



זנלכל בע"מ

הערכת שווי

EMBA-AC 04

האוניברסיטה העברית בירושלים

2013



תקציר מנהלים

להלן תקציר מנהלים להערכת שווי שביצענו לחברת זנכלל בע"מ במסגרת קורס הערכת שווי חברות ללימודי תואר שני במנהל עסקים, לרואי חשבון באוניברסיטה העברית בירושלים.

חברת זנכלל בע"מ וחברות הבנות שלה (להלן ביחד: "החברה"), היא חברה תעשייתית המייצרת: מוצרי עגבניות, ירקות, פירות הדר, סירופים, חומץ וכו'. החברה מפתחת מוצרים חדשים באופן תמידי, כיום החברה פועלת לפיתוח אריזות פלסטיק שקופות לפירות וירקות, אריזות פלסטיק אישיות לרכזים וסלטים וכן קו מוצרים לחולי סכרת.

- החברה מייצרת בעיקר לשוק המקומי אליו מופנת מירב התוצרת שלה כ – 87% בעוד ששאר המוצרים (בעיקר מוצרי פירות הדר) מיועדים לייצוא ומהווים כ – 13% מסך התוצרת של החברה.
- לקוחות החברה בשוק המקומי הינם בעיקר השוק הקמעונאי המהווה כ – 80% מסך מכירותיה בעוד ששיעור של כ- 20% מהמכירות הן ע"י השוק המוסדי. מניתוח הסביבה העסקית עולה כי לחברה יש מספר מצומצם של מתחרים בשוק המקומי, מתחרי החברה הגדולים הם חברת "פרי ניר בע"מ" וחברת "פרי הגליל בע"מ".
- החברה מחזיקה נתח גדול מהשוק בתחום העגבניות בשנת 2012, נתח השוק אותו החזיקה החברה היה כ – 37%, בעוד שמתחרותיה פרי ניר ופרי גליל שלטו ב כ – 26% ובכ – 20% בהתאמה.
- בתחום הירקות מחזיקה החברה בנתח בשוק הינו רק כ – 34%, בעוד שפרי הגליל מחזיקה נתח שוק של כ – 59%.

הרווח הנקי של החברה לשנת 2012 עמד על סך כ – 7.9 מיליוני ₪ בהשוואה לרווח של כ – 1.3 ושל כ – 11 מיליוני ₪ לשנים 2011 ו- 2010 בהתאמה. ניתחנו את ביצועי החברה תוך כדי למידה על אירועים בשוק בוא פועלת החברה, וכן אירועים שהשפיעו על תוצאות החברה במהלך השנים האחרונות. (לדוגמא: פשיטת הרגל של קלאב מרקט, קשייה העסקיים של המתחרה פרי הגליל וכו'). בסקירה זו למדנו על הקפיצה ברווחיות החברה בשנת 2010 והירידה בשנים שלאחר מכן. את הערכת השווי ביצענו לפי שיטת DCF תוך התבססות על נתוני העבר והשלכותיהם על התחזית העתידית תוך נטרול אירועים מיוחדים ו/או חד פעמיים שהתרחשו בעבר. בנוסף סקרנו את דו"חותיה הכספיים המאוחדים של החברה בשנים הרלוונטיות, ניתחנו נתונים היסטוריים כגון מכירות, שיעור רווחיות תפעולית, השקעה בהון חוזר ו- CAPEX.

החברה מתומחרת בשוק בסך של כ – 119.3 מיליוני ש"ח, לפי הערכת השווי שחישבנו שווי החברה מוערך בכ – 108.0 מיליוני ש"ח.

לדעתנו השוני בין הערכת השווי שלנו לבין שווי החברה בפועל נובע משתי סיבות עיקריות והן:

- הערכת השווי היא ליום 30 ליוני 2013 ושווי השוק הוא נכון לתחילת אוקטובר 2013.
- למנייה סחירות נמוכה מאוד דבר המקשה על התאמה שלה לשווי השוק.

אינדקס

- 4 - פרק ראשון - פרופיל החברה
- 4 - כללי :
- 4 - עובדים :
- 5 - פעילות - פעילות החברה מתמקדת בשלושה תחומים :
- 5 - סחירות המניה :
- 6 - פרק שני – ניתוח ארועים היסטוריים
- 6 - אינדיקטורים מרכזיים של החברה בתקופות קודמות :
- 7 - התפתחות העסקית ברמה חצינית :
- 8 - בחינת תחומי הפעילות של החברה לאורך השנים ברמת השוק בכללותו.
- 13 - ניתוח CAPEX :
- 13 - תזרים מזומנים חופשי מפעילות לשנים 2010 - 2012 :
- 14 - ניתוח ROC :
- 14 - ניתוח הון חוזר :
- 15 - חסמי הכניסה לשוק
- 15 - מתחרים קיימים
- 16 - מידת האיום בתחליפים
- 16 - מידת האיום של כניסת מתחרים חדשים
- 18 - פרק רביעי – הערכת שווי
- 18 - טבלת DCF :
- 18 - WACC
- 18 - מוצרי הירקות :
- 20 - מוצרי עגבניות
- 21 - מוצרים אחרים :
- 23 - פרק חמישי - מכפילים

פרק ראשון - פרופיל החברה

כללי:

חברת זנלכל בע"מ וחברות הבנות (להלן ביחד: "החברה") מתמחה בפיתוח, ייצור, שיווק ומכירה למפיצים וללקוחות קמעונאיים ומוסדיים של מוצרי מזון משומרים בשלושה תחומי פעילות: תחום מוצרי העגבניות, תחום מוצרי הירקות ומוצרים אחרים.

החברה התאגדה כחברה פרטית בשנת 1940 ונרכשה ע"י דב שינפלד בשנת 1947. החל משנת 1983 נרשמה החברה כחברה ציבורית ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ ("הבורסה"). בשנת 1988 רכשה זנלכל את הפעילות של חברת "פרי-זה" שהייתה בכינוס נכסים. בשנת 1998 רכשה זנלכל את פעילות מפעלי השימורים של "יכין".

זנלכל מתמקדת בהרחבת פעילותה בשוק מקומי ויצוא יחד על בסיס התמחות מקצועית בתחומי פעילותה באמצעות פיתוח מואץ, הבטחת איכות, השקת טכנולוגיות חדשניות וקשרי לקוחות מתקדמים.

בחו"ל חברת זנלכל משווקת את מוצריה בבריטניה, ארה"ב, יפן, גרמניה, הולנד, צרפת, קנדה ומספר שווקים נוספים. זנלכל היא בעלת מוניטין רב בעולם בתחום ייצור ושיווק פלחי אשכוליות ומהווה כ-15% מהשוק העולמי במוצרים הנ"ל וכ-90% מהיצוא הישראלי בתחום זה. זנלכל משקיעה באופן מתמיד בפיתוח מוצרים וטכנולוגיות חדשות כדי לחזק את מעמדה בשוק הבינלאומי והמקומי כאחד.

עובדים:

להלן נתונים אודות מצבת כוח האדם הקבועים בחברה:

מחלקה	2012	2011
הנהלה	5	8
שיווק/מכירות	13	11
כספים ומחשוב	6	7
שרשרת אספקה	23	23
מעבדה/פיתוח	10	11
תפעול ואחזקה	33	35
ייצור	49	58
סה"כ	139	153

בהתאם לרשום במצגת המשקיעים, נכון לאפריל 2013 החברה מעסיקה כ-350 עובדים זמניים וקבועים.

מגזרי פעילות - פעילות החברה מתמקדת בשלושה תחומים:

מוצרי עגבניות -

עיקר מכירותיה של החברה במגזר זה הינם של רכז עגבניות, עגבניות מעובדות ורטבי עגבניות מוצרים אלו משווקים בעיקרם תחת שמות המותגים השייכים לחברה – "יכין", "פרי מבורך" ו"פרי זה" ו/או תחת מותגים פרטיים אותם היא מייצרת עבור רשתות שיווק קמעונאיות שונות. בתחום זה מתמקדת החברה בפיתוח, ייצור, מכירה והפצה של מוצרים המשמשים כמרכיב להכנת ארוחה ומהווים חלק אינטגרלי מהבישול הביתי ו/או המוסדי ומהכנת ארוחה.

מוצרי ירקות – פעילות החברה מתמקדת בעיקר במוצרי תירס, אפונה, שעועית וחמוס.

מוצרים אלו משווקים בעיקרם תחת שמות המותגים השייכים לחברה – "יכין", "פרי מבורך" ו"פרי זה" ו/או תחת מותגים פרטיים אותם היא מייצרת עבור רשתות שיווק קמעונאיות שונות.

הן מוצרי העגבניות והן מוצרי הירקות של החברה מבוססים על גידולים חקלאיים עונתיים. החברה מייצרת לאורך כל השנה כאשר מרבית הייצור מבוצע במהלך הרבעונים השני והשלישי שהינם תקופת ההבשלה של גידולים אלו. מכירות החברה מושפעות מתקופות חגי ישראל דבר הגורם לגידול ברבעון השלישי.

מוצרים אחרים – עיקר מכירות החברה בתחום זה נובע משימורי הדריס ותחום הרטבים ומיועדים בעיקרם לייצוא.

סחירות המניה:

החל משנת 1983 החברה נבחרת בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, אך עקב כך שבעלי המניות העיקריים שלה מחזיקים כ- 81.2% ממניות החברה המסחר במניה מועט. נתונים נכון ל- 2012:

- גודל השוק (אלפי ₪): 104,128
- נפח מסחר (אלפי ₪): 2,535
- נפח מסחר (ע.ג.): 353

מניית החברה בהשוואה למדד ת"א 100 לשנת 2012:



פרק שני – ניתוח ארועים היסטוריים

אינדיקטורים מרכזיים של החברה בתקופות קודמות:

בבחינת האינדיקטורים המרכזיים של החברה נבחן את החברה בשלושה מישורים:

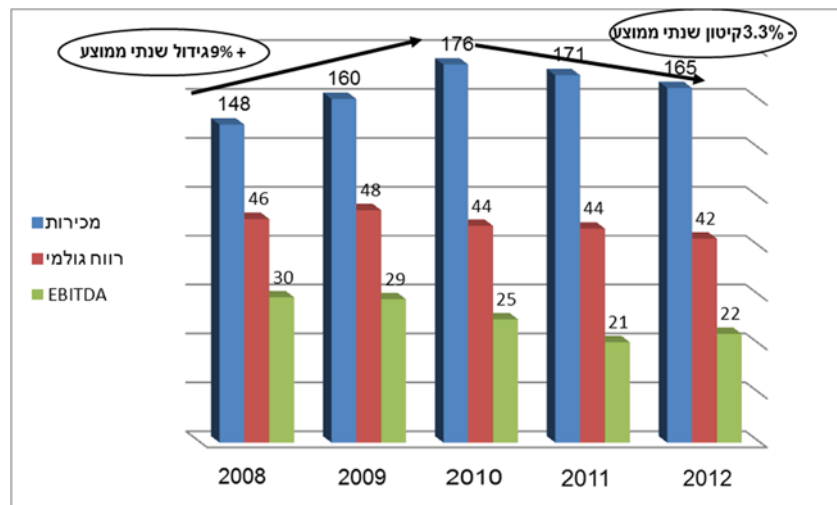
- אבחון המגמה הכללית של החברה ע"י בחינת ההתפתחות ההעסקית של החברה ברמה השנתית.
- ההתפתחות ההעסקית ברמה חציונית, (רבעון ראשון 2013 מול רבעון ראשון 2012).
- בחינת תחומי הפעילות של החברה לאורך השנים בהשוואה לכלל השוק.

דוחות כספים שנתיים (באש"ח)

	הפרש 2012			הפרש 2012			
	שינוי ב%	מול 2010	2010	שינוי ב%	מול 2011	2011	
סה"כ הכנסות ממכירות	(6.5%)	(11,360)	176,059	(3.5%)	(5,929)	170,628	164,699
עלות המכירות	(6.7%)	(8,784)	131,807	(3.0%)	(3,869)	126,892	123,023
רווח גולמי	(5.8%)	(2,576)	44,252	(4.7%)	(2,060)	43,736	41,676
הוצאות מכירה ושיווק	9.5%	1,429	14,980	(17.6%)	(3,509)	19,918	16,409
הנהלה וכלליות	(6.1%)	(578)	9,497	2.3%	199	8,720	8,919
רווח תפעולי	(17.3%)	(3,427)	19,775	8.3%	1,250	15,098	16,348
EBITDA	(11.3%)	(2,824)	25,027	8.2%	1,687	20,516	22,203
כאחוז מהמחזור							
רווח גולמי	0.7%	0.2%	25.1%	(1.3%)	(0.3%)	25.6%	25.3%
הוצאות מכירה ושיווק ומכירה	17.1%	1.5%	8.5%	(14.7%)	(1.7%)	11.7%	10.0%
הנהלה וכלליות	0.4%	0.0%	5.4%	6.0%	0.3%	5.1%	5.4%
רווח מסחרי	(11.6%)	(1.3%)	11.2%	12.2%	1.1%	8.8%	9.9%
EBITDA	(5.2%)	(0.7%)	14.2%	12.1%	1.5%	12.0%	13.5%

*הנתונים מציגים את הפעילות בנטרול השפעות חד פעמיות (רווחים אחרים מקלאב מרקט וכדומה).

גרף מגמות מחזור ורווחיות:



הגורמים שגרמו לצמיחה בהכנסות החברה ולשיעורי הרווח הגבוה יחסית לענף בשנים 2008 - 2010 הם :

- מתן דגש על פיתוח מוצרים חדשים בעלי רווחיות גבוהה.
 - קשיים כלכליים ועסקיים אליהם נקלעו המתחרים העיקריים של החברה.
- בשנת 2010 חל שינוי בתחום פעילותה של החברה דבר אשר גרם לשחיקת הרווחיות, עיקר השינוי היה :
- רכישת המתחרים ובכך הוצאתם מהמצוקה הכלכלית, לאחר רכישת המתחרים הם ניסו לכבוש נתחי שוק ע"י הורדות מחירים חדות.
 - כ 13% ממוצרי החברה מיועדים לייצוא התחזקות השקל בעולם במהלך השנה שחקה את הרווחיות.

[התפתחות העסקית ברמה חצי-שנתית:](#)

תוצאות פעילות חצי-שנתית 2013:

דוחות כספים רבעוניים (באש"ח)

שינוי ב%	הפרש	1-6/2012	1-6/2013	
13.2%	10,194	76,969	87,163	סה"כ הכנסות ממכירות
14.3%	8,271	57,736	66,007	עלות המכירות
10.0%	1,923	19,233	21,156	רווח גולמי
7.3%	590	8,037	8,627	הוצאות מכירה ושיווק
8.9%	386	4,313	4,699	הנהלה וכלליות
13.8%	947	6,883	7,830	רווח תפעולי
(10.9%)	(1,342)	12,301	10,959	EBITDA
<u>כאחוז מהמחזור</u>				
(2.9%)	(0.7%)	25.0%	24.3%	רווח גולמי
(5.2%)	(0.5%)	10.4%	9.9%	הוצאות מכירה ושיווק ושיווק ומכירה
(3.8%)	(0.2%)	5.6%	5.4%	הנהלה וכלליות
0.5%	0.0%	8.9%	9.0%	רווח מסחרי
(21.3%)	(3.4%)	16.0%	12.6%	EBITDA

מכירות

מחזור המכירות של החברה בחציון הראשון של שנת 2013 הסתכם בכ – 87.2 מיליון ש"ח, לעומת כ - 77.0 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד, זוהי עלייה של כ - 13.2% במחזור המכירות.

בשנת 2013 המשיכה החברה לפעול במסגרת שיתופי הפעולה הקיימים עם רשתות קמעונאיות בארה"ב ואנגליה ועם מותג המזון הבינלאומי היינץ. החברה שומרת על קשרי סחר ותשתיות מתאימות לאפשרות של הגדלת היקף היצוא בשנים הבאות.

רווח גולמי

הרווח הגולמי בחציון הראשון של שנת 2013 הגיע לכ – 21.2 מיליון ש"ח שהם כ – 24.3% ממחזור המכירות, לעומת רווח גולמי של כ – 19.2 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד שהם כ - 24.9% מסך המכירות. הגידול נובע מהגידול במחזורי המכירות, אך למרות צעדי התייעלות של החברה היא לא מצליחה לשמור על אחוז רווחיות כמו בתקופות קודמות עקב התייקרות תשומות היצור ועליה במחירי חומרי הגלם.

הוצאות מכירה ושיווק

הוצאות המכירה והשיווק בחציון הראשון של שנת 2013 הסתכמו בכ – 8.6 מיליון ש"ח שהם כ - 9.9% מהמכירות, לעומת כ – 8.0 מיליון ש"ח שהם כ - 10.4% ממכירות התקופה המקבילה אשתקד. הגידול הכספי נובע מהגידול במכירות, הירידה בחלק היחסי מהמכירות נובעת בגלל ההוצאות הקבועות שלא השתנו בהתאם לשינויים בשוק.

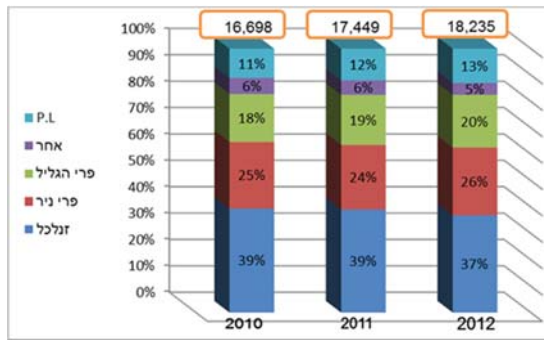
הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות בחציון הראשון של שנת 2013 הסתכמו בכ – 4.7 מיליון ש"ח שהם כ - 5.4% מהמכירות, לעומת כ – 4.3 מיליון ש"ח שהם כ - 5.6% ממחזור המכירות בתקופה המקבילה אשתקד ירידה זו נובעת מהסכמים חדשים עם יו"ר דריקטוריון החברה ועם המנכ"ל שלה.

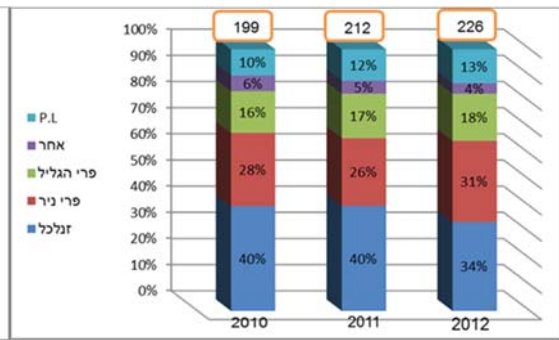
בחינת תחומי הפעילות של החברה לאורך השנים ברמת השוק בכללותו.

מוצרי עגבניות:

נתח שוק כמותי



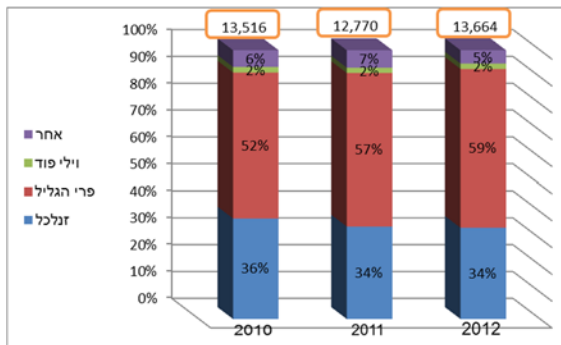
נתח שוק כספי



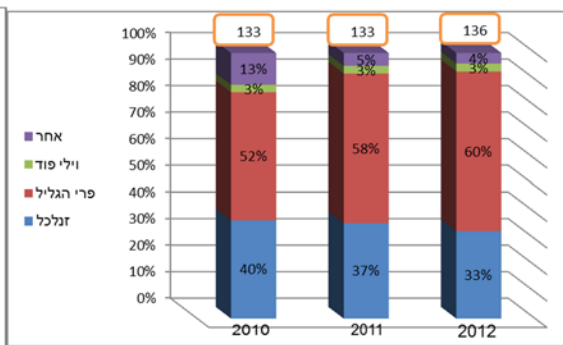
בנוסף לחברה בתחום זה ישנם עוד שני מתחרים עיקריים: פרי ניר ופרי הגליל. אשר יחד עם החברה מהווים כ - 85% מנתח השוק הכמותי וכ - 83% מהנתח שוק הכספי בישראל. שוק מוצרי העגבניות נמצא בעליה מתמדת של כ - 4.5% בשנה מבחינה כמותית (18,235 טון נכון לשנת 2012) וכן עליה שנתית של כ - 6.5% מבחינה כספית. עליה זו נובעת בחלקה בשל הגידול באוכלוסייה ובחלקה בשל הטנדים הבריאותיים בעולם ובישראל אשר גורמים לגידול צריכת אוכל בריא יותר ובבישול ביתי. יש לשים לב לכך שנתח השוק הכמותי והכספי של החברה יורד, ירידה זו נובעת בעיקר מהחרפת התחרות בשווקים במיוחד עקב ההתחזקות המותג הפרטי ומהירידה החדה ביצוא.

מוצרי ירקות:

נתח שוק כמותי



נתח שוק כספי



בקטגוריה זו יש לחברה מתחרה אחת: פרי הגליל. שתי החברות יחד מהוות כ- 91% מהשוק הכמותי והכספי בישראל. מבחינה כמותית לא חל כל שינוי מהותי בקטגוריה זו. אך ישנו גידול של כ- 2% בשווי השוק הכספי הנובעות מעלויות מחירים. הירקות הקפואים והמשומרים הינם חליפיים ועל כן התחרות אינה רק על כיסו של הצרכן הסופי (בשוק המאורגן ובשוק הפרטי), אלא גם על שליטה בשוק המוסדי. בשוק המוסדי ישנה העדפה לירקות המשומרים על פני הקפואים בגלל עלויות האחסנה הגבוהות של התוצרת הקפואה. תהליכי הייצור והעיבוד של הירקות הקפואים והמשומרים זהים למעט השלב האחרון התהליך: הקפאה של הירקות קפואים, לעומת עיקור ואטימה בקופסא של הירקות המשומרים.

מוצרים אחרים:

במסגרת פעילותה בתחום זה, מייצרת החברה מגוון רחב של מוצרים אשר העיקריים שבהם הם: שימורי הדורים בקופסאות פח, מיץ לימון, חומץ, סירופים, תרכיזים ורטבים לסלט.

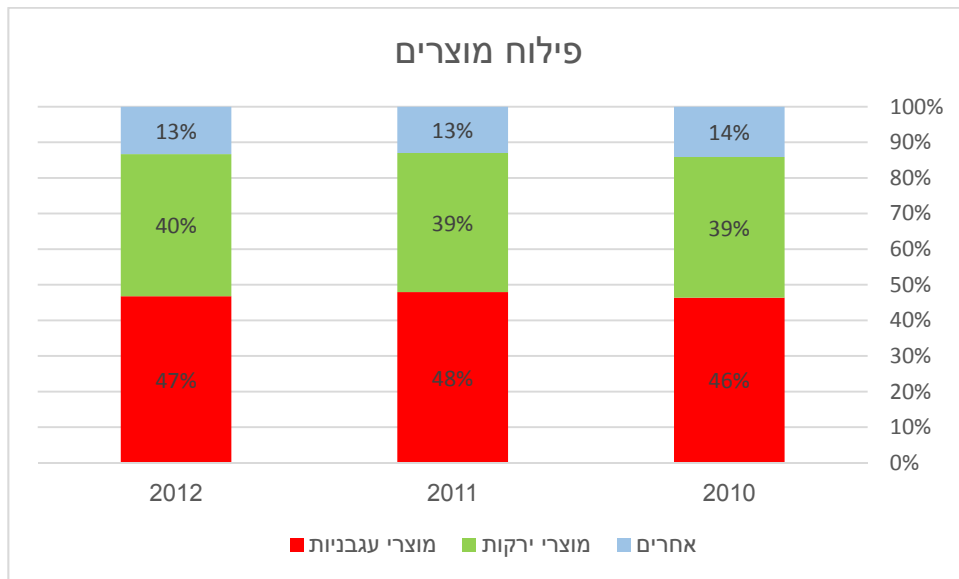
את מוצרי הסירופים, התרכיזים, רוטב הלימון, החומץ ותרכיזי הסירופ שלה משווקת החברה בעיקר למפיצים ולרשתות הקמעונאיות בישראל. בעוד שאת מוצרי ההדרים מייצאת החברה לשווקים שונים בעולם. (בעיקר לאנגליה ולארה"ב).

בתחום זה קיימת תחרות חזקה הן בין יצרנים מקומיים, קטנים וגדולים כאחד והן מול יצרנים ומשווקים מחו"ל, עיקר התחרות מול יצרנים בחו"ל היא בתחום ההדרים המשומרים (שבעיקר מיוצא). כדי להתמודד עם התחרות, החברה עוסקת הן בפיתוח מוצרים חדשים והן בשימור המוניטין החזק של מותגיה והן בפיתוח וייצור של מוצרים ייחודיים בעלי ערך מוסף גבוה ושומרת על קשר הדוק עם מפיציה.



תמהיל המכירות של החברה לאורך השנים 2010 - 2012:

במסגרת פעילותה בתחום זה, מייצרת החברה שימורי הדורים בקופסאות פח, מיץ לימון, חומץ, סירופים, תרכיזים ורטבים לסלט.



מאזנים תפעולים:

מאזנים כפי שמופעים בדוחות הכספיים של החברה

30.6.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	נכסים נכסים שוטפים:
466	62	129	592	מזומן
23	23	23	30	נכסים פיננסיים בשווי הוגן
38,810	42,555	48,406	43,001	לקוחות
4,888	3,172	3,473	1,499	חייבים ויתרות חובה
58,668	63,901	62,070	59,915	מלאי
-	-	869	629	מס הכנסה לקבל
102,855	109,713	114,970	105,666	סה"כ נכסים שוטפים
270	276	367	461	נכסי תוכנית להטבה מוגדר
107,161	105,040	103,390	102,212	רכוש קבוע נטו
107,431	105,316	103,757	102,673	סה"כ נכסים לא שוטפים
210,286	215,029	218,727	208,339	סה"כ נכסים

30.6.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	התחייבויות והון התחייבויות שוטפות:
38,043	36,265	37,414	31,209	אשראי מתאגידים בנקאים
				התחייבות לספקים ונותני שירותים
41,482	45,170	43,002	35,080	התחייבות פננסיות לזמן קצר
8,776	9,729	9,119	7,197	זכאים ויתרות זכות מס הכנסה לשלם
4,238	4,771	4,170	4,358	סה"כ התחייבויות שוטפות
8	170	-	-	
92,547	96,105	93,705	77,844	
1,045	3,108	12,360	18,313	התחייבויות לתאגידים בנקאים
20,836	20,945	21,005	15,234	מיסים נדחים
21,881	24,053	33,365	33,547	סה"כ התחייבויות לא שוטפות
35,909	35,900	36,143	36,200	הון מניות וקרנות
59,949	58,971	55,514	60,748	עודפים
95,858	94,871	91,657	96,948	סה"כ הון עצמי
210,286	215,029	218,727	208,339	סה"כ התחייבויות

נקודות מרכזיות לבניית מאזן תפעולי:

- א. ההון החוזר של החברה כולל בעיקר יתרות מלאי (בעיקר תוצ"ג), לקוחות וספקים.
- ב. החברה מממנת את פעילותה הן באמצעות תזרים מזומנים מפעילותה השוטפת והן באמצעות אשראי מבנקים הניתן כנגד שעבודים שוטפים על נכסי החברה (מלאי התוצרת הגמורה שלה), לכן סעיפי המזומן, האשראי מתאגידים בנקאים, ההתחייבויות פיננסיות לזמן קצר והתחייבות לתאגידים בנקאים לזמן ארוך מהווים חלק מההון החוזר התפעולי של החברה, ישנו קשר ישיר בין גובה ההון החוזר התפעולי של החברה לבין גובה ההתחייבויות הפיננסיות התפעוליות.
- ג. ההתחייבויות התפעוליות מורכבות מהלוואות מבנקים ומשמשות למימון המלאי, ועל כן הגדרנו את התחייבויות אלו כהתחייבויות תפעוליות, הן משמשות למימון פעילותה השוטפת של החברה.
- ד. נכסי תוכנית להטבה לעובדים - מוגדרים כנכס פיננסי מפני שהרווחים בגינם אינם תפעולים וההתחייבויות אינן מממנות את פעילות החברה, נכסי התוכנית עולים על גובה ההתחייבויות לכן בנטו ישנו נכס עודף. את סעיף זה נכלול תחת נכסים עודפים.
- ה. מיסים נדחים הוגדרו כהתחייבות פיננסית – החברה נהנת ממעמד של "מפעל מאושר" בהתאם לחוק עידוד השקעות הון. מעמד זה מקנה לה את הזכות להכיר בפחת מואץ על נכסיה התפעוליים דבר היוצר הפרשי עיתוי בין נכס בספרים לבין נכס לצורכי מס. ועל כן נוצרת התחייבות פיננסית כלפי מס הכנסה דבר אשר יגדיל את חבות המס בעתיד. אפשר להתייחס להתחייבות זו כאל הלוואה לזמן ארוך שניתנה ממס הכנסה לחברה ועל כן סעיף זה מוגדר כהתחייבות פיננסית.
- ו. נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד – החברה מחזיקה אג"ח לצורך הפקת הכנסות מימון והן אינן מהוות חלק מהנכסים התפעולים של החברה, על כן הוגדרו כנכס עודף.

מאזן תפעולי				
30.6.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	
				קפיטל
				נכסים תפעולים
(47,398)	(49,040)	(58,764)	(56,127)	התחייבויות תפעוליות נטו
56,638	59,517	67,646	65,606	הון חוזר תפעולי
107,161	105,040	103,390	102,212	הכש קבוע
116,401	115,517	112,272	111,691	סה"כ נכסים שוטפים
				נכסים (התחייבויות) פיננסיות עודפים נטו
23	23	23	30	נכסים פיננסים בשווי הוגן דרך רווח והפסד
270	276	367	461	נכסי תוכנית להטבה מוגדר נטו
(20,836)	(20,945)	(21,005)	(15,234)	מיסים נדחים
(20,543)	(20,646)	(20,615)	(14,743)	סה"כ נכסים (התחייבויות) פיננסי עודפים נטו
				הון עצמי
35,909	35,900	36,143	36,200	הון מניות וקרנות
59,949	58,971	55,514	60,748	עודפים
95,858	94,871	91,657	96,948	סה"כ הון עצמי

זוח רווח והפסד:

1-6/2013	2012	2011	2010	אלפי ש"ח
87,163	164,699	170,628	176,059	סה"כ הכנסות ממכירות
66,007	123,023	126,892	131,807	עלות המכירות
21,156	41,676	43,736	44,252	רווח גולמי
8,627	16,409	19,918	14,980	הוצאות מכירה ושיווק
4,699	8,919	8,720	9,497	הנהלה וכלליות
4	259	98	223	הכנסות אחרות תפעוליות
-	(46)	(47)	(98)	הפסד הון ממימוש רכוש קבוע
7,834	16,561	15,149	19,900	רווח מפעולות רגילות
2,559	5,888	5,471	5,807	הוצאות מימון
-	1	362	299	הכנסות מימון
5,275	10,674	10,040	14,392	רווח לפני ניכוי מיסים על ההכנסה
1,897	2,717	8,674	3,337	מיסים על ההכנסה
3,378	7,957	1,366	11,055	סך הכל רווח כולל לתקופה

טבלת רווחיות:

1-6/2013	2012	2011	2010	רווחיות כאחוז מהמכירות
24.3%	25.3%	25.6%	25.1%	רווח גולמי
9.9%	10.0%	11.7%	8.5%	הוצאות מכירה ושיווק
5.4%	5.4%	5.1%	5.4%	הנהלה וכלליות
15.3%	15.2%	16.8%	13.8%	סה"כ הוצאות תפעוליות
9.0%	9.9%	8.8%	11.2%	רווח תפעולי (ללא רווחים חד פעמיים)
9.0%	10.1%	8.9%	11.3%	רווח מפעולות רגילות
2.9%	3.6%	3.0%	3.1%	הוצאות מימון נטו
2.2%	1.6%	5.1%	1.9%	הוצאות מיסים על הכנסה
3.9%	4.8%	0.8%	6.3%	רווח נקי לתקופה

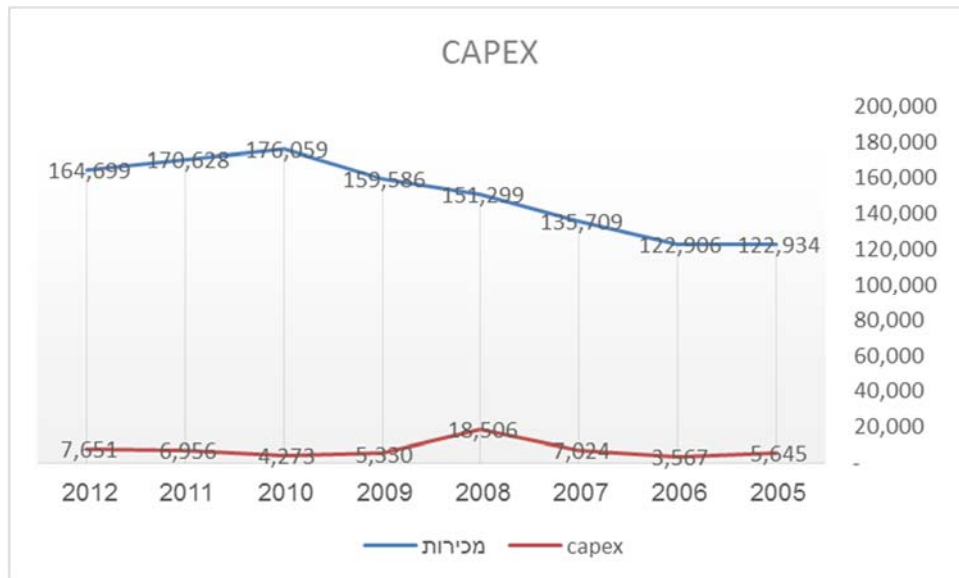
*הנתונים והמידע הינם מתוך הדוחות הכספיים ודוח הדירקטוריון של החברה.

ניתוח CAPEX:

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
	171,911	164,699	170,628	176,059	159,586	151,299	135,709	122,906	122,934	מכירות
ממוצע עד כולל 2012 בניטרול 2008	6,395	7,651	6,956	4,273	5,330	18,506	7,024	3,567	5,645	capex
	3.72%	3.84%	4.45%	4.22%	2.50%	3.03%	11.60%	4.64%	2.63%	capex/sales t+1

בבחינת השקעות החברה בשמונה השנים האחרונות מצאנו כי החברה משקיעה בממוצע סך של כ- 3.72% מסך המכירות בשנה שלאחריה ועל כן בחרנו להשתמש בשיעור השקעה זה, החברה משקיעה בעיקר בשיפור ושדרוג של הציוד והמכונות הקיימים וזאת במטרה לשמור ולשפר את כושר הייצור בהתאם לתכנית העבודה של החברה. בתקופת הדגימה ההשקעות המשמעותיות בוצעו בשנת 2008.

בסוף שנת 2008 אישרה מינהלת מרכז השקעות את תכנית ההשקעות ברכוש הקבוע להרחבת המפעל באלון תבור לייצור שימורי פירות, ירקות וסירופים, סך ההשקעה שאושרה היא כ- 11.8 מיליוני ש"ח.



ניתן לראות בגרף כי בשנת 2008 ישנה השקעה חריגה בגודלה שלא באה לידי ביטוי בגידול במכירות ועל כן היחס בשנה זו יהיה חריג ליחס בחברה, בחישובנו נטרלנו את 2008.

תזרים מזומנים חופשי מפעילות לשנים 2010 - 2012:

1-6/2013	2012	2011	2010	אלפ ש"ח
87,163	164,699	170,628	176,059	סה"כ הכנסות ממכירת
9.0%	9.9%	8.8%	11.2%	שיעור חוחיות תפעולית (*) (ללא איחעים חד פעמיים)
7,830	16,348	15,098	19,775	EBIT
25.9%	25.5%	24.9%	23.2%	שיעור המס אפקיבי (**)
5,801	12,187	11,334	15,191	EBIT*(1-T)
3,129	5,855	5,418	5,253	פחת
8,930	18,042	16,752	20,444	תזרים לפני השקעות
5,250	7,651	6,956	4,273	CAPEX נטו
9,240	10,477	8,882	9,479	השקעות בהון חוזר תפעולי
14,490	18,128	15,838	13,752	סה"כ השקעות
-5,560	-86	914	6,692	תזרים חופשי מפעילות FCFF

בהתאם לחוק לעידוד השקעות הון החברה יכולה להודיע על רצונה לשלם מס מופחת על הכנסתה הפטורה, אשר נצברה עד ליום 31.12.2011, בכפוף לקיומם של מספר תנאים. ולאחר תשלום המס תוכל החברה לחלק דיבידנד מרווחי המפעל המאושר. החברה הודיעה לרשויות המס על רצונה לשלם מס מופחת על הכנסתה הפטורה כאמור לעיל, כתוצאה מכך שילמה החברה סך של כ-530 אלפי ש"ח אשר נכלל בהוצאות מסים על ההכנסה בדוח על הרווח הכולל. הוצאות זו נוטרלה מהתחשיב.

ניתוח ROC:

	2010	2011	2012
NOPLAT	16,563	6,475	13,844
Capital	167,818	171,036	164,727
ROC	9.87%	3.79%	8.40%

בטבלה המוצגת כאן ניתן לראות שהחזר ההשקעה של החברה הוא נמוך (7.35% בממוצע לשנה) דבר אשר מקשה על החבה להשקיע באמצעי ייצור ומפנה אותה לדרכי מימון חלופיות כגון הלוואות אל מול מלאי.

ניתוח הון חוזר:

בחרנו לזהות את המגמה על פי גישת ה Stocks כלומר יחס הון חוזר \ מכירות מפני שלדעתנו גישה זו משקפת באופן הטוב ביותר את ההונה החוזר של החברה.

אלפי ₪	2012	2011	2010	2009	2008
מכירות שנתיות	164,699	170,628	176,059	162,533	151,299
שינוי במכירות	-5,929	-5,431	13,526	11,234	
הון חוזר	10,477	8,882	9,479	4637	-6,231
שינוי בהון החוזר	1,595	-597	4,842	10,868	
שינוי בהון חוזר חלקי שינוי במכירות	-27.00%	11.00%	36.00%	97.00%	

ניתחנו את ההון החוזר של החברה במהלך השנים 2009 - 2012 כדי למצוא את מגמת השינוי בהון החוזר ביחס לשינוי במכירות. מהניתוח עולה כי בממוצע השינוי בהון החוזר חלקי השינוי במכירות הוא כ-29.2%. השימוש דווקא ביחס הזה נובע מהציפייה ששינוי עתידי בהון החוזר יהיה קשור לשינוי במכירות בעבר וזאת מתוך ניסיון של החברה לחזות מגמות עתידיות.

	2012	2011	2010
לקוחות	42,555	48,406	43,001
מכירות	164,699	170,628	176,059
לקוחות/מכירות	0.26	0.28	0.24
ימי לקוחות	94	104	89
מלאי	63,901	62,070	59,915
עלת המכר	123,023	126,892	131,807
מלאי/עלת המכר	0.52	0.49	0.45
ימי מלאי	190	179	166
ספקים	45,170	43,002	35,080
עלת המכר	123,023	126,892	131,807
ספקים/עלת המכר	0.37	0.34	0.27
ימי ספקים	134	124	97

- **ימי לקוחות** – החברה מעניקה ללקוחותיה אשראי בטווח שבין 60 ל – 120 ימים. הכנסות החברה נובעות בעיקר ממכירות ללקוחות בישראל הכוללים הן את רשתות שיווק המזון הגדולות והבינוניות והן את רשתות השיווק הפרטיות. בחברה קיים נוהל למתן אשראי ללקוח הכולל הנחיות לביצוע בעת פתיחת לקוח חדש, הכולל בדיקת תנאיו הפיננסיים של הלקוח. במהלך 2012 חל קיטון בימי הלקוחות לעומת 2011.
- **ימי מלאי** – אורך חיי המדף הממוצע של מוצרי החברה הארוזים באריזות פלסטיק הינו כשנה וחצי, בעוד שאורך חיי המדף הממוצע של קופסאות השימורים המיוצרות על-ידי החברה הינו כשלוש שנים. בהתאם למדיניותה, החברה כמעט שאינה מחזיקה מלאי חומרי גלם חקלאיים, ותהליך הייצור מתחיל מייד עם קליטת חומרי הגלם. רמת מלאי התוצרת הגמורה מושפעת מהפעילות העונתית. על פי רוב החל מחודש יולי, עקב תחילת עיבוד חומרי הגלם החקלאיים העיקריים, מתחילה להצטבר כמות מלאי תוצרת גמורה אותה משווקת החברה לאורך כל השנה ועד תחילת עונת הייצור הבאה. ימי המלאי של החברה עולים במהלך השנים עקב גידול בכמויות הייצור.
- **ימי ספקים** – החברה מקבלת אשראי מספקים בתחום שבין 105-140 ימים. כפי שניתן ללמוד מהטבלה שלעיל, במהלך השנים חל גידול בימי הספקים.



חסמי הכניסה לשוק

מתחרים קיימים

- **תחום מוצרי העגבניות:**
בתחום זה מוצרי החברה משווקים בישראל, הן לשוק הקמעונאי והן לשוק המוסדי. התחרות בארץ בתחום זה מוגבלת מפני שישנו רק מספר מצומצם של חברות מתחרות, ומתוכן ישנם רק שלושה יצרנים עיקריים, החברה עצמה, חברת פרי ניר בע"מ וחברת פרי הגליל. אשר מחזיקות בפלחי השוק הכמותיים בשיעור של 37%, 26%, ו – 20% בהתאמה.

- **בתחום מוצרי הירקות:**

בתחום זה החברה עוסקת בפיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מגוון מוצרי ירקות משומרים וקפואים הן לשוק הקמעונאי והן לשוק המוסדי. בתחום זה נהנת החברה הן מתחרות מצומצמת בשל המספר המצומצם של החברות והיבואנים הפועלים בישראל, והן מכך שמותגי החברה הינם בעלי מוניטין רב. המתחרה העיקרית היא חברת פרי הגליל אשר נתח השוק הכמותי שלו בשנת 2012 היה 59%. בעוד שהחברה החזיקה בנתח שוק כמותי של 34% בלבד.

• מוצרים אחרים:

בתחום זה מייצרת החברה מגוון רחב של מוצרים וביניהם: שימורי הדורים בקופסאות פח, מיץ לימון, חומץ, סירופים, תרכיזים ורטבים לסלט. מוצרי ההדורים של החברה מיועדים לייצוא ושאר המוצרים מיועדים לשיווק בארץ.

מידת האיום בתחליפים

- תחרות בשוק הקמעונאי המאורגן - בשוק הקמעונאי ישנה תחרות רבה אשר נגרמה בעיקר בשל כניסתם של שחקנים בעלי צמיחה עסקית מהירה המבוססת על מכירת מוצרים נחותים יחסית במחירים זולים, בשל אסטרטגיית רשתות אלו נגרם לחץ מצד הרשתות הגדולות להורדת מחירים בכדי לאפשר תחרות ברשתות אלו. כמו כן ישנה התפתחות של מותגים פרטיים של רשתות השיווק דבר אשר גורם לירידת נפח המכירות של מותגי החברה, הנזק קטן בגלל שהחברה הינה היצרנית של חלק מהמותגים הפרטיים. במוצרי הירקות והעגבניות נהנת החברה מהמותג החזק שיש לה בארץ ובשליטתה בתוצרת החקלאית.
- תחרות בשוק המוסדי - בשוק זה שבו לעלויות הובלה ואחסון יש משקל בקבלת ההחלטות לחברה ישנו יתרון בעיקר בתחומי העגבניות והירקות המשומרים, בשל העלויות הגבוהות הכרוכות בהובלת ובאחסנת ירקות קפואים.
- תחרות בשוק הפרטי - רמת חסמי הכניסה בשוק זה נגזרת ממעמדו הכלכלי של הצרכן הסופי, כלומר ככל שמצבו הכלכלי טוב יותר והוא דורש מוצרים ברמה גבוהה יותר כך חסמי הכניסה לשוק גבוהים יותר בשל עלויות הפיתוח, ייצור, ורכישת חומרי הגלם של מוצרים אלו.
- תחרות בייצוא - חלק ממוצרי החברה (בעיקר מוצרי ההדורים) מיועדים לייצוא ובתחום זה אין לחברה יתרון יחסי בשל תחרות עם מדינות בהן כוח האדם זול כגון טורקיה וסוויזילנד.

מידת האיום של כניסת מתחרים חדשים

חסמי הכניסה העיקריים המשותפים לכלל תחומי הפעילות של החברה הינם:

1. הצורך בפיתוח מוצרים חדשים.
2. הצורך לידע טכנולוגי של תהליכי ייצור וזאת כדי להגיע לרמת האיכות הנדרשת של המוצרים.
3. הצורך בהשקעות רחבות היקף: רכישת ציוד ומכונות, הקמת מפעלי ייצור.
4. הצורך בהקמת מערכת שיווק והפצה גמישה המסוגלת לתת מענה לצרכים משולבים.
5. הצורך בקיום קשרים מתמשכים עם מגדלי תוצרת חקלאית.
6. הגנות ממשלתיות על החקלאים המקומיים הן בעזרת מכסים והיטלים גבוהים על יבוא מוצרים מתחרים והן בתמיכת הממשלה בחקלאים בצורה כספית.

יכולת המיקוח של הצרכנים

החברה פועלת לקיום קשרים ארוכי טווח עם לקוחותיה אשר מגלים נאמנות למוצרי החברה בשל הגורמים הבאים: מיתוג מוצריה ואיכות המוצרים והשירות. אך יש להבחין בין שני סוגי צרכנים: המוסדיים והקמעונאים, יכולת המיקוח של הלקוח המוסדי גבוהה יותר והוא מחפש מוצר סביר וזול לעומתו הלקוח הקמעונאי מחפש קשת רחבה יותר של מוצרים מהזולים והנחותים ועד לאיכותיים והיקרים, ולכן יכולת המיקוח של הלקוח הקמעונאי היא מוגבלת. יתר על כן החברה מייצרת חלק מהמוצרים עבור המותג הפרטי אשר מתחרים לכשעצמם.

יכולת המיקוח של הספקים

- **חומרי גלם** – לחברה אין תלות בספק כלשהו ולכל מוצר המסופק לחברה על ידי אחד מספקיה ישנו תחליף אותו יכולה לרכוש החברה בתנאים דומים כך שיכולת המיקוח של הספק מוגבלת.
- **אחרים** – על אף שלחברה ישנו ספק עיקרי אחד למוצרי אריזה - לגין אריזות בע"מ אשר היקף הרכישות ממנו בשנת 2012 עמד על סך של כ - 30.1% מסך רכישות החברה מספקיה (30.2% בשנת 2011), החברה אינה תלויה בו מכיוון שניתן לרכוש מוצרי אריזה גם מספקים אחרים.

נתח שוק בישראל בשנת 2012:

- תחום העגבניות כ - 40%.
- תחום הירקות המשומרים כ - 33%.
- תחום המוצרים האחרים כ - 47%.

סיכונים מאקרו כלכליים:

1. הרעה במצב הכלכלי יכולה להוביל להשתלטות המותגים הפרטיים על השוק מפני שהם זולים יותר והחברה לא תוכל לעמוד ברמות מחירים אלו.
2. מט"ח – החברה פועלת במספר מטבעות זרים והעיקריים שבהם הם יורו ודולר אמריקאי גם לצורך רכישת ציוד (אשראי לספקים) וגם לצורך ייצוא המוצרים האחרים שלה לחו"ל (אשראי לקוחות).
3. התייקרות חומרי הגלם – מחירי חומרי הגלם יכולים להיות מושפעים באופן דרסטי ממוזג אוויר ואסונות טבע, דבר אשר עלול להביא למחסור בחומרי הגלם – התייקרות שכזו משפיעה מהותית על הרווחיות הגולמית של החברה.
4. ריכוזיות תפעולית – החברה מרכזת את ייצור שלל מוצריה במפעל אחד, כך ששיתוק המפעל או פגיעה בו עקב אסון טבע, מלחמה או כל נזק אחר יהווה איום על המשך קיומה של החברה.

פרק רביעי – הערכת שווי

טבלת DCF:

טבלת ה- DCF נבנתה על בסיס חיבור אריתמטי של כל תחומי הפעילות של החברה כאשר לכל תחום פעילות ניתנה תחזית שונה במכירות בהתאם להתפתחות השוק וביצועי החברה, ורווחיות שונה על פי ביצועי החברה בשלוש שנים האחרונות.

אלפי ₪	הערכת גמר						
	2018	2017	2016	2015	2014	7-12/2013	Terminal value
צמיחה	3.4%	2.3%	1.8%	1.1%	1.0%	1.0%	4.1%
מכירות	181,179	175,141	171,252	168,173	166,398	84,748	188,662
עלויות משתנות	145,053	140,047	136,771	134,154	132,584	67,526	151,032
עלויות קבועות	17,746	17,574	17,570	17,533	17,596	8,963	18,217
שיעור רווחיות תפעולית	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%	9.7%	9.7%	10.3%
EBIT	18,380	17,520	16,911	16,486	16,217	8,259	19,414
שיעור מס על רווחיות תפעולית	23%	24%	25%	25%	25%	25%	18%
EBIT*(1-t)	4,227	4,205	4,228	4,122	4,054	2,065	3,494
	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
פחת	6,341	6,130	5,994	5,886	5,824	2,966	6,603
השקעות הוניות נטו *	-6,515	-6,371	-6,256	-6,190	-3,153	-1,145	-6,740
השקעה בהון חוזר	-1,763	-1,136	-899	-518	-1,610	-2,106	-2,185
FCFF	2,290	2,829	3,067	3,299	5,116	1,780	1,173
WACC						4.93%	
סכומים מהוונים	1,758	2,278	2,591	2,925	4,760	1,738	
סכום טרמינלי						112,536	
שווי הפעילות						<u>128,586</u>	
נכסים עודפים						-	
חוב פיננסי נטו						(20,543)	
שווי חברה						<u>108,043</u>	

WACC

הוצאות מימון שנתיות חלקי החוב הפיננסי	rd	2.74%
מודל CAPM לפי בטא של 0.33, ריבית ח"ס 4%, תשואת שוק 8.8%	re	5.58%
	D	22.84%
	E	77.16%
	WACC	4.93%

ניתוח לפי תחום פעילות:

מוצרי הירקות:

מוצרי ירקות	ה.ג. 7-12/2013						
	2018	2017	2016	2015	2014	7-12/2013	Terminal value
צמיחה	1.0%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	2.0%
מכירות	64,371	63,734	63,734	64,378	65,028	34,777	65,659
% משתנות מהמכירות	79.3%	79.3%	79.3%	79.3%	79.3%	79.3%	79.3%
% קבועות מהמכירות	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
עלויות משתנות	51,074	50,569	50,569	51,080	51,596	27,593	52,096
עלויות קבועות	6,787	6,720	6,720	6,788	6,856	3,667	6,923

הנחות בקביעת התחזית בתחום הירקות:

- תחזית המכירות ללחציון השני של 2013 נעשתה לפי פרופורצית המכירות בשנת 2011 (ראה טבלה 1-1), קרי 48% מהמכירות בחציון הראשון (לא לקחנו את יחסים של 2012 מטעמי שמרנות).
- תחזית המכירות לשנות התחזית 2014 - 2018 הן על פי ההנחה הבאה (ראה טבלה 2), המכירות ימשיכו לרדת בכ- 1% למשך שלושת השנים הקרובות בעקבות החדרת המותגים הפרטיים של רשתות השיווק. מוצרי השימורים נחשבים כנחותים יחסית, והצרכנים אינם נאמנים למותג אלא מחפש מחיר זול, לכן החברות היצרניות לא יצליחו לגבות פרמיה נוספת על המותג שלהן. כמו כן ישנו שינוי בצריכת מוצרי הירקות מעבר מירקות משומרים לירקות קפואים הנחשבים לאיכותיים יותר וזאת בעקבות טרנד הבריאותי העולמי. הצמיחה בשוק תחזור רק לאחר התייצבות המחירים ואיתה יחזור הגידול הכספי, הגידול הכמותי נובע בעיקרו מהגידול באוכלוסייה בסדר גודל של כ- 2% בשנה.
- עלויות משתנות – חלקן בעלות המכר יהיה כ- 79.3% לאורך כל התקופות וזאת לפי ממוצע תלת שנתי, בגלל שהשונות אינה בקטגוריה.
- עלויות קבועות – חלקן בעלות המכר יהיה כ- 10.5% לאורך כל התקופות וזאת לפי ממוצע תלת שנתי, בגלל השונות הנמוכה וחוסר קורלציה בין המכר לעלויות.

טבלה 1 -

שנה	עונתיות בתחום הירקות	רבעון ראשון	רבעון שני	רבעון שלישי	רבעון רביעי	שנתי לפעילות	חציון ראשון	חציון שני
2012	מכירות באש"ח	14,249	15,326	19,203	16,907	65,685	29,575	36,110
	התפלגות	22%	23%	29%	26%	100%	45%	55%
2011	מכירות באש"ח	15,114	17,049	19,485	14,960	66,608	32,163	34,445
	התפלגות	23%	26%	29%	22%	100%	48%	52%

טבלה 2 -

שנה	צמיחה
2014	-1%
2015	-1%
2016	-1%
2017	0%
2018	1%
Terminal value	2%

טבלת היסטוריית רווחיות מוצרי ירקות:

	2010	2011	2012	1-6/2013	7-12/2013
מוצרי ירקות					
צמיחה	17.5%	-4.2%	-1.4%		
מחזור מכירות	69,537	66,608	65,685	32,473	34,777
עלות מכירות	50,258	47,373	46,999		
פחת	2,075	2,115	2,335		
הוצ' הנהלה ומכירה	9,418	10,981	9,831		
סה"כ הוצאות	61,751	60,469	59,165		
עלויות קבועות	7,396	6,784	7,100		
עלויות משתנות	54,355	53,685	52,065		
תוצאות המגזר	7,786	6,139	6,520	2,917	3,124
% משתנות מהמכירות	78.2%	80.6%	79.3%		
% קבועות מהמכירות	10.6%	10.2%	10.8%		
% פחת	3.0%	3.2%	3.6%		
שיעור רווחיות תפעולית	11.2%	9.2%	9.9%	9.0%	10.1%
ממוצע תלת שנתי					
					79.3%
					10.5%
					3.2%
					10.1%

מוצרי עגבניות:

Terminal value	2018	2017	2016	2015	2014	ה.ג. 7-12/2013	מוצרי עגבניות
6.5%	6.0%	4.5%	4.5%	3.0%	3.0%		צמיחה
100,787	94,635	89,279	85,434	81,755	79,374	36,562	מכירות
80.0%	80.0%	79.8%	79.6%	79.4%	79.2%	79.0%	% משתנות מהמכירות
10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	% קבועות מהמכירות
80,629	75,708	71,244	68,006	64,914	62,864	28,884	עלויות משתנות
8,880	8,550	8,450	8,450	8,350	8,350	3,839	עלויות קבועות

הנחות בקביעת התחזית בתחום העגבניות:

- הערה כללית – מוצרי העגבניות מהווים חומר גלם בסיסי לבישול הביתי, ההתחזקות בשוק נובעת מרצון הצרכנים לבישול עצמי בבית בשל השפעות תכניות הבישול הטלוויזיוניות כגון מאסטר שף, ככלל קיימת מגמה של צריכת מוצרי (Health & Wellness) צריכת מוצרי בריאות ואיכות חיים, הנותנים מענה לדרישה לשיפור באיכות חיים גופנית, כחלק מהגברת המודעות לחשיבות של אורח חיים בריא.
- תחזית המכירות להערכת גמר 2013 - קטגוריה זו בחציון הראשון עלתה בכ - 13.8% לעומת החציון המקביל בשנת 2012. החברה מייצרת לאורך כל תקופות השנה אך עיקר הייצור מבוצע במהלך הרבעונים השני והשלישי שהם תקופת ההבשלה של גידולי העגבניות. מכירות החברה מושפעות מתקופות חגי תשרי. לפיכך, בדרך כלל הכנסות החברה בחציון השני גבוהות מהחציון הראשון. השוק עצמו נמצא בעליה ממוצעת של כ - 4.5% בשנה מבחינה כמותית ושל כ - 6.5% מבחינה כספית. תחזית המכירות להערכת גמר 2013 נעשתה לפי הפרופורציות המכירות בשנת 2012 כלומר בחציון הראשון המכירות מהוות כ - 45% מסך המכירות השנתיות (ראה טבלה 3).
- תחזית המכירות לשנות התחזית 2018 – 2014 מפורטות בטבלה 4 להלן.

טבלה - 3

שנה	עונתיות בתחום העגבניות	רבעון ראשון	רבעון שני	רבעון שלישי	רבעון רביעי	שנתי לפעילות	חציון ראשון	חציון שני
2012	מכירות באש"ח	17,120	19,129	19,853	20,960	77,062	36,249	40,813
	התפלגות	22%	25%	26%	27%	100%	47%	53%
2011	מכירות באש"ח	22,409	20,083	18,926	20,407	81,825	42,492	39,333
	התפלגות	27%	25%	23%	25%	100%	52%	48%

טבלה - 5

שנה	צמיחה
(*) הערכת גמר	3,839
2014	8,350
2015	8,350
2016	8,450
2017	8,450
2018	8,550
Terminal value	8,880

טבלה - 4

שנה	צמיחה
2014	3.0%
2015	3.0%
2016	4.5%
2017	4.5%
2018	6.0%
Terminal value	6.5%

- עלויות משתנות – מהוות כ - 79% מעלות המכר לתקופת הערכת הגמר ואנו מעריכים שהן יעלו באופן ליניארי לאורך השנים עד לערך טרמינלי של כ - 80% (בשנה המייצגת). וזאת בעקבות מגמת ההתייכרות של חומרי הגלם בעולם.
- עלויות קבועות – גידול של כ - 100 אלפי ש"ח על כל גידול של 1.5% במכירות (ראה טבלה - 5 לעיל).

טבלת היסטוריית רווחיות מוצרי עגבניות:

הערכת גמר		7-12/2013	1-6/2013	2012	2011	2010	
							מוצרי ירקות
				-1.4%	-4.2%	17.5%	צמיחה
		34,777	32,473	65,685	66,608	69,537	מחזור מכירות
				46,999	47,373	50,258	עלות מכירות
				2,335	2,115	2,075	פחת
				9,831	10,981	9,418	הוצ' הנהלה ומכירה
				59,165	60,469	61,751	סה"כ האוצות
				7,100	6,784	7,396	עלויות קבועות
				52,065	53,685	54,355	עלויות משתנות
				6,520	6,139	7,786	תוצאות המגזר
ממוצע תלת שנתי		3,124	2,917	6,520	6,139	7,786	% משתנות מהמכירות
		79.3%		79.3%	80.6%	78.2%	% קבועות מהמכירות
		10.5%		10.8%	10.2%	10.6%	% פחת
		3.2%		3.6%	3.2%	3.0%	שיעור רווחיות תפעולית
		10.1%	9.0%	9.0%	9.9%	9.2%	

מוצרים אחרים:

Terminal value	2018	2017	2016	2015	2014	7-12/2013 ה.ג.	מוצרי אחרים
6.5%	2.5%	2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%		צמיחה
24,440	22,949	22,389	21,950	21,732	21,732		מכירות
							% משתנות מהמכירות
							% קבועות מהמכירות
20,041	18,818	18,359	17,999	17,821	17,821		עלויות משתנות
2,664	2,501	2,440	2,393	2,369	2,369		עלויות קבועות

הנחות בקביעת התחזית בתחום האחרים:

- בשנת 2013 המשיכה החברה לפעול במסגרת שיתופי הפעולה הקיימים עם רשתות קמעונאיות בארה"ב ואנגליה ועם מותג המזון הבינלאומי היינץ. החברה שומרת על קשרי מסחר ותשתיות מתאימות לאפשרות של הגדלת היקף היצוא בשנים הבאות. בחציון הראשון של שנת 2013 הסתכם מחזור המכירות של החברה במגזר המוצרים האחרים בכ- 13.4 מיליון ש"ח, לעומת סך של כ-11.1 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד, נתון המשקף עלייה בשיעור של כ- 20%, עליה זו משויכת בעיקרה לרבעון השני שבו היה גידול של כ- 66% במכירות לעומת הרבעון השני של שנת 2012.
- הערכת הגמר לשנת 2013 הינה המשך מכירות כמו החציון הראשון.
- לא ניתן לזהות עונתיות בתחום פעילות זה לפי המכירות של השנים הקודמות (ראה טבלה - 6) לכן הגידול מהווה גידול ריאלי של החברה בתחום.
- תחזית המכירות לשנות התחזית 2014-2018 יהיו לפי והפירוט בטבלה - 7 אשר צופה תחזית גידול זניח במכירות לאחר הגידול של השנה.

טבלה - 6

שנה	עונתיות בתחום האחרים	רבעון ראשון	רבעון שני	רבעון שלישי	רבעון רביעי	שנתי לפעילות	חציון ראשון	חציון שני
2012	מכירות באש"ח	6,075	5,070	5,660	5,147	21,952	11,145	10,807
	התפלגות	28%	23%	26%	23%	100%	51%	49%
2011	מכירות באש"ח	5,712	4,735	7,024	4,724	22,195	10,447	11,748
	התפלגות	26%	21%	32%	21%	100%	47%	53%

טבלה - 7

שנה	צמיחה
2014	0.2%
2015	0.2%
2016	0.2%
2017	0.2%
2018	0.2%
Terminal value	0.2%

- עלויות משתנות – עלויות אלו מהוות כ - 82.3% מעלות המכר לתקופת הערכת הגמר ולכל התקופות החזויות כולל השנה המייצגת ונאמד כממוצע של השנים 2010 ו 2012 (2011 הייתה שנה לא מייצגת).
- עלויות קבועות – עלויות אלו מהוות כ - 10.9% מעלות המכר לתקופת הערכת הגמר ולכל התקופות החזויות כולל לשנה המייצגת כממוצע תלת שנתי.

טבלת היסטוריית רווחיות מוצרים אחרים:

	7-12/2013	1-6/2013	2012	2011	2010	
						מוצרי אחרים
			-1.1%	-10.7%	2.9%	צמיחה
	13,409	13,409	21,952	22,195	24,855	מחזור מכירות
			15,949	18,338	19,630	עלות מכירות
			781	705	741	פחת
			3,286	3,659	3,367	הוצ' הנהלה ומכירה
			20,016	22,702	23,738	סה"כ הואצות
			2,386	2,379	2,737	עלויות קבועות
			17,630	20,323	21,001	עלויות משתנות
ממוצע תלת שנתי	779	779	1,936	-507	1,117	תוצאות המגזר
85.5%			80.3%	91.6%	84.5%	% משתנות מהמכירות
10.9%			10.9%	10.7%	11.0%	% קבועות מהמכירות
3.2%			3.6%	3.2%	3.0%	% פחת
3.7%	5.8%	5.8%	8.8%	-2.3%	4.5%	שיעור רווחיות תפעולית

פרק חמישי - מכפילים

בבורסה לניירות ערך בתל אביב נסחרות מספר חברות אשר תחום פעילותן הוא מזון בדומה לזנלכל, לאחר שצמצמו חברות אשר גודלן הוא שונה מהותית מגודלה של זנלכל (אסם ושוטראוס לדוגמא) ולאחר שצמצמו חברות אשר מוצריהן שונים מהותית ממוצרי החברה או שיש להן עוד תחומי פעילות שבהם החברה אינה פועלת (לדוגמא חברת קרור מייצרת ירקות קפואים אך יש לה גם הכנסות מנדל"ן ומהיטק) לאחר הצמצום נותרנו עם חברת "גן שמואל" אשר עיקר פעילותה הוא בייצור מיצים טבעיים ומוצרי עגבניות שני תחומים אשר נכללים בתחום פעילותה של זנלכל.

<u>מכפיל הון</u>		<u>מכפיל רווח</u>		<u>מכפיל EBIT</u>		<u>מכפיל EBITDA</u>		
גן שמואל	זנלכל	גן שמואל	זנלכל	גן שמואל	זנלכל	גן שמואל	זנלכל	
0.90	1.19	23.55	61.08	15.67	30.67	11.50	22.60	Q2 2013
0.80	1.07	12.71	67.15	9.01	28.59	6.41	21.00	Q1 2013
0.76	1.10	29.88	44.33	20.04	28.61	14.31	21.03	Q4 2012
0.58	1.05	19.53	38.17	13.06	24.37	9.72	18.22	Q3 2012

ניתן לראות בברור כי מכפילי הרווח השונים של זנלכל גבוהים משמעותית מאלו של גן שמואל לדעתנו הסיבה העיקרית לפער זה הוא שחברת גן שמואל הינה חברה גדולה יותר המתחרה בשוק הרבה יותר תחרותי (שוק המשקאות בישראל) ועל כן רווחיה ביחס לשווי שלה קטנים יותר.

שוויה הכלכלי של חברת זנלכל (מספר מניות כפול מחיר למניה) היה – 119,352 אלפי ₪.

שוויה הכלכלי של חברת גן שמואל ביום הבדיקה היה – 455,535 אלפי ₪.

על פי יחסי הרווחיות הנ"ל שוויה של זנלכל צריך להיות (מחושב עפ"י רבעון רביעי בשנת 2012):

<u>מכפיל הון</u>	<u>מכפיל רווח</u>	<u>מכפיל EBIT</u>	<u>מכפיל EBITDA</u>
82,461	80,448	83,601	81,214

ירידת השווי נובעת מכך שרמת הרווחיות של גן שמואל נמוכה משמעותית מזו של זנלכל עקב הסיבות שהוזכרו לעיל.