחזיקים במניות החברה ועשויים, עפ"י שיקול דעתם, להחזיק, לקנות או למכור את מניות החברות הנסקרות בעבודה זו. ראה גילוי נאות בסוף העבודה.

## על החברה



חברת מספנות ישראל התאגדה באוגוסט 1959 כחברה ממשלתית לבצע בניה ותיקונים של כלי שיט צבאיים ואזרחיים במדינת ישראל. החברה הופרטה בשנת 1995. פעילות המספנה מרוכזת, מאז היווסדה, בצפון נמל חיפה, באזור מפרץ הקישון, בשטח של 334 דונם, נכון להיום עוסקת קבוצת מספנות ישראל, בתכנון, בניה, תיקונים, תחזוקה ומתן שירותים שונים לכלי שיט צבאיים ואזרחיים, שירותי נמל לטעינה ופריקת מטענים, פעילות בתחום יבוא, עיבוד, אריזה, שיווק ומכירת מלט, הפעלה וניהול אניות מטען ומתן שירותים לוגיסטיים ואחרים לתעשיות קידוחי הגז והנפט. החברה רשמה את מניותיה למסחר בבורסה לני"ע בספטמבר 2020. נכון להיום מעסיקה החברה 424 עובדים.

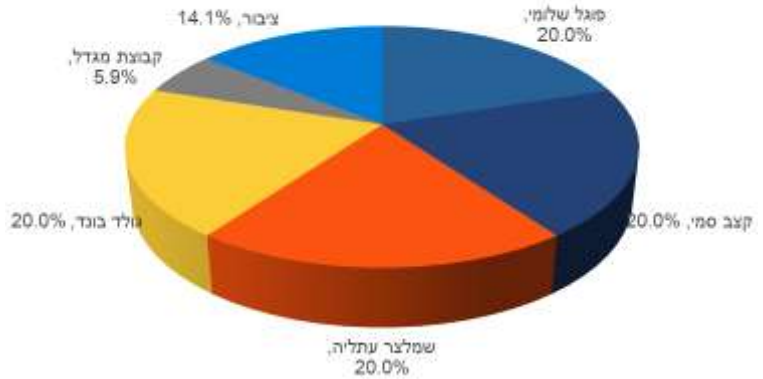
להלן מבנה האחזקות של הקבוצה:



חברות הרשומות במדינת אנטיגואה וברבודה ועוסקות בהפעלה וניהול אניות מטען אזרחיות.

## להלן פירוט המחזיקים בחברה, ליום 29/4/21:

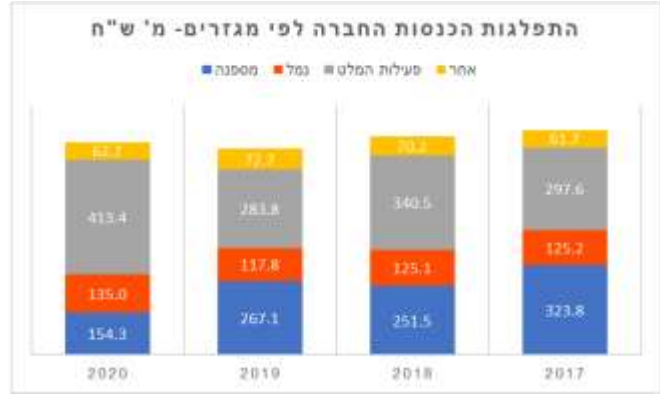
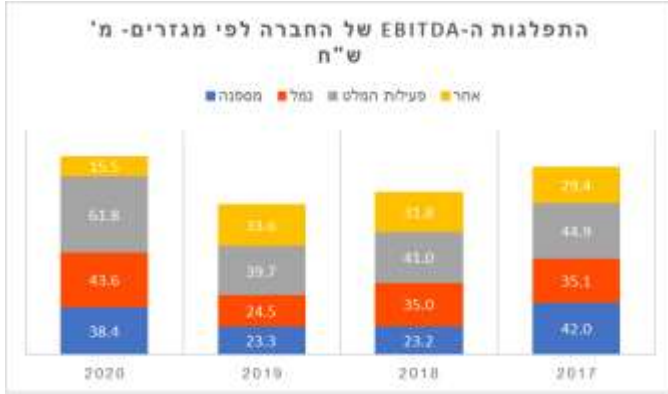
מספנות ישראל - בעלי עניין עיקריים (ישירות או באמצעות חברות)



## החברה עוסקת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים:

- מספנה** – פעילות מגזר המספנה כוללת תכנות וייצור של כלי שיט צבאיים בגדלים שונים וברמות חימוש שונות, המיועדים בעיקר למשימות סיור ושיטור, בדגש על הגנת מים כלכליים, חופים וגבולות. כמו כן עוסקת המספנה בתכנון ויצור של כלי שיט אזרחיים, מבדוקים, אניות מטען קטנות ומתקני מתכת אחרים. פעילותה של החברה במגזר זה הנה פרויקטאלית בעיקרה. מעבר לכך, המספנה מבצעת עבודות ופרויקטים גדולים, המוזמנים על ידי לקוחותיה.
- המגזר הנמלי**: מתן שירותי נמל, לרבות פריקה, שינוע ואחסון, כנמל המסחרי הפרטי הראשון בישראל ובהתאם להוראות חוק רשות הספנות והנמלים. פעילות זו החלה בסוף שנת 2007. מנובמבר 2008 הפעילות במגזר זה מתבצעת באמצעות חברה בת ייעודית- נמל מספנות ישראל בע"מ.
- יבוא ושיווק מלט**: פעילות יבוא המלט החלה, הלכה למעשה, בתחילת שנת 2016. הפעילות מבצעת באמצעות חברת סימנט, אשר בשליטת מספנות ישראל (70.3%). חברת סימנט עוסקת ביבוא של חומרי מלט מחו"ל, באמצעות אניות פנאומטיות המיועדות להובלת צמנט, ושיווקם בישראל.
- מעבר למגזרי הפעילות שתוארו לעיל, החברה מספקת עבודות ושירותים לוגיסטיים לחברות הפועלות בענף חיפושי הנפט וקידוחי הגז והנפט לרבות מתן שירותי עורף לוגיסטי, לרבות מתן שימוש ברציפים ובשטחים לוגיסטיים הצמודים לקו המים, שירותי אחסנה, עבודות ליצור ציודים, שירותי שינוי ואבודות אחזקה נוספות. תוצאות פעילויות אלו אינן עולות לכדי מגזר פעילות. כמו כן פועלת החברה בתחום ההובלה הימית, באמצעות חברות בנות המחזיקות אניות מטען.

## להלן התפלגות הכנסות וה-EBITDA של החברה לפי מגזרים הפעילות:



## תוצאות הפעילות

### המצב הכספי

להלן עיקרי מאזן החברה ליום 31/12/20 (א' ש"ח)

| 2019             | 2020             |                            |
|------------------|------------------|----------------------------|
| 244,834          | 528,965          | מזומנים והשקעות זמן קצר    |
| 252,264          | 301,533          | נכסים שוטפים אחרים         |
| 390,644          | 456,224          | רכוש קבוע                  |
| 118,876          | 100,335          | נכסים לא שוטפים אחרים      |
| <b>1,006,618</b> | <b>1,387,057</b> | <b>סה"כ מאזן - נכסים</b>   |
| 58,481           | 79,267           | אשראי מתאידיים וחלויות     |
| 389,931          | 377,681          | התחייבויות שוטפות אחרות    |
| 118,520          | 110,006          | הלוואות לזמן ארוך          |
| 68,287           | 67,164           | התחייבויות לא שוטפות אחרות |
| <b>635,221</b>   | <b>634,118</b>   | <b>סה"כ התחייבויות</b>     |
| 371,399          | 752,939          | הון עצמי                   |
| <b>1,006,618</b> | <b>1,387,057</b> | <b>סה"כ מאזן</b>           |

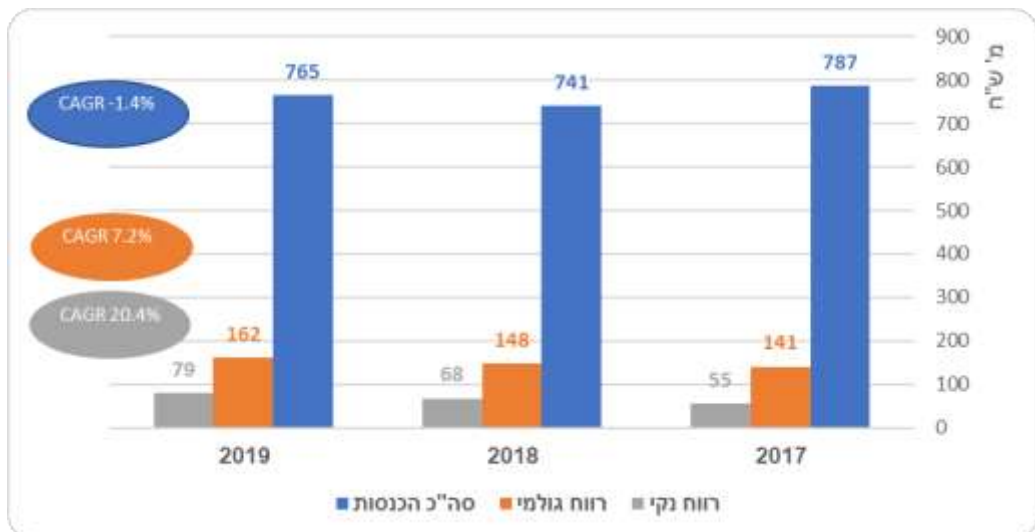
- העלייה בהיקף המזומנים בחברה נבע מהנפקת המניות בבורסה לני"ע בספטמבר 2020, בה גייסה החברה סך של כ- 330 מ' ש"ח תמורת 20% ממניותיה.
- העלייה בהיקף הרכוש הקבוע בשנת 2020 נבע ברובו מרכישת 4 אניות מטען, 2 בתחום המלט (אניות ייעודיות), בעלות של כ-76 מ' ש"ח ו-2 בתחום המטען הכללי, בעלות של כ-27 מ' ש"ח.
- הונה העצמי של החברה גדל בכ-380 מ' ש"ח כתוצאה מהרווח הכולל לתקופה, של כ-71 מ' ש"ח (רווח נקי של כ-79 מ' ש"ח בניכוי כ-8 מ' ש"ח הפסד כולל אחר) והנפקת המניות, כפי שתואר לעיל, ובניכוי דיבידנד של 20 מ' ש"ח.



## תוצאות רווח והפסד

להלן התפתחות תוצאות הרווח הנקי של החברה בשנים האחרונות-

| לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר |           |               |           |                |            | אלפי ש"ח                       |
|------------------------------|-----------|---------------|-----------|----------------|------------|--------------------------------|
| 2018                         |           | 2019          |           | 2020           |            |                                |
| 787,310                      |           | 741,329       |           | 765,322        |            | הכנסות                         |
| 646,239                      |           | 592,890       |           | 603,312        |            | עלות העבודות                   |
| 141,071                      | 18%       | 148,439       | 20%       | <b>162,010</b> | 21%        | רווח גולמי                     |
| (45,141)                     |           | (48,660)      |           | (51,557)       |            | הוצאות מ"פ שיווק הנהלה וכלליות |
| 40                           |           | (21,933)      |           | (6,896)        |            | הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו     |
| 95,970                       | 12%       | 77,846        | 11%       | <b>103,557</b> | 14%        | רווח תפעולי                    |
| (18,125)                     |           | 6,029         |           | 187            |            | הכנסות (הוצאות) מימון, נטו     |
| 77,845                       | 10%       | 83,874        | 11%       | <b>103,744</b> | 14%        | רווח לפני מיסים על ההכנסה      |
| 23,050                       |           | 16,031        |           | 24,359         |            | מיסים על הכנסה                 |
| <b>54,795</b>                | <b>7%</b> | <b>67,844</b> | <b>9%</b> | <b>79,385</b>  | <b>10%</b> | <b>רווח נקי</b>                |



- הקיטון בהכנסות החברה בשנים אלו נבע מסיום מספר פרויקטים גדולים במגזר המספנה. יש לציין כי עלייה משמעותית בצבר ההזמנות צפויה להגדיל את ההכנסות ממגזר זה בשנים הקרובות.
- תוצאות החברה משקפות שיפור בשיעורי הרווחיות בשנים האחרונות, בכל מגזרי הפעילות.

## השוק והסביבה העסקית

המספנה, על שלושת מגזריה, פועלת בשווקים גדולים, גלובליים באופיים ובהיקפם, היוצרים סביבה עסקית תחרותית מאד. הסביבה הכללית, המצב הפוליטי והביטחוני ובעיקר המצב הכלכלי, בארץ ובעולם, היקף הסחר העולמי, כמו גם גודלם של תקציבי רכש והשקעה של גופים ממשלתיים וציבוריים ורגולציה מקומית משפיעים על היקף הפעילות ותוצאותיהם של חלק ממגזרי הפעילות בחברה.

שנת 2020 התאפיינה בהאטה כלכלית לאור משבר הקורונה, עם ירידה של כ- 2.5% בתמ"ג של ישראל למול עליה של 3.3% בשנת 2019. נכון להיום הערכת בנק ישראל היא לעלייה בתמ"ג בשנת 2021 בשיעור של 5.3%-6.3%.

לשינויים במצבה הכלכלי של ישראל יש השפעה ישירה על היקף סחר החוץ של ישראל, ומכך על המטענים העוברים בנמלי ישראל. הכנסות החברה מתנועות המטענים בנמל מושפעות באופן ישיר מהיקף הסחר הבינלאומי, אשר מושפע מגורמים שונים כגון היקף הצריכה הפרטית, רמת החיים, ושינוי בשערי חליפין. החברה מושפעת וחשופה גם לשינויים בכלכלה הגלובלית.

בכל הקשור לפעילות המספנה, החברה מושפעת ממעמדה המדיני של מדינת ישראל ומתנודות במצב הביטחוני. מעמדה המדיני האיתן של מדינת ישראל בשנים האחרונות, כמו גם חתימת הסכמי שלום ונורמליזציה עם מדינות חדשות ב-2020, מאפשר לחברה לפעול ולפרוץ לשווקים חדשים. מעבר תכך, תנודות במצב הביטחוני בעולם כמו חשש מהתגברות טרור גלובלי, ניסיון הסתננות פליטים ממדינות ערב ומאפריקה והצורך בהגנת גבולות ומים כלכליים, מגבירות את הביקוש לכלי שיט צבאיים ומגבירות את היקף פעילות החברה בתחום זה.

גם התפתחות תחום האנרגיה בישראל והמשך הפקת הגז ופעילות פיתוח שדות חדשים תידרש הצטיידות נוספת בספינות משמר, לשם הגנה על האינטרסים של מדינת ישראל וכן שירותים לוגיסטיים ופעילות יצור עבור תעשיית קידוחי הגז. כל אלו צפויים להשפיע לחיוב על הביקוש לשירותי החברה בעתיד.

## מגזרי הפעילות

להלן פירוט לגבי מגזרי הפעילות של החברה אשר פורטו לעיל, והשווקים הרלוונטיים עבורם.

## מגזר המספנה



המוניטין, הניסיון הביצועי של המספנה, הניסיון המבצעי של כלי השיט הצבאיים שיצרה, שנצבר במהלך עשרות שנות הפעילות, והמוניטין של התעשיות הביטחוניות בארץ, אשר מערכותיהן מותקנות בכלים המיוצרים על ידי החברה, מהווים כלי שיווקי חשוב לשימור ורכישת לקוחות.

### השוק

הדרישה לספינות סוור ומשמר, בדגמים שהחברה מייצרת, עלתה כתוצאה מעליה בצרכים חדשים של מדינות אשר מעוניינות לשמור על אזורי דיג, אתרי קידוחי גז ונפט, הגנה מפני הברחות ושמירה על גבולותיהן של המדינות. בשל הירידה ברמות המחירים והביקוש לאניות מטען אזרחיות כדוגמת אלה שיצרה החברה בעבר, ובשל התחרותיות הגבוהה בתחום זה, בשלב זה אין בכוונת החברה לחזור ולייצר אניות מטען. נכון להיום פעילות החברה במגזר המספנה בתחום האזרחי כוללת יצוא ותחזוקה של כלי שיט מסוגים שונים כגון ספינות שירות, מבדוקים ודוברות. לאור העובדה כי עיקר פעילותה של החברה במגזר זה הנה בתחום הצבאי או מופנה לשווקים הממשלתיים, פעילות המגזר חשובה להשפעות של תקציבים במדינות העולם, אשר עלולים להיות מושפעים גם ממשבר הקורונה העולמי.

לתחום זה חסמי כניסה משמעותיים כמו שטחי מקרקעין על קו החוף, משאב הנמצא במחסור חמור בישראל, השקעות נרחבות בשטחי עבודה, רציפים ותשתיות ימיות, כוח אדם מיומן ומקצועי ובעיקר ניסיון ומוניטין בכדי להצליח לחדור לשווקים חדשים ולבצע התקשרויות עם גורמים משמעותיים, הדורשים ניסיון מוכח.

על אף האמור לעיל, בעיקר היות ואין חסמים גיאוגרפיים, מגזר זה פועל בסביבה תחרותית מאד. בתחום האזרחי התחרות ניכרת יותר, כאשר החברה מתחרה עם מאות מספנות ברחבי תבל. גם בתחום הצבאי קיים מספר רב של מספנות, כולל מספנות במעצמות ימיות ותעשייתיות, אך קיומן של תעשיות ביטחוניות מפותחות בישראל, המספקות ציוד ומערכות נשק לכלי שיט צבאיים שבונה המספנה, הניסיון שנצבר עם השנים בשימוש במוצרים על ידי חיל הים ומיומנויות החברה, כל אלו מקנים לה את היכולת להתחרות טוב יותר בזירה הצבאית. בכדי להתמודד עם התחרות החברה משקיעה משאבים לשמירת יכולות טכנולוגיות גבוהות והצעת מוצרים ייחודיים המותאמים לצרכי הלקוחות.

### צבר הזמנות

נכון לסוף שנת 2020 עמד צבר ההזמנות של המספנה על כ-262 מ' ש"ח אך בימים אלו הודיעה החברה על חתימת חוזה גדול נוסף, עם מדינה במזרח אסיה, לייצור ואספקה של כלי שיט על פני תקופה של 3.5 שנים. התמורה בגין עסקה זו תעמוד על כ-430 מ' ש"ח (128 מ' \$). עסקה זו מביאה את צבר ההזמנות לרמה של כ-700 מ' ש"ח.

בשל אופי הפעילות הפרויקטאלי, החברה נמצאת באופן שוטף במו"מ עם לקוחות/מדינות פוטנציאליים ואין מן הנמנע כי פרויקטים נוספים ייחתמו בטווח הקרוב, וימשיכו להגדיל את צבר ההזמנות של החברה. החברה נמצאת גם בשלבי תכנון של ספינה מסוג רשף, לחיל הים הישראלי. לאחר תהליכי התכנון ואישור התקציב מצד משרד הביטחון סביר שתהיה הזמנה של כלים מסוג זה לחיל הים, מה שיתמוך בהגדלת הצבר והכנסות החברה בשנים הבאות.

## מגזר הנמל- נמל מספנות ישראל

הפעילות הנמלית מתבצעת תחת חברת בת, נמל מספנות ישראל בע"מ. פעילות זו החלה בסוף שנת 2007, לאחר קבלת כבת הסמכה ממשרד התחבורה ומשרד האוצר לפריקת סוכר, ומחודש מרץ 2008, הורחב כתב ההסמכה לכל סוגי המטענים. עיקר סוגי הסחורות שנפרקו על ידי הנמל כוללים סוכר, מטען כללי ומטען בצובר.

תשתית הנמל, נכון להיום, כוללת רציף באורך כולל של כ-1,000 מטרים, ואשר עומק המים לצדם הנו 10-11 מ'. שלושת הרציפים מאפשרים עגינה בו זמנית של 5-6 כלי שיט.

סך המקרקעין ברשות הנמל, מעל 300 דונם, נמצאים בחלק הצפוני של מפרץ חיפה, צפונית מזרחית לשפך נחל הקישון. המקרקעין עומדים לרשות הנמל במסגרת הסכם חכירה מהוון עם רשות הנמלים. תקופת החכירה הראשונה הסתיימה בנובמבר 2009 והמספנה מימשה אופציה להארכת התקופה ל-49 שנים נוספות.

בהתאם להוראות הסכם 2005 (כתב ההסמכה) מוטלות על המספנה מגבלות על נתח השוק היחסי, כלומר שיעור המטענים מכל הסוגים בהם תטפל המספנה מתוך סך משקלם של המטענים בנמלי אילת, אשדוד וחיפה לשנה. נכון להיום מגבלת נתח השוק עומדת על 5%. משנת 2018 היקף הפעילות הנמלית של החברה חורג ממגבלת ה-5% כאשר בשנת 2020 עמד נתח השוק של החברה על קרוב ל-8%.

להערכת החברה, בהתחשב בכך שהנמלים הפרטיים הצפויים להיפתח בשנת 2021 בחיפה ובאשדוד לא יוגבלו במגבלות דומות, הרי שסביר שמגבלה זו על הפעילות הנמלית של החברה תוסר גם היא. לחלופין ניתן להחריג את פעילות יבוא המלט של החברה מתוך תחשיב הפעילות הנמלית, ואז תוכל החברה לעמוד במגבלה זו.

חשוב להדגיש כי נכון להיום פעילות הנמל מתבצעת בתפוקה מלאה ובניצול מירבי של שטחי הפריקה והטעינה כך שהסרת המגבלה אינה צפויה להביא לגידול בפעילות הנוכחית. הגידול עשוי לבוא משינוי בתמהיל המטענים יחד עם שילוב טכנולוגיות פריקה מתקדמות המאפשרות פריקה בקצב מהיר יותר, מה שיאפשר ניצול יעיל יותר של רציפי הפריקה והגדלת כושר היצור בתחום פעילות זה.

פעילות הנמל, מיום השקתה, צומחת בקצב מהיר, עם שיעור צמיחה שנתי ממוצע של כ-20% בעשור האחרון.

### השוק

בשל מיקומה הגיאופוליטי של מדינת ישראל, וקשרי החוץ שנות הישראלית. המשק הישראלי תלוי באופן משמעותי באפשרות סחר החוץ דרך נמלי הים כאשר כ-99% מסך תנועת המטענים עוברת בנמלי הים, במונחי משקל.

נכון להיום פועלים בישראל ארבע נמלים כללים: נמל חיפה, נמל אשדוד, נמל אילת ונמל מספנות ישראל. בשוק זה צפויים שינויים משמעותיים בשנים הקרובות עם פתיחה של שני נמלים חדשים, בחיפה (SIPG) ובאשדוד, וכן הפרטה צפויה של נמל חיפה. כל אלו צפויים להגביר את התחרות בין הנמלים ולהרחיב את הפעילות הקיימת בתחום הטיפול במטענים.

בשנת 2020 הסתכם הסחר הימיים ב-57 מ' טון, ירידה של 1% משנת 2019, המיוחסת בעיקר להשפעות הקורונה.

בגרף להלן מוצגת התפתחות הסחר הימי בנמלי ישראל, וההתפלגות בין הנמלים-





נמלי הים מהווים חוליה מרכזית בשרשרת הלוגיסטית של הסחר הבינלאומי. הנמלים מהווים את הממשק בין ההובלה הימית ובין התובלה היבשתית (רכבות ומשאיות) ובתור שכאלו חייבים לספק שירות רציף, יעיל וזול ללקוחותיהם. ספנות ונמלים מודרניים מהווים בישראל נדבך חשוב לנגישות הסחורות למדינה ותנאי יסודי לקיומה. מכאן גם חשיבות שילובם במכלול תשתיות התחבורה בישראל. יעילות הנמלים תלויה ישירות ברמת התשתית היבשתית: כבישים, מסילות הברזל ומחסני אחסון לסחורות המגיעות לנמלים, ובאיכות התקשורת והלוגיסטיקה הכרוכה בתפעולם. רק מדינה עם תחבורה ותשתיות יבשתיות מפותחות מאפשרת קיומם של נמלים יעילים ומודרניים.

## הרפורמה בענף הנמלים בישראל

בשנת 2006 הכינה חנ"י תכנית אב אסטרטגית לפיתוח נמלי הים בישראל. תכנית האב היוותה פטפורמה לקידום יעד מרכזי של הרפורמה בנמלים על יסודי יצירת תחרות וקידום התייעלות בענף הנמלים באמצעות שילובו של הסקטור הפרטי בהפעלת המסופים. ביולי 2013 הודיה הממשלה על קידום רפורמה בנמלי הים, במסגרתה נמלי העתיד יופעלו ע"י מפעילים מהסקטור הפרטי, במטרה לחולל תחרות והתייעלות בענף. כפי שצינו, בשנת 2021 צפויים להיכנס לפעילות שני נמלים פרטיים חדשים, בחיפה ובאשדוד. למיטב ידיעת החברה, המפעילים החדשים צפויים לעסוק רק במטעני מכולות, תחום בו נמל מספנות אינה פעילה כיום. אולם הצפי הוא שפעילות המכולות תתחרה בהצלחה בפעילות המקבילה של נמלי חיפה ואשדוד, אשר יחפשו אפיקי צמיחה חדשים, בין היתר על ידי הרחבת פעילותם בטיפול במטענים בהם עוסקת החברה, כגון מטען כללי, ובכך תתגבר התחרות בתחום זה. פעילות הנמלים החדשים צפויה להתחיל בצורה הדרגתית ויגדלו בהתאם לצורכי הסחר.

הפרטת נמל חיפה - אישור ההחלטה על הפרטת נמל חיפה התקבלה בינואר 2020 כאשר נוהל מכירת המניות פורסם ב- 28/7/20. החברה, יחד עם שותפתה, DP WORLD LTD, הגישו פניה להשתתף בהליך המכירה וקיבלו אישור כניסה לחדר

המידע שנפתח במסגרת ההליך. להערכת החברה השלמת הפרטת נמל חיפה והעברתו לרוכש חדש, במקביל לפתיחת הנמלים החדשים בחיפה ובאשדוד, תביא להגברת התחרות בענף, ועלולה להיות לה, כאמור, השפעה על פעילות החברה.

## מגזר המלט (חברת סימנט)

בפברואר 2014 התקשרה החברה עם צדדים שלישיים לא קשורים בהסכם להקמת מיזם משותף אשר יעסוק בייזום ובפיתוח פעילות של ייבוא חומרי מלט מחו"ל, ייצור מוצרי מלט ומוצרים לענף הבנייה ושיווק של מוצרים כאמור בישראל. החברה פועלת באמצעות סימנט ואיסקו, חברות בנות המוחזקות בשיעור של 70.3% על ידי החברה, ביבוא, יצוא, ערבוב, עיבוד אריזה, שיווק ומכירת חומרי מלט. לצורך המיזם המשותף התקשרה איסקו בשנת 2014 עם חברת הסחר של תאגיד לאפארג', חברה מובילה בעולם ביצור צמנט ומוצרים, בהסכם ארוך טווח לאספקה של צמנט.

כמו כן מחזיקה החברה ב-3 אניות מלט, המוחזקות על ידי חברות בנות של סימנט. אניות אלו הן אניות פנאומטיות ייעודיות להובלת צמנט והן בעלות כושר נשיאה של בין 12,500-14,200 טון כ"א. אוניה אחת החלה לפעול בשנת 2019 בעוד ששתי האוניות האחרות נרכשו ונכנסו לפעילות באוגוסט ובנובמבר 2020. האוניות בעלות יכולת פריקה של 500 טון בשעה. מתקן המלט "יושב" על שטחי הנמל, ובשל כך חברת סימנט משלמת דמי שכירות ושימוש חודשיים הן למספנה והן לנמל. חברת סימנט החלה את פעילות יבוא המלט בפועל בתחילת 2016.

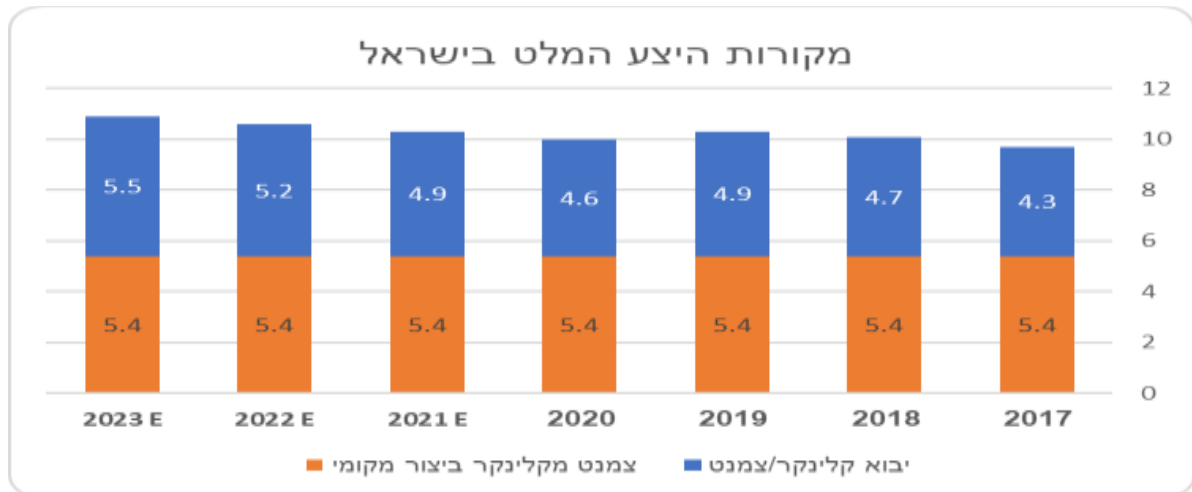
החברה מספקת את מקוון מוצריה בתחום זה לצדדים שלישיים. לקוחות החברה הנם בעיקר מפעלי תעשייה בענף הבניה והתשתיות וקבלני בנין ותשתית המבצעים פרויקטים בתחום הבניה הציבורית ולמגורים, תשתיות וסלילה. הביקושים למוצרים השונים תלויים בהיקף ביצוע פרויקטים בתחומי הבניה והתשתית השונים, ומושפעים, בין היתר, הן מהמצב הכלכלי במשק והן מביקוש לבניה פרטית כגון דירות מגורים, מבנים מסחריים, מבנים תעשייתיים וכיו"ב, והן מהחלטות הממשלה ומדיניותה בקשר להשקעות בתשתית לאורך השנים.

## השוק

שוק המלט (צמנט אפור), טרם כניסת חברת סימנט, נשלט ברובו על ידי נשר מפעלי מלט, אשר תפסה כ-85% מהשוק, ויבואן אחד של צמנט אפור- לב ברון, אשר ממוקם בנמל אשדוד. ביוני 2013, פרסמה הוועדה הבינמשרדית לקידום התחרות בענף המלט את מסקנותיה בדבר הריכוזיות בענף המלט בישראל. הוועדה ציינה כי קיים צורך להסיר חסמי יבוא של צמנט לישראל. בשנים האחרונות עושה מדינת ישראל מאמצים להגברת התחרות בענף המלט הנאמד בכ-2 מיליארד ₪ בשנה, עם גידול שנתי ממוצע של כ-3.5% בשנה.

נכון להיום בישראל פועלים 3 יצרני מלט, שנים מהם (נשר והרטוב) הנם בעלי כושר יצור קלינקר, ויצרנית אחת בעלת יכולת טחינה בלבד (שפיר).

סך הצריכה השנתית בשטחי ישראל והרש"פ נאמד בכ- 10.5 מ' טון, בעוד כושר יצור צמנט מקלינקר מקומי הוא כ- 5.4 מ' טון. יתרת הצריכה מסופקת באמצעות יבוא קלינקר וצמנט, כפי שניתן לראות בתרשים להלן-



על בסיס היכרותה עם השוק, החברה מעריכה כי בשנים 2017-2020 הגיעה פעילותה בתחום לנתח שוק של כ-15% עד 12% משוק המלט בישראל.

התחרות בענף המלט התפתחה משנת 2016, כתוצאה מגידול במספר יצרני ויבואני הצמנט, מה שהביא לירידת מחיר המלט בשוק. ירידת המחיר משנת 2016 ועד סוף 2019 נאמדת, למיטב ידיעת החברה, בכ- 15%-20%.

#### יבוא צמנט

עד כניסת החברה לשוק היה קיים בישראל יבואן מלט אחד, חברת לב ברון, אשר פורקת את הצמנט המיובא בנמל אשדוד. יבוא צמנט בדרך הים מורכב מבחינה לוגיסטית. היבוא צריך להתבצע ממדינות שאינן מרוחקות יותר מ- 3-4 ימי שיט מישראל, הוא חשוף לסכנות הנובעות ממזג האוויר ומעיכובים שונים בהליך הפריקה, הוא דורש ציוד פריקה מיוחד ודורש זמינות לוגיסטית של משאיות ייעודיות בעת הפריקה להעברת הצמנט ישירות ללקוח, או לחליפין יכולת אחסון של כמויות גדולות של צמנט, בדומה למתקני החברה. כתוצאה ממורכבות זו ישנם שני חסמים טבעיים על היבוא:

- תהליך היבוא לישראל כרוך בעלויות נוספות, שאינן מוטלות על היצרן המקומי.

- תהליך היבוא חשוף לעיכובים שונים בשרשרת הלוגיסטית.

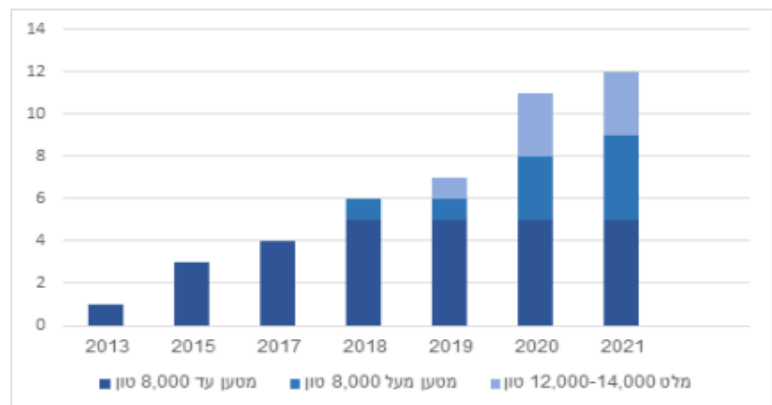
לנוכח חסמים אלו, כדאיות היבוא לישראל מושפעת ממצב שוק הצמנט במזרח הים התיכון. אנו מעריכים כי בתקופות גאות, בהם קיימים במדינות היבוא עודפי ביקוש, היכולת של היבואן להשיג מחירים נוחים, שיאפשרו להתחרות מול היצרנים המקומיים, פוחתת וכדאיות היבוא פוחתת. לחברת סימנט יתרון בחבירה לחברת לאפרג', אחת מיצרניות המלט הגדולות בעולם, מה שמאפשר גמישות גדולה יותר, להערכתנו, במחירי הרכישה ושוקי המקור.

## מגזר אחר

כפי שתיארנו קודם לכן, מעבר למגזרי הפעילות שתוארו לעיל, החברה מספקת עבודות ושירותים לוגיסטיים לחברות הפועלות בענף חיפושי הנפט וקידוחי הגז והנפט לרבות מתן שירותי עורף לוגיסטי, לרבות מתן שימוש ברציפים ובשטחים לוגיסטיים הצמודים לקו המים, שירותי אחסנה, עבודות ליצור ציודים, שירותי שינוי ועבודות אחזקה נוספות. כמו כן פועלת החברה בתחום ההובלה הימית, באמצעות חברות בנות המחזיקות אניות מטען. נכון להיום לחברה 12 אניות מטען, מתוכן 3 אניות בתחום המלט, תחת חברת המלט.

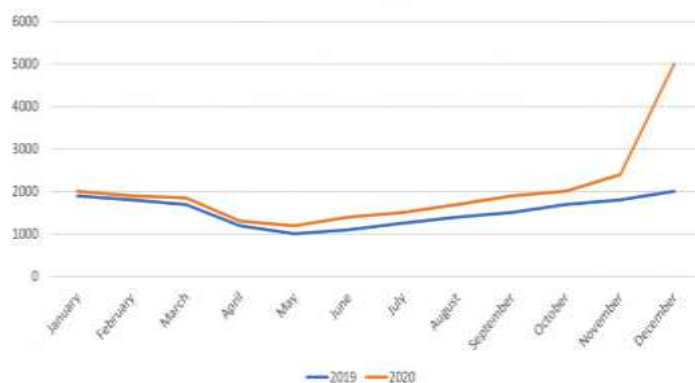
### תחום אניות המטען

להלן גרף המתאר את מספר האניות בבעלות החברה בשנים האחרונות-



אניות המטען של החברה פועלות בהובלת מטען כללי וצוברים באירופה ובאפריקה. בעשור האחרון, משנת 2008, נרשמה ירידה משמעותית במחירי ההובלה הימית, מה שהביא לירידה בהיקף הבניה של אניות חדשות בשנים אלו. אורך החיים של אניות מוגבל ובשנים האחרונות קצב הגריטה של האניות עלה על קצב בניית אניות חדשות. הגידול בביקוש להובלה ימית, במיוחד בשנה האחרונה, הביא לעלייה בביקוש, במקביל לירידה בהיצע, מה שגרר עליות מחירים חדות במחירי ההובלה. הגרף להלן מציג את מחירי ההובלה הימית (פר אניה, \$)-

2019 vs 2020



בגרף ניתן לראות בבירור את הקפיצה במחירי ההובלה בסוף שנת 2020, מגמה שנמשכה גם בתחילת 2021.

אחת הסיבות העיקריות, מעבר למגמות שתוארו לעיל, הייתה היציאה ההדרגתית ממשבר הקורונה, והעליה בהיקף המשלוחים, בכדי להדביק פערים.

מגמות אלו, במקביל לגידול בצי האניות של החברה בשנה החולפת, צפויים להשפיע לחיוב על הכנסות החברה במגזר זה.



## תחום התמיכה בתעשיית הגז

בעשור האחרון, בעקבות התפתחות תעשיית הגז/נפט המקומית, עם תגליות ופיתוח של מאגרי גז גדולים וכניסה של שחקנים בינלאומיים, הפכה החברה לשחקן משמעותי בשוק זה. החברה התקשרה עם חברה העוסקת בענף קידוחי הנפט והגז במספר הסכמים בהם החברה מעניקה שירותים שונים כמו הקמת מתקנים ייעודיים, הקצאת ציוד, שירותי כ"א ושירותים לוגיסטיים אחרים. בשנת 2020, בעקבות משבר הקורונה והמשבר בתעשיית הגז והנפט שנלווה לו, הצטמצמה הפעילות בתחום זה וההכנסות ממנו קטנו לרמה של כ-20 מ' ש, למול כ-30 מ' ש בכ"א מהשנים 2018-2019. צמצום הפעילות היה במחצית השנייה של 2020 והיקף ההכנסות מפעילות זו הופחת בכ-50%. השטחים שהתפנו כתוצאה מהפחתת הפעילות בתחום הגז שימשו את הנמל להרחבת פעילותו.

ב-5/4/21 הודיעה החברה על התקשרות עם לקוח זה, לפיו הלקוח יגדיל את היקף פעילותו במתחם במספר שלבים, כאשר פעילות מלאה צפויה החל מהרבעון השלישי של 2021.

בהתאם לתיקון ההסכם, עם חזרת הלקוח לפעילות מלאה, תוארך תקופת ההסכם בין הצדדים, והתמורה החוזית המוערכת לא תפחת מסך של 36 מ' ש, עד תום תקופת ההארכה, ללא אפשרות לשוב ולצמצם את היקף הפעילות במתחם בתקופה זו. כתוצאה מהגדלת הפעילות בתחום הגז, השטחים שמוקצים לפעילות זו יגדלו, בהשוואה ל-2020, והפעילות הנמלית שהוקצתה לרציף זה בתקופת הקטנת פעילות הגז, תפחת.

## פיתוח עסקי – הזדמנויות

בכל שנות פעילותה חברת מספנות ישראל שקדה על התייעלות מתמדת וניצול מיטבי של נכסיה, תוך שמירה על מובילות טכנולוגית בתחומי פעילותה.

נכון להיום ישנם מספר פרויקטים, בשלבי התקדמות שונים, אשר צפויים להמשיך ולשפר את פעילות החברה ואת תוצאותיה:

1. הקמה וחייבור שלוחת הרכבת – החברה מתכננת חיבור של מסילת הרכבת הארצית לנמל מספנות, תוך יצירת מסוף פרטי. החברה חתמה הסכם מחייב עם רכבת ישראל, ל-15 שנה, על בסיס יוקצה זמן על המסילה לחברה במטרה לייעל את שינוי המטענים מהנמל ללקוחות הקצה. החברה תידרש לרכישת הקרונות ולהשקעה בתוך המתחם. שלב התכנון של פרויקט זה הסתיים ותחילת פעילות מסוף הרכבת מתוכננת לשנת 2024.

2. הקמת ממגורות לגרעינים ומוצרי גרעינים – כיום היקף שוק הגרעינים בישראל עומד על כ-5.5 מ' טון המאוחסנים כיום בשני אתרים – ממגורות חיפה (דגון) וממגורות אשדוד. נכון להיום אתר ממגורות חיפה משמש לפריקה של יותר מ-3 מ' טון של גרעיני דגנים ומהווים כ-75% מכלל יבוא הגרעינים לארץ. הגרעינים נפרקים ברציף ייעודי, ומועברים לאחסון זמני בממגורות באמצעות מסועים ייעודיים. מהממגורות מועברים הדגנים, באמצעות משאיות ורכבות ליבואנים. החברה מתכננת כניסה לתחום זה על ידי הקמת ממגורה בעלת יכולת אחסנה של כ-110 א' טון (יבנה ב-2 שלבים). 55 א' טון כ"א) ברציף ייעודי, בשטח נמלי שאינו מנוצל כיום. החברה תקים מתקני פריקה מתקדמים אשר צפויים לייעל באופן ניכר את הפריקה. ההקמה של שלוחת הרכבת צפויה לשמש את הממגורה להפצת הגרעינים ליעדם. פרויקט זה נמצא בשלבי תכנון מתקדמים וההשקעה בו צפויה להסתכם ב-100-150 מ' ש.

3. הקמת מתקן ליבוא ביטומן- הביטומן משמש בעיקר ליצוא אספלט ולמוצרי איטום. נכון להיום יש בישראל יצרן יחיד של ביטומן (בז"ן) בהיקף של כ-300 א' טון בשנה (מונופול). אין כיום יבוא של ביטומן לישראל. יבוא ביטומן נעשה באניות ייעודיות, בטמפרטורה של 180 מעלות. החברה מתכננת להקים מסוף קליטה וניפוק ביטומן מיובא כאשר הפריקה מהאניות הייעודיות תתבצע ישירות למיכלים וניפוק למשאיות.
4. כניסה לפעילות יצור גבס- החברה בוחנת כניסה לתחום ייצור לוחות גבס באמצעות מפעל ייעודי תוך הסבת אחד ממבני הנמל. לטענת החברה בתחום זה הביקוש עולה על ההיצע ומכאן הפוטנציאל. הפרויקט נמצא בשלבי קבלת אישורים רגולטורים וגיבוש תכנית אסטרטגית. תחום זה יבוצע במסגרת חברה בת בבעלות סימנט (95%) ומר אייל הכט, מנכ"ל סימנט (5%).
5. התמודדות על רכישת נמל חיפה- פרויקט משמעותי מאד, בעקבות הוצאת מכרז להפרטת נמל חיפה החברה הגישה מועמדות משותפת עם חברת DP WORLD, הפועלת בכ-50 מדינות ובכ-130 מרכזים ונמלים ברחבי העולם. השלמת המכרז צפויה במהלך שנת 2021. סך התמורה הצפויה עומדת על מעל 1 מיליארד ש"ח אשר מיועדים לפיתוח הנמל ושימור העובדים. (החברה תחזיק 50%).

## הערכת השווי

### מתודולוגיה

הערכנו את שווייה הכלכלי של קבוצת מספנות ישראל לפי השווי המהוון של תוחלת תזרים המזומנים התפעולי (DCF) של החברה בניכוי התחייבויותיה הפיננסיות, נטו. תזרים המזומנים התפעולי נבנה על בסיס תחזית הכנסות ורווח תפעולי במגזרים השונים.

### הנחות המודל

#### נמל מספנות ישראל

- **הכנסות** – בשנת 2020 היקף הפריקה והטעינה של הסחורות בנמל (כולל מלט) עמד על כ-4.5 מ' טון והיווה קרוב ל-8% מסך הפריקה והטעינה בישראל בשנה זו. נתח שוק זה גבוה אמנם ממגבלת ה-5% המוטלת על החברה במסגרת הסכמי ההקמה של הנמל, אך כפי שציינו, המדינה לא אוכפת מגבלה זו וסביר שהמגבלה תבוטל עם פתיחת הנמלים החדשים. זו גם ההנחה שאנו התבססנו עליה בהנחותינו לשנים הבאות. יחד עם זאת, נמל מספנות פועל כבר כיום בתפוקה מלאה כך שעד להשלמת הקמת המתקנים האוטומטיים המתוכננים (ממגורות, ביטומן) החברה לא תוכל להגדיל באופן משמעותי, אם בכלל, את התפוקה ואת ההכנסות מהנמל.
- **EBITDA** – אנו הנחנו יציבות יחסית בהיקף ה-EBITDA לטון, בהתאם לסך הפעילות בנמל.

#### יבוא מלט - סימנט

- **הכנסות** – בתחום המלט פרקה החברה בשנת 2020 1,548 א' טון ומכרה סך של כ-1,700 א' טון. ההפרש בין הכמויות הנמכרות למיובאות נרכש בישראל ונמכר ללקוחות החברה, משיקולים לוגיסטיים. סך יכולת הפריקה של מתקני החברה הקיימים עומד על כ-2 מ' טון. קצב הפריקה בסוף שנת 2020 התקרב מאד לסף יכולת הפריקה של החברה, אך להערכתנו הקצב יתמתן מעט ב-2021. התחרות בשוק זה עזה, ועליית מחירי הצמנט בעולם מהווה אתגר בשמירה על נתח שוק והיקפי מכירה בשוק המקומי. אנו מעריכים שברמה שנתית החברה תגיע לסף יכולת היבוא בעוד כשנתיים.
- **EBITDA** – לקראת סוף שנת 2020 וגם בתחילת 2021 נרשמה בעולם מגמה של עלייה במחירי המלט. התחרות העיקרית של החברה בשוק המקומי היא מול מלט ביצור מקומי כך שעליית המחירים של המלט המיובא פוגעת ביכולת החברה להתחרות. להערכתנו מחירי המכירה יעלו מעט השנה אך בשיעור נמוך מעליית מחירי המלט בעולם, מה שיביא, להערכתנו, מעבר להתמתנות בהיקף המלט הנמכר על ידי החברה, גם לשחיקה ברווחיות.

#### מספנה

- **הכנסות** – פעילות המספנה הנה פעילות פרויקטלית ומשכך עלולה להיות תנודתיות לא מבוטלת בין השנים. תוצאות המספנה נפגעו בשנת 2020 כתוצאה ממשבר הקורונה, אשר בשל מגבלות התנועה ומשבר כלכלי עולמי הקשה על החברה בשיווק פרויקטים חדשים. הכנסות החברה בשנה זו נבעו, ברובם, מפרויקטים קיימים, בשלבי סיום או כאלו שנחתמו בסוף 2019. בסוף 2020 עמד צבר ההזמנות של החברה על כ-262 מ' ש. יחד עם זאת, בתחילת שנת 2021 ניכר שינוי מגמה, והחלו להיכנס פרויקטים חדשים. בסמוך לפרסום הדוח השנתי עמד צבר ההזמנות על כ-279 מ' ש, וכיום, לאחר חתימת חוזה גדול עם מדינה במזרח אסיה, עומד הצבר על כ-700 מ' ש. משכך, אנו צופים גידול ניכר בהכנסות המספנה בשנים 2021-2022. מעבר לכך, היות ונכון להיום אין פרויקטים שיגבו זאת, הנחנו קצב הכנסות של כ-300 מ' ש למספנה.
- **EBITDA** – הנחנו שיעור EBITDA של כ-14% בשנות התחזית.

## הוצאות ברמת החברה

- **הוצאות שכירות עודפות** – הוצאות הפחת של החברה כוללות, בעקבות יישום תקן 16, הוצאות שכירות שוטפות של כ-12 מ' ש. הנחנו יציבות בהוצאות אלו בשנות התחזית. מעבר להוצאות אלו אין לחברה הוצאות לא משויכות.
- **הון חוזר** – ההון החוזר של החברה נובע רובו ככולו מפעילות המלט. בשנת 2020 הייתה עלייה בהון החוזר, בעיקר בסעיף הלקוחות, בשל העלייה החדה בפעילות המלט. כפי שציינו בסוף 2020 קצב הפריקה של המלט היה גבוה וקרוב להיקף הפריקה המקסימלי, מה שהביא להטייה כלפי מעלה בסעיף הלקוחות במאזן ל-31/12/20. בתחום המלט אשראי הלקוחות עומד במוצע על 90 יום. הנחנו ששיעור זה יישאר בשנות התחזית וישתנה בהתאם לשינוי בהכנסות מתחום המלט.
- **CAPEX** – הוצאות ה-CAPEX השוטפות בחברה, ללא פרויקטים חריגים, עומדת על כ-22 מ' ש. בשנים האחרונות היקף ההשקעות היה גבוה יותר בשל השקעות במספנה ורכישת אוניות. בשנים הבאות הנחנו היקף השקעות שנתי של 22-25 מ' ש, ללא פרויקטים חריגים.
- מחיר ההון התפעולי, בהסתמך על התנאים שבהם פועלת החברה, על בסיס תחשיב WACC ובהתחשב בסיכונים הספציפיים לחברה, נקבע על-8%. שיעור הצמיחה לט"א נקבע על 1% ומשקף את פוטנציאל הצמיחה העתידי של החברה בפרויקטים יזמיים הנמצאים בשלבי פיתוח ואמורים לשפר את תוצאות החברה בשנים הבאות.

## להלן פירוט התזרים הצפוי -

| א' ש                        | 2018           | 2019           | 2020           | 2021 E         | 2022 E           | 2023 E           | 2024 E           | 2025 E           |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>מספנה</b>                |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| הכנסות כוללות               | 251,461        | 267,073        | 154,271        | 253,705        | 356,164          | 338,845          | 330,000          | 320,000          |
| שינוי                       | -22%           | 6%             | 0              | 64%            | 40%              | -5%              | -3%              | -3%              |
| EBITDA                      | 23,156         | 23,297         | 38,425         | 38,056         | 49,863           | 47,438           | 46,200           | 44,800           |
| % מתוך הכנסות               | 9.2%           | 8.7%           | 24.9%          | 15.0%          | 14.0%            | 14.0%            | 14.0%            | 14.0%            |
| <b>נמל</b>                  |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| הכנסות כוללות- ללא מלט      | 125,144        | 117,765        | 135,003        | 139,298        | 141,692          | 142,484          | 141,820          | 141,953          |
| שינוי                       | 0%             | -6%            | 0              | 3%             | 2%               | 1%               | 0%               | 0%               |
| EBITDA                      | 35,008         | 24,484         | 43,644         | 45,024         | 46,139           | 46,972           | 46,429           | 45,971           |
| % מתוך הכנסות               | 28.0%          | 20.8%          | 32.3%          | 32.3%          | 32.6%            | 33.0%            | 32.7%            | 32.4%            |
| <b>יבוא מלט</b>             |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| הכנסות כוללות               | 340,522        | 283,768        | 413,384        | 438,394        | 460,313          | 483,329          | 491,197          | 491,197          |
| שינוי                       | 14%            | -17%           | 0              | 6%             | 5%               | 5%               | 2%               | 0%               |
| EBITDA                      | 41,038         | 39,735         | 61,822         | 56,991         | 59,841           | 67,666           | 68,768           | 68,768           |
| % מתוך הכנסות               | 12.1%          | 14.0%          | 15.0%          | 13.0%          | 13.0%            | 14.0%            | 14.0%            | 14.0%            |
| <b>אחר</b>                  |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| הכנסות כוללות               | 70,183         | 72,723         | 62,664         | 78,330         | 82,247           | 83,891           | 84,730           | 85,578           |
| שינוי                       | 14%            | 4%             | -0.05817       | 25%            | 5%               | 2%               | 1%               | 1%               |
| EBITDA                      | 31,781         | 33,561         | 15,494         | 35,249         | 37,011           | 37,751           | 38,129           | 38,510           |
| % מתוך הכנסות               | 45.3%          | 46.1%          | 24.7%          | 45.0%          | 45.0%            | 45.0%            | 45.0%            | 45.0%            |
| <b>הכנסות כוללות- מאוחד</b> | <b>787,310</b> | <b>741,329</b> | <b>765,322</b> | <b>909,727</b> | <b>1,040,416</b> | <b>1,048,549</b> | <b>1,047,748</b> | <b>1,038,728</b> |
| <b>EBITDA-מגזרים</b>        | <b>130,983</b> | <b>121,077</b> | <b>159,385</b> | <b>175,319</b> | <b>192,854</b>   | <b>199,827</b>   | <b>199,526</b>   | <b>198,049</b>   |
| הוצאות שכירות (שנטרלו בפחת) | 4,618          | 12,000         | 12,000         | 12,000         | 12,000           | 12,000           | 12,000           | 12,000           |
| <b>תזרים תפעולי</b>         | <b>130,983</b> | <b>116,459</b> | <b>147,381</b> | <b>163,319</b> | <b>180,854</b>   | <b>187,827</b>   | <b>187,526</b>   | <b>186,049</b>   |
| מסים                        | 23,050         | 16,031         | 24,359         | 27,443         | 31,476           | 33,080           | 33,011           | 37,731           |
| <b>תזרים תפעולי לאחר מס</b> | <b>107,933</b> | <b>100,428</b> | <b>123,022</b> | <b>135,876</b> | <b>149,378</b>   | <b>154,747</b>   | <b>154,515</b>   | <b>148,317</b>   |
| השקעה בהון חוזר             |                |                |                | -6,252         | -5,480           | -5,754           | -1,967           | 0                |
| CAPEX ללא השקעות חדשות      |                |                |                | -25,000        | -25,000          | -22,000          | -22,000          | -22,000          |
| <b>תזרים נטו</b>            | <b>107,933</b> | <b>100,428</b> | <b>123,022</b> | <b>135,876</b> | <b>149,378</b>   | <b>154,747</b>   | <b>154,515</b>   | <b>148,317</b>   |

## סיכום הערכת השווי

| סיכום שווי אקוויטי - מספנות ישראל | א' ש      |
|-----------------------------------|-----------|
| שווי אקוויטי                      | 1,789,517 |
| נכסים (חוב) פיננסיים, נטו         | 278,947   |
| <b>2,068,464</b>                  |           |
| פרמיה מעל שווי שוק                | 17%       |
| <b>שווי למניה</b>                 | <b>83</b> |



# חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

## ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות לשווי החברה, תחת שינוי בשיעור ההיוון ושיעור הצמיחה לטווח ארוך-

| שיעור היוון |         |         |         |         |         |         |      | יחידות: מיליון ש"ח |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|--------------------|
| 10.0%       | 9.5%    | 9.0%    | 8.5%    | 8.0%    | 7.5%    | 7.0%    |      |                    |
| 1,580.2     | 1,646.7 | 1,720.6 | 1,803.2 | 1,896.2 | 2,001.5 | 2,121.8 | 0.0% |                    |
| 1,627.8     | 1,700.5 | 1,781.7 | 1,873.1 | 1,976.6 | 2,094.9 | 2,231.3 | 0.5% |                    |
| 1,680.8     | 1,760.6 | 1,850.4 | 1,952.2 | 2,068.5 | 2,202.6 | 2,359.1 | 1.0% |                    |
| 1,739.9     | 1,828.2 | 1,928.3 | 2,042.6 | 2,174.5 | 2,328.4 | 2,510.2 | 1.5% |                    |
| 1,806.4     | 1,904.8 | 2,017.2 | 2,146.9 | 2,298.2 | 2,477.0 | 2,691.4 | 2.0% |                    |
| 1,881.8     | 1,992.4 | 2,119.9 | 2,268.6 | 2,444.4 | 2,655.3 | 2,912.9 | 2.5% |                    |
| 1,968.0     | 2,093.4 | 2,239.7 | 2,412.5 | 2,619.8 | 2,873.2 | 3,189.8 | 3.0% |                    |

## מיאון אחריות:

עבודה זו מיועדת אך ורק ללקוחות כשירים כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995.

בנק לאומי לישראל בע"מ ולאומי פרטנרס ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אל מי מהם (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהן ו/או עשויה להיות למי מהן עניין במידע שבסקירה זו. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה. כמו-כן, אין לראות בסקירה זו כייעוץ, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, ואין בה כדי להחליף את שיקול הדעת העצמאי של הקורא.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד במכלול השיקולים שיש לשקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע לפי העניין.

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק לאומי לישראל בע"מ פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זו ואודות ניגוד עניינים שמקורו בהחזקות בחשבונות הנוסטרו שלו או של תאגיד קשור והחשבונות המנוהלים על ידו, ואשר איננו עולה ממידע אותו הוא נדרש לגלות לציבור לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1967. פטור זה ניתן לבנק לאומי לישראל בע"מ וללאומי פרטנרס מחקרים, משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין ייעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק לאומי לישראל בע"מ מורכבת מהפרדה ארגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רישיון המכין את עבודת האנליזה כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

האמור בסקירה זו לא מהווה ייעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. לאומי פרטנרס מחקרים ובנק לאומי אינם מתחייבים להודיע לקוראים בדרך כלשהי, על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי לאומי פרטנרס במישרין.

## גילוי נאות מטעם לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ:

(בהתאם להוראות רשות ניירות ערך)

לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה מצויה בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו, למעט כמפורט להלן:

- א. לאומי פרטנרס מחקרים לא קיבלה במהלך השנה האחרונה, אינה צפויה לקבל, תגמול בהיקף מהותי מאת "קבוצת התאגיד הנסקר".
- ב. נכון למועד הפרסום לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה עושה שוק בנייר הנסקר.
- ג. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום, לא מחזיקה קבוצת לאומי<sup>1</sup> החזקה מהותית<sup>2</sup> בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
- ד. כמו כן, במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום לא החזיקה קבוצת לאומי<sup>3</sup> החזקה מהותית<sup>4</sup> בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
- ה. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום לא מחזיקה בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ<sup>5</sup> החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר.

## פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים

מסמך זה בוצע בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור. אין לראות במסמך זה המלצה או תחליף להפעלת שיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות, או ייעוץ - בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. הנתונים נלקחו ממערכות ממוכנות כגון מגמה, גרפיט, בלומברג ועוד, למעט מקרים שבהם נכתב אחרת, ולא בוצעו בדיקות לאימות הנתונים. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לתוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד. לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע.

שיטת הערכה בה נעשה שימוש לשם חישוב מחיר היעד הינה DCF.

להלן הסיכונים השונים העשויים להשפיע על מהותית על ההמלצה:

- שינוי במחירי המלט ליבוא
- תחרות בשוק המלט המקומי
- סיכונים גיאופוליטיים- בהיבט של כל תחומי הפעילות
- תחרות בשווקים הרלוונטיים
- שינויים בשערי המטבעות מול השקל
- גורמים מאקרו כלכליים עולמיים ומקומיים

<sup>1</sup> קבוצת לאומי כוללת את כל החברות בשליטת בנק לאומי לישראל בע"מ לרבות לאומי פרטנרס בע"מ החברות הבנות שלו וחברות הנשלטות בידיהם.  
<sup>2</sup> כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.  
<sup>3</sup> קבוצת לאומי כוללת את בנק לאומי לישראל בע"מ, החברות הבנות שלו, בעלת השליטה בו, והחברות הנשלטות בידי.  
<sup>4</sup> כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.  
<sup>5</sup> בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ היא בנק לאומי לישראל בע"מ.

# חדר עסקאות

## חטיבת שוקי הון

• אין המלצות היסטוריות למניה זו

### הצהרת מכין העבודה

אני, מרב פישר שרוני, העובד בלאומי פרטנרס בע"מ, רח' מנחם בגין 132 מס' טלפון 03-5141228, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

לכותב הסקירה אין עניין אישי בנושא הנדון לעיל. הנתונים והמידע המובאים לעיל אינם מהווים ייעוץ השקעות ואו תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

מכין עבודת האנליזה אינו בעל רישיון יועץ השקעות, ואינו מבטח בביטוח אחריות מקצועית.

20 שנה

תואר ראשון- כלכלה, תואר שני- מנהל עסקים

ניסיוני

פרטי השכלתי

5/5/21

חתימה

תאריך

פורסמה ביום- 5/5/21

העבודה הוכנה ביום- 5/5/21