

האוניברסיטה העברית בירושלים

EMBA-AC

קורס הערכת שווי חברות

הערכת שווי לחברת "מוצרי מעברות בע"מ"

ליום 31 בדצמבר 2012



מוצרי מעברות בע"מ
maabarot products ltd.

דואר מעברות 40230, ISRAEL
פקס' 972-9-8985590 fax. טל' 972-9-8984040 tel.

תוכן עניינים

2	תמצית מנהלים
3	פרק ראשון - פרופיל החברה
3	1.1 מגזרי פעילות
4	1.2 נתוני סחירות
5	1.3 מבנה בעלות
5	1.4 נכסים עודפים מהותיים
5	1.5 התחייבויות פיננסיות
6	פרק שני - ניתוח נתונים היסטוריים
6	2.1 תמצית מאזן תפעולי
6	2.2 טבלת רווחיות
7	2.3 דוח רווח והפסד
8	2.4 ניתוח CAPEX
9	2.5 תזרים מזומנים חופשי מפעילות לשנים 2010-2012
9	2.6 חישוב ROC ופירוקו
10	2.7 ניתוח יחסי הון חוזר
12	פרק שלישי - ניתוח חמשת הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה
14	פרק רביעי - הערכת שווי
14	4.1 כללי
14	4.2 אורך תקופת התחזית
15	4.3 חיזוי הצמיחה בהכנסות
16	4.4 שיעור הרווחיות התפעולית מתוך הרווחים
16	4.5 שיעור המס
17	4.6 תחזית השקעות הוניות והוצאות פחת
17	4.7 תחזית השקעה בהון חוזר
17	4.8 השנה הטרמינלית
18	4.9 אמידת עלות ההון המשוקללת (WAAC)
20	4.10 חישוב שווי הון עצמי וטבלת רגישות
21	פרק חמישי - מכפילים
21	5.1 ניתוח המכפילים
22	5.2 בחינת שיטת ה- DCF לעומת שיטת המכפילים ובחירת המכפיל הראוי
23	נספחים
23	נספח א' - מבנה אחזקות חברת "מוצרי מעברות בע"מ"
23	נספח ב' - מספר העובדים במגזרים העסקיים לפי מחלקות
24	נספח ג' - ביאורים לבניית המאזן התפעולי
26	נספח ג' - חישוב הפרמטרים לאמידת שיעור ההון המשוקלל של החברה (Wacc)
30	נספח ד' - הנתונים המחשבים עבור המכפילים

תמצית מנהלים

חברת מוצרי מעברות בע"מ (להלן "החברה"), החברה פועלת בעצמה ובאמצעות תאגידי בנות, מתמקדת במוצרי המזון ההומאניים, במוצרים לחיות מחמד, תחליפי מזון לחיות משק ומזון אורגני.

כחברה הפועלת בתחום תחרותי ובוגר, עומדים בפני החברה אתגרים רבים, לכן עליה להקפיד על רמה איכותית של מוצריה, לממש את הפוטנציאל העסקי במגזרי פעילותה ולהוביל אסטרטגיה של צמיחה.

בשנת 2012 חלה עלייה במחירי חומרי גלם המשמשים לייצור מוצרים ממוצרי מגזרי הפעילות של החברה(מרבית חומרי גלם אלה, כגון תירס, חיטה וסויה, מושפעים מתנודות במחירי שוק עולמיים מתנאי מזג אוויר באזורים שונים בעולם).

ההכנסות גדלו בשנת 2012 בכ- 7.3% דבר נובע בעיקר מגידול בפעילות מגזר ה-VMS והמזון האורגני (בייחוד עקב איחודה של LN בדוחות הכספיים החל מאוגוסט 2011) ומגידול בפעילות מגזר המזון והמוצרים לחיות המחמד עקב איחודה של KUZHEY PET בדוחות הכספיים החל מפברואר 2012. הרווח בשנת 2012 גדל בכ- 161.5% לעומת שנת 2011, בעיקר בשל גידול בהכנסות המימון.

במסגרת העבודה סקרנו את הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה בשנים האחרונות, ניתחנו נתונים היסטוריים כגון מכירות, שיעור רווחיות תפעולית, השקעה בהון חוזר ו-CAPEX. זאת ועוד, ביצענו ניתוח סטטיסטי של הנתונים תוך התבססות על נתוני העבר והשלכה שמרנית על התחזית העתידית. כמו כן, בחנו את היתרון התחרותי של החברה על פני השחקניות האחרות בשוק ובשילוב עם הצהרות החברה בדוחות הכספיים והצפי לשינויים במשק, ביצענו הערכת שווי בשיטת ה-DCF. בעקבות הממצאים גיבשנו את מסקנותינו לגבי שוויה הראוי של החברה.

מתוצאות ה-DCF התקבל פער של כ- 0.8% בין הערכת השווי שביצענו לבין שווי החברה כפי שהשוק מתמחר אותה. בנוסף, ערכנו את שווי החברה בשיטת המכפיל בהתבסס על חברת השוואה "אסם". החברה היוותה עבורנו חברה מייצגת לכלל השוק אף על פי שרצוי להתייחס למגוון רחב יותר של חברות בכדי לאמוד את נתוני השוק. על פי מכפיל הרווח התפעולי המתואם קיים פער של כ 5% (בפרמיה) בין שווי השוק של החברה לבין הערכת השווי.

פרק ראשון - פרופיל החברה

חברת מעברות בע"מ והחברות הבנות שלה (להלן: "החברה") התאגדה בישראל בשנת 1989 ונרשמה כחברה ציבורית בבורסה בת"א בנובמבר 1993. החברה נשלטת על ידי קיבוץ מעברות, ומתמחה בייצור ושיווק מזון לתינוקות, חומרי גלם לתעשיית המזון ומזון לכלבים ולחתולים¹.

1.1 מגזרי פעילות

פעילות החברה מורכבת מארבעה מגזרים העסקיים כמפורט להלן:

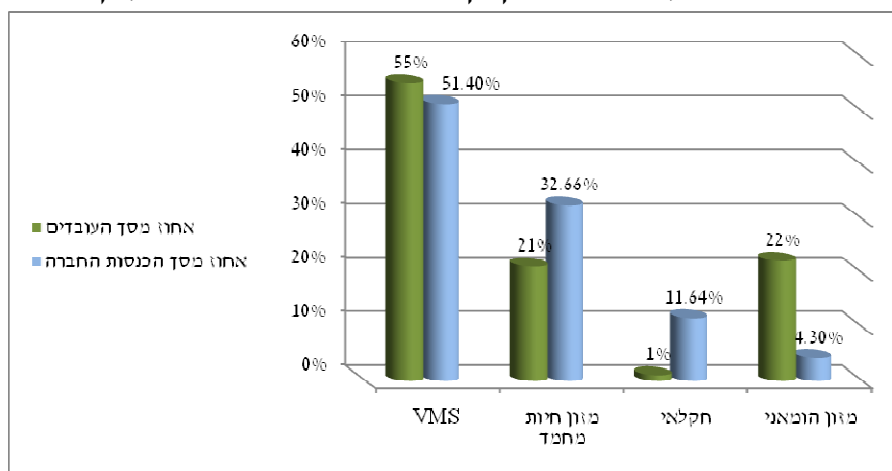
1. מגזר ה-VMS² והמזון אורגני - זהו המגזר העיקרי של החברה המהווה כ- 50% מהמחזור של החברה. מגזר זה עוסק ביבוא, שיווק, מכירה והפצה של המוצרים בעיקר בשוק הישראלי ולמזרח אירופה. לקוחות החברה במגזר זה הם בעיקר רשתות הפארם, רשתות השיווק, בתי טבע, בתי מרקחת וקופות חולים, ללא תלות של החברה בלקוח בודד או במספר מצומצם של לקוחות. זהו מגזר תחרותי, ופועלות בו חברות רבות (לדוגמא ניאופארם, DHU, דוקטור פישר וכדומה), כך שרבים ממוצרי המגזר משווקים ונמכרים תחת מותגים פרטיים. חסמי הכניסה והרגולציה באים לידי ביטוי בפקוח הרשויות בנושאי יבוא חומרי הגלם, הייצור, השיווק והמכירה, כך שנדרשים משאבים רבים להתמודדות עם ההליכים הביורוקרטים המוסדרים ברגולציה הישראלית.
2. מזון ומוצרים לחיות מחמד - זהו המגזר השני בתרומתו למחזור החברה, ומהווה כ- 30% מהמחזור בשנת 2012. מגזר זה עוסק בפיתוח, יצור, יבוא, שיווק, מכירה והפצה של מוצרי מזון לחיות מחמד (בעיקר לכלבים וחתולים), בעיקר תחת המותגים "בונזו" ו"לה קט". עיקר פעילותו המסורתית של המגזר הוא באמצעות חברת בת בשוק התורכי, כאשר בשנה החולפת החלה שיווק ומכירה גם בשוק הישראלי והאמריקאי באמצעות חברת בת אמריקאית. לקוחות החברה במגזר זה הינם בעיקר רשתות השיווק וחנויות המחמד המוכרים את מוצרי המגזר בשוק התורכי, האמריקאי ולציבור הרחב בישראל ובשטחי הגדה המערבית וברצועת עזה. לא קיימת תלות של החברה בלקוח בודד או במספר מצומצם של לקוחות. מבחינת מתחרים, הריי שמגזר זה הינו מגזר תחרותי ומחסומי הכניסה נמוכים ומאפשרים כניסת גורמים רבים לתחום, יחד עם זאת המגזר כפוף לרגולציה מטעם משרד החקלאות בכל הקשור לייבוא המוצרים ולבקרת האיכות על טיבם. המתחרים העיקריים של החברה הם יבואנים שהמרכזיים שבהם הם נסטלה אוסם, ווט-מגן, כ.צ.ט, סידס ובית ארז.
3. המחלקה החקלאית - ייצור ומכירה של תחליפי חלב לחיות משק, תחת המותג "חלבית", בעיקר בשוק הישראלי. הלקוחות העיקריים של החברה הם מגדלי חיות משק בקיבוצים ובמושבים. לא קיימת תלות של החברה בלקוח בודד או במספר מצומצם של לקוחות. המתחרים העיקריים של מגזר זה בישראל הם יבואן אחד ושני יצרנים מקומיים. כאן, בניגוד למגזרים הקודמים, המגזר סובל מעונתיות בשל גידול בהמלטות בחורף ובאביב שבעקבותיהן קיים גידול בביקוש למוצרי המגזר.

¹ ראה גם נספח א' - מבנה אחזקות של החברה

² VMS - קיצור לפעילות בתחום תוספי תזונה, הויטמינים והמינרלים.

4. מוצרי המזון ההומאניים - פיתוח, יצור, יבוא, שיווק ומכירה של תרכובות מזון לתינוקות, דייסות, מחיות, ביסקוויטים ופסטות לפעוטות תחת המותג "מטרנה". בנוסף עוסק המגזר בייצור, מכירה ושיווק, בהיקפים לא מהותיים, של חומרי גלם לתעשיית המזון. יש לציין כי שוק המזון לתינוקות נאמד ב- 550 מיליון שקלים וישראל מדורגת עם שיעור הפריץ הגבוה ביותר מבין מדינות ה-OECD. הלקוחות העיקריים הם הרשתות הקמעונאיות. לא קיימת תלות של החברה בלקוח בודד או במספר מצומצם של לקוחות. מגזר זה הוא תחרותי והמתחרה העיקרית של "שותפות מטרנה" היא פרומדיקו (יבואנית סימילאק). מחסומי הכניסה העיקריים למגזר הינם השקעה כספית גבוהה במכונות וציוד, צורך בידע ובטכנולוגיה, בניית מותג אמין ועמידה בדרישות כשרות (זה גם יתרונה היחסי של מטרנה, שלה כשרות בד"צ העדה החרדית ירושלים ואילו מתחרותיה מייבאות את מוצריהן מחו"ל). להלן מצבת העובדים במגזר זה.

תרשים 1- אחוז העובדים ואחוז מתוך סך ההכנסות בכל אחד מהמגזרים העסקיים³



1.2 נתוני סחירות

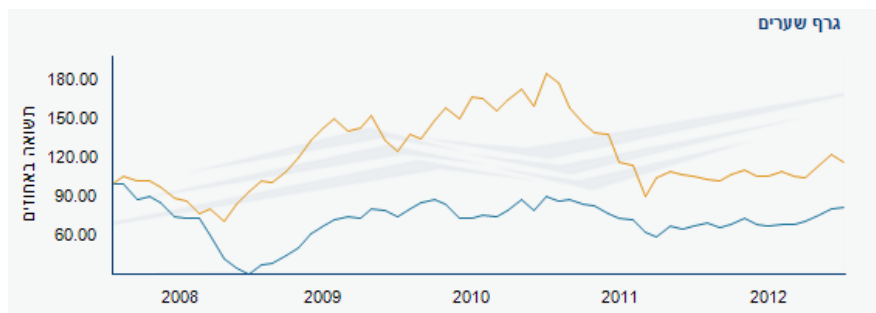
החברה התאגדה כחברה פרטית ביום 28.03.1989 ונרשמה כחברה ציבורית ביום 09.06.1993. להלן נתוני הסחירות של החברה נכון ליום 31.12.2012 :

1. המניה נסחרת במדד תל אביב יתר 50.
 2. שווי שוק החברה הינו 345,225 (אלפי ש"ח).
 3. הון רשום למסחר - 9,799,183.
- בנוסף, להלן נתונים המתייחסים למניית החברה בשלושת השנים האחרונות :
1. מספר עסקאות ממוצע במניות החברה ליום עמד על 46.
 2. מחזור המסחר הממוצע ביחידות ליום עמד על 10,739.
 3. מחזור המסחר הממוצע בש"ח ליום עמד על 479,060.

מסקירת ביצועי המניה (ראה בצבע צהוב בתרשים 2 להלן) ביחס למדד ת"א יתר 50 עולה כי המניה מציגה ביצועים טובים יותר במהלך חמש השנים האחרונות.

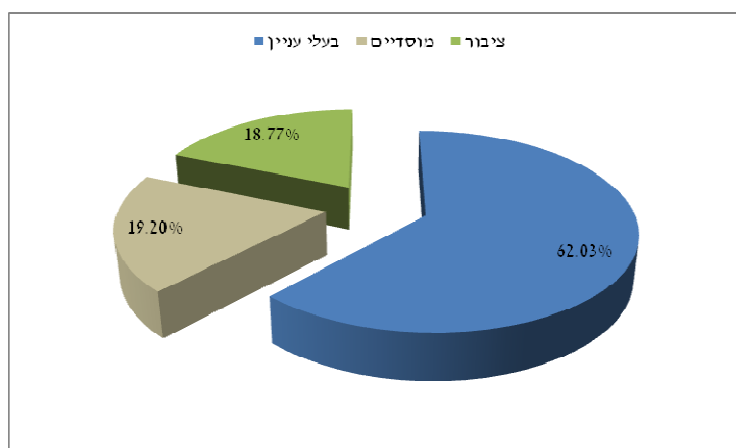
³ ראה גם נספח ב' - מספר העובדים במגזרים העסקיים לפי מחלקות

תרשים 2- גרף ביצועי מניית מעברות לעומת ביצועי מדד ת"א 50 בחמש השנים האחרונות



1.3 מבנה בעלות

תרשים 3- פילוח מבנה בעלות חברת "מוצרי מעברות בע"מ"



בעל המניות	אחוז החזקה
מעברות אגש"ח	58.92%
כלל ביטוח-ק.גמל	5.05%
הראל ק.גמל	4.41%
דש איפקס ק.גמל	4.03%
כלל ביטוח-משתתפ	3.72%
גיונסון יבואנים	1.25%
כלל החז ביטוח	1.18%
דש איפקס ת.סל	1.14%
הראל השקעות	0.67%
הראל ת.סל	0.28%
דש איפקס ק.נאמ	0.26%
הראל ק.נאמ	0.23%
הראל משתתפות	0.08%
קבוץ מעברות	0.01%
בעלי עניין	62.03%
מוסדיים	19.20%
ציבור	18.77%
סה"כ	100.00%

1.4 נכסים עודפים מהותיים

לחברה יש נכסים עודפים בדמות השקעה והלוואה לחברות מוחזקות (בעיקר אחזקה בשותפות טבע-אלטמן) בסך 13,602 ₪.

1.5 התחייבויות פיננסיות

לחברה יש התחייבויות פיננסיות בסכום כולל של 72,688 אלפי ₪, הבולטים בהם הינם:

- הלוואות ואשראי מתאגידים בנקאיים בניכוי מזומנים בסך 16,823 אלפי ₪.
- התחייבות למחזיקי אופציית PUT בסך 27,628 אלפי ₪.
- התחייבות פיננסית (אופציית CALL) בסך 9,900 אלפי ₪.

פרק שני- ניתוח נתונים היסטוריים

2.1 תמצית מאזן תפעולי

2012	2011		2012	2011	
					נכסים תפעוליים
			133,183	124,737	הון חוזר תפעולי *
			41,431	42,040	רכוש קבוע, נטו
		הון עצמי מתואם	20,945	20,919	נכסים בלתי מוחשיים שאינם מוניתין **
15,104	15,104	הון מניות	83,571	90,492	מוניתין **
111,662	113,217	קרנות הון	4,507	4,022	נכס מו"פ ****
-5,456	-3,036	מניות באוצר	27,113	53,654	נכס חכירה ****
241,997	225,146	יתרת עודפים			
11,678	13,219	התחייבות מיסים נדחים, נטו			התחייבויות תפעוליות אחרות
588	-723	זכויות מיעוט	3,479	2,082	קיבוץ מעברות- בעל עניין
4,507	4,022	נכס מו"פ ****			
					נכסים עודפים
380,080	366,949	סה"כ הון עצמי	8,721	17,076	השקעה בחברות מוחזקות
			4,881	9,624	הלוואה לחברה מוחזקת
			13,602	26,700	סה"כ נכסים עודפים
			59,207	6,467	סה"כ נכס פיננסי, נטו ***
380,080	366,949	סה"כ	380,080	366,949	סה"כ

*ראה נספח ג'- ביאורים לבניית המאזן התפעולי, טבלה 1.

**כנס המוניטין חולץ מתוך סך הנכסים הבלתי מוחשיים בהתאם לביאור 12 לדוחות הכספיים.

***ראה נספח ג'- ביאורים לבניית המאזן התפעולי, טבלה 2.

****ראה נספח ג'- ביאורים לבניית המאזן התפעולי, טבלה 3 (מו"פ) וטבלה 4 (חכירה)

ניתן לראות כי לחברה יש נכס פיננסי נטו, כלומר היא כמעט ואינה ממונפת כך שעיקר פעילותה ממומן על ידי ההון העצמי. בנוסף, נשים לב כי בשנת 2012 ירד החוב הפיננסי של החברה בכ- 28%⁴ כפועל יוצא של החזר הלוואות שוטפות לתשלום התחייבויות לזמן הקצר במגזר ה-VMS והמזון האורגני, פירעון מלא של האג"ח (סדרה ב') במהלך שנת 2012 וקיטון בהתחייבות למחזיקי אופציית PUT. במקביל יש לשים לב כי קיים גידול בהון העצמי בשנת 2012 של כ- 3.6% הנובע בעיקרו מעלייה של קרוב ל- 7% ביתרת הרווח של החברה ביחס לשנת 2011 (עלייה שנובעת בעיקרה מהקיטון בהוצאות המימון של החברה בשנת 2012). בנוסף, נבקש להפנות את תשומת הלב ל**נכס המו"פ** שהוון למאזן התפעולי ובא לידי ביטוי גם בחישוב ה-EBIT בחישוב ה-ROC (ראה גם נספח ג' כאמור לעיל).

2.2 טבלת רווחיות

2010	2011	2012	
38.8%	37.7%	39.5%	רווחיות גולמית
6.4%	4.7%	5.5%	רווחיות תפעולית לפני פחת
5.0%	3.0%	3.4%	רווחיות תפעולית
9.1%	3.1%	7.4%	רווחיות נקייה
25%	24%	25%	שיעור מס

⁴ ראה את הרכב "נכס פיננסי, נטו" לרבות השינויים בהרכב החוב הפיננסי של החברה בנספח ג'.

אלפי ₪			
2010	2011	2012	
314,494	331,284	355,465	הכנסות ממכירות
192,345	206,469	215,024	עלות המכירות והעיבוד
122,149	124,815	140,441	רווח גולמי
1,029	1,561	1,670	הוצאות מחקר ופיתוח
72,836	74,207	85,273	הוצאות מכירה ושיווק
32,317	39,348	39,213	הוצאות הנהלה וכלליות
15,967	9,699	14,285	רווח תפעולי לפני הכנסות/ הוצאות אחרות
196	13	2,571	הוצאות אחרות
20	98	301	הכנסות אחרות
15,791	9,784	12,015	רווח תפעולי
11,886	7,712	10,309	הכנסות מימון
-2,100	-9,500	1,400	הכנסות (הוצאות) מימון בגין אופציית PUT ו- CALL
6,348	16,452	8,802	הוצאות מימון
20,687	26,358	23,701	חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות
39,916	17,902	38,623	רווח לפני מס
11,291	7,791	12,174	מיסים על ההכנסה
28,625	10,111	26,449	רווח נקי
2010	2011	2012	פירוט בסעיפים לשנה:
			פחת
7,199	7,629	7,805	פחת רכוש קבוע
2,699	3,976	7,986	הפחתות נכסים בלתי מוחשיים
9,898	11,605	15,791	סה"כ פחת והפחתות
15,791	9,784	12,015	EBIT
18,490	13,760	20,001	EBITA
25,689	21,389	27,806	EBITDA

מכירות

הגידול בהכנסות ממכירות בשנת 2012 לעומת שנת 2011 ובשנת 2011 לעומת 2010 נובע בעיקר מגידול בפעילות מגזר ה-VMS והמזון האורגני (בייחוד עקב איחודה של חברת LN הפולנית בדוחות הכספיים של הקבוצה החל מאוגוסט 2011). בנוסף, בשנת 2012 היה גידול בפעילות מגזר המזון והמוצרים לחיות מחמד עקב איחודה של חברת KP הטורקית בדוחות הכספיים החל מפברואר 2012.

רווחיות גולמית

הגידול בשיעור הרווח הגולמי בשנת 2012 לעומת שנת 2011 נובע בעיקר משיפור ברווחיות מגזר המזון והמוצרים לחיות מחמד ומגזר המחלקה החקלאית אשר קוזזו ע"י ירידה באחוז התרומה של מגזר ה-VMS והמזון האורגני. הירידה בשיעור הרווח הגולמי בשנת 2011 לעומת שנת 2010 נובעת בעיקר מעלייה במחירי חומרי הגלם, בעיקר בתחום מוצרי מזון לחיות מחמד ובתחום המחלקה החקלאית.

רווחיות תפעולית

שיעור הרווח התפעולי בשנת 2012 לא השתנה לעומת שנת 2011 (עומד על כ- 3%) למרות שראינו כי היה שיפור ברווח הגולמי, שקוֹזז ע"י גידול בהוצאות מכירה ושיווק בשנת 2012 לעומת שנת 2011, וזאת בשל גידול בהוצאות שכ"ע ונלוות ובעלויות במסגרת איחודה של LN בדוחות הכספיים ומגידול בהוצאות כאמור במגזר המזון והמוצרים לחיות מחמד עקב עלייה בהוצאות פרסום באיחודה של KP בדוחות הכספיים. שיעור הרווח התפעולי ירד בשנת 2011 לעומת שנת 2010 בכ- 2% בשל ירידה בשיעור הרווח הגולמי כפי שהוסבר לעיל ומגידול בהוצאות הנהלה וכלליות בשנת 2011 עקב עסקת רכישת LN ומהפחתת עודפי עלות בגין רכישה זו.

רווח נקי

שיעור הרווח הנקי עלה בשנת 2012 לעומת שנת 2011 בכ- 4% בעיקר בשל הכנסות מימון נטו שנבעו לחברה בשנת 2012 לעומת הוצאות מימון נטו שהיו לחברה בשנת 2011. הגידול בהכנסות המימון נטו נובע ממספר גורמים:

- א. החברה רשמה בתיק ניירות הערך שלה הכנסות מימון של כ- 6.5 מיליון ₪ לעומת הוצאות מימון אשתקד בסך 1 מיליון ₪.
 - ב. בגין שינוי בשווי ההוגן של אופציית ה- CALL וה- PUT נרשמו השנה הכנסות מימון בסך של כ- 1.4 מיליון ₪ לעומת הוצאות מימון אשר נרשמו אשתקד בסך של כ- 9.5 מיליון ₪.
 - ג. החברה רשמה בגין הפרשי שער בעסקאות הגנה על המטבע הכנסות מימון בסך של כ- 1 מיליון ₪ לעומת הוצאות מימון אשתקד בסך של כ- 4 מיליון ₪.
 - ד. החברה רשמה בגין ירידת ערך נכסים פיננסיים זמינים למכירה הפסד של כ- 5 מיליון ₪ ואילו אשתקד לא נרשמו הכנסות/ הוצאות מימון בגין ירידת ערך.
- שיעור הרווח הנקי ירד בשנת 2011 לעומת שנת 2010 בכ- 6% בעיקר בשל מעבר מהכנסות מימון נטו בסך של 3.5 מיליון ₪ להוצאות מימון נטו בסך של כ- 18 מיליון ₪. מעבר זה נובע בעיקר מהכנסות מימון מני"ע בסך של כ- 9 מיליון ₪ בשנת 2010 לעומת הוצאות מימון מני"ע של כ- 1 מיליון ₪ בשנת 2011 ומגידול של כ- 7.5 מיליון ₪ בהוצאות המימון בגין שינוי בשווי ההוגן של אופציית PUT ו- CALL.

2.4 ניתוח CAPEX

2010	2011	2012	הסכומים באלפי ₪
40,033	42,040	41,431	רכוש קבוע, נטו
-188	2,007	-609	שינוי ברכוש קבוע, נטו
7,199	7,629	7,805	פחת רכוש קבוע- שנתי
7,011	9,636	7,196	השקעות הוניות- CapEx
9,419	11,512	8,826	רכישת רכוש קבוע שנתי
8,383	851	3,947	מימוש רכוש קבוע שנתי
314,494	331,284	355,465	מכירות שנתי

בשנים 2011 ו- 2012 ניתן לראות כי ההשקעה ברכוש הקבוע נטו גבוהה משיעור הפחת וזאת עקב השקעות משמעותיות שביצעה החברה הן ברכישת רכוש קבוע והן ברכישת חברות ואיחודן בדוחות

הכספיים (בשנת 2011 את חברת LN ובשנת 2012 את חברת KP). השקעות אלה יקבלו ביטוי בחישוב ה-ROC כפי שניתן לראות בהמשך.

2.5 תזרים מזומנים חופשי מפעילות לשנים 2010-2012

2010	2011	2012	הסכומים באלפי ₪
314,494	331,284	355,465	מכירות
5%	3%	3%	שיעור רווחיות תפעולית
15,791	9,784	12,015	EBIT
197	-	2,200	ירידת ערך מוניטין*
1,029	1,561	1,670	הוצ' מו"פ
-667	-872	-1,185	פחת על נכס מו"פ
4,872	4,496	2,272	בתוספת רכיב ריבית בעלויות חכירה
21,222	14,969	16,973	EBIT מתואם
25%	24%	25%	שיעור המס
15,917	11,376	12,729	NOPLAT
			<u>התאמות:</u>
-	13	371	הפסד ממכירת רכוש קבוע
7,866	8,501	8,990	פחת והפחתות נכס מו"פ
7,011	9,636	7,196	השקעות הוניות
29,222	9,911	10,568	שינוי בהון חוזר
-12,451	344	4,326	FCF

* הוצאה שאינה במזומן ואינה מוכרת לצורכי מס

ניתן לראות כי בשנים 2011 ו-2012 ישנו תזרים מזומנים חופשי מפעילות שלילי בשל העובדה שבשנים אלו החברה רכשה חברות בנות והגדילה את ההשקעות ההוניות שלה.

2.6 חישוב ROC ופירוקו

2010	2011	2012	אלפי ₪
15,791	9,784	12,015	רווח תפעולי
1,029	1,561	1,670	בתוספת הוצאות מו"פ בכל שנה
-667	-872	-1,185	בנרטול פחת שנתי של נכס מו"פ
-20	-62	2,552	בנטרול/ בתוספת פריטים חד-פעמיים*
4,872	4,496	2,272	בתוספת רכיב ריבית בעלויות חכירה
21,005	14,907	17,325	סה"כ EBIT מתואם
25%	24%	25%	אחוז המס
17,058	12,559	14,321	NOPLAT
150,338	178,705	189,725	נכסים תפעוליים נטו (שנה קודמת)
2.092	1.854	1.874	גלגול נכסים
0.054	0.038	0.040	רווחיות תפעולית
11.35%	7.03%	7.55%	ROC

*מדובר בירידת ערך מוניטין והפסדים ממימוש רכוש קבוע. ראה נספח ג' טבלה 3 לעניין התאמות בגין מו"פ ובגין חכירה.

Profitability	2010	2011	2012
revenues	314,494	331,284	355,465
% operating marging	5%	3%	3%
% EBITDA margin	7.50%	5.50%	5.90%
% Net margin	9.10%	3%	7.40%
% Free Cash Flow to the firm margin	-3.50%	0.66%	1.60%
% Roic with goodwiil		7.23%	6.96%
% Roic without goodwiil		7.23%	6.96%
% Return On Assets, pretax		2.75%	6.95%
% return On Equity		2.89%	7.28%

במהלך שנת 2012 הציגה החברה רווחיות תפעולית משופרת לעומת שנת 2011 בעיקר בשל שיפור ברווחיות הגולמית במגזר המזון והמוצרים לחיות מחמד ובמגזר המחלקה החקלאית אשר קוזזו במעט על ידי גידול בהוצאות המכירה והשיווק עקב עלייה בהוצאות פרסום ואיחודה של חברת KP בדוחות הכספיים. מנגד, ניתן לראות ירידה בשיעור גלגול הנכסים וזאת בשל העובדה שבמהלך שנת 2011 רכשה החברה את חברת LN, רכישה אשר הגדילה את הקפיטל בצורה משמעותית, והקטין את ה-ROC בהתאם. בשנת 2011 חלה ירידה ברווחיות התפעולית לעומת שנת 2010 וזאת בשל ירידה בשיעור הרווח הגולמי בתחום מוצרי מזון לחיות מחמד ובתחום המחלקה החקלאית (בשל עליית מחירי חומרי הגלם) וגידול בהוצאות הנהלה וכלליות (בעיקר בשל עסקת רכישת LN). מנגד, ניתן לראות עלייה בשיעור גלגול הנכסים וזאת בשל העלייה המהותית בקפיטל הנובעת מרכישת LN. לפי הצהרת ההנהלה בדו"ח הדירקטוריון, לחברה ישנה מדיניות של שמירה על הקיים (כלומר, רכישת רכוש קבוע בגובה הפחת) ובהינתן שיפור ברווחיות התפעולית בשנים הבאות כפי שמצופה, ה-ROIC של החברה צפוי להשתפר החל משנת 2014 ולהתכנס ל-ROC המקובל בענף המזון שנע בין 10%-13%⁵.

2.7 ניתוח יחסי הון חוזר

2010	2011	2012	
92,881	98,003	109,233	לקוחות
314,494	331,284	355,465	מכירות
107	91	91	ימי לקוחות
56,436	65,320	65,031	מלאי
192,345	206,469	215,024	עלות מכר
106	108	111	ימי מלאי
44,575	48,999	49,715	ספקים
154,033	171,244	172,957	קניות
124	86	89	ימי ספקים

⁵ בהתאם לנתוני ROC בתעשיות השונות לפי פרסומי מקינוזי.

ימי לקוחות: החברה מצהירה כי במגזר העיקרי שלה מגזר המוצרי מזון האורגנים היא מעניקה אשראי בין 1-75 יום ללקוחות בפועל ניתן לראות שימי הלקוחות גבוהים יותר ועומדים סביב ה-90 ימים

ימי מלאי: מדיניות החברה הינה להחזיק מלאי חומרי גלם המאפשר ייצור לתקופה של כחודש וחצי. באשר למלאי מוצרים גמורים- רמת המלאי הממוצעת היא כחודש. המוצרים המיועדים לשוק המקומי מיוצרים על פי תחזיות שנתיות המעודכנות מידי חודש. המוצרים המיועדים לייצוא מיוצרים על פי הזמנות המבוצעות באופן שוטף.

ימי ספקים: החברה מקבלת אשראי מספקים בחו"ל בתנאי אשראי ממוצע של 90 יום מתאריך שטר המטען. תשלומים לספקים עיקריים בישראל מבוצעים בתנאי אשראי ממוצע של שוטף + 90 יום לא צמוד.

פרק שלישי - ניתוח חמשת הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה

כוח הספקים

מרבית חומרי הגלם מיובאים מחו"ל (בעיקר מארה"ב, שוויץ, גרמניה, קנדה, דנמרק, איטליה, הולנד, צרפת, גרמניה) ונארזים בישראל. לא קיימת תלות של החברה בספקיה כיוון שהחברה נוקטת במדיניות רכישת חומרי גלם ממספר מקורות ויציאת ספק כלשהו לא תגרום לחברה תוספת עלות מהותית כתוצאה מן הצורך לעבור לספק חילופי. החברה חשופה לסיכונים בגין שינוי בשער החליפין, זאת משום שחלק ניכר ממוצרי מגזר זה מיובאים מחו"ל ולכן קיימת רגישות לתנודות בשערי חליפין (בעיקר לאירו ולדולר) בגין רכישות חומרי גלם במטבע חוץ שאינו מטבע הפעילות של החברה, מאידך מכירות החברה בחו"ל בדולר יוצרות הגנה טבעית של מרבית יתרות הספקים מול מרבית יתרות הלקוחות במטבע זה. במגזר ייצור מוצרי מזון לחיות מחמד, מחירי חומרי גלם מושפעים מתנודות במחירי שוק עולמיים ומתנאי מזג אוויר באזורים שונים בעולם.

כמו כן, למצב הכלכלי-חברתי יש השפעה על הביקוש למוצרים שהחברה משווקת. האטה כלכלית, חוסר יציבות כלכלית-חברתית ואי ודאות בשוק הישראלי עלולים לגרום לירידה בביקוש למוצרים ובכך להשפיע על תוצאות הפעילות. החברה חתמה על הסכם השתתפות ל- 5 שנים מיום 1.1.2012 בין נסטלה ובין החברה האמריקאית DSM (לשעבר מרטק) למתן רישיון עולמי למכירת LC PUFA כמרכיב במוצריהן במחירים קבועים.

כוח הלקוחות

לקוחות החברה בחברה הם בעיקר הרשתות הקמעונאיות, רשתות הפארם, רשתות השייבוק, בתי טבע, בתי מרקחת, קופות חולים וחנויות המחמד. לא קיימת תלות של החברה בלקוח בודד או במספר מצומצם של לקוחות, אשר אובדנם ישפיע באופן מהותי על החברה.

איום כניסה של מתחרים חדשים

מחסומי הכניסה העיקריים לחברה הם השקעה כספית גבוהה במכונות וציוד, צורך בידע וטכנולוגיה, בניית מותג אמין ועמידה בדרישות כשרות (בעיקר כשמדובר ביבוא בחו"ל). כמו כן, המשאבים הנדרשים להתמודדות עם הליכי הרישום, היבוא והשייבוק של המוצרים, בתחום תחרותי בו מיוחסת משמעות רבה לניסיון נרכש וידע. בענף שבו פועלת החברה יש חסמי כניסה נמוכים למתחרים המהווה איום לחברה.

איום של תחליפים

כעיקרון, למוצרי החברה אין מוצרים תחליפים שמאיימים על מוצריה. מוצרי החברה הינם ברובם מוצרים של מזון אורגני, תוספי תזונה, מזון ומוצרים לחיות מחמד, מוצרים חקלאיים ומוצרי מזון הומאניים. האטה כלכלית, חוסר יציבות כלכלית-חברתית ואי ודאות בשוק הישראלי עלולים, להשפיע לרעה על פעילותה של החברה, מכיוון ש-90% מרווחי מעברות מקורם בישראל, קיימת השפעה משמעותית של מצב המשק הישראלי על רווחי החברה. בימים אלו, מצב השווקים בעולם מקרין באופן שלילי על המשק הישראלי ולכן קיימים חששות להתגברות המיתון בישראל, אשר עלול להוביל לירידה בצריכת מוצרי החברה.

עוצמת התחרות בין המתחרים הקיימים

החברה פועלת בענף מאוד תחרותי ובוגר, עיקר התחרות עימה מתמודדת החברה בישראל הינה מצד מוצרי יבוא מתחרים מחו"ל שעלול להקטין את נתח השוק של החברה, מכיוון ששוק מוצרי המזון ההומאניים הינו שוק פתוח ללא מכסים על היבוא ועל כן חסם הכניסה לענף הוא נמוך. כלומר, יבואנים מתחרים יכולים להביא מוצר איכותי מחו"ל בעלות השקעה לא גבוהה במיוחד, אשר עלול להוות תחרות משמעותית אל מול מותג "מטרנה". כניסת מתחרים גדולים לענף כמו טבע-דנונה או PBM עלולה להקטין את נתח השוק של מעברות בענף תחליפי האם, המהווה נתח עיקרי מהכנסות החברה.

כיום החברה, באמצעות חברת הבת "מעבדות מטרנה בע"מ", הנה היצרן היחיד בישראל והספק הגדול ביותר של מזון לתינוקות המהווה תחליף לחלב אם. מתחרי החברה מייבאים את המוצרים המתחרים מחו"ל. בנוסף לכך, שיתוף הפעולה עם חברת אסם-נסטלה יכול להוביל ליצירת הזדמנויות חדשות למעברות בזכות הפריסה הרחבה של חברת אסם בארץ ושל חברת "נסטלה" בעולם, נוצרה למעברות הזדמנות לצמוח בשווקים חדשים, אשר לא הייתה נוכחת בהם קודם.

החברה מתמודדת עם התחרות באמצעות שמירה על רמה איכותית של מוצריה, בהתאם לפלח אליו מיועד המוצר הרלבנטי, ובאמצעות הפעלת מערך שיווק נרחב ופעילויות מכירה ממוקדות. לחברה אסטרטגיה של צמיחה על בסיס המותגים הקיימים, יכולות הפיתוח, הייצור והשיווק שכבר קיימות בה ומימוש הפוטנציאל העסקי במגזרי פעילותה, ומתקיימת בחינה של אפשרויות להרחבת הפורטפוליו העסקי סביב מותגי הקבוצה ומותגים פוטנציאליים חדשים, בין היתר בדרך של שינויים מבניים הקשורים לפעילויות סינרגטיות לפעילות החברה וביצוע עסקאות להרחבת פעילות הקבוצה, בישראל ובחו"ל. בתחום מוצרי המזון ההומאניים יתרונה היחסי של החברה (באמצעות המותג "מטרנה") על מתחרותיה נובע, בין היתר, מהאמון שרוחש הציבור למותג "מטרנה". כמו כן, הייצור המקומי מקנה לשותפות מטרנה יתרון יחסי בהיבט הכשרות (בד"צ העדה החרדית ירושלים) מול מתחרותיה המייבאות את מוצריהן מחו"ל. יתרון יחסי נוסף של שותפות מטרנה מקורו ביכולת שותפות מטרנה להסתייע בידע של נסטלה, חברת המזון לתינוקות הגדולה בעולם.

רוחב הפיר והיתרון התחרותי

חברות אשר עוסקות בתחום המזון ובכללן החברה, מסתמכות במידה רבה על ניסיון נרכש וידע, שמירה על רמה איכותית גבוהה למוצרים, טכנולוגיה מתקדמת ובניית מותג אמין. אחד האתגרים העומדים בפני מותג שנכנס אחרון לשוק הוא להמציא לעצמו טריטוריה מبدלת מצד אחד ורלוונטית לצרכנים מצד שני. השוק שבו פועלת החברה מהווה קטגורית מוצרים, הנמצאת כיום במרכז ההתעניינות של מובילי המחאה החברתית והינו שוק הנשלט על ידי נאמנות גבוהה של הצרכנים שבד"כ מוכנים לשלם את הפרמיה על ערכים מוספים שמספק להם המותג כמו: בטחון, שייכות, אוזן קשבת ועוד.

כפי שהוצג לעיל בפרק השני, ה- ROC של החברה נע בין 11% ל- 8% במהלך השנים האחרונות, דבר המצביע על רוחב פיר יציב ורחב.

פרק רביעי - הערכת שווי

2018 E	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	2012	
							הכנסות
	28,351	25,090	22,203	19,649	17,388	15,388	מגזר מוצרים הומאניים
	13%	13%	13%	13%	13%	13%	שיעור צמיחה
	155,107	149,141	143,405	137,890	126,504	116,059	מגזר מזון ומוצרים לחיות מחמד
	4%	4%	4%	4%	9%	9%	שיעור צמיחה
	45,664	44,768	43,891	43,030	42,186	41,359	מגזר המחלקה החקלאית
	2%	2%	2%	2%	2%	2%	שיעור צמיחה
	253,727	241,645	227,967	213,053	197,272	182,659	מגזר VMS ומזון אורגני
	4%	5%	6%	7%	8%	8%	שיעור צמיחה
514,234.95	482,850	460,645	437,466	413,622	383,351	355,465	סה"כ הכנסות
							שיעור רווח תפעולי
	42%	42%	42%	42%	42%	42%	מגזר מוצרים הומאניים
	3%	3%	3%	3%	3%	3%	מגזר מזון ומוצרים לחיות מחמד
	6%	6%	6%	6%	6%	6%	מגזר המחלקה החקלאית
	2.10%	2.15%	2.20%	2.25%	2.25%	2.25%	מגזר VMS ומזון אורגני
							רווח תפעולי
25,711.75	24,629	22,893	21,276	19,765	18,068	18,068	בניכוי מס
30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
17,998	17,240	16,025	14,893	13,835	12,648	12,648	Noplat
							שינוי בהון חוזר
	-8,438	-8,808	-9,061	-11,503	-14,889	-14,889	השקעות הוניות והוצאות פחת
	0	0	0	0	0	0	
							FCF
8,249	8,802	7,218	5,833	2,332	-2,242	-2,242	
						189,725	קפיטל בנקודת אפס מהמאזן
	8,438	8,808	9,061	11,503	14,889	14,889	השקעות נטו
	242,424	233,986	225,178	216,117	204,614	204,614	קפיטל סוף שנה
12%	7.37%	7.12%	6.89%	6.76%	6.67%	6.67%	ROC (לאחר מס) הנובע מהתחזית

4.1 כללי

החברה מורכבת למעשה מארבעה מגזרים שונים, ולכן נתייחס לתחזית הצמיחה של כל מגזר בנפרד תוך התייחסות לנתוני העבר ובחינת השינויים האחרונים במבנה המגזרים כדי להעריך את שיעור הצמיחה העתידיים, ולאחר מכן נאחד אותם לתחזית אחת משותפת.

4.2 אורך תקופת התחזית

לאור ניתוח החפיר הכלכלי ורוחבו שערכנו בפרק השלישי לעיל, נראה כי חפיר הפעילות של החברה הינו ציב יחסית לאורך תקופה ארוכה והינו רחב. יחד עם זאת, יש לקחת בחשבון את השפעת הרכישות האחרונות של החברה לעניין בניית התחזית ושיעורי הצמיחה של המגזרים. זאת ועוד, לחברה תחרותיות מתמשכת שבעקבותיה היא נאלצת להתמודד עם איומים קיימים. מכאן, שבחרנו לערוך תחזית פרטנית

בשיטת ה- DCF למשך חמש שנים כפי שמקובל בהערכת שווי בשיטה זו. הדבר מתאפשר לאור העובדה שהחפיר של החברה אינו צפוי להשתנות בצורה חריגה בשנים הקרובות.

4.3 חיזוי הצמיחה בהכנסות

הכנסות	2012	2011	2010	2009	שיעור צמיחה- ממוצע הנדסי
מוצרי מזון הומאניים	15,388	16,031	14,034	391	
שיעור צמיחה	-4.01%	14.23%	3489.26%		240.15%
מזון ומוצרים לחיות מחמד	116,059	106,035	108,378	106,527	
שיעור צמיחה	9.45%	-2.16%	1.74%		2.90%
מחלקה חקלאית	41,359	37,489	30,966	25,767	
שיעור צמיחה	10.32%	21.07%	20.18%		17.09%
VMS ומזון אורגני	182,659	171,729	161,116	144,572	
	6.36%	6.59%	11.44%		8.11%

מגזר פעילות- מוצרי מזון הומאניים

מדובר בפעילות ענפה של החברה תחת המותג "מטרנה", לרבות פעילות החברה בפיתוח מוצרים חדשים יחד עם הידע והקניין הרוחני של שותפות "נסטלה". על אף העובדה שמגזר זה אינו מתאפיין בצבר הזמנות קבוע וידוע מראש, אלא על מכירת מוצרים שנעשית אד הוק מול הלקוח, נראה כי קצב הגידול בהכנסות ישמר גם בהמשך. בנוסף, החברה שומרת על נתח שוק של כ- 50%-70% במוצריה⁶, תוך התמודדות עם התחרות באמצעות שמירה על איכות מוצרים גבוה ומנגנון שיווק שמגיע עד ללקוח הקצה. בשנת 2009 חל גידול במחזור בעקבות רכישת 49% משותפות מטרנה. בנוסף, בשנת 2011 חלה ירידה במחזור של המגזר לאור מבצע "קופונים" ששיווקה מטרנה. יש להתייחס לנתונים אלה כנתונים חד פעמיים ולכן יש לבחון את המגמה שמציגה שיעור צמיחה של כ- 13%. כפועל יוצא, לאור אופי הפעילות שאינו מבוסס על הזמנות מראש, ועל סמך קצב גידול ממוצע בילודה בישראל של כ- 2%⁷, ניתן להניח שיעור צמיחה קבוע של כ- 13% במגזר זה עד לשנה המייצגת.

מגזר פעילות- מזון ומוצרים לחיות מחמד

החברה רכשה בתחילת שנת 2012 את חברת Kuzey Pet ועל כן ניתן לראות כי איחוד פעילות החברה החדשה הביא לגידול במכירות המגזר בין השנים 2011 ל- 2012. על כן, להערכתנו שיעור הגידול הצפוי בגין איחוד הפעילות של חברת הבת החדשה צפוי לעמוד על כ- 9% בשנתיים הראשונות, ולאחר מכן להתייבב על שיעור הגידול של החברה הבת בהכנסות לפי הדוחות סולו שלה, שעומד כיום על כ- 4%.

מגזר פעילות- מחלקה חקלאית

המגזר מתעסק במוצרי מזון לחיות משק בישראל, ולכן במקרה זה עלינו לבחון את הגידול בכמות הבקר במשק. עפ"י נתוני הלמ"ס בכל שנה גדל מלאי ההון של הבקר גדל בכ- 1.5%-2.5%. במקרה זה הצמיחה נובעת בעיקר משיעור הצמיחה בשוק הבקר ולכן נניח שיעור צמיחה קבוע של כ- 2%.

⁶ מתוך הדוחות הכספיים לשנת 2012, דוח הדירקטוריון. בהתבסס על נתוני חברת סטורנקסט בשוק הקמעונאי המבורקד ועל הערכה לגבי פעילות הפארמים.
⁷ מהלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

במגזר זה פועלת החברה בשוק הישראלי ובשוק הפולני באמצעות חברת LN שנרכשה על ידה בשנת 2011, רכישה אשר הביאה לגידול בהכנסות המגזר בשנת 2012. בנוסף, לקוחות החברה במגזר זה הינן בעיקר רשתות הפארם והטבע, בתי מרקחת וקופות חולים, אולם לחברה אין צבר הזמנות ידוע מראש. מגזר זה מאופיין בתחרות גבוהה מאוד כך שבשנת 2012 נתח השוק של החברה במוצרי ה-VMS עמד על כ- 24% בישראל ו- 1%-3% בשוק הפולני. בנוסף, נתח השוק במוצרי הקוסמטיקה עמד על כ- 2% בשוק הישראלי ובתחום המזון האורגני על כ- 15%. החברה מצהירה בדוח הדירקטוריון שאינה צופה השקעת מחקר ופיתוח בתחומי הפעילות של המגזר ועל כן להערכתנו החברה תמשיך להציג שיעורי גידול דומים בשנתיים הקרובות (8%), אך עם המשך כניסת מתחריה של החברה לשוק צפוי כי תאבד חלק מנתח הפעילות שלה בהעדר מו"פ, ולכן נניח ירידה קבועה של 1% בשיעור הגידול בכל שנה לאחר מכן.

4.4 שיעור הרווחיות התפעולית מתוך הרווחים

שיעור צמיחה - ממוצע הנדסי	2010	2011	2012	שיעור EBIT מהרווחים
35.96%	27.18%	39.65%	45.36%	מוצרי מזון הומאניים
2.47%	2.91%	1.58%	2.03%	מזון ומוצרים לחיות מחמד
5.74%	2.93%	2.02%	8.63%	מחלקה חקלאית
2.25%	5.02%	0.58%	-0.45%	VMS ומזון אורגני

מוצגים לעיל שיעורי הרווחיות התפעולית של כל אחד מהגזרים בארבע השנים האחרונות. כאמור לעיל, במגזר מוצרי המזון ההומאניים יש לנטרל את השינוי בין השנים 2009-2010 עם כניסתה של שותפות מטרנה למצבת החברות המוחזקות של החברה ותרומתה למחזור של המגזר. בנוסף, במגזרי המזון האורגני ומחלקה החקלאית לא צפויה פעילות בתחום המחקר והפיתוח. בתחום הבקר ההנחה היא צמיחה קבועה בקצב הגידול בהון הבקר בישראל כך שהרווחיות לא צפויה להשתנות מהותית (נניח 6%), אולם במגזר המזון האורגני להערכתנו יש לקחת בחשבון את הירידה הצפויה במחזור של המגזר החל משנת 2015 ולכן נניח משנה זו ועד לשנה הטרמינלית ירידה של 0.05% ברווחיות התפעולית של המגזר. לגבי שני המגזרים הנותרים, מוצרי מזון הומאניים ומוצרים לחיות מחמד, נניח שיעור רווחיות תפעולית של כ- 42% ו- 3% בהתאמה (ע"ס התוצאות ההיסטוריות והצפי לגידול במחזורים בעתיד).

4.5 שיעור המס

החברה מוכרת את מוצריה בעיקר בשוק הישראלי, כשנתח לא משמעותי מהמכירות מגיע מהחברות הבנות במזרח אירופה. בשנים האחרונות שיעור המס האפקטיבי שחל על החברה נע בין 29%-32%. על כן לקחנו שיעור מס של 30% על רווחי החברה בשנות התחזית.

4.6 תחזית השקעות הוניות והוצאות פחת

החברה מצהירה בדוח הדירקטוריון שלה כי היא צופה שההשקעות ההוניות בעתיד יהיו שוות להוצאות הפחת בספרים, ולכן במקרה זה הסעיפים מקוזזים זה את זה.

4.7 תחזית השקעה בהון חוזר

	2010	2011	2012	
מכירות	314,494	331,284	355,465	
הון חוזר	110,305	120,216	130,784	
%	35.1%	36.3%	36.8%	

בחרנו לזהות את המגמה בהשקעה בהון החוזר על סמך גישת ה-Stocks, לפי יחס הון חוזר / מכירות בפעילותה של החברה בשנים קודמות. ניתן לראות כי שיעור ההון החוזר מהמכירות נותר יחסית קבוע. חשוב לציין כי החברה לא מצהירה בדוחותיה הכספיים כי היא צפויה לשנות את מדיניות הייצור שלה למלאי, או לשנות את תנאי האשראי ללקוחות. יחד עם זאת, להערכתנו החברה תמשיך להרחיב את המלאי לאור הגידול בפעילותה במגזרי המזון ההומאני ומוצרי חיות מחמד, ולכן נניח יחס הון חוזר מהמכירות שעומד על כ- 38%. על כן השינוי בהון החוזר הנגזר הינו כדלקמן:

	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	2012	
מכירות צפויות	482,850	460,645	437,466	413,622	383,351		
	38%	38%	38%	38%	38%		
סה"כ הון חוזר	183,483	175,045	166,237	157,176	145,673	130,784	
גידול בהון החוזר	8,438	8,808	9,061	11,503	14,889		

4.8 השנה הטורמינלית

שיעור הצמיחה

לקחנו שיעור צמיחה של 6.5%. שיעור צמיחה זה מבוסס על ממוצע שיעור הצמיחה בשנות התחזית, ובנוסף הנחנו כי החברה תמשיך להציג צמיחה גם בהמשך, לאור גידול בהיקפי פעילותה.

שיעור ה-ROIC

בבחירת שיעור ה-ROIC בחרנו שיעור של 12%. שיעור זה הינו שיעור סביר לענף המזון בהתאם לטווח שהגדיר דמודארן (טווח של 10%-13% בענף). בחרנו בשיעור זה מכיוון שהחברה משקיעה בהון החוזר ובכוונתה להמשיך ולהשקיע בהון החוזר גם בעתיד (נתון זה אמור לשקף גידול בשיעור ה-ROIC בעתיד).

שיעור ה-RR

תחת הנחת הצמיחה ושיעור ה-ROIC, בהצבה בנוסחה $RR=G/ROIC$ מתקבל שה-RR שווה ל-0.54. שיעור זה נמוך מהממוצע בשנים האחרונות ומשקף המשך ירידה יחסית מתונה בשיעור ה-

RR ומבוסס כאמור על הנחתנו ששיעור הרווחיות יעלה יחד עם גידול בשיעור ההשקעה בהון החוזר.

4.9 אמידת עלות ההון המשוקללת (WAAC)

עלות ההון המשוקללת (WACC) משקללת את מחיר ההון העצמי ומחיר ההון הזר ונתונה באמצעות הנוסחה הבאה:

$$WACC_{After-Tax} = r_D \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E} + r_E \times \frac{E}{D + E}$$

כמפורט בנספח ג', התקבלו הערכים הבאים הרלוונטיים לקביעת שיעור ההון המשוקלל של החברה. למותר לציין כי חלק מהחישובים שבוצעו, למרות שאינם רלוונטיים לפרק זה, ישמשו אותנו בחלקים אחרים של העבודה, ועל כן נציג גם אותם.

3.97%	r_f	ריבית חסרת סיכון
7.08%	$(E(r_m) - r_f)$	פרמיית סיכון
0.66	β	ביטת הון עצמי
8.83%	r_D	עלות החוב
8.64%	r_E	עלות הון עצמי
0	D	שווי חוב נטו במונחי שוק
689,137	E	שווי הון עצמי במונחי שוק (אלפי ₪)
25%	t	שיעור המס שיחול על החברה
8.64%	Wacc	עלות הון משוקללת

מדידת ביטא של ההון העצמי (β_E)

מהדוחות של החברה עולה כי החברה פועלת בארבע מגזרי פעילות עיקריים: תוספי תזונה, ויטמינים ומינרלים ומזון אורגני, מזון ומוצרים לחיות מחמד, מזון ומוצרים לחיות משק ומוצרי מזון הומאניים לתינוקות ופעוטות.

יחד עם זאת, ישנה בעיה לחשב את ביטת הנכסים עבור כל אחד מהמגזרים, ולכן נקבץ את כולם למגזר אחד- מגזר המזון, וכך נמדוד את הביטא של החברה. נבצע מדידה של הביטא באמצעות בחינת שתי חלופות למדד:

חלופה ראשונה, ביטא ענפית- את הביטא הענפית נקבל מתוך אתרו של פרופסור Demodaran, שבו מפורסמות ביטאות לפי ענפים במשק. כאן צריכים לשים לב לשתי נקודות חשובות:

1. ההנחה במקרה זה היא שהסיכון התפעולי של ענף המזון דומה בין ארה"ב לישראל.
2. הביטא המתקבלת במקרה זה היא ביטת הנכסים.

אם כן, נבחר את הביטא הלא ממונפת (Unlevered Beta corrected for cash) לענף המזון (Food processing), על כן הביטא הלא ממונפת (להלן גם "ביטא תפעולית" או "ביטת נכסים") הינה 0.77.

כדי למצוא את ביטת ההון העצמי של החברה (β_E) יש להשתמש בחישוב יחס חוב החברה לשווי ההון העצמי שלה, במונחי שווי שוק ולהציב בנוסחה להלן⁸. יחד עם זאת, כיוון שלחברה אין חוב פיננסי נטו אלא נכס פיננסי נטו, הריי שביטת הנכסים שווה במקרה זה לביטת ההון העצמי- 0.77.

$$\beta_E = \beta_A \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)$$

חלופה שנייה, מיצוע ביטאות הנכסים של חברות השוואה ומציאת ביטא פונדמנטלית- החברה הינה חברת מענף התעשייה, תת ענף מזון. על כן נבחרו ארבע חברות השוואה נסחרות מאותו תת ענף⁹ ולגביהן בוצע חישוב של ביטא הנכסים כמפורט להלן¹⁰. לגבי אותן חברות נלקחה ביטת ההון העצמי הנתונה מתוך אתר "ביזפורטל". בנוסף, חושב יחס החוב להון העצמי במונחי שוק- מתוך אתר הבורסה נלקח שווי כל אחת מחברות ההשוואה ליום 31/12/2012, ולשם הפשטות בוצעה הנחה כי שווי החוב המופיע בספרי כל אחת מהחברות מייצג את שווי השוק של החוב. לאחר מכן, באמצעות הנוסחה לעיל חושבה ביטת הנכסים של כל חברה. עבור כל חברה חושב יחס שווי השוק של החוב לשווי השוק של ההון העצמי.

אלפי ₪					
חברת השוואה	ביטא הון עצמי	שווי הון עצמי	שווי חוב פיננסי, נטו	יחס D/E	ביטת הנכסים
אוסם	0.75	7,101,160	2,043	0.03%	0.75
שטראוס	0.93	5,198,550	3,127,000	60.15%	0.58
קרור	0.63	605,734	-246,170	0.00%	0.63
פרוטרם	0.7	2,687,533	149,328	5.56%	0.66
ממוצע					0.66

הביטא המתקבלת שונה מזו שדווחה על ידי Demodaran¹¹, ככל הנראה בגלל הסיכון התפעולי השונה בין ארה"ב לישראל בענף המזון. על כן, נראה שנכון יותר להשתמש בביטת הון עצמי כפי שחושבה בחלופה השנייה- 0.66.

חשוב לשים לב, כיוון שלחברה אין "חוב פיננסי, נטו" אלא "נכס פיננסי, נטו" הריי שאין לה חוב (D). במקרה כזה, עלות ההון המשוקללת שווה לשיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות ($Wacc=r_E$).

על כן, כאמור לעיל ועל סמך המפורט בביאור ג', מתקבל כי עלות ההון המשוקללת הינה 8.64%.

⁸ בהנחה שמתקיים $0=\beta_D$

⁹ כך גם ממליץ אתר ביזפורטל

¹⁰ הביטא היא הביטא המדווחת בדף נייר הערך של החברה באתר ביזפורטל: <http://www1.bizportal.co.il/>.

¹¹ אתרו של Demodaran לביטא ענפית:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

4.10 חישוב שווי הון עצמי וטבלת רגישות

270,170	שווי פעילות
13,602	נכסים עודפים
59,207	התחייבויות
-588	זכויות מיעוט
342,391	שווי החברה
9,799,183	כמות מניות
34.94	שווי ראוי למניה
35.23	שווי שוק מניה
0.828%	פרמיה

מהערכת השווי לפי שיטת ה- DCF עולה כי המניה נסחרת בפרמיה של כ- 0.8% בשוק. ההפרש כאמור אינו מהותי.

טבלת רגישות של שווי הפעילות לשיעור הצמיחה היציב וה- Wacc

10.0%	9.5%	8.6%	7.0%	6.0%	Wacc / g
144,498	156,229	182,320	273,538	402,577	4.0%
152,253	167,452	203,363	357,444	699,429	5.0%
157,268	174,994	218,688	440,885	1,291,738	5.5%
160,797	180,437	230,395	524,141	3,067,549	5.8%
171,197	197,153	270,170	1,105,624	-1,074,706	6.5%
181,411	214,601	296,330	2,599,471	-630,544	6.8%
195,525	240,541	410,340	-884,870	-284,651	7.5%

טבלת רגישות של שווי ההון העצמי לשיעור הצמיחה היציב וה- Wacc

10.0%	9.5%	8.6%	7.0%	6.0%	Wacc / g
216,719	228,450	254,541	345,759	474,798	4.0%
224,474	239,673	275,584	429,665	771,650	5.0%
229,489	247,215	290,909	513,106	1,363,959	5.5%
233,018	252,658	302,616	596,362	3,139,770	5.8%
243,418	269,374	342,391	1,177,845	-1,002,485	6.5%
253,632	286,822	368,551	2,671,692	-558,323	6.8%
267,746	312,762	482,561	-812,649	-212,430	7.5%

פרק חמישי - מכפילים

בבואנו למצוא את החברה "הדומה" ביותר לחברת מעברות נתקלו בקושי אובייקטיבי, שכן לכל חברה יש את מאפייני הפעילות הייחודיים לה, ובפרט לחברת מעברות ישנם מגזרים ייחודיים שאת הרכבם (במדוייק) לא הצלחנו למצוא בחברות אחרות בענף המזון. יחד עם זאת, חיפשנו את החברה הדומה ביותר, ונראה כי חברת "אסם" הישראלית (להלן: "חברת ההשוואה"), דומה בפעילותה לחברת מעברות, יותר מאשר יתר החברות שנבחנו- שתי החברות מגיעות מענף המזון, אופי הפעילות בחלק מהמגזרים דומה, ושתייהן קשורות בשותפות "מטרנה" ונסטלה. בנוסף, יש לציין כי המכפילים של חברת ההשוואה משמשים לצורך פרק זה כנתונים מייצגים של כלל הענף.

להלן המכפילים הנצפים של החברה וחברת ההשוואה¹²:

מכפילים	מעברות	אסם	דמודראן- ענפי
רווח נקי	13.57	19.90	-
EBIT	20.19	13.56	12.53
EBITA	14.18	12.89	-
EBITDA	10.98	9.75	10.1

5.1 ניתוח המכפילים

ברור כי חברת "אסם" אינה מייצגת את הענף כולו ולכן התקבלו תוצאות שאינן מבוססות במידה ראויה לבחינת השווי של החברה. זאת ועוד, קיימים פערים בין המכפילים של החברה לאלה של חברת ההשוואה, ולכן ננסה להבין דרך הפונדמנטלס של המכפילים ממה נובע ההבדל.

א. פונדמנטלס כללי:

- שיעור צמיחה (g)-** ככל ששיעור הצמיחה גבוה יותר, אזי נקבל מכפילים תפעוליים ומכפיל רווח נקי גבוהים יותר. מבדיקת שיעור הצמיחה הממוצע¹³ של שתי החברות בארבע השנים האחרונות עולה כי שיעור הצמיחה הממוצע של החברה הוא כ- 8% שנתי, ושל כ- 7.3% בשנה החולפת, ואילו שיעור הצמיחה של חברת ההשוואה הינו כ- 6.17% ו- 3.3% בהתאמה. נתון זה מסביר את המכפילים הגבוהים שהתקבלו לחברה ביחס לחברת ההשוואה.
- שיעור המס-** שתי החברות הן חבריות ישראליות, ועל שתיהן חלה הרגולציה של רשות המיסים הישראלית, ולכן שיעור מס חברות זהה- 25%.
- שיעור ההשקעה (RR) ועלות ההון המשוקללת (Wacc)-** שיעור ההשקעה נמוך יותר נותן מכפילים גבוהים יותר. שיעור ההשקעה בחברת ההשוואה הינו כ- 45% ואילו שיעור ההשקעה בחברה הינו כ- 62%. אם כך, היינו מצפים לראות כי כל המכפילים של חברת ההשוואה גבוהים יותר, אולם לא כך הדבר לגבי המכפילים התפעוליים. הדבר נובע משיעור הצמיחה הגבוה של החברה שמקוזז את השפעת שיעור ההשקעה. בנוסף, עלות ההון המשוקללת הגבוהה יותר של חברת אסם (לכל הפחות

¹² ראה בנספח ד' את הנתונים המחשבים עבור המכפילים
¹³ ממוצע הנדסי לשיעור הצמיחה הארבע שנתי של כל אחת מהחברות

9.8%)¹⁴ לעומת עלות ההון של חברת מעברות (8.64% - חושב בפרק 4 לעיל), פועלת גם כן בכיוון ההפוך - שתי ההשפעות האחרונות חזקות יותר מהשפעת שיעור ההשקעה ולכן מתקבלים מכפילים גבוהים יותר אצל החברה לעומת חברת ההשוואה (לעניין מכפיל הרווח ראה בהמשך).

ב. **מכפיל EBIT**: ראשית חשוב לציין שלשתי החברות יש שווי שוק שונה. בנוסף, למרות שפעילותן של דומה מאוד, הריי שהשימוש במכפיל זה מוגבל לאור השוני באופי הצמיחה של החברות. חברת אסם צומחת בעיקר אורגנית, ואילו חברת מעברות בשנתיים האחרונות צומחת גם על ידי רכישות משמעותיות וכוללת בדוח רו"ה גם הפחתת נכסים בלתי מוחשיים שנוצרו במועד הרכישה.

ג. **מכפיל ה-EBITDA**: קצב הבלאי (Dep.Ratio), גבוה יותר מוביל למכפיל נמוך יותר. במקרה זה, שתי החברות מיישמות מדיניות של פחת קו ישר. במצב הדברים הנתון, אחוז הרכוש הקבוע מסך הנכסים של חברת ההשוואה מהווה כ- 32% ואילו אותו יחס בחברה מהווה רק כ- 8%. במצב דברים זה קצב הבלאי בחברת ההשוואה גבוה יותר, דבר שמוביל למכפיל נמוך יותר, כפי שניתן לראות לעיל. יש לציין בנוסף, כי המכפיל הענפי לפי דמודראן נמצא בדיוק ביו שני המכפילים של החברות כפי שמוצג לעיל.

ד. **מכפיל רווח נקי**- המרווח התפעולי של החברה הוא כ- 3.4% ואילו של חברת ההשוואה הוא כ- 12.3%, ועל כן אמור להתקבל מכפיל הכנסות נמוך יותר. מאידך שיעור ההשקעות בחברה גבוה יותר ולכן צפוי להניב מכפיל הכנסות גבוה יותר. במקרה זה ההשפעה של הפרש בין המרווחים התפעוליים חזקה יותר, ולכן מכפיל הכנסות של חברת ההשוואה גבוה יותר במקרה זה.

5.2 בחינת שיטת ה- DCF לעומת שיטת המכפילים ובחירת המכפיל הראוי

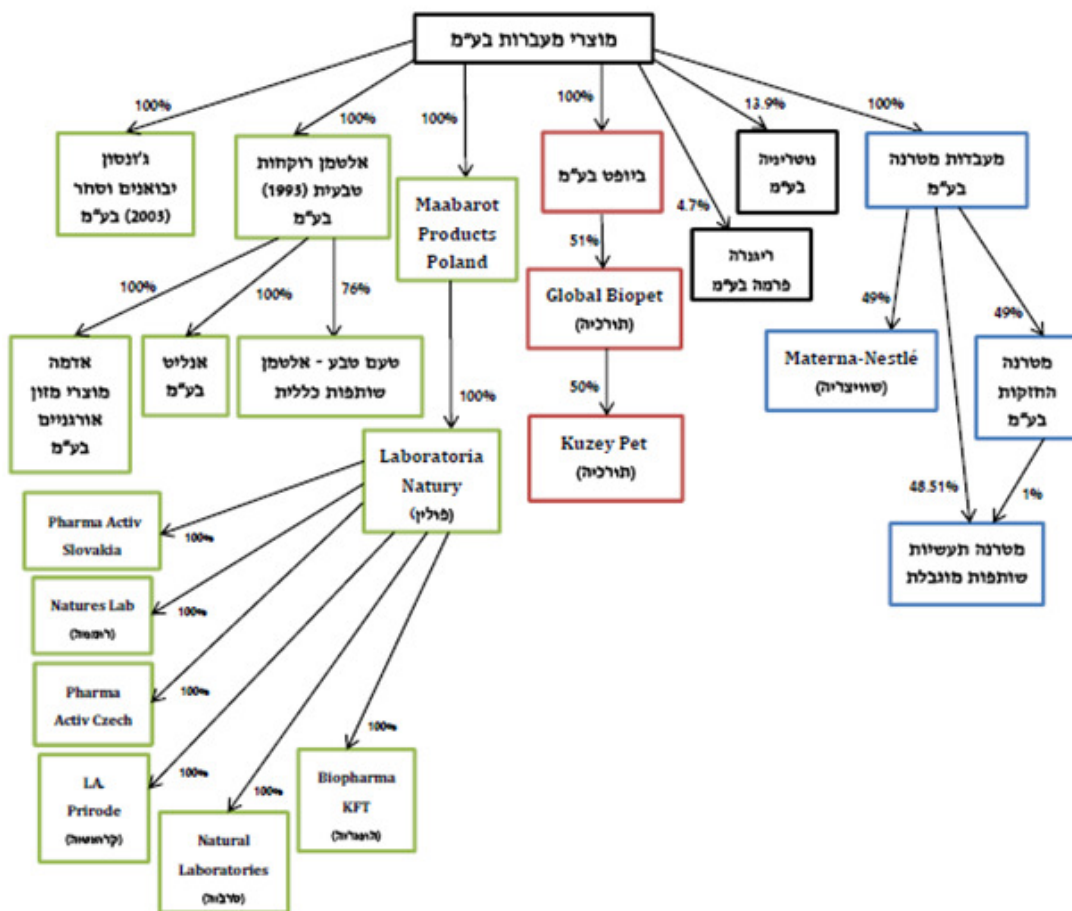
הערכת שווי לפי המכפילים ולפי מכפיל ענפי של דמודראן:

דמודראן - ענפי	חברת השוואה	
-	526,271	רווח נקי
308,708	328,143	EBIT
-	418,473	EBITA
422,448	410,291	EBITDA

עפ"י שיטת ה-DCF הונה העצמי של החברה הינו 342,291 אש"ח, ואילו שווי הפעילות של החברה הינו 270,170 אש"ח. שווי החברה במקרה זה שונה מהשווי לפי שיטת המכפילים, אם כי ההפרשים לעומת מכפילי ה-EBIT, EBITA, EBITDA אינם שונים מהותית הן בחישוב לפי מכפילי חברת ההשוואה והן לפי המכפילים לפי דמודראן. יתרה מזאת, הערכת השווי המבוססת על שיטת מכפיל ה-EBIT קרובה עד כדי פחות מ- 20,000 אש"ח להערכת השווי לפי שיטת ה-DCF. ההפרשים נובעים באופן טבעי מהעובדה שהמכפיל מבוסס על חברת השוואה אחת שאינה זהה בפעילותה לפעילות חברת מעברות, על אף השתייכותן של שתי החברות לאותו ענף בתעשייה. במילים אחרות, הערכת השווי מבוססת המכפילים אינה מהווה אמת מידת מהימנה ולכן במקרה זה אנו בוחרים לקבוע את שווי החברה באמצעות שיטת ה-DCF.

¹⁴ חושב לפי ביטת נכסים מתוך אתר "ביזפורטל" (0.75). הצבנו בנוסחא של בלומברג לביטא ממונפת והתקבל (0.84). לאחר הצבה בנוסחת SML מתקבלת עלות הון עצמי של 9.86% (תחת אותה ריבית חסרת סיכון ופרמיית סיכון שחושבו בפרק 4 לעיל). לאסם שיעור מינוף נמוך מאוד ולכן השפעתו שולית בחישוב ה-Wacc.

נספח א'- מבנה אחזקות חברת "מוצרי מעברות בע"מ"



נספח ב'- מספר העובדים במגזרים העסקיים לפי מחלקות

מספר המועסקים בכל מגזר				מחלקה
מזון הומאני	חקלאי	מזון חיות מחמד	VMS	
0	5	0	80	ייצור
0	0	0	38	מחסן
6	0	16	32	מנהלה
39	0	55	133	שיווק ומכירה
0	1	4	24	בקרת איכות
79	0	43	0	ייצור
124	6	118	307	סה"כ

נספח ג' - ביאורים לבניית המאזן התפעולי

טבלה 1- בניית ההון החוזר התפעולי

<u>2012</u>	<u>2011</u>	התחייבויות שוטפות ותפעוליות	<u>2012</u>	<u>2011</u>	נכסים שוטפים ותפעוליים
49,715	48,999	ספקים ונותני שירותים	109,233	98,003	לקוחות
19,517	16,891	זכאים אחרים (לרבות נגזרים)	25,752	22,783	חייבים אחרים
3,944	853	התחייבות מיסים שוטפים	536	1,385	הוצאות מראש לזמן ארוך
			65,031	65,320	מלאי
			5,807	3,989	נכסי מיסים שוטפים
75,188	68,754	סה"כ	208,371	193,491	סה"כ

טבלה 2- נכס פיננסי נטו

<u>2012</u>	<u>2011</u>	
23,213	22,128	מזומנים ושווי מזומנים
-40,036	-52,632	הלוואות ואשראי מתאגידים בנקאיים
-	-9,914	חלויות שוטפות של אג"ח להמרה
-27,628	-34,032	התחייבות למחזיקי אופציית put
-383	-293	התחייבויות אחרות לזמן ארוך
-9,900	-9,000	התחייבות פיננסית- אופציית call
49,800	47,500	נכס פיננסי- אופציית put
87,068	86,669	השקעות מוחזקות למסחר
362	333	נכס מוחזק למכירה
3,583	9,554	השקעה בנכסים פיננסיים זמינים למכירה
-27,113	-53,654	הלוואה חכירה הונית
554	479	נכס בגין הטבות לעובדים*
-313	-671	התחייבויות בגין הטבות לעובדים*
59,207	6,467	סה"כ

טבלה 3- היוון עלויות מו"פ

<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	
1,812	1,521	1,029	1,561	1,670	הוצאות מו"פ (אלפי ₪)
-	362	667	872	1,185	פחת
-	1,812	2,971	3,333	4,022	יתרה לתחילת שנה
1,812	2,971	3,333	4,022	4,507	יתרה לסוף שנה
הנחות:					
1. הוצאות מו"פ נוצרות בסוף כל שנה.					
2. המו"פ משמש ל- 4 שנים.					

טבלה 4- היוון הוצאות חכירה תפעולית

<u>2013E</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	
1,310	1,276	1,242	תשלום חכירה צפוי בגין קרקע
2,765	6,427	5,901	תשלום צפוי בגין ליסינג
4,975	5,512	4,914	תשלום צפוי בגין מבנה
9,050	15,227	14,068	סה"כ
8.38%	8.38%	8.83%	שיעור החוב
4	5	6	תקופה- n שנים
<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	
27,113	53,654	55,176	שווי נכס/ הלוואה
2,272	4,496	4,872	רכיב ריבית לתיאום EBIT
6,778	10,731	9,196	פחת חכירה

חכירות החברה מסווגות כחכירות תפעוליות ונרשמות כהוצאה בספרים. יחד עם זאת, למרות שבספרים לא מתייחסים אליהן כאל חוב, הריי שמבחינה כלכלית הן אכן כאלה. על כן יש להכיר בשווי החוב בגין אותן חכירות לפי הנוסחה הבאה:

$$Lease\ Debt_{t-1} = \frac{Lease\ Expense_t}{\left(r_D + \frac{1}{Asset\ Life} \right)}$$

החישוב מבוסס על הנחת עלות חוב זהה בשנים 2010+2011 לזו שחושבה לשנת 2012 (8.38%).

לחברה מספר סוגי חכירות תפעוליות כמפורט להלן:

- א. חכירת קרקע מהקיבוץ- נותרו עוד 5 שנים (ההסכם עד תום שנת 2018). בכל שנה גדל התשלום בשיעור ממוצע של 2.7%.
 - ב. חכירה תפעולית של ליסינג תפעולי בגין רכבים ומשאיות- נותרו עוד 4 שנים. פריסת התשלומים מופיעה בביאור 19(ב)(12).
 - ג. שכירות מבנים- נותרו עוד 4 שנים. פריסת התשלומים מופיעה בביאור 19(ב)(13).
- על כן, בוצע חישוב של סך הוצאות החכירה הצפויות בשנת 2013, תוך הנחת שיעור פחת של 10 שנים. את התוצאות שהתקבלו הוספנו למאזן התפעולי של החברה (נכס והתחייבות בגין חכירה). בנוסף, את רכיב הריבית בגין החכירה נוסף לחישוב ה-ROC.

נספח ג' - חישוב הפרמטרים לאמידת שיעור ההון המשוקלל של החברה (Wacc)

עלות ההון המשוקללת (WACC) משקללת את מחיר ההון העצמי ומחיר ההון הזר ונתונה ב אמצעות

$$WACC_{After-Tax} = r_D \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E} + r_E \times \frac{E}{D + E} \quad \text{הנוסחה הבאה:}$$

כאשר:

r_D - עלות החוב/ תוחלת התשואה שדורשים בעלי החוב;

r_E - עלות ההון העצמי/ תוחלת התשואה שדורשים בעלי ההון העצמי;

D - שווי החוב במונחי שווי שוק;

E - שווי הון עצמי במונחי שווי שוק; ו-

t - שיעור המס שיחול על רווחי החברה.

שלב 1 - מציאת עלות ההון העצמי (r_E)

את עלות ההון העצמי נחשב באמצעות מודל ה- CAPM:

$$E(r_E) = r_F + \beta_E \times \frac{(E(r_m) - r_f)}{\text{פרמיית הסיכון של השוק}}$$

על כן, תחילה עלינו למצוא את שלושת הפרמטרים הרלוונטיים לחישוב עלות ההון העצמי: שיעור ריבית חסרת סיכון, ביטת הון עצמי ופרמיית סיכון.

א. שיעור ריבית חסרת סיכון (r_f)

כמקובל בפרקטיקה, שיעור הריבית חסרת הסיכון הינה שיעור התשואה על אג"ח ממשלתי סחיר עם מח"מ של 10 שנים. כיוון שבישראל שיעור האינפלציה יציב יחסית (יעד אינפלציה מוצהר של 1.5%-3%), ואינו גבוה, הריי שריבית חסר סיכון רלוונטית הינה ריבית נומינלית. במקרה זה שיעור ריבית חסרת סיכון שמתקבלת הינה 3.97%¹⁵.

ב. מדידת פרמיית הסיכון ($E(r_m) - r_f$)

את פרמיית הסיכון של ישראל נמצא באמצעות מאגר הנתונים של פרופסור Demodaran¹⁶. באתרו, המעודכן לינואר 2013 דמודראן מחשב את פרמיית הסיכון עבור ארה"ב ומוסיף אליה את פרמיית הסיכון

¹⁵ מתוך אתר בנק ישראל/נתונים וסטטיסטיקה:

<http://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Pages/SeriesSearchBySubject.aspx?Level=3&slid=42>

¹⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

של המדינה הרלוונטית כשהיא מותאמת לחישוב פרמיית הסיכון הכוללת. לפי אתרו של דמודראן פרמיית הסיכון של מדינת ישראל הינה 7.08%¹⁷.

← חישוב עלות ההון העצמי (r_E) - כידוע, החברה פועלת בישראל, ולכן נציב את שלושת הפרמטרים הרלוונטיים במשוואת ה-SML: את פרמיית הסיכון של ישראל (7.08%), את הריבית חסרת סיכון הנומינלית של ישראל (3.97%) ואת הביטא הממונפת (0.66) - כפי שחושבו לעיל. על כן, תוחלת התשואה שדורשים בעלי המניות תהיה:

$$r_E = 3.97\% + 0.66 \times 7.08\% = \mathbf{8.64\%}$$

שלב 2 - מציאת עלות החוב נטו ממס (r_D)

מחד לחברה יש חוב לא סחיר וחסר דירוג כיוון שפרעה את כל התחייבויותיה הסחירות לפני תום שנת 2012. מאידך, החברה דורגה לאחרונה ביום 9 בספטמבר 2012 על ידי סוכנות הדירוג S&P מעלות ישראל בדירוג של "iilA" - דירוג שהוא יחסית עדכני וסמוך למועד עריכת הערכת השווי. כפועל יוצא, נבחן את עלות החוב בהתאם לשתי חלופות אפשריות במקרה זה:

1. חוב מדורג - כאמור, לאור העובדה שהדירוג האחרון בוצע סמוך למועד הערכת השווי ניתן לקחת אותו כמדד אובייקטיבי לסיכון של החברה. במקרה כזה נפנה לאתרו של Demodaran¹⁸ ונמצא את תוספת התשואה הנדרשת בגין סיכון האשראי של החברה לעומת סיכון האשראי של ישראל (להלן: "המרווח"), ונציב בנוסחת התמחור הבאה:

$$r_D = r_F + \text{Borrower Default Spread}$$

במקרה כזה, המרווח המתקבל ברמת דירוג של "A" הוא 1.3%.
2. "הערכת דירוג" - במקרה כזה נייצג דירוג סינטטי. בנוסף, נניח כי המרווח (בהתאם לדירוג הרלוונטי) בין ריבית החברות בארה"ב לריבית אג"ח ממשלת ארצות הברית, זהה למרווח בין ריבית החברות בישראל לריבית אג"ח ממשלת ישראל. במקרה זה נחשב את יחס כיסוי הריבית של החברה ועפ"י טבלת המרווחים מאתרו של Demodaran נמצא את המרווח המתאים לחברה. נוסחת יחס הכיסוי-

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{EBIT}{\text{Interest Expenses}}$$

יחס כיסוי הריבית של החברה הינו 5, ולפי טבלת המרווחים של דמודראן עולה כי המרווח הרלוונטי במקרה זה הינו הוא 1.3%.

← מתקבל כי לפי שתי השיטות, בהתאם לטבלת המרווחים של דמודראן עלות החוב הינה:

$$R_D = 7.08\% + 1.3\% = \mathbf{8.38\%}$$

¹⁷ לשקול להוסיף כאן צילום מסך של פרמיית הסיכון.

¹⁸ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

שיעור המס-

החברה נישומה במספר שיעורי מס שונים כמפורט להלן :

1. לפי התיקון לחוק בישראל, החברה תשלם מס חברות של 25% במהלך השנים הבאות, ללא עיגון חוקתי לשינוי שיעורי המס בעתיד.
2. הטבות מתוקף החוק לעידוד השקעות הון-
 - א. מפעל מאושר- הכנסות החברה הנובעות ממפעל מאושר חייבות במס חברות מופחת עד לשנת 2013 כולל. כלומר נותרה שנה אחת נוספת שבה החברה תהנה מההטבה בגין מפעל מאושר.
 - ב. מפעל מוטב- הכנסות החברה הנובעות ממפעל מאושר חייבות במס חברות מופחת עד לשנת 2017. כלומר, נותרו עוד 4 שנות פעילות שבהן החברה צפויה להינות מההטבה בגין מפעל מוטב.
 - ג. חברות תעשייתיות- החברה וחלק מהחברות המאוחדות תחתיה הינן חברות תעשייתיות ולכן זכאיות לשיעור פחת מואצים.כיוון שההטבות בגין מפעל מאושר ומוטב יסתיימו בטווח של עד 4 שנים, הריי שנכון יהיה לקבוע את שיעור המס כשיעור המס השולי של החברה- 25%.

שלב 3- קביעת משקולות

בשלב זה נאמוד את השווי הכלכלי של ההון העצמי ושל החוב הפיננסי נטו של החברה.

נציין כבר עכשיו, כיוון שחישוב מבנה המאזן התפעולי של החברה מביא אותנו למסקנה שלחברה אין חוב פיננסי אלא נכס פיננסי, נטו (נכסים פיננסיים גבוהים מהתחייבויות פיננסיות), הריי שאין משמעות לחישוב יחס המשקולות. יחד עם זאת, נחשב את המשקולות שיסייעו לנו בהמשך לחשב את שווי ההון העצמי של החברה.

א. שווי הון עצמי (E)- שווי ההון העצמי מורכב מהרכיבים הבאים¹⁹ :

1. שווי הון המניות- מדובר בחברה נסחרת ולכן ניקח את המחיר המצוטט של המניה ליום הערכת השווי לפי נתוני הבורסה²⁰.
2. שווי זכויות מיעוט- עיקר זכויות המיעוט של חברת מעברות הינן בגין שלוש חברות כמפורט להלן :

שם החברה	שיעור החזקה	זכויות מיעוט	מכפיל EBIT	מכפיל EBITDA
מטרנה החזקות בע"מ	49%	51%		הערה (2)
מטרנה תעשיות- שותפות מוגבלת	48.51%	51.49%		הערה (1)
Materna-Nestle	49%	51%	12.53	10.1

הערות :

¹⁹ לחברה אין אופציות הוניות ולכן לא חושבו לצורך שווי ההון העצמי של החברה.
²⁰ שווי שוק החברה מתוך אתר הבורסה ליום 31 בדצמבר 2012.

1. אוסם מחזיקה במטרנה שותפות מוגבלת כ- 51% ולכן ביצעה לחברה הערכת שווי שנתית לבחינת ירידת ערך מוניטין. בהתאם להערכת שווי זו שווי "מטרנה תעשיות שותפות מוגבלת" הינה 666 מיליוני ₪. במצב הדברים הנתון, שווי זכויות המיעוט (באלפי ₪) הינו:

$$666,000,000 \times 51.49\% = 342,924$$

2. לצורך חישוב שווי חברות "מטרנה החזקות" ו-"Materna-Nestle" נשתמש בשיטת ההערכה היחסית באמצעות מכפילים. במקרה זה לוקטו שני מכפילים אפשריים מתוך מאגר הנתונים של פרופסור Demodaran²¹ בענף ה-Food Processing. אנחנו נבחר להשתמש במכפיל ה-EBITDA שכן נטרול הוצאות הפחת מהרווח התפעולי מייצג בצורה טובה יותר את אופי הפעילות בענף המזון, שכן זה הרווח המהווה את הקירוב הטוב ביותר לרווח על בסיס מזומן. שווי פעילות הנגזר:

חברת "מטרנה החזקות בע"מ" - חברת אחזקות ללא פעילות או הכנסות. מחזיקה בחברת "מטרנה תעשיות" שותפות מוגבלת, שאת השפעתה על זכויות המיעוט הצגנו לעיל.

חברת "Materna-Nestle" - לפי ביאור 27 לדוחות הכספיים, רשמה החברה רווח תפעולי בשווי של כ- 621 אלפי ₪. אין נתונים לגבי פחת והפחתות ולכן נניח פחת של כ- 7 אלפי ₪, בדומה לפחת של חברת מעברות. על כן ה-EBITDA הינו 628 אלפי ₪. אין נתונים לגבי שווי החוב, ולכן נניח ששווי החוב של החברה הינו כמחצית מהתחייבויותיה, כלומר 4,405 אלפי ₪. שווי זכויות המיעוט שיתקבל הינו כדלקמן:

$EV = 10.1 \times 628 = 6,343$, בניכוי שווי החוב נקבל שווי הון עצמי של 1,938 אלפי ₪. מכאן ששווי זכויות המיעוט יהיה 51% מתוך שווי ההון העצמי, כלומר 988 אלפי ₪.

← שווי זכויות המיעוט הינו: **343,912** = 342,924 + 988 אלפי ₪.

ב. **שווי החוב ברוטו (D)** - לפי סעיף 3(ג)(2) לדוחות הכספיים, החברה מודדת התחייבויות פיננסיות שאינן נגזרים לפי עלות מופחתת. זאת ועוד, החברה לא מפרסמת לוחות סילוקין להלוואות ואשראי מתאגידים, על כן נמדד שווי החוב של החברה בהתאם לערכים בספרים. לפי סעיף 3(ג)(3) החברה מודדת מכשירים פיננסיים נגזרים (להלן אופציות call, put) לפי שווי הוגן, ולכן השווי ההוגן של ההתחייבויות זהה לזה שמופיע בספרי החברה. בנוסף, שווי החוב משקלל את שווי ההתחייבות הכלכלית בגין החכירות התפעוליות של החברה. להלן שווי החוב הכלכלי של החברה:

²¹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html

שווי שוק	בספרים 12/2012	
-40,036	-40,036	הלוואות ואשראי מתאגידים בנקאיים
-27,628	-27,628	התחייבות למחזיקי אופציית put
-383	-383	התחייבויות אחרות לזמן ארוך
-9,900	-9,900	התחייבות פיננסית- אופציית call
-11,678	-11,678	התחייבות מיסים נדחים, נטו
-27,113	-27,113	התחייבות בגין חכירה
-116,738	-116,738	

נספח ד' - הנתונים המחשבים עבור המכפילים

אסם	מוצרי מעברות	(הנתונים באלפי ₪)
7,101,160	345,225	שווי הון עצמי- E
-2,043	59,207	שווי שוק נכס (חוב) פיננסי נטו- D
7,089,533	380,080	שווי קפיטל- EV
13,670	13,602	שווי נכסים עודפים
522,737	18,827	EBIT
549,927	26,813	EBITA
727,220	34,618	EBITDA

יש לציין כי מטעמי נוחות לא בוצעו התאמות לזכויות מיעוט ולשווי הכלכלי של הנכסים העודפים והחוב הפיננסי (שני האחרונים נלקחו לפי ערכם בספרים)