

נייר חדרה – עדכון רבעוני Q1-21 והעלאת מחיר יעד

תשואת יתר – סיכון גבוה

רבעון של שיפור ניכר בריווחיות בשל התיקרות גלילי נייר לקרטון, השיפור צפוי להימשך

תמצית ההמלצה

לפני כחמש שנים הועברה השליטה בחברה לידי קרן ההשקעות פימי, ובוצעו מהלכי התייעלות עמוקים לאורך כל שרשרת האספקה.

בשנת 2020 חלה ירידה נכרת במחירי חומרי הגלם, התאית, נייר האריזה לקרטון ופסולת הקרטון, שנמשכה עד לרבעון השלישי. ההתאוששות המהותית במחיר הסחורה לקרטון שהתרחשה בחודשים האחרונים הקפיצה את מחירי הסחורה לקרטון בכ-48% מעל לשפל של שנת 2020 (ראה גרף והסברים בעמוד הבא). מגמה זו, בשילוב עם התיצבות השקל מתחילת השנה, מותירה מקום לאופטימיות וצפי לשיפור ניכר בתוצאות החברה ברבעונים הקרובים.

בבואנו לשקול את המלצתנו למנית החברה, ובהנחה כי איננו יכולים לחזות את מחירי הסחורה העולמיים של גלילי הנייר לקרטון, אנו לוקחים בחשבון את המגמות הבאות: (1) מחירי הסחורה של גלילי הנייר לקרטון כיום, עברו את ממוצע 2019/20 (2) עליה בביקושים העולמיים והמקומיים למוצרי אריזה מקרטון, בשל עלייה בהיקפי הסחר המקוון והתמ"ג (3) שיפור והתייעלות בכרמל. ייצור מוצרי אריזה וקרטון בכמויות גדולות ובזמן אמת, כתוצאה מהשקעה במכונות ייצור חדשניות, המשפרות את מיצובה של כרמל בשוק המקומי. (4) החל מסוף מ-Q4 2022 תופסק פעילות ייצור הנייר הלבן, שגורמת להפסדים, והמכונה תוסב לתוספת של כ-50% כבושר ייצור גלילי אריזה ממוחזר לקרטון, פעילות רווחית יותר לחברה. (5) הוצאות המימון יורדות בשל מתווה של הקטנת החוב לאורך השנים הבאות. (6) להערכת החברה, משבר הקורונה יצר קפיצת מדרגה בביקוש לגלילי הנייר לקרטון בשל העליה בביקוש למוצרי אריזה ולמסחר מקוון. בנוסף מחירי התובלה הימית התיקרו בצורה ניכרת, ובשל כך מיצובה בשוק המקומי משתפר.

בשל צפי לשיפור חד בריווחיות החברה ברבעונים הקרובים, אנו מותירים את המלצתנו למניה ב"תשואת יתר" בסיכון גבוה, ומעלים את מחיר היעד למניה ל-270 ₪ בשל הזינוק החד במחירי סחורת גלילי הנייר לקרטון.

פירוט התוצאות

ירידה במכירות הרבעון הראשון של 2021 בכ-9.9% לעומת הרבעון המקביל. הקיטון במכירות נובע בעיקר מירידה במכירות מגזר ניירות הכתיבה ובמגזר שיווק צרכי משרד ב-42 מ' ₪. בעיקר בשל ירידה בפעילות המשרדים במהלך סגר הקורונה. הירידה קוזזה בחלקה בעלייה בהכנסות ממגזר גלילי הנייר לקרטון.

שיפור בריווחיות הגולמית, אשר עמדה על 16.9% מסך ההכנסות, לעומת 15% ברבעון המקביל, בזכות שיפור ביעילות התפעולית והגדלת התפוקות.

עליה ברווח התפעולי (לפני הכנסות אחרות) וב-EBITDA לכ-19 ולכ-55 מיליון ₪, בהתאמה. לעומת רווח תפעולי של 11 מיליון ₪ ו-EBITDA של 50 מ' ₪ ברבעון המקביל.

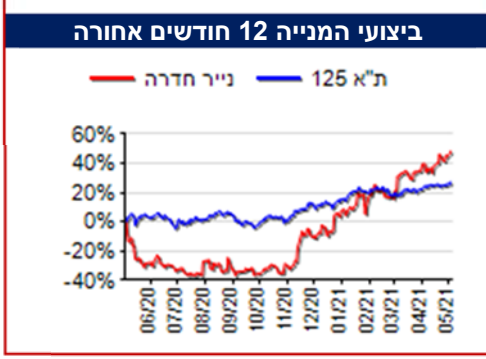
הרווח הנקי המדולל לבעלי מניות החברה הסתכם בכ-7.2 מיליון ₪, עליה בשיעור של כ-560% ביחס לרבעון המקביל. העליה הניכרת ברווח נובעת מירידה בהוצאות המימון בשל פירעון אג"ח. החברה תחלק בגין ריווחי הרבעון דיבידנד בסך 10 מיליון ₪.

מועד עריכה:	05.05.2021
מועד פרסום:	05.05.2021
שם האנליסט:	דוד לוינסון
מחיר יעד:	270 ₪
מחיר נוכחי:	236 ₪
המלצה קודמת:	תשואת יתר
מחיר יעד קודם:	250 ₪
מועד המלצה קודמת:	04.03.2021

נתוני מסחר	
מספר נייר	632018
סימול	HAP
טווח מחיר המניה (52 שבועות)	236-99.5 ₪
שווי שוק נוכחי	1,499 מיליון ₪
מכפיל רווח נקי 4 רבעונים	158
מכפיל הון	1.48
מחזור יומי ממוצע (3 ח')	1.84 מ' שקל
מדד ת"א 125	1716.1

תיאור החברה
נייר חדרה הינה חברת אריזה ומחזור. החברה עוסקת באמצעות חברות הבת ביצור ומכירה של ניירות אריזה, אריזות קרטון גלי, אריזות למוצרי צריכה ולתעשייה, פעילות שירותי איסוף ועיבוד פסולת נייר ופולסטיק, ניירות כתיבה והדפסה ושיווק צרכי משרד.

בעלי מניות עיקריים	
פימי	59.6%
כלל ביטוח	12.7%
ציבור	27.0%

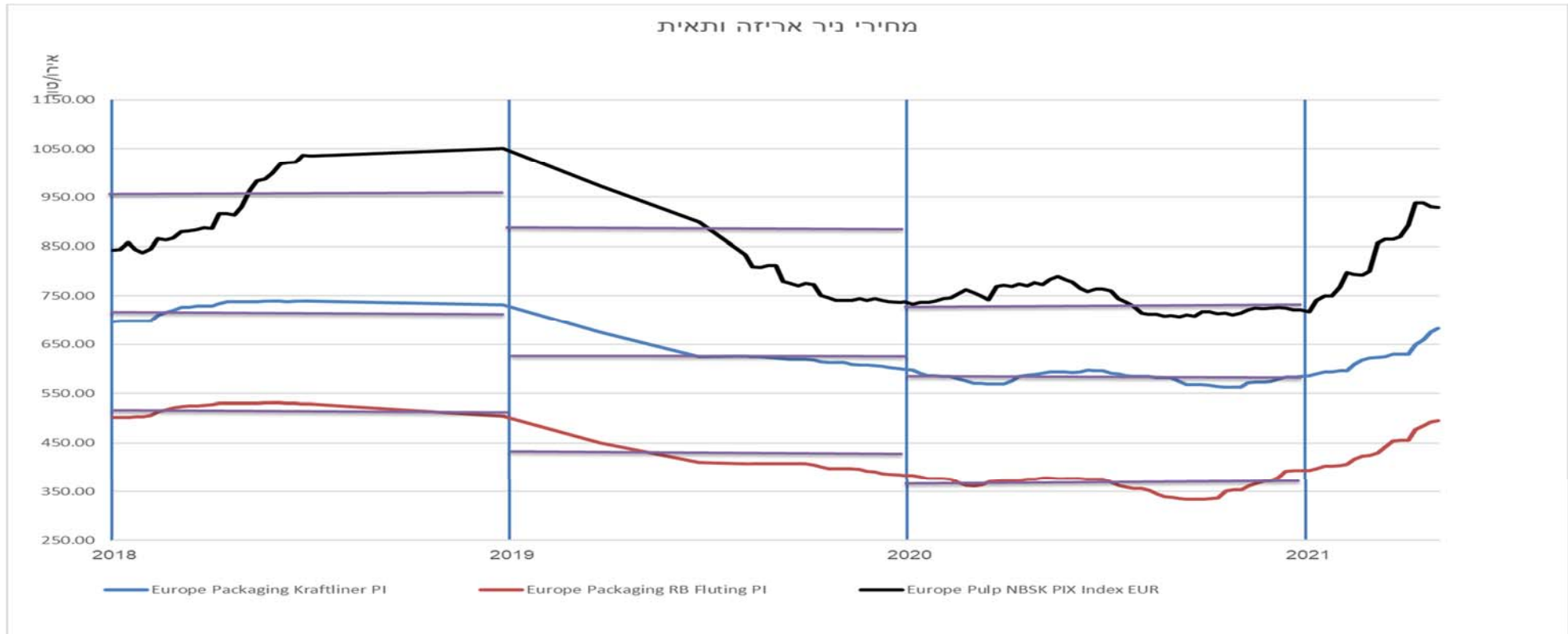


הערה:
כל נתוני הבורסה ושערי החליפין בדו"ח מעודכנים לתאריך 05.05.2021, אלא אם צוין אחרת. ראו הערות וביאורים בסוף הדו"ח

נתונים עיקריים (מיליוני ₪)

YoY	Q1-21	
-9.9%	383	הכנסות
1.0%	64.7	חוח גולמי
		חוח תפעולי (לפני הכנסות אחרות)
68.6%	19.3	חוח נקי (לבעלי מניות החברה)
557.7%	7.2	חוח למניה (מדולל לבעלי מניות החברה)
558.8%	1.12	שול חוח גולמי
	16.9%	שול חוח תפעולי
	5.0%	שול חוח נקי
	1.9%	

מחירי נייר אריזה ותאית



מקור: RISI

1. ברבעון השלישי של שנת 2020 מחירי נייר האריזה לקרטון היו בשפל חסר תקדים, אולם החל מסוף ספטמבר החלו מחירי סחורת התאית ואיתם גם נייר האריזה לקרטון לתקן כלפי מעלה.
2. מחירי נייר האריזה לקרטון מסוג Fluting עלו בכ-48% מנקודת השפל בספטמבר 2020 ועד לתחילת מאי השנה.
3. המחיר הממוצע של נייר האריזה מסוג Fluting ברבעון השני של שנת 2021 גבוה מזה של הרבעון הקודם ב-14.8% וגבוה ממחירי הרבעון המקביל ב-28.1%.
4. רמת המחירים בתחילת מאי גבוהה מרמת המחירים הממוצעת של השנים 2020 ו-2019 אולם עדין נמוכה בכ-6% מזו של שנת השיא 2018.

הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

1. פרטי מכיני עבודת האנליזה:

שם: דוד לוינסון
מס'/סוג הרשיון: 8649
כתובת: בנק הפועלים בע"מ, אלנבי 126 תל אביב.
השכלה: M.B.A - מנהל עסקים, התמחות מימון ויזום עסקי, האוניברסיטה העברית בירושלים
M.Sc - גנטיקה מולקולרית, האוניברסיטה העברית בירושלים
B.Sc – ביולוגיה, האוניברסיטה העברית בירושלים
ניסיון: כ – 16 שנים בשוק ההון.

2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה:

אין לעורך האנליזה ו/או לפני משפחתו (כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשוק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה – 1995) ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום עבודת האנליזה.

3. הערות לאנליזה:

3.1. סולם המלצות

- **תשואת יתר (OUTPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת יתר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת שוק (MARKET PERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **תשואת חסר (UNDERPERFORM)** - להערכתנו המניה צפויה לתת תשואת חסר על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.
- **קנייה ספקולטיבית לטווח ארוך** – מנייה של חברה המצויה בשלב מוקדם של חייה העסקיים, ואשר להערכתנו צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק, בטווח של **מעבר ל- 12 חודשים** וברמת סיכון גבוהה במיוחד.

3.2. דרוג סיכון

- **סיכון גבוה (High Risk)** – להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה גבוה מסיכון השוק.
- **סיכון בינוני (Medium Risk)** – להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה דומה לסיכון השוק.
- **סיכון נמוך (Low Risk)** – להערכתנו סיכון החברה ו/או המניה נמוך מסיכון השוק.

3.3. הערות ובאורים לגבי הדוח:

מחיר היעד מתייחס ל-12 החודשים הקרובים.
כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני ש"ח, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא בש"ח; כאשר נתוני הרווחיות מוצגים במיליוני \$, הרווח למניה (EPS) מוצג אף הוא ב-\$. מכפיל הרווח בטבלה זו הינו מכפיל רווח (P/E) הנגזר מרווחיות החברה בארבעת הרבעונים המדווחים האחרונים וממחיר המניה כיום.
מכפיל רווח 4 רבעונים – מכפיל הרווח מחושב על סמך הרווח המצטבר שהציגה החברה ב-4 הרבעונים המדווחים האחרונים.
רווח מתוקן – הרווח המדווח, בניטרול הכנסות/הוצאות חד-פעמיות שאינן קשורות לפעילות העיסוקית השוטפת של החברה. מכפיל רווח מתוקן – מכפיל רווח המחושב תוך שימוש ברווח המתוקן.
מחזור יומי ממוצע – מחושב על סמך הממוצע ב-3 החודשים האחרונים; לגבי חברות הנסחרות בבורסה בת"א הוא מוצג במיליוני ש"ח; לגבי חברות הנסחרות בארה"ב ובאירופה הוא מוצג במספר מניות.
טווח מחירי המניה – המחיר הגבוה והנמוך ביותר של המניה ב-52 השבועות האחרונים (מתואם לספליטים וכו').

4. שיטת הערכה בהן נעשה שימוש לצורך מחיר היעד:

- שיטת הוון תזרים המזומנים (DCF) לצד שיטת השווי הנכסי נטו (NAV).

5. סיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

- תלות בסביבה המאקרו כלכלית, לה השפעה רבה על הביקושים למוצרי החברה, בעיקר בתחום האריזה וניירות האריזה.
- תלות בצריכה הפרטית בישראל.

- תנודות במחירי הנייר והתשומות (חומרי גלם, אנרגיה) בעולם.
- צריכה גבוהה של אנרגיה ומים.
- כפיפות לרגולציה – בדגש על איכות סביבה, הגבלים עסקיים.
- אי אכיפת רגולציה בתחום המיחזור עולה לפגוע בהיקף הפעילות של אמניר.
- תחרות: מול יבוא, בדגש על מחירי היצף; בתחום המיחזור, על ידי אספנים מתחרים; בשאר תחומי הפעילות.
- תלות בספקי ובמוליכי הגז הטבעי.
- איומי השבתה בנמלי ים של ישראל.
- בתחום הציוד המשרדי – תלות בזכייה במכרזים.
- סיכונים הכרוכים בלקוחות – בעיקר סיכוני אשראי.
- סיכוני ריבית ואינפלציה, המשפיעים על החוב הגבוה של החברה, וכן של שערי חליפין.
- מגבלות קבוצת לווים בשל היותה של החברה חלק מקבוצת אי.די.בי.

6. גרף מניית נייר חדרה ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.



7. גילוי מטעם בנק הפועלים בע"מ ("הבנק")

8. בהתאם להוראת רשות ניירות ערך לבעלי רשיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013) בנק הפועלים פטור מגילוי אודות ניגוד עניינים שמקורו בחוב של קבוצת התאגיד הנסקר בעבודה זה 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 הפועלים 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 הפועלים, מורכבת מהפרדה אירגונית, מקצועית ועסקית, ומיעדת, בין היתר, למנוע ניגודי עניינים והעברת מידע לבעל רשיון המכין את עבודת האנליזה, כאשר מידע זה קיים בבנק מתוקף עיסוקיו האחרים כתאגיד בנקאי (כגון פעילות מתן אשראי).

9. הערות ואזהרות כלליות נוספות:

10. מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כככונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכיו האישיים והיחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרותו השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים,

שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכוש של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.

11. הצהרת האנליסט:

אני, דוד לוינסון, בעל רשיון יעוץ שמספרו 8649, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיים על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

דוד לוינסון

©2021 יחידת המחקר – האגף יעוץ ומחקר, בנק הפועלים: רח' אלנבי 126, תל אביב 6581805
טלפון: 03-5675269; פקס: 03-5676340; דואר אלקטרוני: research.unit@poalim.co.il
אתר האינטרנט של בנק הפועלים (בעברית, אנגלית ושפות נוספות): www.bankhapoalim.co.il