



דנה אביב־אופיר ואבי שגב | השיפה לצפון

תוכנית ההתייעלות שהצילה את Norsk

יצרנית האלומיניום הגדולה באירופה נלחמה במחירים הגואים של חומר הגלם, וכעת מציגה סימני צמיחה וקצב מכירות שמשפר בהתמדה



הצניחה העזה במחירי האלומיניום והרדש דוש בכלכלה העור למית בשנים 2013-2011 לא פסחו על Norsk Hydro הנורבגית, הנחשבת ליצרנית האלור מיניום הגדולה באירופה. כמו רבות בתחומה, החברה נאלצה להתמודד עם קשיים אולם יצאה מהם מחוזקת ועם סימנים לצמיחה ולרווחיות שרק הולכות וגדלות.

החברה, שנוסדה ב־1905, התפשטה מאז ל־50 מדינות ומעסיקה 13 אלף עובדים ברחבי העולם. Norsk מייצרת

ומוכרת מגוון מוצרים הקשורים לשרשרת הייצור של אלומיניום, החל מאלומינה וכלה בתוצרים שונים המורכבים מאלומיניום. בנוסף, Norsk נחשבת ליצרנית השנייה בגודלה של חשמל הידרואלקטרי במדינה. שווי השוק שלה עומד על 12.3 מיליארד דולר וברשימת יצרניות האלור מיניום בעולם היא שנייה רק לחברת אלקואה האמריקאית, שלה שווי שוק של 19.34 מיליארד דולר.

בבעלות החברה אחד המכרות הגדולים בעולם לכריית בוקסיט ואחד ממפעלי זיקוק האלומינה הגדולים בעולם, שניהם ממוקמים בברזיל. כמו כן בידיה מפעלים בארה"ב, בקנדה, באירופה, באוסטרליה ובקטאר. לאנגריית החשמל חשיבות רבה בתהליך ייצור האלומיניום.

לכן ייצור חשמל באופן עצמאי, בעזרת אנרגיה מים, מקנה ל־Norsk יתרון ומסייע לה להפחית בעלויות הייצור ולהיות תחרותית. יותר מחצי המכירות של Norsk מופנות לאירופה, והן עמדו על כ־60% מסך מכירותיה בסוף 2013. המכירות לגרמניה לברה מהוות 16.3% והמכירות לארה"ב ולקנדה הן כמעט 9%. המכירות לשאר יבשת אמריקה עומדות על 4.5%, ואילו אסיה מהווה 19% מנתח השוק שלה, מתוך זה 6% ליפן. לקטאר ולערב הסעודית מיועדים 4.6% מהתוצרת. החברה מייצאת את מוצריה גם

לאוסטרליה, ניו זילנד ואפריקה. בדו"חותיה ל־2011 ו־2012 יש קורר לציה בין רווחיותה לבין מחירי האלור מיניום שצנחו. אולם, Norsk נקטה צעדי התייעלות להקטנת עלויות ולישיפור התפוקה, וכעת רווחיותה גדלה. קצב המכירות של Norsk עולה בהתמדה. בסוף 2013 עמדו מכירותיה על 10.3 מיליארד דולר, ואת 2014 החברה צפויה לסיים עם מכירות של 11.3 מיליארד דולר – שיפור של יותר מ־10%. האנליסטים צופים כי החברה תסיים את השנים 2015 ו־2016 עם 12 מיליארד דולר ו־12.4 מיליארד דולר בהתאמה.

את החברה להפסד של 133 מיליון דולר בסעיף הרווח הנקי. אולם הפריקט המשותף הוא כיום שחקן חשוב בשוק העולמי, וההשקעה בו הביאה לשיפור מהיר בתוצאות. החברה צפויה להציג בסוף השנה רווח נקי של 395 מיליון דולר, כ־3.4% מסך המכירות. בשנת 2015 הרווח צפוי לצמוח ב־85% ל־732 מיליון דולר – מעל 6% מסך המכירות. על פי התחזיות, ההתייעלות תימשך גם ב־2016.

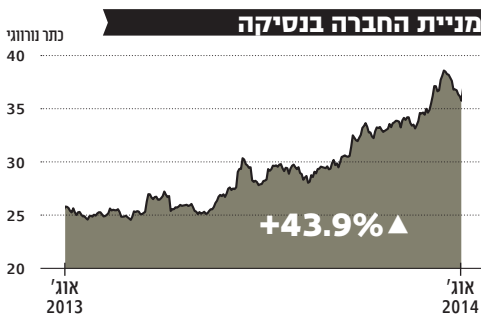
מהלך ההתייעלות שיפר את הרווח מלקוח יותר מאשר את קצב הגידול במכירות. כך לדוגמה, החברה הורידה את עלות הייצור של טונה אחת של אלומיניום ב־300 דולר משנת 2009. בנוסף, החברה מבצעת צעדים לנטרול השפעת מחיר האלומיניום ותנודות בו.

מכפיל הרווח של החברה עומד על 34.5 והמכפיל החזוי לסוף השנה ירד ל־33.8. המכפיל העינפי עומד על 24.5 וצפוי לשמור על רמתו הנוכחית, ולאור ציפיות האנליסטים כי המכפיל של Norsk ייחתך ל־18.5 בסוף 2015, מחיר המניה רק נראה יקר ביחס לתעשייה. מחירה של תעודת הסל JIU, שעוקבת אחרי מחיר האלור מיניום, הגיע לשפל במרץ 2014 ומאז מרדש. מניית Norsk החלה לפתוח פער לטובתה ביחס לתעודה החל מאוקטובר 2013.

Norsk פועלת בתחום המצוי בצמיחה מתמדת. היא נתפסת יקרה ביחס לענף, בעיקר נוכח תחזיות האנליסטים, אך נראה כי בעתיד תיבטל רווחים נאים ומכפיל הרווח שלה יירד. לפיכך היא מהווה הזדמנות השקעה כדאית, בעיקר למשקיע ארוך טווח.

הכותבים הם מנכ"לים משותפים באביב שגב בוטיק השקעות

Norsk במגמת שיפור מתמשכת



תחזית למכפיל הרווח של Norsk



Norsk נתפסת יקרה ביחס לענף, אבל תציגה תוצאות חיוביות שמכוונות את מכפיל הרווח שלה

בסעיף ה־EBITDA (רווח לפני ריבית, מסים, פחת והפחתות) ניכר שיפור גדול אף יותר: מ־1.1 מיליארד דולר עלתה החברה ל־1.3 מיליארד דולר בסוף 2014, צמיחה שמהווה שיפור של 15.5%. על פי הערכות האנליסטים, שיפור זה צפוי להכפיל את עצמו בסוף 2015 ל־1.7 מיליארד דולר.

החברה נכנסה למיזם משותף הנקרא SAPA, שהקימה בשיתוף עם חברת ORKLA הנורבגית. ההשקעה במיזם, שנועד לאפשר יצירת פתרון נות אלומיניום מגוונים יותר, הביאה

השורה התחתונה

Norsk אולי נתפסת יקרה היום, אבל פועלת בענף המצוי בצמיחה ומצליחה לפתוח פער גם מול תעודות סל בתחומה