

ויקטורי – תמשיך לצמוח על אף התחרות הקשה בענף

כללי:

חברת ויקטורי פועלת בתחום השיווק הקמעונאי והסיטונאי בענף המזון בישראל.

לחברה 29 סניפים בפרסה ארצית הפועלים בשיטת ה-HD (HEAVY DISCOUNT). חנויות הקבוצה מציעות מוצרים ממגוון רחב: מוצרי פירות וירקות, טואלטיקה, ניקוי, הלבשה, טקסטיל ועוד. כמו כן, הקבוצה עוסקת בשיווק סיטונאי של מוצרי מזון ויבוא מקביל של מוצרים במחיר תחרותי.

נקודות עיקריות:

- ✓ החברה נחשבת לשחקן קטן בענף הקמעונאות כאשר בבעלותה 29 סניפים בשטח כולל של כ- 29 אלפי מ"ר. נתח השוק של החברה מוערך בכ- 2.1% (לפי דירוג רשתות שיווק מזון של BDI CODE 2013).
- ✓ החברה פועלת בענף הקמעונאות אשר נמצא בתחרות מחירים קשה בן השחקנים. בנוסף, תחום הקמעונאות נתון בשנים האחרונות תחת פיקוח רגולטורי על רקע יוקר המחיה בישראל, כאשר חלק מהמהלכים מושפעים מפופוליזם אשר מגדיל את אי הוודאות. לדוגמא: בינואר 2015 נכנס לתוקף חוק "קידום התחרות בענף המזון" שמטרתו הפחתת המחירים לצרכן.
- ✓ בינואר 2015 אושרה הצעת החוק שעתידיה להעלות את שכר המינימום ל- 5,000 בתוך שנתיים. העלאת השכר תגדיל את ההוצאות של החברה שרוב עובדיה מועסקים על בסיס שכר מינימום, אנו מעריכים כי חלק ניכר מהעלויות יועמסו על הצרכנים.
- ✓ לחברה הון עצמי של כ- 147 מיליון ₪ המממן כ- 44% מהמאזן. כמו כן, לחברה כמות מזומנים של כ- 36 מיליון ₪ עם עודף נכסים פיננסיים, כאשר רוב ההתחייבויות מיוחסות לספקים. מצב זה יקנה לחברה יכולת ניצול מהיר של הזדמנויות בענף.
- ✓ בין השנים 2011-2013 הגדילה החברה את הכנסותיה בממוצע בכ- 10.2% (CAGR) כאשר עיקר הגידול הגיע מפתחת סניפים חדשים. אנו צופים המשך התרחבות בשנתיים הקרובות לפחות על אף עודף שטחי המסחר בשוק הישראלי.
- ✓ בשנת 2013 החלה החברה להפעיל סניף אינטרנטי בו מוכרת החברה את מוצריה באופן מקוון. שירות זה פועל במתכונת חלקית ובאזורים גיאוגרפים מצומצמים, בשלב זה השירות עדיין אינו תורם לשורת הרווח.
- ✓ החברה שומרת בשלב זה על רווחיות גולמית בשיעור של כ- 23% בזכות יתרון לקוטן ובזכות יבוא מקביל של מוצרים אשר צפוי להמשיך להגדיל את הרווחיות ואת היקף המכירות.

תאריך: 25/01/2015
 על בסיס רבעון: Q3-2014
 מנהל מחלקה: צורי אילן
 דואר: zury.ilan@tavor.biz
 אנליסט מתמחה: יאיר אביגור

מחיר יעד (אג'): 2,972
 מחיר נוכחי (אג'): 2,408
 מרחק מהיעד: 23.4%

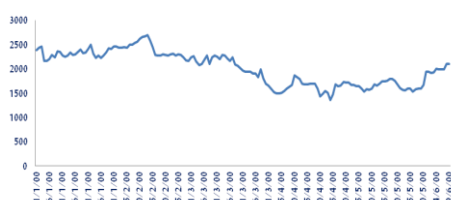
המלצה: קניה
 רמת סיכון: בינונית

שווי כלכלי (מיליון): 382
 שווי שוק (מיליון ש"ח): 309.7
 הון עצמי (מיליון ₪): 147
 מכפיל הון כלכלי: 2.6

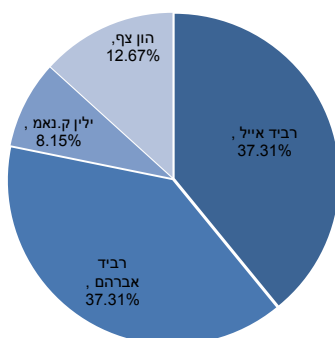
מכפילי שווי נוכחי

מכפיל רווח נקי: 14.5x
 EV/EBITDA: 7.9x

מחיר המניה המתואם בשנים האחרונות (אג')



בעלי מניות



מיליוני ₪	Q4 2013A	Q4 2014E	FY2015E	FY2016E
הכנסות	199	247	1,019	1,086
YOY%	-	-	10.9%	6.6%
רווח גולמי	45	56	233	249
% רווח גולמי	22.7%	22.9%	22.9%	22.9%
רווח מפעולות רגילות	6	7	34	39
% רווח תפעולי	3.2%	3.0%	3.4%	3.6%
YOY%	-	-	23.0%	12.2%
EBITDA	9	10	46	52
EBITDA %	4.3%	4.1%	4.5%	4.8%
EV/EBITDA	9.8x	8.8x	7.8x	6.9x
רווח נקי	5	5	24	27
% רווח נקי	2.3%	2.1%	2.4%	2.5%
P/X	20.7x	18.7x	15.9x	14.1x

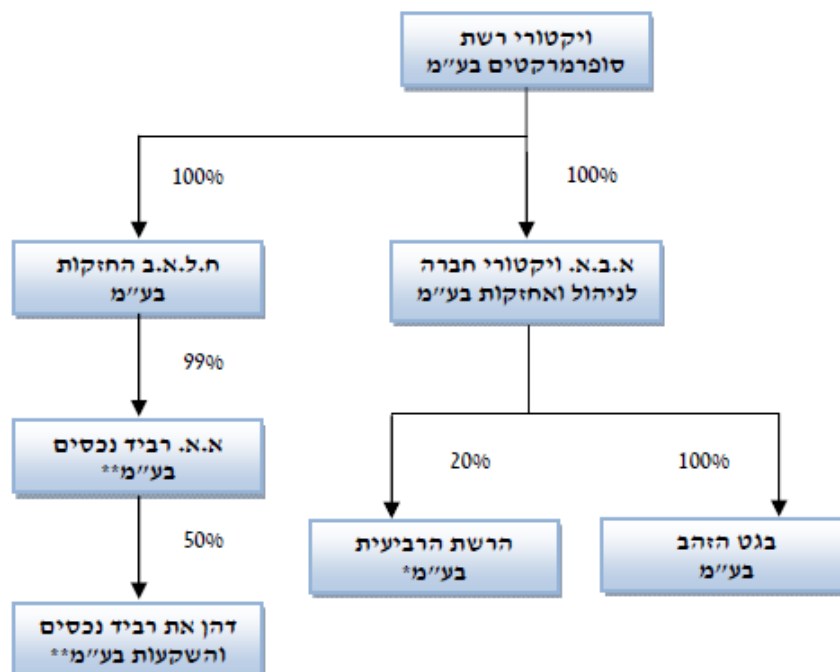
תבור כלכלה ופיננסים – המחלקה הכלכלית

א. תיאור החברה:

כללי

החברה התאגדה בשנת 2007 ובמאי 2011 החלה להיסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. פעילות החברה בתחום השיווק הקמעונאי בישראל החלה עוד בשנת 1993 על ידי "א.ב.א. ויקטורי חברה לניהול ואחזקות בע"מ", חברה פרטית בבעלות מלאה של החברה. החברה פועלת בתחום השיווק הקמעונאי ומפעילה 29 חנויות הפועלות בשיטת ה-HD (HEAVY DISCOUNT) כלומר, מכירה במחירים זולים לצרכן. חנויות הקבוצה מציעות מגוון רב של מוצרים: מוצרי מזון, פירות וירקות, כלי בית, מוצרי טואלטיקה, מוצרי ניקיון, מוצרי קוסמטיקה ומוצרי הלבשה וטקסטיל. חלק מהמוצרים המשווקים על ידי הקבוצה הינם מותג פרטי של הקבוצה בשיתוף עם חברות קמעונאיות אחרות באמצעות "הרשת הרביעית", חברת בת המוחזקת בשיעור של 20% על ידי החברה אשר הקומה במטרה לאגד מספר רשתות שיווק לצורך יצירת מותג פרטי וניהול משא ומתן משותף מול ספקים בתחומים שונים. בנוסף, הקבוצה עוסקת בשיווק סיטונאי של מוצרי מזון מסוימים ובהשכרת חלק לא מהותי מנדל"ן המשמש את הקבוצה כמשרדים וכמחסן לוגיסטי. החברה מוחזקת על ידי חיים, אייל ואברהם רביד בשיעור של כ-78%.

להלן מבנה האחזקות העיקריות של הקבוצה נכון ל-31.12.13:



אירועים אחרונים

- בשנת 2014 פתחה החברה 5 סניפים חדשים: ברכסים, באר שבע, אוניברסיטת תל אביב, טבעון ואשקלון.
- בסוף שנת 2013 החלה החברה להפעיל שירות קניות דרך האינטרנט באמצעות אתר יעודי. בימים אילו השירות פועל באזורים גיאוגרפים מצומצמים.
- בינואר 2015 נכנס לתוקף חוק "קידום התחרות בענף המזון" שמטרתו הפחתת המחירים לצרכן. החוק מקדם את התחרותיות במסגרת שלושה היבטים עיקריים: הסדרת הפעילות בין הקמעונאי לספקים, הגברת התחרותיות באזורים גיאוגרפים והגברת שקיפות מחירים.
- בינואר 2015 אושרה הצעת חוק שעתידיה להעלות את שכר המינימום ל-5,000 ש"ח בתוך שנתיים בשלוש פעימות, העלאת שכר המינימום תגדיל את הוצאות השכר של החברה שרוב עובדיה מועסקים על בסיס שכר מינימום. לפי דיווח החברה העלאת שכר המינימום ב-5% תגדיל את הוצאות השכר של החברה ב-4.4 מיליון ₪.
- בשנת 2014 חילקה החברה דיבידנד בסכום של כ-5 מיליון ₪.

■ תיאור הפעילות

החברה פועלת בתחום השיווק הקמעונאי ומפעילה 29 חנויות בפריסה ארצית הפועלות בשיטת בדיסקאונט. חנויות הקבוצה מציעות מגוון רב של מוצרים כגון: פירות וירקות, בשר ודגים, מוצרי טואלטיקה וניקוי, מוצרי קוסמטיקה, מוצרי הלבשה וטקסטיל ועוד. חלק מהמוצרים המשווקים על ידי הקבוצה הינם מותג פרטי של הקבוצה בשיתוף עם חברות קמעונאיות אחרות באמצעות "הרשת הרביעית", חברת בת המוחזקת בשיעור של 20% על ידי החברה אשר הקומה במטרה לאגד מספר רשתות שיווק לצורך יצירת מותג פרטי וניהול משא ומתן משותף מול ספקים בתחומים שונים.

הענף בו פועלת החברה - בשוק קמעונאות המזון בישראל פועלות רשתות שיווק המהוות את החלק הדומיננטי בשוק הקמעונאות ולצידן פועלות חנויות מכולת, מינימרקטים, חנויות נוחות, שווקים פתוחים וחנויות מתמחות כגון: אטליזים, חנויות למכירת יינות, מעדניות וכדומה. החברה מתמחה בתחום ה-HD (HEAVY DISCOUNT) ומבססת את מעמדה בשנים האחרונות על ידי צמיחה בנתח השוק בתחום זה המאופיין בתחרות מחירים חריפה. בשנים האחרונות חל מעבר מתמשך של צרכנים מרכישה בחנויות שכונתיות לרכישה בחנויות דיסקואנט בהן המחירים זולים יותר. עוד קימת מגמה של צרכנים להחליף את המותגים היקרים במוצרים זולים המבוססים על מותג פרטי.

הון חוזר תפעולי

מלאי - הקבוצה מנהלת מלאי מוצרים בסניפי הרשת וכן במחסן לוגיסטי. רכישת והחזקת המלאי נעשית על סמך ניסיון העבר וביחס לקצב המכירות בחנויות הרשת.

לקוחות - לקוחות הקבוצה הינם כלל הציבור ולהערכת הקבוצה אינם בעלי אפיון מיוחד מלבד היותם תושבי האזור בהם הקבוצה פועלת. כמו כן, החברה מפעילה 5 סניפים ייעודיים הפונים בעיקר למגזר החרדי.

ספקים - הקבוצה רוכשת מוצרים לצורך מכירה בחנויותיה מכ-400 ספקים שונים לרבות יצרנים, יבואנים ומפיצים. הקבוצה מתקשרת עם הספקים בהסכמי סחר בכתב הכוללים את יעדי המכירות מחירי המוצרים תנאי התשלום מבצעים והנחות.

להלן ימי אשראי ספקים, ימי אשראי לקוחות, וימי המלאי לשנים 2011-2013:

2013	2012	2011	
26	24	26	ימי אשראי לקוחות
59	56	52	ימי אשראי ספקים
54	42	44	ימי מלאי

תחרות - תחום הקמעונאות מאופיין בתחרות רבה ובשנים האחרונות אף ניכרת מגמה של התגברות התחרות בין היתר בשל פתיחתן של חנויות דיסקואנט על ידי רשתות השיווק הגדולות לצד חנויות רגילות. הקבוצה מתחרה מול רשתות השיווק הגדולות בהן: שופרסל, מגה, רמי לוי, יינות ביתן ועוד. בשנים האחרונות הגדילה את הפריסה הארצית, בשנת 2013 ו-2014 פתחה החברה 4 ו-5 סניפים חדשים בהתאמה. לאחרונה החלה החברה ביבוא מקביל של מספר מותגים בהם: קולגייט, פסטה ברילה, ממרח סקיפי, טובלרון, סכיני גילוח של גיל'ט ועוד. המוצרים נמכרים במחירים זולים משמעותית מהמקובל ברשתות המתחרות.

עונתיות - מכירות הקבוצה מושפעות מעט מעונתיות בשל מאפייני הצריכה של המשק בתקופות החגים. אולם מכירות הקבוצה מושפעות בעיקר מפתחות סניפים חדשים ומשינוי במכירות בסניפים קיימים.

להלן התפלגות מכירות החברה לפי רבעונים בשנים 2012 ו-2013

2013		2012		
אש"ח	% מסה"כ	אש"ח	% מסה"כ	
179,050	24%	173,300	24%	Q1
181,272	25%	181,095	26%	Q2
179,550	24%	182,288	26%	Q3
199,029	27%	171,505	24%	Q4
738,901	100%	708,188	100%	סה"כ

■ יעדים ואסטרטגיה עסקית

- יעדיה העסקיים והאסטרטגים של החברה הינם: להמשיך ולהרחיב את פעילותה על ידי פתיחת סניפים חדשים, רכישת חנויות קיימות והטמעת המותג הפרטי של הקבוצה אשר יסייע לה ליצור בידול ויחודיות במטרה לשפר את נאמנות הלקוחות וכושר התחרות.
- בכוונת הקבוצה לפעול להרחבת מעגל החברים במועדוני הלקוחות אשר החברה רואה בהם כלי חשוב להמשך צמיחתה.
- שיווק אינטנסיבי של תווי קניה אשר משווקים לוועדי עובדים וגופים ציבוריים שעשויים להגדיל את מכירות החברה בעיקר לקראת החגים.
- פניה ללקוחות נוספים בעלי אפיון ספציפי כגון המגזר החרדי וכניסה לאזורים גיאוגרפים קטנים בהם התחרות מוגבלת.
- שיפור הרווחיות באמצעות המשך גידול במכירות תוך הצעת מחירים אטרקטיביים ותחרותיים לצרכנים בין היתר על ידי שימוש ביבוא מקביל והקטנה ניכרת של ההוצאות התפעוליות.

■ ניתוח סביבה כלכלית

לאור פעילותה של החברה בתחום קמעונאות המזון, חשופה החברה לשינויים במצב המשק הישראלי בכלל ובענף המזון בפרט. בשנת 2011 התקיימה המחאה החברתית בישראל בקשר ליוקר המחיה, מחאה זאת הגבירה את מודעות האזרחים לצרכנות נבונה ולרכישה בחנויות הדיסקאונט אשר מתחזקות בשנים האחרונות על חשבון רשתות השיווק הוותיקות.

חוק המזון- בינואר 2015 נכנס לתוקף חוק "קידום התחרות בענף המזון" שמטרתו הפחתת המחירים לצרכן ועיקרו:

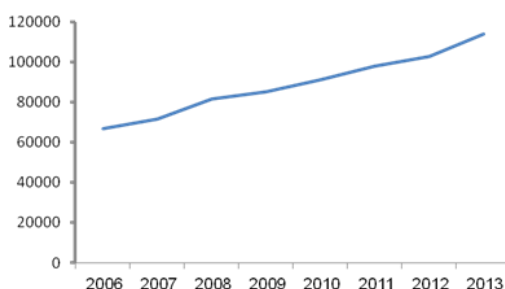
(א) חיוב רשתות השיווק לפרסם את מחירי המוצרים באינטרנט בכל סניף. (ב) הגבלת שטח המדף של ספקים גדולים. (ג) איסור על ספק גדול לקבוע מחיר מומלץ לצרכן. (ד) הגבלת פתיחת חנויות חדשות על ידי רשתות השיווק הגדולות באזורי ביקוש שבהם הם מחזקים 30% או 50% אלא אם כן לא קיים חשש שפתיחת החנות תגרום לפגיעה בתחרות. חוק זה, הוא חלק ממגמה הניכרת בשנים האחרונות, מאז המחאה החברתית, הלוחצת להורדת יוקר המחיה והידוק הפיקוח על יצרני ומשווקי המזון.

סקירה כללית

בהמשך לשנת 2012, שנת 2013 אופיינה במגמת אי וודאות כלכלית ובסימני האטה בצמיחה העולמית אשר עשויים להשפיע על המשק הישראלי ועל הצריכה הפרטית. שיעור הצמיחה בשוק המזון היה 2.1% בשנת 2013 לעומת 1.4% בשנת 2012. שיעור הצמיחה נבע בעיקרו מעליית מחירים בשיעור של כ 3% לעומת ירידה בצריכה הפרטית של כ-1.5%.

התפתחות ההוצאה לצריכה פרטית על מזון, משקאות וטבק

במחירים שוטפים בין השנים 2006-2013 (במיליוני ₪)



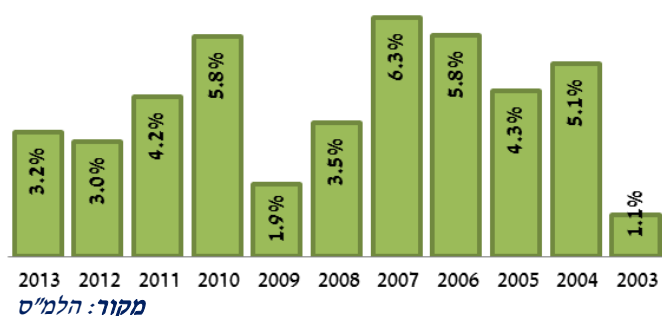
מקור: הלמ"ס

- בין השנים 2006-2013 גדלה ההוצאה לצריכה פרטית על מזון, משקאות וטבק בשיעור שנתי ממוצע של 7.9% בשנה.
- ההוצאה משקפת את היקף הפעילות הכולל בענף המזון, אשר הסתכמה בשנת 2013 לכ-114 מיליארד ₪.

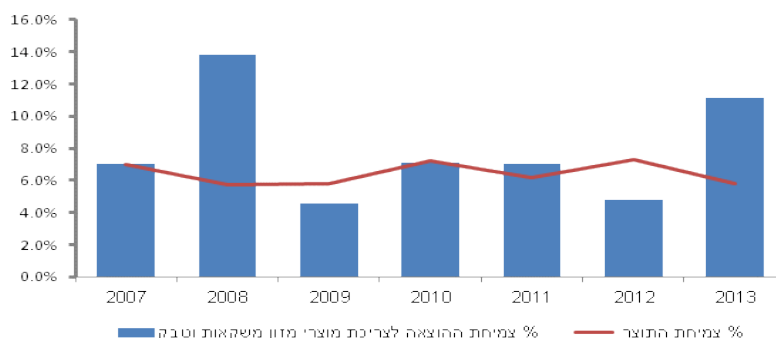
צמיחת התוצר 2003-2013

צמיחת התוצר:

- לפי נתוני הלמ"ס לאוגוסט 2014, התוצר בשנת 2014 צפוי לצמוח בכ-2.2% לאחר עליה של 3.2% בשנת 2013 ו-3% בשנת 2012. התוצר לנפש יסתכם בכ-132 אלפי ₪.
- במחצית הראשונה של 2014 צמח התוצר בכ-2.5% בחישוב שנתי לעומת 3.2% במחצית השנייה של 2013 ו-3.0% במחצית הראשונה.

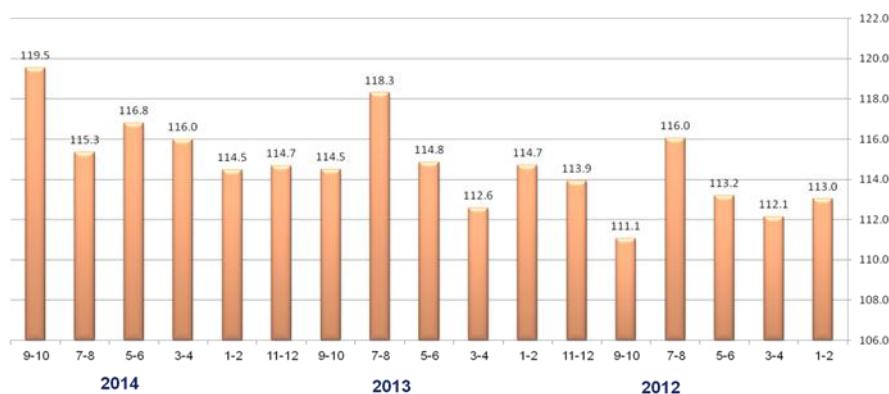


קצב צמיחת התוצר למול קצב צמיחת ההוצאה לצריכת מוצרי מזון, משקאות וטבק בין השנים 2006-2013



- בין השנים 2007-2013 צמח התוצר בשיעור שנתי ממוצע של 6.4%, באותה תקופה צמחה ההוצאה לצריכה פרטית על מזון משקאות וטבק בשיעור שנתי ממוצע של 7.9%.

להלן התפלגות מכירות רשתות השיווק בישראל בשנים 2012-2014 נתוני הלמ"ס (במיליוני ש"ח)



■ ניתוח S.W.O.T

עוצמות

חולשות ואיומים

- נכון לתחילת שנת 2015 לחברה 29 סניפים בפיזור גיאוגרפי מצומצם. בשנים האחרונות הרשת מתרחבת בקצב מהיר, מ-18 סניפים בשנת 2011 ל-29 בתחילת שנת 2015.
- יעילות תפעולית- שיעור רווח גולמי ושיעור רווח תפעולי טובים בהשוואה למתחרות.
- הסכמים עם ספקים ויצרנים לשיווק מותגים מובילים ויבוא מקביל של מספר מוצרים הנמכרים במחיר זול ביחס למתחרים.
- כ-10% ממכירות החברה נמכרים תחת מותג פרטי שעשוי לחסוך בעלויות ובכוונת החברה להגיע לכ-5% מוצרים הנמכרים מיבוא מקביל.
- מדיניות פיננסית זהירה- רמת המינוף והחוב הפיננסי נמוכים.
- תחרות חריפה בתחום הפעילות ושחיקה ברמות המחירים והרווחיות.
- כפיפות למגבלות ופיקוח- "חוק קידום התחרות במזון". דרישות רגולטוריות ודרישות חוקיות חדשות עשויות להשפיע לרעה על תוצאות החברה ורווחיות הענף.
- לחברה קיימת תלות בבעלי השליטה (משפחת רביד) ובמיוחד במנכ"ל החברה אייל רביד.
- האטה כלכלית תביא לירידה בצריכה הפרטית ולירידה בהכנסות. עלייה בשכר המינימום תביא לגידול בעלויות השכר ולשחיקת היתרון היחסי מול המתחרים הוותיקים בענף.
- שינויים מהותיים במחירי חומרי הגלם עשויים להשפיע על תוצאות פעילות החברה.

הזדמנויות

- איתור וזיהוי מיקומים חדשים ופתיחת סניפים חדשים בעיקר באזורים דלי תחרות לצורך הרחבת הפעילות.
- רכישת חנויות קיימות בעלות פוטנציאל במחירי הזדמנות יביאו להגדלת היקף הפעילות וההכנסות.
- ייעול מבנה העלויות בשירותי המשלוחים באתר האינטרנט והגדלת המכירות באמצעות האתר שעשוי להוות מנוע צמיחה לפעילות החברה.
- הטמעת המותג הפרטי בסלי הקניה של הצרכן.
- הגדלת מספר החברים במועדון הלקוחות.
- הרחבת שיווק תווי הקניה.

ב. נתונים פיננסיים

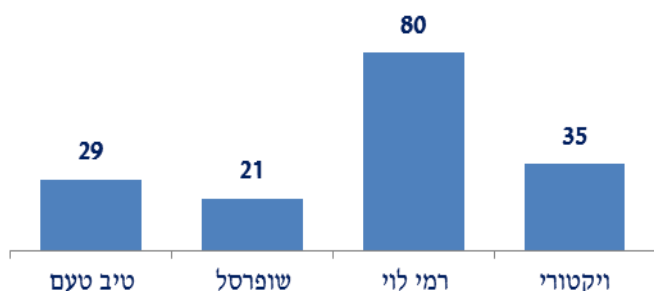
■ תמצית נתוני דו"ח רווח והפסד (במיליוני ₪):

סעיף	FY2011	FY2012	FY2013	9M-2013	9M-2014
הכנסות ממכירות	608	708	739	540	673
שיעור שינוי		16%	4%		25%
עלות המכירות	(466.0)	(545.6)	(570.5)	(416.6)	(518.5)
שיעור שינוי		17%	5%		25%
רווח גולמי	142	163	168	123	154
שיעור רווח גולמי	23.3%	23.0%	22.8%	22.8%	22.9%
הוצאות הנהלה וכלליות	(17.4)	(22.2)	(21.0)	(16.0)	(16.8)
הוצאות מכירה ושיווק	(98)	(117)	(123)	(90)	(117)
שיעור הוצאות מכירה ושיווק	16.05%	16.50%	16.69%	16.71%	17.36%
רווח תפעולי	27	23.5	24.1	17	21
רווחיות תפעולית	4.4%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%
EBITDA	33	31	32	23	28
שיעור שינוי	-	(7%)	4%		23%
EBITDA / הכנסות	5.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%
(הוצאות) הכנסות מימון נטו	(0.3)	1.2	0.7	0.5	0.3
רווח לפני מס	25	25	25	18	21
רווח נקי	19	20	19	14	16
רווחיות נקייה	3.1%	2.8%	2.5%	2.6%	2.4%

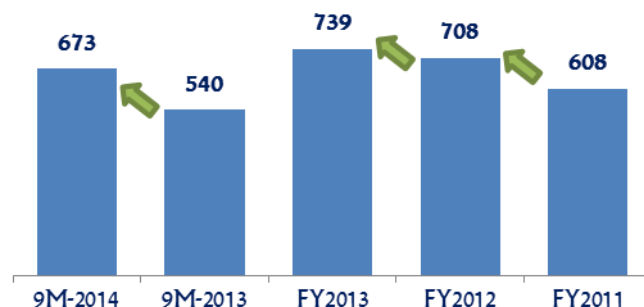
הכנסות

בין השנים 2011-2013 גדלו ההכנסות בממוצע בכ- 10.2% (CAGR) בשנה מ-608 מיליון ₪ בשנת 2011 לכ-739 מיליון ₪ בסוף שנת 2013, כאשר עיקר הגידול נובע מפתיחת 6 סניפים חדשים הגידול בהכנסות קוזז במעט על ידי ירידה במכירות בחנויות זהות בשיעור של כ-1%. הפדיון למ"ר בשנים 2011-2013 הסתכמו בממוצע לכ-35 אש"ח למ"ר. לשם השוואה הפדיון למ"ר בחברות רמי לוי, שופרסל וטיב טעם עמד בממוצע על 29,21,80 בהתאמה.

פדיון למ"ר באש"ח בשנת 2013

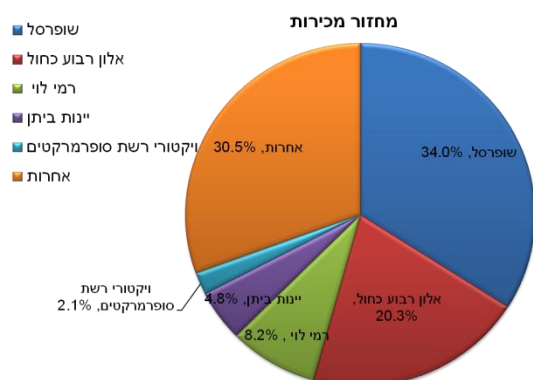


הכנסות ממכירות (אלפי ₪)



היקף השוק

להלן התפלגות נתחי השוק של רשתות השיווק בישראל לפי דירוג רשתות שיווק מזון של BDI-CODE 2013:

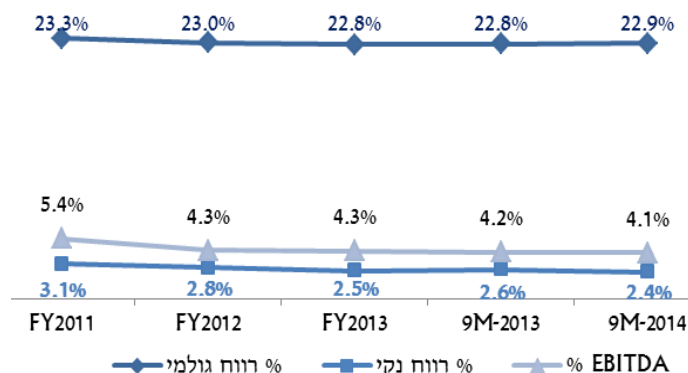


בשנת 2013 הוערך נתח השוק של ויקטורי בכ-2.1% מכלל המכירות ברשתות השיווק בישראל. אנו צופים צמיחה בנתח השוק של החברה בשנים הקרובות לאור פתיחת סניפים חדשים ולאביבוד נתח שוק של המתחרות הוותיקות.

רווח גולמי

במהלך השנים האחרונות ניתן לראות יציבות בשיעורי הרווח הגולמי העומדת על כ-23% מהמכירות בממוצע. נתון זה נחשב טוב ביחס לענף.

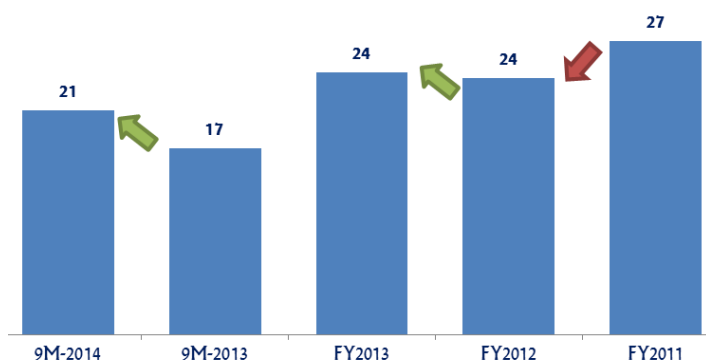
שיעורי רווחיות



הוצאות מכירה שיווק הנהלה וכלליות

שיעור הוצאות מכירה ושיווק בשנים 2011-2013 הסתכם ל-16.5%-17.4% מהמכירות. הגידול בהוצאות נובע מהכשרת עובדים חדשים וגידול בעלויות שכר דירה ומיסים עירוניים.

רווח תפעולי באלפי ₪



רווח תפעולי:

הרווח התפעולי הסתכם בשנת 2013 לכ-24 מיליוני ₪ לעומת 23.5 בשנת 2012 המהווים 3.3% מהמכירות. הגידול נובע בעיקר מגידול במכירות בסניפים זהים בשיעור של 0.6% ומפתיחת סניפים חדשים.

ג. תמצית מאזן במיליוני ש"ח:

סעיף	2011	2012	2013	30.9.2013	30.9.2014
נכסים שוטפים	157	162	180	198	228
שיעור שינוי		3%		23%	27%
מזומנים ושווה מזומנים והשקעות פיננסיות לז"ק	50	35	35	35	36
נכסים שאינם שוטפים	71	79	91	95	107
שיעור שינוי		11%		21%	18%
התחייבויות ז"ק	111	111	128	143	172
שיעור שינוי		0%		28%	34%
התחייבויות ז"א	12	6	10	13	15
שיעור שינוי		(51%)		116%	59%
סך התחייבויות	123	117	138	156	188
שיעור שינוי		(5%)		33%	36%
חוב פיננסי	10	3	9	11	15
שיעור שינוי		(68%)		245%	72%
שיעור התחייבויות לז"ק מסך ההתחייבויות	90.1%	94.9%	93.0%	91.8%	91.8%
הון	104	123	133	137	147
שיעור שינוי		18%		12%	11%
סך מאזן	228	240	271	293	335

נכסים

בשנים האחרונות חל גידול של כ-47% בנכסי החברה מכ-228 מיליון ₪ בשנת 2011 לכ-335 מיליון ₪ בסוף תשע"ד. הראשונים של שנת 2014. עיקר העלייה נובעת מרכישת סניפים, הגדלת הרכוש הקבוע וגידול בהון החוזר התפעולי. הנכסים השוטפים של החברה גדלו ב-45% מ-157 מיליון ₪ בשנת 2011 ל-228 מיליון ₪ בשנת 2014. עיקר הגידול נובע מסעיף הקוחות והמלאי.

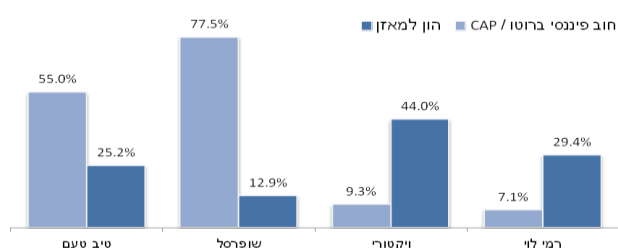
התחייבויות

הגידול בהתחייבויות במהלך השנים נובע מגידול בסעיף הספקים בעקבות הגדלת הפעילות ומקבלת הלוואות מתאגידים בנקאיים לצורך פתיחת הסניפים החדשים. כ-90% מהתחייבויות החברה הינם התחייבויות לזמן קצר.

יחסים פיננסיים:

תאריך מאזן	2011	2012	2013	30.9.2013	30.9.2014
הון למאזן	45.7%	51.1%	49.0%	46.8%	44.0%
חוב פיננסי ברוטו / CAP	8.9%	2.6%	6.2%	7.6%	9.3%
יחס שוטף	1.41	1.45	1.40	1.38	1.32
יחס מיידי	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
סה"כ הון עצמי (במיליוני ₪)	104	123	133	137	147
סה"כ מאזן (במיליוני ₪)	228	240	271	293	335
חוב פיננסי ברוטו (במיליוני ₪)	10	3	9	11	15

הון למאזן וחוב פיננסי ברוטו ל CAP בענף



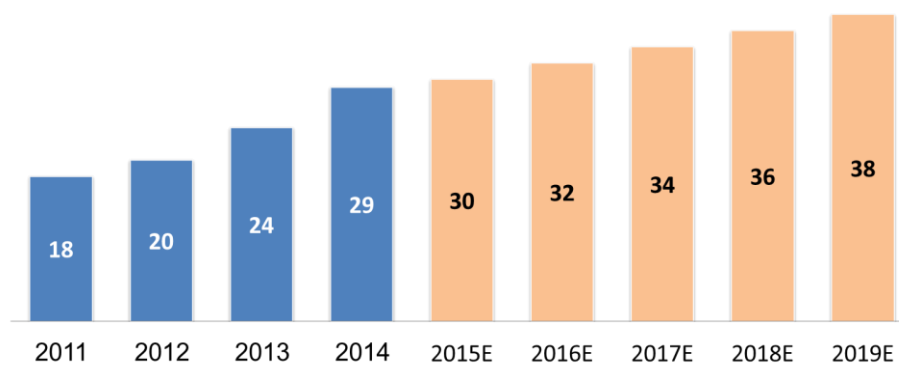
- בשנים האחרונות חלה עלייה קלה ברמות המינוף של החברה, נכון ליום 30.9.14 החוב הפיננסי ברוטו/CAP עלה לרמה של 9% וההון למאזן ירד לכ-44%, בעיקר עקב קבלת הלוואות מתאגידים בנקאיים לצורך רכישת סניפים חדשים. עם זאת, יחס זה נחשב טוב ביחס לענף וניתן לראות כי החברה שומרת על שיעור מינוף נמוך מאוד.

ד. תחזית והנחות למודל

■ תחזית הכנסות החברה:

- **מכירות בחנויות זהות (SSS):** בשנת 2011 ו-2012 רשמה החברה צמיחה בהכנסות מחנויות זהות בסך של 0.6% ו-0.5% בהתאמה. לצורך התחזית הנחנו צמיחה מתונה של 0.2%-0.7% בהכנסות מחנויות זהות בהתאם לאחוז הגידול באוכלוסיה, לגידול בהוצאה לתצרוכת מזון שתייה וטבק ובהתאם למגמת החרפת התחרות בענף הקמעונאות ומעבר של חלק מרשתות השיווק הוותיקות לפורמט של דיסקואנט.
- **הכנסות מחנויות חדשות:** הנחנו צמיחה בהכנסות מחנויות חדשות בהתאם לקצב פתיחת סניפים חדשים. בתחילת הרבעון הראשון של שנת 2015 פתחה החברה סניף חדש באשקלון ובטבעון ובחודשים הקרובים אמור להיפתח סניף בחיפה.

להלן צפי פתיחת סניפים לשנים 2015-2019



- **צמיחה לטווח ארוך-** הנחנו ששיעור הצמיחה לטווח הארוך יעמוד על 1.5%. השיעור נמוך מקצב הגידול באוכלוסייה (כ-1.8%, נכון לשנת 2013) ומשקף צמיחה בשוק המאופיין בתחרות חריפה.
- **השקעה בהון חוזר תפעולי-** החברה עתידה להשקיע בהון החוזר התפעולי בהתאם לימי ההון החוזר הנהוגים בחברה.
- **השקעות (Capex) ופחת:** הנחנו השקעות הונית בהתאם לקצב פתיחת סניפים חדשים. בשנים הקרובות צפויה החברה להשקיע בממוצע כ-25 מיליון ₪ לצורך פתיחת הסניפים ובטווח הארוך בגובה הפחת לצורך שמירה על הקיים.
- **שיעור ההיוון (Wacc):** 10% כפי שהתקבל במודל ה-Wacc.
- **מיסים:** שיעור קבוע של 26.5%.

ה. מודל הערכת השווי - D.C.F

T.V	FY2019E	FY2018E	FY2017E	FY2016E	FY2015E	FY2014E	Q4 2014E	
1,339	1,319	1,240	1,163	1,086	1,019	919	247	הכנסות ממכירות
1.50%	6.3%	6.7%	7.0%	6.6%	10.9%	24.4%		%YOY
1,032	1,017	956	897	837	786	709	190	עלות המכירות
307	302	284	266	249	233	211	56	רווח גולמי
22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	% מהמכירות
224	220	208	197	185	175	160	43	הוצאות מכירה ושיווק
16.7%	16.7%	16.8%	16.9%	17.0%	17.2%	17.4%	17.5%	% מהמכירות
28	28	27	26	25	24	23	6	הוצאות הנהלה וכלליות
2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%	% מהמכירות
55	54	49	44	39	34	28	7	רווח תפעולי
15	14	13	12	10	9	7	2	הוצאות מס
40	40	36	32	28	25	21	5	רווח תפעולי לאחר מס
18	18	16	14	13	12	10	3	פחת
(3)	(3)	(3)	(3)	(4)	(5)	1	(2)	השקעה בהון חוזר
(18)	(24)	(22)	(21)	(20)	(21)	(24)	(5)	CAPEX
37	30	26	22	18	11	8	1	FCF

במיליוני ₪

81	שווי תפעולי
276	ערך גרט
357	סה"כ שווי פעילות
	בתוספת נכסים פיננסיים ליום: 30.9.14
12	מזומנים ושווי מזומנים
24	השקעות לזמן קצר
36	סה"כ נכסים פיננסיים
	בניכוי התחייבויות פיננסיות ליום: 30.9.14
(6)	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
(9)	התחייבויות לתאגידים בנקאיים ולנותני אשראי אחרים
(15)	סה"כ התחייבויות פיננסיות
	בתוספת השקעה בחברה כלולה לפי שווי מאזני
4	
25	נכסים (התחייבויות) פיננסיים, נטו
382	סה"כ שווי כלכלי במיליוני ש"ח
2,972	שווי כלכלי למניה, אגורות
309,767	שווי שוק
23.4%	מרחק מהיעד

רגישות לפרמטרים מהותיים:

להלן רגישות שווי החברה (במיליוני ₪) לשיעור ההיוון ושיעור צמיחה ארוך טווח:

שיעור צמיחה טווח ארוך							שיעור היוון
3.00%	2.50%	2.00%	1.50%	1.00%	0.50%	0%	
572	531	497	467	442	420	400	
523	489	460	435	413	394	377	
482	453	429	407	388	371	356	
446	422	401	382	366	351	338	
416	395	377	360	346	333	321	
389	371	355	341	328	316	306	
366	350	336	323	312	301	292	
345	331	319	307	297	288	279	
326	314	303	293	284	275	267	
310	299	289	280	271	264	257	
							8.5%
							9.0%
							9.5%
							10.0%
							10.5%
							11.0%
							11.5%
							12.0%
							12.5%
							13.0%

להלן רגישות מחיר המניה (באג') לשיעור ההיוון ושיעור צמיחה ארוך טווח:

שיעור צמיחה טווח ארוך							שיעור היוון
3.00%	2.50%	2.00%	1.50%	1.00%	0.50%	0%	
4,444	4,129	3,862	3,634	3,436	3,262	3,109	
4,065	3,803	3,578	3,383	3,213	3,063	2,929	
3,744	3,524	3,332	3,165	3,017	2,886	2,768	
3,470	3,282	3,118	2,972	2,843	2,728	2,624	
3,233	3,071	2,929	2,802	2,688	2,586	2,493	
3,026	2,886	2,761	2,649	2,549	2,458	2,375	
2,844	2,721	2,611	2,512	2,423	2,342	2,268	
2,682	2,574	2,477	2,389	2,309	2,236	2,169	
2,537	2,442	2,355	2,277	2,205	2,139	2,079	
2,408	2,323	2,245	2,175	2,110	2,051	1,996	
							8.5%
							9.0%
							9.5%
							10.0%
							10.5%
							11.0%
							11.5%
							12.0%
							12.5%
							13.0%

1. מתודולוגיה והנחות:

מתודולוגיה:

- הערכת השווי בוצעה ללא הנחה של השקעות מהותיות או שינויים מהותיים.
- הגישה ששימשה לביצוע הערכת השווי זו הינה גישת היוון תזרימי מזומנים חופשי- D.C.F (Discounted Cash Flow).
- הערכה מניחה כי החברה תוכל ליצור תזרימי מזומנים בעתיד אשר יהוונו בשיעור היוון המשקף את פעילות החברה. הערכה בוצעה תחת ההנחה כי החברה הינה "עסק חי" (Going Concern) ויפעל בטווח הארוך.

חישוב שיעור ההיוון - WACC:

חישוב שער ההיוון במספר שלבים:

1. חישוב מחיר ההון העצמי (Ke)

$$Ke = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

נתון	ערך	פירוט
ריבית חסרת סיכון (Rf)	1.35%	אג"ח ממשלתי גליל 0841 ל-20 שנים (ברוטו), נכון ל-18.01.15
פרמיית סיכון (Rm-Rf)	6.05%	מאתר דמודרן - פרמיית הסיכון הכולל לישראל
תשואת השוק (Rm)	7.4%	
ביטא של החברה (β)	0.42	
פרמיית סיכון על ה-Ke	6.03%	פרמיית סיכון ספציפי לגודל לפי IBBOTSON
מחיר ההון העצמי Ke	9.9%	

2. חישוב שיעור ההיוון WACC

$$WACC = \frac{D}{D+E} * K_d * (1-T) + \frac{E}{D+E} * K_e$$

נתון	ערך	פירוט
מחיר ההון העצמי Ke	9.9%	
משקל הון, E/(D+E)	100%	
משקל חוב, D/(D+E)	0%	
מס חברות	26.50%	שיעור מס חברות בישראל
מחיר החוב (Kd)	3%	מחיר החוב של החברה נכון ל-30.9.2014

שיעור ההיוון המעוגל המתקבל במודל ה-WACC הינו כ-10%.

השוואה לחברות בענף :

חברה	ויקטורי	רמי לוי	שופרסל	טיב טעם
	30.09.14	30.09.14	30.09.14	30.09.14
שווי שוק	313,755	2,226,693	1,843,757	208,535
E.V	292,907	1,951,427	5,119,757	370,918
ביטא 3 שנים - β	0.41	0.86	0.80	0.50
סטיית תקן (%)	26	24	24	33
מכפיל הון עצמי	2.1	7.1	1.9	1.5
מכפיל רווח נקי	14.7	22.5	-	11.7
מכפיל EV ל- EBITDA	8.0	12.4	36.2	6.5
מכפיל מכירות	0.35	0.65	0.16	0.18
שיעור רווח גולמי	22.9%	21.1%	23.4%	29.3%
שיעור רווח תפעולי	3.0%	3.8%	-	2.7%
שיעור רווח נקי	2.4%	2.9%	-	1.5%
שיעור EBITDA	4.1%	4.6%	1.2%	4.9%
סך מאזן, במיליוני ₪	334,984	1,062,951	7,405,000	559,161
הון עצמי, במיליוני ₪	147,279	312,815	956,000	141,121
הון למאזן	44.0%	29.4%	12.9%	25.2%
חוב למאזן	56.0%	70.6%	87.1%	74.8%
חוב פיננסי ברוטו / CAP	9.3%	7.1%	77.5%	55.0%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	-	-	76.2%	52.5%
יחס שוטף	1.3	1.2	1.1	0.9
יחס מהיר	0.7	0.9	0.8	0.4
יחס מייד	0.2	0.4	0.1	0.1

הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת אנליזה

מנהל מחלקה: צור אילן

השכלה: BA בכלכלה ומדעי החברה עם התמחות בחשבונאות ומימון מהאוניברסיטה הפתוחה.
MBA במנהל עסקים עם התמחות במימון מהאוניברסיטה העברית בירושלים - **במהלך לימודים**.
ניסיון באנליזה: אנליסט מחקר בשוק ההון החל משנת 2004 ועד היום בחברות הבאות: כרמים שוקי הון, הדס ארזים בית השקעות, ישיר בית השקעות (ביטוח ישיר) ובחברת הברוקרים מרץ השקעות בע"מ.

שם האנליסט: יאיר אביגור

השכלה: בעל רישיון לניהול תיקי השקעות משנת 2012.
BA בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בר אילן.
ניסיון מקצועי: אנליסט ומנהל תיקי השקעות בחברת דיבידנד השקעות(ת.א) בע"מ החל משנת 2011.

התאגיד מטעמו פועל מכין האנליזה

תבור כלכלה ופיננסים בע"מ
בית קורקס, רח' זרחין 10 רעננה 4366238. טלפון משרד ראשי 09-7776800/1 www.tavor.biz.
מנהל מחלקת שוק ההון: צור אילן, טלפון 09-7776822 דוא"ל: zury.ilan@tavor.biz

גילוי נאות מטעם מכין העבודה

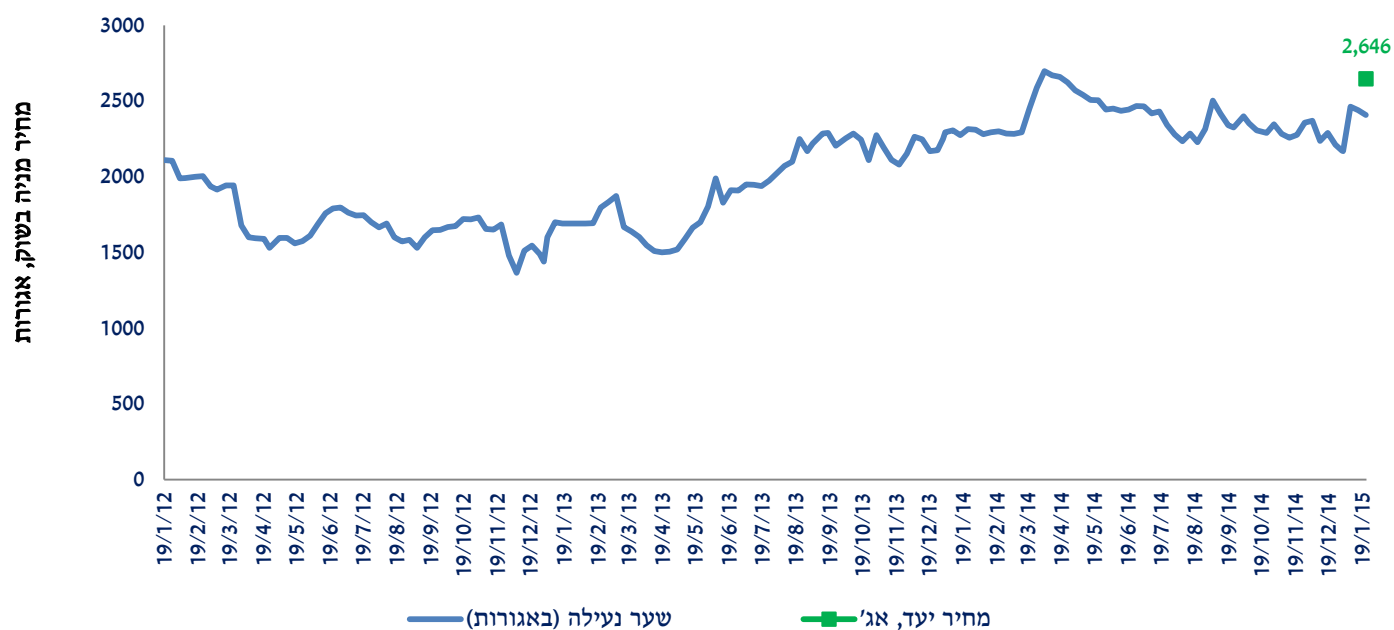
אין למכין העבודה כל ניגוד אינטרסים וכל אינטרס סמוי או גלוי מול החברה המסוקרת ולא קיבל ואינו מקבל תמורה כלשהיא מהחברה המסוקרת.

הערות נוספות

המלצה	הערות
קניה:	המניה צפויה להניב תשואות יתר של 20% ומעלה וביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
תשואות יתר:	המניה צפויה להניב תשואות יתר של 20%-10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
תשואות שוק:	המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין תשואות יתר של 10% לתשואות חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים
תשואות חסר:	המניה צפויה להניב תשואות יחסר של 20%-10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
מכירה:	המניה צפויה להניב תשואות חסר של 20% ומעלה וביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.

סיכונים

רמת סיכון	הערות
סיכון גבוה:	עלות החוב גבוהה מאוד ביחס לשוק, סחירות נמוכה ביחס לשוק המניות.
סיכון בינוני:	עלות החוב סבירה ביחס לשוק, סחירות בינונית ביחס לשוק המניות.
סיכון נמוך:	עלות החוב נמוכה ביחס לשוק, סחירות גבוהה ביחס לשוק המניות.



הצהרת האנליסט

אני, יאיר אביגור, בעל רישיון לניהול תיקי השקעות מטעם הרשות לניירות ערך מס' 11343, מצהיר בזאת שהדעות המובאות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יאיר אביגור

הערה משפטית

מסמך זה הינו עבודת מחקר שהוכנה ע"י מחלקת שוק ההון בחטיבת מחקר כלכלי ואסטרטגיה בחברת תבור כלכלה ופיננסים. מסמך זה מופנה למשקיעים מוסדיים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, תשכ"ח 1968 בלבד. דו"ח זה מבוסס על מידע פומבי גלוי וכן על מקורות מידע ציבוריים הנחשבים בעיני החברה כאמינים. הנחת החברה היא כי המידע ונתונים אלו נכונים, אך אין השימוש בהם מהווה אימות ו/או אישור לבדיקת נכונותם.

הניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו המלצה ו/או הצעה ו/או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך שהונפקו בידי התאגיד הנסקר. הניתוח אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הניתוח מופנה למשקיעים מוסדיים בלבד כחומר מסייע ואין לקבל על בסיסו בלבד. החלטות השקעה כלשהן. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. למשקיעים שונים עשויות להיות מטרות שונות, ובהתאם לכך על כל משקיע להתאים את השקעותיו למטרותיו וצרכיו.

חברת תבור כלכלה ופיננסים בע"מ ("תבור"), חברות בשליטתה וכן עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה. תבור ותאגידים מקבוצת תבור עוסקים בייעוץ כלכלי ואסטרטגי, ניהול פרויקטים, ניהול השקעות, בנקאות להשקעות, מחקר וייעוץ למוסדיים בשוק ההון ופעילות אחרות בשוק ההון. בהתאם לכך, הנחת הקורא צריכה להיות שתבור ותאגידים מקבוצת תבור, עובדיהם, נושאי המשרה בהם ובעלי מניותיהם מחזיקים בניירות הערך המתוארים בדוח זה ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו ו/או ימכרו ו/או יפיצו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. בנוסף הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שלקבוצת תבור יש זיקה אליהם בשל תמורה שתקבל מאת מנפיק ניירות הערך ו/או מוכריו ו/או מפיציו במסגרת מתן שירותים ובכלל זה שירותים בשוק ההון.

סוף מסמך