

המניה משקפת אפסייד גם בהינתן מודל שמרני, מעלים המלצה לתשואת יתר

תאריך פרסום ועריכה: 6.6.21

רמי לוי

תשואת יתר	המלצה (עלייה מת. שוק)
250	מחיר יעד (עלייה מ-223)
212	מחיר מנייה בש"ח
2,899	שווי שוק
5.7	תמורה חצינית LTM
60%	שיעור הציבור
16.9	מכפיל רווח 2021E*
4%	תשואת דיבידנד צפויה

*בטחול IFRS16.

רמי לוי מול ת"א 125 LTM



צפי תוצאות רמי לוי (מיליוני ₪)

מכירות	2021E	2020	2019
מכירות	6,458	6,466	5,936
YoY	0%	9%	9%
בולמי	1,471	1,459	1,236
%	22.8%	22.6%	20.8%
תפעולי בנטרול IFRS16	217	246	151
%	3.4%	3.8%	2.5%
נקי בנטרול חד"פ מדוח	156	174	113
YoY	-10%	54%	---
נקי בנטרול חד"פ, ללא IFRS16	172	188	126
YoY	-8%	49%	-6%

הגם שמשקללים תחזיות שמרניות ושיעור היוון גבוה ניכר אפסייד, מעלים המלצה ליתר במ"י 250 לאחר זמן רב שבו המלצנו על המניה בתשואת שוק, ולאחר מספר רבעונים מאוד חזקים. אנו מעלים המלצה לתשואת יתר במ"י של 250 ₪, המגלם אפסייד של 18%. המודל שלנו שמרני ומשקף ירידה ברווחים ביחס לאלו שהוצגו ב-2020, גם כמה שנים קדימה. גם שיעור היוון שלנו גבוה ועומד על כ-9%. אחת מהסיבות לכך היא שאנו נתקלים לעיתים בקשיים בהבנת הדוחות הנובעים מחוסר עקביות בנתונים. הגם שאנו משקללים הן שיעור היוון גבוה והן תחזיות שמרניות, שמקנים לנו comfort. ניכר כי התמחר אטרקטיבי ומשקף אפסייד.

ב-2021 השוק צפוי לרדת באחוזים בודדים בלבד; צפויה ירידת כמויות לצד עליית מחירים
 הייתה שנה מצוינת עם עלייה של כ-9% בשוק (לפי סטורנקסט). התמתנות הקורונה, לצד מספרי השוואה חזקים, הובילו בעבר משקיעים לחשוש מירידות חדות ב-2021. מינואר עד אפריל (כולל) השוק ירד בכ-3.4%, הרוב בגין כמויות. מקור עיקר הירידה היו במרץ. באפריל נרשמה ירידה של כ-0.8%, אך בנטרול השינוי בימי המכירה המגמה הייתה מתהפכת, עם עלייה מינונית של כ-0.1%. מאז אפריל, המחירים מתחילים לטפס מעלה ולאחרונה הצפי התחזק עם הדעות מצד היצרנים להעלות. להערכתנו אלו יתגלגלו ברובן לצרכן וסביר שהקמעונאיים גם יגבו פרמיה. בסיכומו של דבר, ל-2021 אנו צופים ירידה בשוק, אך קלה בלבד של כ-2%. זו עקב ירידת כמויות, שתקוזז חלקית עם עליית מחירים. הגם שצפויה ירידה לעומת 2020, מדובר במצב עולם מצוי, שכן אנו לאחר שנה מאוד חזקה ב-2020.

רבעון 1 היה חזק עבור רמי לוי בשל הרווחיות, עם עלייה בנקי של כ-63%
 השיפור ברווחיות התפעולית מכ-2.9% לכ-3.7% (בנטרול IFRS16) נבע מצד הגולמי, בשל שיפור בפעילות המרלו"ג, עם מיצוי עקומת הלמידה והכנסת פעילויות נוספות. הגולמי עלה מכ-21.7% לכ-22.8%. מנגד שיעור התפעוליות עלה מינונית בלבד לכ-18.5% עקב התייעלות בשכר. אשתקד החברה התמודדה עם הקורונה, לצד ביקוש חזק באונליין ושכרה לשם כך עובדים רבים ומאז הצליחה להתייעל. בנתון המכירות, נרשמה ירידה קלה של כ-1%, אך המכירות למ"ר ירדו בכ-4.6% והמכירות בחנויות הזהות בכ-3%. הפער נבע מפתחת 2 סניפים מאז אשתקד. מגמת הירידה סבירה לאור הירידה הכללית בשוק ברבעון 1 שעמדה על כ-4.3%, וזאת בשל ירידה חדה במרץ כאמור. בסה"כ ניכר דוח חזק לרבעון 1 עם שיפור ברווחיות התפעולית וכן רווחי מימון מהשקעות בניירות ערך.

רבעון 1 היה חריג לטובה בשוק; ב-2021 צופים לרמי ירידה של כ-10% בנקי; ביחס לשנים שטרם 2020 צפויות תוצאות חזקות, כך שאפילו שמדובר בירידה ביחס ל-2020 אין מדובר בגורם מרתיע
 להערכתנו ברבעון 2 החברה תציג יציבות/עלייה בנקי של אחוזים בודדים. עם זאת, במחצית השנייה צפויה ירידה בנקי בשל מספרי השוואה חזקים חריגים כלפי מעלה. בסה"כ ב-2021 אנו צופים ירידה בנקי של כ-10% עם נתון של כ-156 מ' ₪ (מנטרול IFRS16). הגם שמדובר בירידה ביחס ל-2020, הצפי הוא למספרים מאוד חזקים ביחס לשנים שטרם 2020. הסיבה לכך הינה גידול במצבת הסניפים המביאה לעלייה במכירות, שיפור ברווחיות בשל המרלו"ג וחיזוק בפעילויות האחרות להן רווחיות גבוהה (בדגש על גודפארם) וכן שיפור בהכנסות המימון כתוצאה ממימוש חלקי של תכנית ההשקעות.

אסטרטגיה קדימה? פתיחת סניפים, חיזוק גודפארם ותחום המכירה לעסקים והשקת ארנק דיגיטלי
 חלק מהאסטרטגיה של החברה כוללת פתיחת 20 סניפי דיסקונט נוספים, בקצב של 2-3 בשנה, הנחה סבירה להערכתנו. לטענת החברה היקף זה אינו צפוי להוביל לקניבליזציה. בגודפארם קיימים 34 סניפים והחברה מתכננת פתיחה של כ-4-5 סניפים בשנה (חלקם בזכיינות). בינתיים החברה עומדת בקצב זה ויש מקום להתרחבות. בתחום המכירות למוסדיים, לאחר מהלך נכון מצד שופרסל, גם רמי לוי מתכננת לחדור לפעילות עוד ברבעון 2 השנה. מדובר בשוק רחב מאוד, עם פוטנציאל לצמיחה יפה.

עם התמעטות הקורונה וחזרת הכוחות הניהוליים – רמי לוי שב לשים דגש על פיתוח האונליין
 היקף המכירות באונליין בשוק להערכתנו צפוי להתחזק, גם פוסט הקורונה. זאת משום שלקוחות שנחשפו לאונליין בקורונה לא צפויים "לחזור אחורה". רשת רמי לוי היא אמנם ה-2 בגודלה בישראל באונליין, אך בפער מהותי משופרסל. הסיבה לכך נובעת בין היתר מקושי של החברה לספק את הביקוש בצורה מסודרת. גם ברמת הרווחיות, האונליין משקף שיעור נמוך. בכוננת החברה לחזק את האונליין ע"י פתיחת מרכזים רובוטיים של חברת "FABRIC". לאחר פיילוט בת"א וקיפאון בקידום התחום, כנראה בשל הקורונה, השנה החברה מתכננת פתיחת 2 מרכזים בב"ש ובפ"ת, ובשנים הקרובות הגעה ל-12 מרכזים רובוטיים. אלו יאפשרו אספקת ביקושים ושיפור ברווחיות. מדובר במודל נוח לרמי לוי, שכן כל השקעת ה-CAPEX היא על FABRIC והחברה משלמת רק אחוזים מהמכירות. יחד עם זאת, נטל ההוכחה מטל על החברה, וקשה להעריך עד כמה FABRIC, שהינה סטארט-אפ חדשני, יעילה ומוכנה להתמודד עם קשיים תפעוליים. על רקע שמרנות גילמנו במודל בשנים הבאות יציבות בלבד בשיעור התפעולי.

לגילוי נאות מטעם מכין עבודת האנליזה ומטעם הבנק ראה עמוד 3

אנשי קשר

מחקר מאקרו ושוקים <<<

שמואל קצביאן, אסטרטג שוקים
Shmuel.katzavian@dbank.co.il

OTC תחום לקוחות <<<

קובי צעירי, מנהל תחום לקוחות
03-5145500
Kobi.tsairi@dbank.co.il

דסק מוסדיים ונגזרים <<<<

אבישי בר דיין, מנהל דסק
Avishay.bardayan@dbank.co.il

אבי טטרו, סוחר
Avi.tetro@dbank.co.il

רועי יעקבי, סוחר
Roee.yaakobi@dbank.co.il

אלעד דרוויש, סוחר
Elad.darwish@dbank.co.il

כרמית ארבל, סוחרת
Carmit.arbel@dbank.co.il

דסק תאגידיים <<<

ליאן לוינטל, מנהלת דסק
Lian.levintal@dbank.co.il

דן בירו, סוחר
Dan.biro@dbank.co.il

סיוון פינטו, סוחרת
Sivan.pinto@dbank.co.il

טל בן שטרית, סוחרת
Tal.ben.shitrit@dbank.co.il

דסק מסחרי <<<

אלעד רפאל, סוחר
Raphael.Elad@dbank.co.il

עוז שוחט, סוחר
oz.shohat@dbank.co.il

<<< Structures, Derivative products & Private Banking

אסף שרגא, מנהל דסק
Asaf.shraga@dbank.co.il

גיל עמירן, סוחר
Gil.amiran@dbank.co.il

חדר עסקאות <<<

גדנן יעקב, מנהל חדר עסקאות
Yakov.gedanken@dbank.co.il

תחום ניירות ערך וברוקראז' <<<

רפאל וסלום, מנהל תחום מסחר ני"ע
03-5144590
Rafi.v@dbank.co.il

מחקר מיקרו ישראל <<<

מיכל אלשיך, מנהלת מחקר ברוקראז'
Michal.alshech@dbank.co.il

ישי ששון – אנליסט בכיר
Yishay.sasson@dbank.co.il

דסק ברוקראז' <<<

ניב רז, מנהל דסק ברוקראז'
03-51455020
Niv.raz@dbank.co.il

אג"ח ישראל <<<<

אביחי חרמון, מנהל דסק אג"ח
Avihay.hermon@dbank.co.il

ארו דינור, סוחר
Erez.dinur@dbank.co.il

ברק שמידט, סוחר
barak.shmidet@dbank.co.il

מניות ישראל <<<<

זיו נרקיס, סוחר
Ziv.narkis@dbank.co.il

בני אסייג, סוחר
beni.assayag@dbank.co.il

ניירות ערך זרים <<<<

עומר שור, סוחר
Omer.shur@dbank.co.il

אייל סבג, סוחר
Eyal.sabag@dbank.co.il

<<< Premium Retail Desk

עידן לחון, מנהל דסק
Idan.luzon@dbank.co.il

דוֹתן שטרן, סוחר
Dotan.stern@dbank.co.il

עמית יעקבי, סוחר
Amit.yaakobi@dbank.co.il

צחי ביטון, סוחר
Tzachi.biton@dbank.co.il

גילוי נאות

דו"ח זה מיועד ללקוחות כשירים בלבד כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה – 1995. אין להפיץ, להעביר, או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מהבנק מראש ובכתב.

פרטי מכין עבודת האנליזה

שם	מיכל אלשיך
כתובת	יהודה הלוי 23, ת"א
השכלה	<ul style="list-style-type: none"> ▪ B.A בחשבונאות ובפסיכולוגיה – אוניברסיטת תל אביב. ▪ חאת חשבון - בעלת רישיון שאינו פעיל. ▪ רישיון משווק מותלה מטעם הרשות לניירות ערך. ▪ ניסיון בראיית חשבון ובשוק ההון בתחום מחקר ואנליזה Sell-Side (2009 ואילך).
ניסיון	

התאגיד המורשה מטעמו פועלים מכיני האנליזה

בנק דיסקונט לישראל בע"מ

כתובת: יהודה הלוי 23 ת"א

טלפון: 03-5144590

גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

ככל הידוע למכין עבודת האנליזה, במועד פרסום העבודה אין למכין העבודה ניגוד עניינים או חשש לניגוד עניינים.

הערות לאנליזה

▪ להלן סולם המלצות לפיו פעל כותב האנליזה:

קניה
תשואת יתר
תשואת שוק
תשואת חסר
מכירה

▪ חישוב מחיר היעד בוצע על סמך שיטות הערכה מסוג DCF והשוואת מכפילים.

טבלת המלצות



סיכונים מהותיים העשויים להשפיע על מחיר היעד

- פגיעה במחירי המכירה בפעילות בישראל, בין היתר עקב מחאה חברתית ורגולציה נוספת.
- עלייה במחירי חומרי הגלם, אשר תגולגל מהיצרנים ולא יהיה ניתן להעמיסה על לקוחות.
- החרפת התחרות וכניסת שחקנים חדשים תוך כדי אובדן נתח שוק.
- כניסה של שחקנים חדשים לתחומים בהן החברות רווחיות, לדוגמה כניסה של אמזון בעתיד לתחום המזון.
- עלייה בהוצאות תפעוליות, דוגמת עלייה משמעותית בהוצאות שכר.
- שאלת הצלחה בפעילויות חדשות דוגמת תיירות, ביטוח, אשראי, השקעות באונליין, ארנק דיגיטלי וכדומה.
- היעדרות של אנשי מפתח, דוגמת רמי לוי (כולל בשל חקירות).
- פגיעה במוטג הרשת ו/או במוטג הפרטי כתוצאה לדוגמה ממצאת חידקים במוצרים.
- תביעות מהותיות.
- סיכון רגולטורי – תיקונים חדשים שיביאו להגבלות משמעותיות בפעילות.
- גילוי ליקויים בדוחות.

עצמאות שיקול הדעת

אני מיכל אלשיך, מצהירה בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על נירות הערך המסוקרים ועל התאגידים שהנפיקו נירות ערך אלו.

גילוי נאות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ עבור רמי לוי

למיטב ידיעת מכין עבודת האנליזה במועד פרסום העבודה לא קיים ניגוד עניינים, מול חברת רמי לוי ו/או חשש לניגוד עניינים מצד בנק דיסקונט לישראל או מצד חברות קשורות אליו.

הצהרת בנק דיסקונט לישראל בע"מ על הפטור מגילוי המוענק לו על בהתאם להוראת רשות ני"ע בשל היותו תאגיד בנקאי:

בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק דיסקונט 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 – 1968. פטור זה ניתן לבנק דיסקונט לישראל בע"מ משום היותו מחויב מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין של המפקח על הבנקים בעניין פעילות מערכת הבנקאות בשוק ההון בהפרדה מבנית ("חומות סיניות") בין יעוץ ההשקעות בניירות ערך לבין יתר עסקיו. ההפרדה המבנית הקיימת בבנק דיסקונט לישראל בע"מ, מורכבת מהפרדה אירגונית, מקצועית ועסקית, ומיועדת, בין היתר, למנוע ניגוד עניינים והעברת מידע למכין עבודת האנליזה, כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

הניתוח הכלול בחומר הכתוב המובא להלן, מיועד ללקוחות כשירים של חדר עסקאות של הבנק והוא נשלח אליהם כחלק מתפוצה כללית. הניתוח הינו למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בו תחליף ליעוץ אישי המתחשב בתנאים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי ניירות הערך והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו, ולא מכל בחינה אחרת.

הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בו או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בחומר הכתוב המובא להלן מייצגות את עמדת המחבר והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות ו/או מחלקת מחקר ו/או הכלכלנית הראשית בבנק. הדעות האמורות נכונות למועד פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת.

תיתכן גם אפשרות שבחומר הכתוב המובא להלן נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו'. במקרה כאמור, הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בחומר הכתוב המובא להלן, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על החומר הכתוב המובא להלן, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בחומר הכתוב המובא להלן ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת החומר הכתוב המובא להלן ופרסומו במלואו או בחלקו, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט.

הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות עם החברה ו/או בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בחומר הכתוב המובא להלן, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בו.

העברת החומר הכתוב המובא להלן באמצעות האינטרנט ו/או מערכות ממוחשבות, חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות אלו, על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים כאמור. לפיכך לא יישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת החומר הכתוב המובא להלן ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למנוען במאמץ סביר.