

הערכת שווי חברות
קליל תעשיות בע"מ





תוכן עניינים

3	תמצית מנהלים
5	פרק ראשון - פרופיל החברה
5	1.1 הפעילות העסקית של קליל תעשיות בע"מ
5	1.2 נכסים עודפים
5	1.3 מבנה הבעלות ונתוני שווי שוק
6	1.4 תאור החובות הכספיים של החברה והיקף היתרות הכספיות נכון ליום 31 בדצמבר 2012
7	פרק שני - ניתוח נתונים היסטוריים
7	2.1 מאזן תפעולי
7	2.2 תמצית מאזן תפעולי
8	2.3 מינוף פיננסי
9	2.4 תמצית דוח רווח והפסד
10	2.5 נתוני ריווחיות
10	2.6 ניתוח CAPEX
11	2.7 תזרים חופשי מפעילות לשנים 2010-2012
12	2.8 ניתוח ROC וטבלת מורנינגסטאר
12	2.9 פרוק של ROC לחמישה מרכיבים
13	2.10 ניתוח מקור הערך בחברה
13	2.11 ניתוח יחס הון חוזר
14	פרק שלישי - ניתוח 5 כוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה
14	3.1 חמשת הכוחות של פורטר
15	3.2 ניתוח רוחב חפיר
16	פרק רביעי - הערכת שווי בשיטת DCF
16	4.1 ניתוח מכירות ושיעור הצמיחה
18	4.2 שיעור הרווחיות הגולמית
19	4.3 שיעור הוצאות מכירה ושיווק
19	4.4 הוצאות הנהלה וכלליות
19	4.5 שיעור המס
19	4.6 תחזית CAPEX
19	4.7 תחזית השקעה בהון חוזר תפעולי
20	4.8 טבלת DCF
21	4.9 בדיקת ROC משתמע ובחירת ה ROC היציב
21	4.10 אמידת ה WACC



תוכן עניינים - המשך

21	4.11	טבלת רגישות של שווי הפעילות
22	4.12	טבלת רגישות של שווי הון עצמי
22	4.13	חישוב המחיר למניה
23		פרק חמישי - הערכת שווי בשיטת המכפילים
23	5.1	חישוב המכפילים לפי חברת KAISER
23	5.2	פנדמנטלס
24	5.3	תוצאות הערכת השווי
25		נספחים



תמצית מנהלים

בעבודה זו אנו מנתחים את הדוחות הכספיים של חב' קליל תעשיות בע"מ לשנת 2012 ומעריכים את שוויה, בהתבסס על דוחות אלו. עבודה זו נערכת במסגרת הקורס "הערכת שווי חברות", באוניברסיטה העברית בירושלים.

קליל היא חברה הממוקמת בכרמיאל ותחום עיסוקה העיקרי מתרכז במערכות אלומיניום, פרופילים ואביזרים נלווים לבנייה וכן ייצור ומכירה של פרופילי אלומיניום לתעשייה. תחום פעילות נוסף של קליל מתרכז בשלבי תריסים וארגזי תריסים מפחי אלומיניום, אולם מאחר שמדובר בכ- 7% מהמחזור בלבד, בחרנו שלא להתמקד בו אלא לנתח את החברה בכללותה.

קליל, בעלת שווי שוק ליום 31 בדצמבר 2012 של כ- 314 מ"ש"ח בעלת נכסים פיננסיים בסך של 81 מ"ש"ח, היא חברה מעניינת ובולטת בנוף התעשייה בישראל. החברה בעלת חוסן פיננסי, מאמצת מדיניות חלוקת דיבידנד בשיעור של לפחות 30% מהרווח הנקי ומחיר המניה שלה עלה משמעותית מרמת 4,000 אג' בשנת 2008 ועד לכ- 20,000 אג', נכון למועד זה (אוקטובר 2013). לאורך כל העבודה ניתן לראות כיצד חברה, שאינה מוכרת באופן ישיר לצרכן הסופי, מצליחה לייצר תשואה עודפת לאורך זמן, לשמור על מוניטין חזק בשוק ולבסס את מעמדה כמובילת שוק, איכותית ויוקרתית תוך שימוש באסטרטגיות שיווקיות בכדי להגיע עד לצרכן הסופי ולהשריש דרכו את בחירת מוצריה השונים של החברה.

בפרק הראשון של העבודה אנו מתייחסים לפרופיל החברה, שהפכה לציבורית בשנת 1981 ומעסיקה כ- 280 עובדים, מרחיבים על פעילותה העסקית, המבוססת על סיומי בנייה חדשה ועל שיפוצים של מבנים קיימים, מתארים את מבנה הבעלות שלה ואת היקף נכסיה הכספיים. כפי שציינו, פעילות החברה ממומנת בעיקר מהונה העצמי. לדעתנו, במידה והחברה תשקול לבצע שינוי במבנה ההון, היא תוכל ליהנות ממגן מס ולהקטין את תשלומי המסים המשולמים באופן שוטף מדי שנה (ב- 2012 שולמו מסים שוטפים בסך של כ- 13 מ"ש"ח) וכן תוכל להגדיל את התשואה על ההון עבור משקיעיה.

בפרק השני אנו מנתחים את נתוני ההיסטוריים של קליל, כפי שעולים מדוחותיה הכספיים, כגון מכירות, שיעורי ריווחיות, הון חוזר והשקעות הוניות. ניתוח זה חשוב להבנה של העסק, מקורות הערך שלו ובונה בעצם בסיס מוצק לצורך קביעת תחזית עתידית.

בפרק השלישי אנו מנתחים את הענף בו פועלת קליל, לפי מודל חמשת הכוחות של פורטר. ניתוח זה מסתכם בעצם לקביעת רוחב החפיר של החברה, או במילים אחרות, יכולתה של החברה לייצר תשואה עודפת לאורך זמן. על פניו, רוחב החפיר של החברה הוא מושלם, אולם מניתוח מעמיק המובא בפרק אנו מגיעים למסקנה כי יש לקבוע אותו על רוחב בינוני – גבוה.

בפרק הרביעי אנו מבצעים הערכת שווי לפעילות החברה ולהונה העצמי בשיטת ה DCF. לצורך כך אנו מנתחים את פני השוק העתידי, הן מבחינת מחזור והן מבחינת עלויות, כיון שהחברה חשופה למחיר האלומיניום ולשיעור המט"ח, מסכמים כי הערכת השווי תתרכז בטווח הקצר של חמש שנים ועורכים תחזיות פרטניות לכלל הסעיפים המשפיעים על תזרים המזומנים של החברה. אנו מפרטים את הסיבות ודרך החישוב של קביעת מחיר ההון בו אנו מהוונים את התזרים הצפוי (WACC) ובסיום הפרק, לאחר שאנו קובעים את שיעורי הריווחיות והצמיחה הצפויים בשנה הטרמינלית, אנו מגלים כי קיים פער של כ- 40% בין הערכת השווי שביצענו לבין שווי החברה כפי שהשוק תמחר



אותה, נכון ליום 31 בדצמבר 2012. לכאורה, הערכת חסר גדולה זו מפליאה, אולם מבדיקה שערכנו מול חברת השוואה בדרך של בחינת השווי ע"פ גישת המכפילים (ר' פרק חמש), כמו גם ביצועי המניה במהלך שנת 2013 מאששים את הערכתנו זו.

מפאת גודלה של קליל בארץ ולאור העובדה כי כל מתחרותיה הגדולות הינן חברות פרטיות שלא ששות לחשוף את דוחותיהם ברבים, חיפשנו מעבר לים ובחרנו את חברת KAISER. לאור זאת התבססנו רק על חברה זו כמייצגת את כלל הענף בו פועלת קליל, כשידוע לנו כי התוצאה בשל כך לא תיתן תשובה מדויקת, אולם היא בהחלט יכולה להצביע על הכיוון הכללי.



פרק ראשון - פרופיל החברה

1.1 הפעילות העסקית של קליל תעשיות בע"מ

לאחר פעילות שהחלה עוד בשנות החמישים של המאה הקודמת, התאגדה בשנת 1962 קליל תעשיות בע"מ כחברה פרטית. בשנת 1981 הפכה לחברה ציבורית, שמנייתיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בת"א, תחת ענף תעשייה, סקטור מתכת ומוצרי בניה. החברה נסחרת במדדים: יתר מניות, ת"א יתר 50, ת"א מאגר, ת"א יתר מאגר, חברות תעשייה (להרחבה ראה נספח א').

תחום עיסוקה העיקרי של החברה הנו פיתוח, עיצוב, ייצור, צביעה, שיווק ומכירה של מערכות אלומיניום, פרופילים ואביזרים נלווים לבנייה, המיועדים לשמש למסגור, איטום וסגירה של פתחים (חלונות ודלתות) וכן ייצור ומכירה של פרופילי אלומיניום לתעשייה. תחום נוסף של החברה (עד 7% מהמחזור הכולל) הינו תכנון, עיצוב, ייצור, צביעה, שיווק ומכירה של שלבי תריסים וארגזי תריסים מפחי אלומיניום בשילוב פוליאוריטן מוקצף (פילוח המוצרים לפי מחזור מופיע בנספח ב'). תחומי פעילותה מבוססים על סיומי בנייה חדשה ועל שיפוצים של מבנים קיימים. עיקר פעילותה מתבצע על שטח של 105 דונם במפעל החברה בכרמיאל וכולל אולמות ייצור ותצוגה, שטחי אחסון ומשרדים.

לקוחות החברה בארץ הינם הסיטונאים, בעלי מחסנים, יצרנים גדולים של חלונות ודלתות ומפעלים - כחומר גלם לייצור מוצרים. קליל מעידה על לקוח בודד המהווה 11.5% מסך ההכנסות, אולם לדבריה אינה תלויה בו. התפלגות הלקוחות בשנת 2012 היתה 87% לבניה, 9% לתעשייה (ב 2011 - 10%) ורק 4% לייצוא (ב 2011 - 3%).

לחברה מס' מתחרים. תחום הפרופילים כולל בעיקר את היצרנים אקסטל בע"מ וס.ה.ל אלובין בע"מ ותחום התריסים את אלפא תריס בע"מ וכן יצרנים בשטחי הרשות הפלסטינית. התחרות ונתח השוק של החברה מושפעים גם מייבוא הולך וגדל של מוצרי אלומיניום המיוצרים בסין, בירדן ובמדינות נוספות וכן ע"י מס' יבואנים בתחום התריסים. החברה מתמודדת עם התחרות באמצעות העמדת חבילות שירותים ללקוח תוך הקפדה על שימור היתרון הטכנולוגי ועליונות המותג (להרחבה ראה פרק שלוש). נתח השוק של החברה מסתכם, להערכתה, ברבע עד שליש והחברה מעסיקה כ- 280 עובדים.

1.2 נכסים עודפים

מניתוח מאזני החברה לשנים 2011 ו 2012, קיימים נכסים כספיים עודפים בשל הטבות לעובדים, בסך נטו של 1,779 אש"ח ו 2,089 אש"ח בהתאמה.

1.3 מבנה הבעלות ונתוני שווי שוק

בעלי העניין מחזיקים כ 70% ממניות החברה. בעל השליטה ויו"ר הדירקטוריון של החברה מר צור דבוש מחזיק, באמצעות חברה שבשליטתו, בכ 59%. היתרה מוחזקת ע"י גופים מוסדיים (כ 15%) והציבור (כ 15%) (להרחבה אודות פירוט ההחזקות של החברה ראה נספח ג')

בעיון בגרף המניה ל 5 השנים האחרונות, בהשוואה למדד ת"א יתר 50, ניתן לראות כי מחיר המניה עלה משמעותית מרמת 4,000 אג' בשנת 2008. בשלוש השנים האחרונות נסחרת המניה בקירוב למדד ת"א יתר 50 בו היא נכללת. שווי השוק של החברה ליום 31 בדצמבר 2012 הינו 314,395 אלפי ש"ח. מחזור המסחר היומי הממוצע בשנת 2012 עמד על כ 144 אלפי ש"ח (1,264 מניות), כשבוצעו במוצע 18 עסקאות ליום. מתחילת



השנה ועד למועד הכנת דוח זה עלה מחיר המניה לכ- 20,000 אג' (עליה של כ- 66%), כשמחזור המסחר היומי הממוצע בשנת 2013 עומד על כ- 290 אלפי ש"ח (1,811 מניות), כשבוצעו בממוצע 32 עסקאות ליום.



1.4 תאור החובות הכספיים של החברה והיקף היתרות הכספיות נכון ליום 31 בדצמבר 2012

- החברה התחייביות לספקים, לנותני שירותים ולזכאים שונים בסך של כ- 49 מיליון ש"ח.
- החברה אשראי מתאגידים בנקאיים לזמן קצר בסך של 1 מיליון ש"ח, בגין חברה מאוחדת.
- במהלך שנת 2011 פרעה החברה בפירעון מוקדם את יתרת ההלוואות לזמן ארוך שניטלו על ידה בסך של כ- 9 מיליון ש"ח. נכון לתאריך הדוח אין לחברה הלוואות לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים.
- החברה העמידה ערבויות לתאגידים בנקאיים: בגין אשראי דוקומנטרי שהוצא ע"י חברה מאוחדת בסך של כ- 0.5 מיליון ש"ח ובגין הלוואות שניתנו ע"י התאגיד לעובדים בסך של כ- 0.15 מיליון ש"ח. בגין אשראי שניתן לחברות מאוחדות, שעומד על סך 1 מיליון ש"ח, החברה העמידה ערבויות, שבחלקן אינן מוגבלות בסכום.
- לחברה לא קיימות התניות פיננסיות מול תאגידים בנקאיים (כולן בוטלו במהלך שנת 2011), אלא רק הסכם שיעבוד שלילי (Negative Pledge) עם תאגיד בנקאי.
- החברה לא גייסה חוב באמצעות הנפקת אגרות חוב.
- היקף הנכסים הכספיים, נטו, עומד על סך של 80,924 אלפי ש"ח, כש 71,043 אלפי ש"ח מתוכם (מעל 87%) מושקעים בניירות ערך סחירים.

מידע נוסף:

החברה מאמצת מדיניות חלוקת דיבידנד בשיעור של לפחות 30% מהרווח הנקי של החברה באותו שנה. החברה אינה מוכרת לצרכן הסופי, אולם מרכזת את מאמצי השיווק שלה בו. לאחרונה החלה אף חברת אקסטל לפרסם ברדיו, אולם להערכתנו אין בכך בכדי לפגוע בנתח השוק של החברה.



פרק שני – ניתוח נתונים היסטוריים

2.1 מאזן תפעולי

2011	2012
אלפי ש"ח	
2,113	1,583
578	1,631
91,508	91,508
96,779	96,779
(4,388)	(19,110)
694	845
(12,939)	19,271
80	86
1,316	1,712
175,741	194,305

הון עצמי מתואם :

מסים נדחים	307	212
מסים שוטפים לשלם	62,962	68,766
הון מניות	2,265	1,021
פרמיה על מניות	49,734	56,046
מניות אוצר	51,609	52,084
קרן בגין עסקאות תשלום מבוסס מניות	166,877	178,129
יתרת רווח (הפסד)	37,675	48,700
קרן בגין התאמות הנובעות מתרגום דוחות כספיים של פעילות חוץ	18,955	17,615
זכויות שאינן מקנות שליטה	56,630	66,315
	110,247	111,814

2011	2012
אלפי ש"ח	
2,089	1,779

נכסים פיננסיים עודפים :

נכסים בשל התחייבויות לעובדים, נטו

נכסים תפעוליים :

מזומנים	307	212
לקוחות	62,962	68,766
חייבים ויתרות חובה	2,265	1,021
מלאי	49,734	56,046
רכוש קבוע	51,609	52,084

התחייבויות תפעוליות :

התחייבויות לספקים ולנותני שירותים	37,675	48,700
זכאים ויתרות זכות	18,955	17,615

סה"כ נכסים תפעוליים נטו

110,247	111,814
---------	---------

נכסים פיננסיים נטו :

מזומנים ושווי מזומנים	15,026	10,374
השקעות בניירות ערך סחירים	49,595	71,043
אשראי מתאגידים בנקאיים	(1,500)	(1,000)
הלוואות ומקדמות לעובדים	284	295
	63,405	80,712

סה"כ אקטיב

175,741	194,305
---------	---------

סה"כ פאסיב

175,741	194,305
---------	---------

2.1 תמצית מאזן תפעולי

2011	2012
אלפי ש"ח	
175,741	194,305

הון עצמי מתואם

2011	2012
אלפי ש"ח	
2,089	1,779

נכסים פיננסיים עודפים

58,638	59,730
51,609	52,084
110,247	111,814

הון חוזר תפעולי נכסים תפעוליים אחרים

63,405	80,712
--------	--------

נכסים פיננסיים נטו

175,741	194,305
---------	---------

175,741	194,305
---------	---------



המאזן התפעולי :

הקצנו 2% מיתרת המזומנים ושווי המזומנים לצורך ההון חוזר תפעולי. את ההלוואות והמקדמות לעובדים מיינו מתוך החייבים ויתרות חובה לנכסים הפיננסיים של החברה. יתרות מאזניות בגין הטבות לעובדים, נטו, הכוללות הטבות לטווח קצר והטבות לאחר סיום העסקה מוינו כנכסים פיננסיים עודפים, מאחר שאינן נכס נויל והתשוואה המצופה מהן אינה דומה לזו של פיקדון בנקאי. את ההתחייבות בגין המיסים הנדחים וכן את ההתחייבות בגין מיסים שוטפים לשלם סיפחנו להון העצמי המתואם של החברה, מאחר שמדובר בהוצאות מיסים שלא שולמו במזומן. סעיף הזכאים ויתרות הזכות כולל הפרשה בגין דמי ניהול לשלם לבעל השליטה. ביום 30 באפריל 2013 אישרה האסיפה הכללית תיקון להסכם שירותי הניהול עם בעלת השליטה בחברה ובעקבותיו הוברר כי הפרשה זו היתה מספקת.

בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, ברבעון הרביעי של 2012, כמו גם במהלך השנה כולה, גדל מחזור המכירות עקב גידול בכמויות המכירה ומשינוי בתמהיל המכירות. בנוסף נהנתה החברה מירידה יחסית במחירי האלומיניום במהלך שנת 2012 (ומירידה נוספת במהלך שנת 2013 - ראה נספח ד'). במהלך 2012 הורגשה התמתנות בקצב התרחבות הפעילות הכלכלית בישראל ובמחצית השנייה של השנה אף היה צמצום באשראי הבנקאי לענף הבניה. החברה הושפעה מכך דרך גידול בסעיפי הלקוחות והמלאי, ביחס לשנת 2011. מנגד, נרשם גידול בהתחייבויות לספקים ולנותני שירותים, כך שסך הנכסים התפעולים, נטו – הינם בעליה קלה ביחס ל 2011. מבדיקה של נתוני הרבעון הראשון של 2013 ניתן לראות כי הלקוחות ירדו לכ 64 מיליון ש"ח, המלאי ל 47 מיליון ש"ח בלבד ואף ההתחייבויות ספקים ולנותני שירותים ירדה לכ 45 מיליון ש"ח, סכומים נמוכים משמעותית אף ביחס לרבעון הראשון של 2011, עובדות המצביעות על גידול בפעילות העסקית בסוף שנת 2012.

מבחינת נכסים שלא הוצגו בערך כספי במאזן :

לחברה מחלקת פיתוח אשר שוקדת של פיתוח מוצרים חדשים ועל שמירת עליונות המותג. החברה לא הכירה בסכום כלשהו כנכס מו"פ, מאחר שלדבריה עיקר עלויות המחלקה הינן עלויות שכר בסכומים לא מהותיים.

לחברה מאות מדגמים ומספר פטנטים וסימני מסחר הרשומים בישראל ובחו"ל, כשאחרים הינם בהליכי רישום. לחברה זכויות יוצרים וזכויות שימוש בטכנולוגיות, ידע וסודות מסחריים מסוימים. החברה נוהגת לחדש את תוקף המדגמים הרלוונטיים מעת לעת ואף מגנה על קניינה הרוחני באמצעים שונים. אין ספק כי כל אלה תורמים לרווחיות הגבוהה של החברה וליכולתה לשמור על רווחיות זו. חרף האמור, החברה לא הכירה בסכום כלשהו כנכס לא מוחשי.

פנינו לחברה כדי לקבל מידע מפורט יותר בדבר סכומים אלו, אולם לא קיבלנו תגובה והשארנו את המצב כפי שהוא.

2.3 מינוף פיננסי

2011	2012
(0.36)	(0.42)

מינוף פיננסי : D/E

במהלך שנת 2011 פרעה החברה בפירעון מוקדם את יתרת ההלוואות לזמן ארוך בסך של 8.9 מיליון ש"ח וכעת פעילות החברה ממומנת מהונה העצמי (יתרת האשראי למועד הדוח הינה בסך של 1 מיליון ש"ח בלבד, בגין אשראי שנטלה חברה מאוחדת). לחברה נכסים פיננסיים נטו למועד הדוח בסך של כ- 81 מיליון ש"ח.



2.4 תמצית דוח רווח והפסד

2010	2011	2012	
<u>אלפי ש"ח</u>			
316,634	336,815	356,989	הכנסות ממכירות
<u>227,051</u>	<u>247,765</u>	<u>257,469</u>	עלות המכר
89,583	89,050	99,520	רווח גולמי
25,153	25,868	28,738	הוצאות מכירה ושיווק
<u>20,289</u>	<u>19,554</u>	<u>15,190</u>	הוצאות הנהלה וכלליות
<u>44,141</u>	<u>43,628</u>	<u>55,592</u>	EBIT
8,650	7,448	8,244	פחת והפחותות (*)
<u>52,791</u>	<u>51,076</u>	<u>63,836</u>	EBITDA
(1,436)	(659)	-	הכנסות אחרות
45,577	44,287	55,592	רווח תפעולי
1,580	1,968	1,551	הכנסות מימון
<u>(1,088)</u>	<u>(845)</u>	<u>(602)</u>	הוצאות מימון
46,069	45,410	56,541	רווח לפני מסים על הכנסה
<u>10,479</u>	<u>10,925</u>	<u>13,935</u>	מסים על הכנסה
<u>35,590</u>	<u>34,485</u>	<u>42,606</u>	רווח נקי
פחת - הרכב :			
8,018	6,858	7,557	נכלל בסעיף עלות המכר
137	137	136	מקרקעין
495	453	551	נכלל בסעיף הוצאות הנהלה וכלליות
<u>8,650</u>	<u>7,448</u>	<u>8,244</u>	

**2.5 נתוני רווחיות**

2010	2011	2012	
28.3%	26.4%	27.9%	שיעור רווח גולמי
14.4%	13.1%	15.6%	שיעור רווח תפעולי
14.8%	13.3%	15.6%	שיעור רווח תפעולי ללא אחרות
16.7%	15.2%	17.9%	רווחיות EBITDA
11.2%	10.2%	11.9%	שיעור רווח נקי
22.7%	24.1%	24.6%	שיעור מס

להלן הסבר לשינויים בתוצאות הפעילות של החברה כפי שדווח במסגרת הדוחות הכספיים של החברה לשנת 2012. חשוב לציין כי מגזר הפעילות העיקרי של החברה הינו מוצרי האלומיניום וכי פעילות התריסים מהווה רק כ 7% מהמחזור ולפיכך אינה מהותית לניתוח נפרד.

- הכנסות - מחזור המכירות בשנת 2012 גדל ב- 6% והסתכם בסך של כ- 357 מיליון ש"ח בהשוואה למחזור מכירות בסך של כ- 337 מיליון ש"ח אשתקד. העלייה במחזור המכירות בשנת 2012 נובעת בעיקר מגידול בכמויות המכירה ומשינוי בתמהיל המכירות.
- רווח תפעולי – מניתוח דוח רווח והפסד של החברה גילינו כי חלק מהוצאות והכנסות המימון של החברה מקורן בשינויים בשער החליפין, במכשירים פיננסיים נגזרים ובגין הקדמת תשלום. הוצאות אלו מגדרים את הוצאות החברה בכל הקשור לרכישת האלומיניום (המתבצעת במט"ח) ולפיכך החלטנו למיין הוצאות אלו לעלות המכר. (2012 - 3,903 אלפי ש"ח, 2011 - 5,439 אלפי ש"ח). לאור זאת ניתן לראות כי עלות המכירות עומדת על כ 72% מהמחזור, שזהו גם הממוצע בשלוש השנים האחרונות.
- הוצאות הנהלה וכלליות – בשנים 2010 ו 2011 דמי הניהול לבעל השליטה היו כ 7 מיליון ש"ח. ביום ה 30 באפריל 2013 אישרה האסיפה הכללית של בעלי מניות החברה תיקון להסכם שירותי הניהול מיום 15 בנובמבר 2011. במסגרת התיקון נקבע השכר על דמי ניהול חודשיים בסך של 100 אלף ש"ח, צמוד למדד שפורסם ב 10/11 ובתוספת החזר הוצאות ובנוסף, מענק שנתי של 3.4% על כל מיליון ש"ח רווח לפני מס מפעולות רגילות, העולה על רווח של 31 מיליון ש"ח. דוחות 2012 כבר שיקפו את הירידה בדמי הניהול במלואה. לפיכך הוצאות דמי הניהול לשנת 2012 עמדו על סך של 2.7 מיליון ש"ח, ירידה שתרמה כ 4 מיליון ש"ח לרווח הכולל.

2.6 ניתוח CAPEX

עלות הרכוש הקבוע היא לאחר ניכוי מענק השקעה שהתקבל בעבר בגובה של 51,346 אש"ח. הוצאות התפעול בשנת 2012 כוללות פחת בגין רכוש קבוע ותבניות ייצור בסך של 8.2 מש"ח מול 7.4 מש"ח בשנת 2011. להוצאות הפחת המפורטות בביאורים, יש להוסיף 136 אש"ח בשל פחת בגין מקרקעין שעולה מביאור רכוש קבוע ולא נכלל במסגרת ביאור ספציפי בדוח רווח והפסד.



ממוצע	2010	2011	2012	
אלפי ש"ח				
336,813	316,634	336,815	356,989	מכירות
8,114	8,650	7,448	8,244	פחת
	52,776	51,609	52,084	רכוש קבוע י.ס
	55,401	52,776	51,609	רכוש קבוע י.פ
(1,106)	(2,625)	(1,167)	475	השקעה ברכוש קבוע
ניתוח תוצאות :				
7,008	6,025	6,281	8,719	השקעה ברכוש קבוע
2.2%	2.2%	2.0%	2.6%	השקעה מתוך מכירות שנה קודמת
86.6%	69.7%	84.3%	105.8%	אחוז השקעה מתוך פחת

ניתוח ההשקעה ברכוש קבוע לאורך השנים מעלה כי הרכוש הקבוע נטו עומד על כ 15% מסך המחזור השנתי (ראה סעיף 4.6 בפרק 4 להלן) וכי הוצאות הפחת בגין הרכוש הקבוע עומדות על כ 15% מיתרת הרכוש הקבוע נטו. לפיכך, ניתן לראות כי סך הוצאות הפחת מתוך המחזור עומד על כ 2.25%.

2.7 תזרים חופשי מפעילות לשנים 2010-2012

2010	2011	2012	
אלפי ש"ח			
316,634	336,815	356,989	מכירות
13.9%	13.0%	15.6%	שיעור רווחיות תפעולית
44,141	43,628	55,592	EBIT
25.3%	25.4%	26.0%	שיעור מס
32,995	32,553	41,127	NOPLAT
8,650	7,448	8,244	פחת
41,645	40,001	49,371	תזרים לפני השקעות
6,025	6,281	8,719	CAPEX
4,398	3,917	1,092	השקעה בהון חוזר תפעולי
10,423	10,198	9,811	השקעה ברטו
31,222	29,803	39,560	תזרים חופשי מפעילות - FCFF

**2.8 ניתוח ROC וטבלת מורנינגסטאר**

profitability	2010	2011	2012
Operating margin %	243.5%	252.7%	201.1%
EBITDA margin %	203.6%	215.8%	175.2%
Net margin %	1051.4%	977.5%	737.9%
Free Cash Flow to the firm margin %	344.3%	369.9%	282.6%
ROIC with goodwill %	31.2%	30.3%	37.3%
ROIC without goodwill %	31.2%	30.3%	37.3%
Return On Assets, pretax %	17.5%	18.6%	21.2%
Return On Equity %	22.6%	19.8%	24.6%

2.9 פירוק ROC לחמישה רכיבים

2010	2011	2012	
25.25%	25.39%	26.02%	שיעור מס מתואם
21.15%	19.73%	20.62%	רווח גולמי, נטו חלקי הכנסות
5.94%	5.73%	5.96%	הוצ' שיווק, נטו חלקי הכנסות
4.79%	4.33%	3.15%	הוצ' הנהלה, נטו חלקי הכנסות
17.50%	15.67%	14.46%	נכסים תפעוליים אחרים י.פ חלקי הכנסות
15.89%	16.25%	16.43%	הון חוזר תפעולי י.פ חלקי הכנסות
31.21%	30.28%	37.30%	ROC

רווח גולמי - הרווח הגולמי של החברה יציב יחסית בשנים 2010-2012. במהלך שנת 2012 חל גידול בשיעור הרווח הגולמי של כ- 4.5% לכדי 20.62% רווח גולמי נטו. הגידול בשיעור הרווח הגולמי יכול להעיד על יעילות בייצור ועל יכולת מיקוח טובה יותר של החברה מול ספקיה.

הוצ' מכירה ושיווק - הוצאות מכירה ושיווק הסתכמו בשנת 2012 בכ- 28.7 מיליון ש"ח לעומת סך של כ- 25.8 מיליון ש"ח אשתקד. במהלך שנת 2012 חל גידול בהוצאות מכירה ושיווק בשיעור של כ-11% הנובע מגידול בהוצאות השכר, הפרסום וההובלה. הגידול בסעיף ההוצאה עולה בקנה אחד עם הגידול בהיקף המכירות של החברה.

הוצ' הנהלה וכלליות - הוצאות הנהלה וכלליות הסתכמו בשנת 2012 בכ- 15.1 מיליון ש"ח לעומת סך של כ- 19.5 מיליון ש"ח אשתקד. הירידה בהוצאות נובעת בעיקר מקיטון בסעיף דמי ניהול לבעל השליטה (ראה סעיף 2.5 לעיל).

נכסים תפעוליים אחרים - הסעיף כולל את הרכוש הקבוע של החברה בסך של כ- 52 מיליון ש"ח לשנת 2012. מניתוח ה- ROC ע"פ מרכיביו עולה שחלה ירידה בשיעור של כ- 8% במרכיב הסעיף ביחס לאשתקד זאת מאחר והיקף ההשקעה ברכוש הקבוע לעומת הפחת השוטף היה נמוך יותר ביחס לגידול בהכנסות בשנת 2012.

הון חוזר תפעולי - ההון החוזר התפעולי נטו עקבי יחסית לאשתקד. השינוי נטו נובע מחד מעליה ביתרת הלקוחות וביתרת המלאי ומאידך מעליה מקבילה ביתרת ההתחייבות לספקים ולנותני שירותים.

2.10 ניתוח מקור הערך בחברה

החברה נהנית מחוסן פיננסי הכולל יתרת מזומנים והשקעות בניירות ערך סחירים בסך של כ- 81 מיליון ש"ח ומממנת את פעילותה בהון עצמי ובמינוף זניח. מעמדה ואיתנותה הפיננסית של החברה מחזקים אותה מול מתחריה השונים



והופכים אותה לחברה המובילה בשוק בתחום מערכות האלומיניום בישראל. שיטת השיווק של החברה הפונה ללקוחות הקצה מוכיחה את עצמה לאור חיזוק המוניטין והמותג של החברה לאור הגידול בהיקפי הביקוש למוצריה.

לחברה מחלקת פיתוח העוסקת בפיתוח ובהתאמה של סדרות חדשות למוצריה השונים על מנת לספק את דרישות השוק הישראלי תוך הקפדה על הקו העיצובי והאופנתי. החברה רואה בהטמעת העיצוב בתהליך פיתוח מוצריה יעד חשוב המהווה את אחד ממרכיבי הצמיחה של החברה לשנים הבאות. החברה מבדלת את עצמה משאר מתחרותיה בפיתוח מתמיד של מגוון מוצרים חדשניים ובכך שמעניקה סיוע טכני ותופרת פתרונות ספציפיים לכל לקוח.

כל אלה מציבים את החברה בחזית מול מתחריה ומהווים את מקור הערך והחוזק העיקרי של החברה בענף.

2.11 ניתוח יחס הון חוזר (ראה תרשים בנספח ה')

	2010	2011	2012		
ימי לקוחות	55	59	60	DSO	
ימי מלאי	96	73	79	DSI	
ימי ספקים	69	56	73	DPO	
מחזור המרת מזומנים	82	76	67	CCC	
מע"מ שנתי משוקלל	16.00%	16.00%	16.33%		

ימי הלקוחות לשנת 2012 הינם 60 ימים לעומת 59 ימים אשתקד. הכנסות החברה גדלו במהלך שנת 2012 בשיעור של כ- 6% ביחס לאשתקד לעומת גידול של כ- 3% בימי הלקוחות דבר המעיד על התייעלות של החברה בכל הקשור לביצוע גביית חובות לקוחות. תנאי התשלום באשראי נעים בין שוטף בתוספת 90-120 ימים ללקוחות בארץ לשוטף בתוספת 60-75 ימים ללקוחות בחו"ל. בהתאם לדוחות החברה עולה כי רק שיעור זעום מהחובות נמצא בפיגור, בניגוד לענף בו נהוגים ימי אשראי גבוהים ללקוחות ופיגור בתשלומים.

ימי המלאי לשנת 2012 הינם 79 ימים לעומת 73 ימים אשתקד, המהווה גידול של כ- 8%. גידול זה הינו סביר ועולה בקנה אחד עם הגידול בהיקף המכירות של החברה ובצורך שלה להחזיק מלאי זמין יותר לענות על הגידול בהיקף הביקושים. מדיניות החברה הינה להחזיק מלאי חומרי גלם בהתאם להיקף ההזמנות החזוי ובהתאם להערכותיה בדבר הצריכה הצפויה. על פי רוב, מחזיקה החברה במלאי חומרי גלם מיובאים, בעיקר בולי אלומיניום וגלילי פח לייצור לתקופה של עד חודשיים. עיקר ההזמנות למוצרי החברה נעשה באופן שוטף ובד"כ לאספקה בתוך כחודש.

החברה מקבלת **אשראי ספקים** לתקופות שנעות בין שוטף בתוספת 30-120 ימים. בשנת 2012 האשראי הממוצע שקיבלה החברה עמד על 73 ימים לעומת 56 ימים אשתקד. בשנת 2012 חל גידול של כ- 31% בימי האשראי, הגבוה באופן ניכר מהגידול בימי המלאי 8.4% ומימי הלקוחות 2.8%, דבר המעיד על שיפור מעמדה של החברה בשוק ועל חוסנה הפיננסי, התורם לתחושת ביטחון בקרב ספקיה וביכולתה להתחרות ביניהם על המחיר ועל תנאי האשראי.

ימי מחזור המרת המזומנים של החברה הינו 67 ימים לעומת 76 ימים אשתקד ו- 82 ימים בשנת 2011. מחזור המרת המזומנים ירד לאורך השנים דבר המעיד על ניהול מזומנים תקין של החברה, התייעלות וחוסן פיננסי ועולה בקנה אחד עם הגידול המשמעותי בימי האשראי הניתנים מהספקים לעומת הגידול הנמוך יותר בימי האשראי הניתנים ע"י החברה ללקוחותיה.

נראה כי ניתוח יחסים אלו מעיד על מגמות חיוביות בחברה מבחינת התייעלות תפעולית ופיננסית נתון אשר ישפיע על ההערכות והחישובים, כאמור בפרק 4 לדוח זה.



פרק 3 - ניתוח חמשת הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה

1. מידת התחרותיות בענף

מס' הפירמות הפעילות בענף: לקליל מחזור של 357 משי"ח ב- 2012 ולדבריה היא אוהזת בנתח שוק של רבע עד שלישי (מייצרת כ 12,000 טון פרופילים בשנה). קיימת לה תחרות הן מצד יבוא גובר מסין, מירדן וממדינות נוספות והן מצד כ- 6 חברות פרטיות בישראל, שהעיקריות שבהן הן: **אקסטל (מחזור 2012: 190 משי"ח)**, חבי בינלאומית בעלת שטחי מפעל של 100,000 מ"ר, שהשקיעה 35 מיליון דולר בשני קווי ייצור חדישים בחמש השנים האחרונות ומפתחת פתרונות הוליסטיים הכוללים את כל תפקודי החלון, פרופילים דקיקים המאפשרים חלונות גדולים במיוחד ואף ריהוט העשוי מאלומיניום, תוך הקפדה על ייצור "ירוק" יותר. **ס.ה.ל אלובין (מחזור 2012: 185 משי"ח)**, חבי ותיקה (משנת 1976), מייצרת כ 8,400 טון בשנה, שנכנסה לאחרונה גם לתחום האלומיניום התעופתי, **פרופאל (מחזור 2012: 90 משי"ח) ושרמר תעשיות אלומיניום (מחזור 2012: 87 משי"ח)**, אשר בגלל גודלן הן גמישות יותר, "רעבות" ויכולות לגדול על חשבון החברות הגדולות יותר ובכללן קליל.

קצב הצמיחה של הענף כולו – לדעתנו הענף כולו יצמח בשנים הקרובות, עקב השיקול בין הבניה לבין השיפוצים. להרחבה בעניין, נא ראה את ניתוח המכירות ושיעור הצמיחה שבפרק 4.

היקף ההוצאות הקבועות – לפי הביאור על מגזרי הפעילות היקף ההוצאות הקבועות ירד מ 21% בשנת 2010 ל 18% בשנת 2012. שינוי חיובי מבחינת התחרותיות והחפיר.

2. מידת האיום מצד מוצרים תחליפים – קלושה. האלומיניום גמיש כך שניתן לעבד אותו לכל צורה. חזק, עמיד

בפגעי מזג אויר כך שאין צורך לתחזק אותו. קל מאוד ובעל דפורמציות נמוכות לשינוי בטמפרטורה.

עץ: לא גמיש ולכן מוגבל מבחינת עיבוד. מחזיק לחץ, אבל ללא יכולת מתיחה. לא עמיד בפגעי מזג אויר ודורש תחזוקה. **פלדה / ברזל**: בעל יכולת עיבוד, אך עדיין מוגבל ביחס לאלומיניום. כבד – כך שמעמיס על הקיר, גם פחות נוח לשימוש ואף יקר יותר (העלות של חלונות מברזל גבוהה יותר בין 20% ל 30%). **חומרים מרוכבים / UPVC**: הכוונה לחומרים פלסטיים מחוזקים בסיבים (זכוכית, פלדה וכדומה). זול יותר וקל יותר מהאלומיניום. גמיש מאוד. נמצא בשימוש רחב באירופה. בארץ חומר זה כמעט שלא שווק עקב חסרונות כגון החשיפה הרבה לשמש, שעלולה לגרום לפלסטיק להתייבש, להתעוות או לאבד צבע. ניתן להתגבר על חסרונות אלו, אבל יש צורך להחדיר את המוצר לשוק באופן אגרסיבי תוך שינוי התפיסה הצרכנית. חדירה שכזו במהלך חמש השנים הקרובות, באופן שישפיע על התוצאות של קליל אינה סבירה, לדעתנו.

3. כוח המיקוח של הלקוחות – הלקוחות העיקריים של קליל הינם הסיטונאים, בעלי מחסנים, יצרנים גדולים של

חלונות ודלתות ומפעלים הרוכשים את פרופילי האלומיניום כחומר גלם לייצור מוצרים. קליל מעידה על לקוח בודד המהווה 11.5% מסך ההכנסות, אולם לדבריה אינה תלויה בו. ניתן לראות כי מבחינה זו יש ללקוחותיה יכולת מיקוח (כיון שהם לא פרטיים, אלא בעלי גודל), אולם קיים חוסן פיננסי לחברה, כך שיכולה להעניק ללקוחותיה תנאי אשראי טובים ולדבריה, מאחר שהצרכנים הסופיים (כדוגמת קבלנים או משפצי בתים) נאמנים למוצרי החברה ואינם מאוגדים, הפסקת רכישות ע"י סיטונאי מסוים אחד תגרום בד"כ להגברת הביקוש מסיטונאי אחר, אליו הצרכנים הסופיים יעברו. המותג הוא המוכר ולכן כוח המיקוח של הלקוחות אינו גבוה.

4. כוח המיקוח מול הספקים – ההוצאה העיקרית של החברה היא רכישת אלומיניום (בין 40% - 50% מהמחזור).

אומנם מחיר האלומיניום נקבע על פי בורסת המתכות בלונדון, אולם עדיין קיימת פרמיה מסוימת המשולמת לספק / הדילר. לחברה אין כוח מיקוח חזק מול ספקיה, אולם בשל גודלה מצבה טוב יותר ממתחרותיה בארץ, כיון שההתחייבות לכמויות רכישה מאפשרת לחברה לקבע את מרכיב הפרמיה.



5. **גובה חסמי הכניסה לענף** – לדברי החברה, חסמי הכניסה העיקריים הם הצורך בידע רב וניסיון בייצור פרופילים ותריסים, הכרות מעמיקה עם גורמי השוק הרלוונטיים והיקף ההון הנדרש לשם הקמת מפעל / מערך לוגיסטי. אומנם בעל הון התחלתי גבוה ונוזיל, שיש לו קשרי יבוא טובים יכול להכנס לענף, אבל אז תמיד יוכלו החברות שמצויות כבר בענף להוריד מעט את המחיר ובכך לחסום אותו. לדעתנו, מהבחינה הזו חסמי הכניסה הם גבוהים, כיון שלגוף שייכנס לענף ייקח זמן רב עד שגייע לצבר הזמנות ולקוחות שיוכל לסכן את מעמד החברות הגדולות. האיום העיקרי לדעתנו, הוא דווקא מכיוון הלקוחות. סיטונאי גדול, בעל מחסן גדול או מתקין גדול (כל חברות הביניים עד ללקוח הסופי), שיש לו את הידע והניסיון בענף – יכול לעקוף את החברות היצרניות וליבא בעצמו.

3.2 ניתוח רוחב החפיר

לדעתנו, רוחב החפיר של קליל הוא בינוני - גבוה.

הענף עצמו יגדל בשנים הקרובות. אין לממשלה ברירה אלא להכנס לעובי הקורה ולשחרר חסמים, בעיקר מכיוון היתרי הבניה (ראה את ניתוח המכירות ושיעור הצמיחה שבפרק 4). קליל הצליחה למצב את עצמה כמובילת השוק, הן מבחינת מחזור והן מבחינת העובדה כי המותג שלה הוא המותג החזק היחיד בתחום. החברה מקפידה על המשך פיתוח ושיווק מוצרים חדשים והתאמתם למגמות המשתנות בשוק. מחלקת הפיתוח שלה חזקה ויוצרת את הצורך העתידי (ידידות אנטי בקטריאליות, רשת פליסה מגנטית, קליל בלגי: חלונות ודלתות המשלבות עיצוב בסגנון חלון הברזל עם איכויות חלון אלומיניום, קליל קונטרול: מע'י הנעה, שליטה ובקרה בתריסי גלילה, הן דוגמאות עכשוויות לעניין) ובכך קליל משמרת הן את היתרון הטכנולוגי והן את עליונות המותג. היא שומרת על מוניטין חזק בשוק ומוצריה נתפסים כאיכותיים ביותר וכיוקרתיים. החברה גם רושמת מדגם על כל עיצוב שלה ויוזמת הליכים משפטיים כנגד המפירים. למוצרי החברה אין תחליפים מושלמים נכון להיום וזמן ההטמעה של מוצר שכזה ידרוש משאבים וזמן רב, במהלכו תוכל קליל, כמו גם מתחרותיה, לגבש אסטרטגיה למניעת חדירה שכזו. כוח המיקוח של הצרכנים של קליל אינו גבוה ובשל החוסן הפיננסי שלה היא בפירוש יכולה לבוא לקראתם ולשמר אותם. כוח המיקוח של קליל מול ספקיה אינו גבוה, אך הוא יותר טוב ממתחריה בארץ. הענף קורץ, כיון שהריווחיות בו יחסית גבוהה, הענף יגדל בשנים הקרובות ולהערכתנו מחירי האלומיניום, המהווים את רוב חומרי הגלם, לא ינסקו בתקופה הקרובה. הכניסה לענף ע"י חברות שאינן עוסקות בתחום תהיה קשה. מחלקת השיווק של קליל פונה בעיקר לצרכנים הסופיים: יצרנים, יזמים, קבלנים, אדריכלים ואנשים פרטיים. השיווק נעשה דרך ימי עיון, הדרכות וכו', הפעלת אולמות תצוגה ברחבי הארץ, הפעלת מוקד שירות טלפוני ואף פורום צרכני באתר, בו מחלקת הייעוץ עונה בפרק זמן קצר לכל שאלה. בנוסף, החברה מעורבת מאוד בנושא המתקנים. היא מכשירה ומתייגת יצרני חלונות ודלתות כמתקנים מורשים של החברה ואף נותנת תעודת אחריות כפולה: על מוצר החברה ועל ההתקנה (ביחד עם המתקין המורשה) ואף מפעילה את "שלושת הצעדים": 1. פגישת ייעוץ אישית. 2. בחירת מורשה קליל. 3. בדיקת מסירה וקבלת תעודת אחריות כפולה. כאן ניתן היה לסיים ולומר שרוחב החפיר הוא גבוה.

הבעייתיות הקיימת היא מבחינת הלקוחות הגדולים של החברה. הסיטונאים, בעלי מחסנים, יצרנים גדולים של חלונות ודלתות ומפעלים שנמצאים כבר בענף יוכלו לייבא בעצמם פרופילי אלומיניום ולהוזיל בכך את המחיר לצרכן הסופי. חלק מהצרכנים הסופיים יעדיפו לשלם יותר ולהשאר עם קליל (עקב עליונות המותג), אולם חלק יעזבו. לדעתנו לא ניתן להתעלם מאיום זה ולפיכך איננו יכולים לקבוע שרוחב החפיר מושלם. מבחינת ה ROC ניתן לראות כי בשנים 2010, 2011, 2012 הוא עמד על: 32.57%, 30.90% ו 37.30% בהתאמה, שהוא גבוה לכל הדעות, עקב יתרונותיה. מאחר שלדעתנו רוחב החפיר הוא בינוני – גבוה, איננו סבורים שה ROC העתידי יקטן.



פרק 4 – הערכת שווי בשיטת ה DCF

4.1 ניתוח מכירות ושיעור הצמיחה

ניתוח זה בוצע בחודש 08/13, בה היו נתונים לגבי החציון הראשון של 2013. חשוב לציין כי החלק הארי של פעילות החברה מושפע מענף הבניה בארץ בכלל ומשלב סיום הבניה בפרט, הכולל שיפוצים.

מנתוני הלמ"ס¹ ניתן לראות כי **הכמות המבוקשת של דירות חדשות** בחודשים ינואר – יוני 2013 היתה גבוהה ב 0.7% מזו של החודשים המקבילים ב 2012. ניתן כמובן לייחס את העליה לכך שבתחילת חודש יוני עלה המע"מ באחוז ולפיכך בחודש מאי היתה רכישה מאסיבית של דירות, אולם בבחינת נתוני המגמה הכללית מסתמנת עלייה מרמה של 2,600 דירות בחודש ב 2008, עד לכ 3,500 דירות לחודש בסוף 2010. שנת 2011 החלה עם ירידה, אולם מסוף 2011 חזרה מגמת העלייה ומיולי 2012 **התייצבה הכמות לכ 3,500 דירות חדשות בחודש (42,000 בשנה)**.

מנגד, **מספר התחלות הבנייה** במחצית הראשונה של 2013 עמד על כ – 20,630 דירות חדשות, שהיה נמוך ב 5.9% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. ברבעון השני של השנה החלה בנייתן של 8,797 יחידות דיור בלבד, בעוד ברבעון הראשון עמד נתון זה על כמעט 12 אלף יחידות דיור, דהיינו צניחה של כ – 26% בהשוואה לרבעון הקודם (כמעט 20% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד). **מספר התחלות הבניה ב 2012 כולה עמד על כ 39,800** – ירידה של 13% לעומת 2011. גם מבחינת שטח התחלות הבניה באלפי מ"ר התמונה דומה. בשנת 2012 עמד השטח על 10,176 אלפי מ"ר, מתוכו 8,735 אלף מ"ר למגורים ו 2,732 אלף מ"ר שלא למגורים, מול 11,467 אלף מ"ר בשנת 2011 (ירידה של כ 12%), מתוכו 7,797 אלף מ"ר למגורים ו 2,539 אלף מ"ר שלא למגורים.

במחצית הראשונה של שנת 2013 זינקו המכירות של דירות חדשות בכ 19.3% לעומת התקופה המקבילה אשתקד ומחירי דירות 4 חדרים עלו בכ 4.6% ברבעון השני של שנת 2013, לעומת הרבעון המקביל אשתקד. יש לציין כי התקופה אופיינה באי יציבות ובצפייה להחלטות ממשלה בעניין מיסוי שוק הדיור. כמו כן נצפתה תנודתיות במספר העסקאות שבוצעו, בין היתר בשל שינוי שיעור המע"מ לרבות בגין דירות חדשות, שנכנס לתוקפו בתחילת חודש ספטמבר. הצמיחה במשק במחצית זו, המשתקפת מתוך נתוני המדד המשולב לבחינת מצב המשק, ממשיכה את מגמת ההתרחבות, בקצב תואם לזה שאפיין את שנת 2012. אי הוודאות (ההאטה בקצב הצמיחה בעולם), משברי החוב באירופה והתעוררות מחודשת של המחאה החברתית בישראל עלולים לעצור את המגמה. תחזית הצמיחה בישראל לשנת 2013, של בנק ישראל, עומדת כיום על 3.8%.

גמר הבנייה: במחצית הראשונה של 2013 הסתיימה בנייתן של כ – 20,800 דירות, גבוה ב 11.4% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

דירות בבניה פעילה: בסוף יוני 2013 עמד מספרן על כ- 87,300 דירות, גבוה ב 2% לערך בהשוואה לסוף יוני 2012.

מלאי דירות חדשות שנתו למכירה: בסוף יוני 2013 עמד מספרן על כ- 22,800 דירות, נמוך ב 1.1% לערך בהשוואה לסוף יוני 2012. בסוף יולי 2013 ירד מספרן ל- 20,550 דירות, שהיה נמוך בכ 6.2% מזה שנרשם בסוף יולי 2012.

¹ מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ומתוך סקירת השתנות מחירי הדירות של השמאי הממשלתי הראשי.

² מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ומתוך סקירת השתנות מחירי הדירות של השמאי הממשלתי הראשי.

³ בניכוי ההשפעה של הפקת הגז מקידוח "תמר" על מדידת התוצר, הצמיחה צפויה לעמוד על 2.8%. (מתוך: תחזית מקרו כלכלית של חטיבת המחקר בנק ישראל ספטמבר 2013).



לדעתנו, המצב הקיים אינו מצב של שיווי משקל. בנתוני 2012, ישנו ביקוש לדירות חדשות של 42,000, היו רק 39,800 התחלות בניה והונפקו רק 34,450 היתרי בניה, אשר גם סך זה, מתוך אתר משרד הבינוי והשיכון מהווה ירידה של 11% בהשוואה לשנה קודמת. הירידה מתבטאת בצמצום התחלות הבנייה במשק בכלל וביוזמה הפרטית בפרט. ניתן לראות, כי כפי שכלכלני בנק לאומי מציינים, בעיה זו קיימת למעלה מעשור וכפי שטען סטנלי פישר בעיית מחירי הדיור ופתרונה מצויים כיום בצד ההיצע. לראיה: בנק ישראל הטיל הגבלות על המשכנתאות ברבעון השני של 2011, ברבעון הרביעי של 2012 ופעמיים ב 2013, אולם לא נראה כי מגבלות אלה ממתנות את היקפי הבניה או את עליית המחירים. שוב – בשל הפער הגדול שיש בין הביקוש להיתרי הבניה שניתנים.

לפי פרסומי משרד הבינוי והשיכון ובהתאם לסקר מגמות בעסקים של הלמ"ס, הממשלה פועלת במגוון צעדים במטרה להוריד את מחירי הדיור דרך היצע הדיור, כשהיעד מבחינתם הוא ש"היקף התחלות הבנייה במשק יוכל להמשיך ולגדול ל-45,000–50,000 דירות מגורים בשנה" (עלייה של בין 7% ל 19% משנת 2012). הממשלה נחושה יותר מתמיד לטפל בעניין זה, שהרי מעבר לירידת מחירי הדיור, הגדלת היקף הבניה תוסיף תרומה חיובית: להיקף הפעילות הכלכלית במשק, להכנסות המדינה ממיסים, לתקבולי הממשלה ממכירת נכסים ועוד. משרד הבינוי והשיכון ער גם לשני חסמים נוספים המעיבים על נושא הבנייה בארץ: בעיית האשראי של הקבלנים והמחסור בפועלים מקצועיים. לגבי המיסוי פורסם באתר המשרד כי "השפעת ההצעות העומדות אינה מהותית להגדלת ההיצע", אולם חשוב לציין כי מעבודה שערכה התאחדות בוני הארץ עולה כי הרגולציה של העשור האחרון הוסיפה כ 20% למחיר הדירה הממוצעת (1.4 מיליון ש"ח).

ביום 18 במרץ 2012 אישרה הממשלה את פרק הדיור של דו"ח הועדה לשינוי חברתי כלכלי (טרכטנברג), הכולל, בין היתר, צעדי מדיניות להגדלת היצע הדירות הזמינות בשוק. אחת מההמלצות נועדה לעודד קבלנים לבניה על קרקעות מתוכננות ולמנוע החזקת מלאי מקרקעין זמין לבניה למגורים, אשר פוטנציאל הבניה בהם איננו ממומש. לצורך כך, המליצה הועדה להשית בהוראת שעה, היטל בגובה של עד 10% ממחיר הדירה, על כל קבלן שלא ישלים בניית הפרויקט בתוך שנתיים מיום קבלת היתר בניה. יש לציין כי באחרונה פרסם משרד האוצר תזכיר חוק, הנועד לזרז את היזמים בבניית דירות בטווח של שלוש שנים מהיום הקובע שנקבע בחוק, על-ידי הטלת מס של עד 6% ממחיר הדירה על דירות שתימכרנה לאחר שלוש שנים, שתיבנינה על קרקעות שבהן ביום הקובע הייתה תוכנית מאושרת.

לסיכום נושא הענף ניתן לומר כי הממשלה נחושה יותר מתמיד להעלות את רמת היתרי הבניה ולשחרר חסמים אצל הקבלנים הבונים, על מנת להגדיל את היצע הדירות וממילא להוזיל את עלותן. עם זאת, לא ניתן להתעלם מהעובדה שבעיה זו החריפה בשנים האחרונות ועל אף מחאת הדיור ותכניות הממשלה לפתרון הבעיה, במבחן התוצאה, המצב לא השתנה מהותית. בשל כך הערכתנו היא שלא יהיה זינוק מאסיבי בהתחלות הבניה בעתיד הקרוב, אולם כשאנו מוסיפים את עניין תמ"א 38 ותיקוניו (קבלת היתר בנייה לחיזוק מבנה ללא צורך בהכנת תוכנית מפורטת, כשהתמריץ העיקרי לבעלי הבתים הוא הענקת זכויות בנייה נוספות למבנה או הריסת המבנה ובנייה חדשה תחתיו), אנו סבורים כי שוק הבניה והשיפוצים בו פועלת החברה, יצמח בשנים הקרובות. בנוסף, הצמיחה בטווח הקרוב נשענת על העובדה כי מס' הדירות שבבניה פעילה עומד על כ 87,300 ועבודות האלומיניום מתבצעות בשלב הגימור (סיומי בניה חדשה).

כפי שעלה מניתוח פורטר והיתרון התחרותי של החברה, רוחב החפיר של החברה יגרום לה להיות הנהנית העיקרית מבחינת הגידול בשוק, הן הבנייה והן השיפוצים. השמירה על היתרון הטכנולוגי, על עליונות המותג ועל המוניטין שלה, השמירה האגרסיבית על הקניין הרוחני שלה ויכולותיה להתמודד עם תחרות, מאפשרים לקליל לשמור על החפיר לאורך תקופה ארוכה. אולם, מאחר שקיימת תלות גדולה הן בביצועי הממשלה והן במצב השורר במשק בכללותו, בחרנו להציג את טבלת ה DCF על פני שש שנים, כשהשנה השישית היא הטרמינלית, כמקובל.



מבדיקה שערכנו, מתברר כי שיעור הצמיחה הממוצע על פני שבע השנים האחרונות עמד על 8.40%, בעיקר הודות לשנים החזקות: 2006, 2007 ו 2010, ששיעור הצמיחה הממוצע ביניהן עמד על 16.97%.

שנה	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	ממוצע
מחזור מכירות	207,968	244,399	291,749	303,088	277,731	316,634	336,815	356,989	
צמיחה	17.52%	19.37%	3.89%	-8.37%	14.01%	6.37%	5.99%	8.40%	

לפיכך, מאחר שלוקח זמן להחלטות הממשלה "לחלחל למטה", בחרנו לקחת את שיעור הצמיחה בשנים 2013 ו 2014 כממוצע (8.40%), את שנת 2015 כממוצע הפיק (16.97%) ואז חזרה לממוצע ב 2017. את שיעור הצמיחה הטרמינלי בחרנו כ 1%. אמנם מדובר בתחזית די פסימית לשנה הטרמינלית, אולם בחרנו בה מטעמי שמרנות (תא משפחתי מתגורר בדרך כלל בדירה אחת, בניגוד למוצרי מזון או צריכה שבהם שצמיחה הטרמינלית היא שיעור הגידול באוכלוסיה) ולנוכח העובדה כי לא לעולם חוסן, הן ברמת החברה והן ברמה המאקרו כלכלית בארץ.

4.2 שיעור הרווחיות הגולמית

אלומיניום: האלומיניום הוא המתכת הרגישה ביותר לנתוני הצמיחה הגלובליים. מחיר האלומיניום לשלושה חודשים עומד על \$ 1,817.5 לטון (ליום 01/09/13). קיימת מגמה שלילית ממושכת (ירידה מ \$ 2,647 ביולי 2011) על רקע חשש מפני כניסה מחודשת למיתון עולמי: האטה בייבוא המתכות בסין, המשבר המחריף באירופה והמשך התחזית להאטה בכלכלות המפותחות. בנוסף קיימת עליה יציבה במלאים (מעל לחודשיים של צריכה עולמית), כשברקע עודף היצע עולמי. כלכלני בנק ברקליס צופים כי בשוק היה עודף היצע של 1.2 מיליון טון בסוף 2012 וצפוי להיות 1.8 מיליון טון בסוף 2013. ההערכה הרווחת היא שכיום 40% - 50% מהייצור העולמי הוא הפסדי ברמות מחיר אלו ולכן ברקע השוק עובר שינוי מבני, הכולל סגירת מפעלים מיושנים ובניית מפעלים חדשים ויעילים. כרגע אין סימנים כי פעילות הייצור בסין תתאושש מהותית בחודשים הקרובים אולם מנגד רמת המלאים של היצרנים נותרה גבוהה. לכן, לאור כל זאת, יש לנו יסוד סביר להניח שמחירי האלומיניום לא ינסקו בתקופה הקרובה.

מט"ח: בארה"ב הצריכה הפרטית אומנם עולה, אך שוק העבודה עודנו חלש. הבנק המרכזי ממשיך בהרחבה המוניטרית וגם היציאה ממנה תעשה באיטיות ובהדרגה, על מנת שלא לפגוע בקצב ההתאוששות של הכלכלה שם ובקצב עליית המחירים. המצב באירופה אינו מזהיר. גרמניה וצרפת, המדינות הגדולות בגוש האירו, מגלות חולשה רבה עד כדי כך שהבנק המרכזי של אירופה כבר רמז על הנהגת ריבית שלילית על פקדונות הבנקים המסחריים. לפיכך, בנק ישראל עשוי להמשיך ולהוריד את הריבית, אם תוסיף התחזקות השקל והוא אף ציין כי ימשיך לרכוש מט"ח באופן שיקזז את ההשפעה האפשרית של הפקת הגז ממאגר "תמר" על מאזן התשלומים של ישראל.

לצורך הערכת השווי אנו מניחים כי ההשפעות של הריבית, של השינוי במט"ח ושל מחירי האלומיניום יקזזו אחת את השנייה ובסה"כ לא צפוי שינוי משמעותי מבחינת התוצאות העסקיות החזויות של קליל, ביחוד לנוכח העובדה כי קליל מבצעת הגנות על מחירי האלומיניום והירידה בשער הדולר מול השקל ובעת הצורך אף מגלגלת את השפעת השינויים על לקוחותיה. בשל כך בחרנו בשיעור עלות מכירות ממוצע של שלוש השנים האחרונות שעמד על 72.46%. בנספח ו' ביצענו בדיקה יותר מדוקדקת ופרטנית להוצאות, כשלקחנו לצורך העניין את ממוצע עלות המכירות הישיר, את ההשקעה הצפויה בתחום העיצוב את הפחת ואף את השכר, כולל הסיכום שהושג עם העובדים וכולל מרכיב בונוס בגין הצמיחה הצפויה. בבדיקה הפרטנית שלנו התקבל שיעור עלות מכירות של 70.31% ולכן מטעמי שמרנות העמדנו את השיעור על 72.46% וממילא שיעור ריווחיות גולמית ממוצע של 27.54%.

**4.3 שיעור הוצאות מכירה ושיווק**

גם כאן בחרנו בשיעור הממוצע התלת שנתי של ההוצאות, שעל אף קצב הצמיחה נותר די יציב ברמת 7.89%. חישוב הממוצע מופיע בנספח ז'.

4.4 הוצאות הנהלה וכללית

בשנים 2010 ו 2011 דמי הניהול עמדו על כ 7 משי"ח כשבשנת 2012 ירדו דרמטית לכ 2.7 משי"ח בלבד. לאור זאת בחרנו להתייחס פרטנית יותר, כפי שמופיע בנספח ח' ולא לקחת ממוצע תלת שנתי וקיבלנו **ממוצע של 3.85%**: מבחינת שכר העובדים, חישבנו את עלות השכר לפי הסיכום שהושג איתם ואף כללנו מרכיב בונוס בגין הצמיחה הצפויה, שיכנס לדעתנו לתוקף משנת 2015. את הפחת לקחנו לפי המשקל הסגולי שלו, 6.8% מהפחת הכולל, העומד על שיעור של 2.25% מהמחזור (הרכוש הקבוע נטו, כפי שיוצג בהמשך, עומד על כ 15% ושיעור הפחת מתוך הרכוש הקבוע נטו עומד גם הוא על כ 15%). את דמי הניהול לבעל השליטה העמדנו על שכר, כולל החזר הוצאות בגובה 3,550 משי"ח + 3.4% מיתרת הרווח התפעולי אחרי מס העולה על זה שהושג ב 2012 (41,127 משי"ח), שזה תואם את רוח התיקון להסכם הניהול שהושג עם בעל השליטה בחברה. את שאר הוצאות ההנהלה והכלליות העמדנו על סך של 4,555 משי"ח וכך קיבלנו ממוצע של 3.85%. מטעמי שמרנות, בייחוד לנוכח גובה השירותים המקצועיים והחובות המסופקים, שמן הסתם יעלו במרוצת שנים אלה (אם לא בשל המחזור, בוודאי בשל המצב המאקרו כלכלי), בחרנו בשיעור הוצאות הנהלה וכלליות שהיה בשנת 2012, דהיינו 4.26%.

4.5 שיעור המס

שיעור המסים על ההכנסה נלקחו בהתאם לשיעור המס הצפוי בישראל, דהיינו 25% בשנת 2013 ושאר השנים: 26.5%.

4.6 תחזית CAPEX

מבדיקה שערכנו, ניתן לראות כי בשלוש השנים האחרונות, הרכוש הקבוע נטו עומד על כ 15% מהמחזור הכולל. לקחנו את שלוש השנים האחרונות בלבד, כיון שבהן נרשמה מגמת צמיחה חיובית רצופה, כפי שאנו מניחים לגבי שנות התחזית שבטווח הקצר. שיעור הפחת עצמו, מתוך הרכוש הקבוע נטו עומד גם הוא על כ 15%. לצורך הערכת השווי קבענו את הרכוש הקבוע נטו על 15% ואת הפחת על 15% מיתרת הרכוש הקבוע נטו.

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	תחזית CAPEX	
					52,084	51,609	52,776	רכוש קבוע, נטו (מהדוחות)	
585,033	539,710	490,646	419,463	386,967	356,989	336,815	316,634	מחזור	
					15.53%	14.59%	15.32%	16.67%	
					ממוצע	53,548	50,522	47,495	רכוש קבוע, נטו (15% מהמחזור)
87,755	80,957	73,597	62,919	58,045	4,497	4,874	6,798	שינוי ברכוש קבוע, נטו (NET CAPEX)	
13,163	12,143	11,040	9,438	8,707	8,108	7,311	8,513	פחת	
					15.29%	15.57%	14.17%	16.13%	שיעור פחת
19,962	19,503	21,717	14,312	13,203	ממוצע			סך השקעות השקעות הוניות, ברטו	

4.7 תחזית השקעה בהון חוזר תפעולי

ניתן לראות כי בשלוש השנים האחרונות, ההון החוזר התפעולי נטו עומד על כ 17% מהמחזור הכולל. גם כאן לקחנו את שלוש השנים האחרונות בלבד, כיון שבהן נרשמה מגמת צמיחה חיובית רצופה, כפי שאנו מניחים לגבי שנות



התחזית שבטווח הקצר. אומנם בשנת 2012 שיעור זה ירד קלות ואיתו גם הממוצע, אולם לאור ההתפתחויות החיוביות הצפויות, שיכללו, בין היתר, גידול מאסיבי במחזור בשנת 2015 קבענו את ההון החוזר כ 17% מהמחזור.

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	תחזית השקעה בהון חוזר
					59,518	58,899	54,162	הון חוזר תפעולי נטו (מהדוחות)
585,033	539,710	490,646	419,463	386,967	356,989	336,815	316,634	מחזור
					16.67%	17.49%	17.11%	
					17.09%			
					ממוצע			
99,456	91,751	83,410	71,309	65,784	60,688	57,259	53,828	הון חוזר תפעולי נטו (17% מהמחזור)
					619	4,737	4,553	שינוי בהון החוזר בפועל
7,705	8,341	12,101	5,524	5,096				שינוי בהון החוזר לפי המחזור

טבלת DCF 4.8

טרמינלית	תחזית					בפועל			
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
1.00%	8.40%	10%	16.97%	8.40%	8.40%	5.99%	6.37%	14.01%	צמיחה
590,883	585,033	539,710	490,646	419,463	386,967	356,989	336,815	316,634	מכירות
	72.46%	72.46%	72.46%	72.46%	72.46%	72.12%	73.56%	71.71%	שיעור עלות המכר
	423,937	391,094	355,540	303,959	280,411	257,469	247,765	227,051	עלות המכירות
	7.89%	7.89%	7.89%	7.89%	7.89%	8.05%	7.68%	7.94%	שיעור הוצ' מכירה ושיווק
	46,167	42,591	38,719	33,101	30,537	28,738	25,868	25,153	הוצאות מכירה ושיווק
	4.26%	4.26%	4.26%	4.26%	4.26%	4.26%	5.81%	6.41%	שיעור הוצ' הנהלה וכלליות
	18,039	16,641	15,128	12,934	11,932	15,190	19,554	20,289	הוצאות הנהלה וכלליות
	16.56%	16.56%	16.56%	16.56%	16.56%	15.57%	12.95%	13.94%	שיעור ריווחיות תפעולית
	96,890	89,384	81,258	69,469	64,088	55,592	43,628	44,141	EBIT
	26.50%	26.50%	26.50%	26.50%	25.00%	26.02%	25.39%	25.25%	שיעור מס תפעולי
55,436	71,214	65,697	59,725	51,060	48,066	41,127	32,553	32,995	NOPLAT
(1,848)	(6,798)	(7,360)	(10,677)	(4,874)	(4,497)	(475)	1,167	2,625	Net CapEx
	(7,705)	(8,341)	(12,101)	(5,524)	(5,096)	(1,092)	(3,917)	(4,398)	השקעה בהון חוזר תפעולי
53,588	56,711	49,997	36,946	40,661	38,473	39,560	29,803	31,222	FCFF להיוון
	170,285	154,584	131,805	121,407	111,814	110,247	107,496	105,723	קפיטל תחילת שנה
	14,503	15,701	22,779	10,399	9,593	1,567	2,750	1,773	השקעות נטו
	184,788	170,285	154,584	131,805	121,407	111,814	110,247	107,496	קפיטל סוף שנה
30.00%	41.82%	42.50%	45.31%	42.06%	42.99%	37.30%	30.28%	31.21%	ROC (לאחר מס) משתמע

3.33% RR

11.76% WACC

5	4	3	2	1	תקופות להיוון
443,634	318,142	32,047	26,467	32,554	34,424
					סכומים מהוונים

443,634	שווי הפעילות
80,712	נכסים כספיים
1,779	נכסים כספיים עודפים
(1,712)	זכויות מיעוט
524,413	שווי הון עצמי



4.9 בדיקת ה ROC המשתמע ובחירת ה ROC היציב

בשנים 2010 עד 2012 ה ROC המשתמע עמד על 31.21%, 30.28% ו 37.30%. לאור ההתפתחויות החיוביות הצפויות, לנוכח יתרונויותיה המוכחים הקיימים כיום הן מבחינה טכנולוגית והן מבחינת המותג ולאור רוחב החפיר הבינוני גבוה של קליל, היא תוכל לגבות תשואה עודפת **נוספת** מהגידול בענף ולפיכך נראה לנו סביר כי שיעור הריווחיות התפעולית נטו רק יגדל. מגמת הגידול ב ROC לדעתנו תמשיך ובשנת השיא הוא אף יגיע לכ 45% (לעומת 37.30% בשנת 2012).

כיום חברת אקסטל התחילה אף היא לפרסם ברדיו ולפנות ללקוחות הסופיים. לדעתנו התחרות בעתיד תגבר ותנגוס בשיעורי הריווחיות הצפויים של קליל. לחברה יש מגוון כלים ויכולות להתמודד עם איום זה ולפיכך, ה ROC היציב שבחרנו יעמוד על 30% ומאחר שקבענו את שיעור הצמיחה הטרימינלית בגובה של 1%, שיעור ה RR יעמוד על 3.33%.

4.10 אמידת ה WACC

שיעור ריבית חסרת הסיכון, כפי שמשקפת בתשואת אג"ח הממשלתיות לטווח של 10 שנים נכון ליום 31 בדצמבר 2012 עומד על 3.97%. פרמית הסיכון בשוק הישראלי עומד, לפי האתר של דמודרן על 7.08% (5.80% פרמיית הסיכון בשוק + 1.28% פרמיית הסיכון של מדינת ישראל).

לגבי הבטא: באתר של דמודרן, פרמיית הענף בו פועלות חברת קליל וחברת ההשוואה, KAISER, המנותחת בפרק 5, עומד על 1.42. בשל כך, לפי משוואת ה SML, שיעור התשואה על ההון וממילא ה WACC (שהרי החברה לא ממונפת) עומד על 14.03%. לדעתנו, בטא זו הינה גבוהה ואינה משקפת את רמת הסיכון של החברה, בעיקר מאחר שהענף כולל גם את חברות כריית המתכות, שלהם מתאם שונה עם השוק. מצד שני, בבואנו לבדוק את הבטא של קליל באתר REUTERS גילינו כי הבטא עומדת על 0.78 ובלבד ובשל כך, שיעור התשואה על ההון עומד על 9.50% בלבד. לדעתנו, בטא זו נמוכה והמתאם בין החברה לשוק גבוה יותר, כפי שמשקף בביצועי החברה בשנים בהן הסייקל הכלכלי היה בירידה. לפיכך, החלטנו לקחת בטא ממוצעת בין שתי תצפיות אלו = ולהעמידה על 1.1. בטא זו משקפת תשואה על ההון ו WACC בגובה של 11.76% ובנוסף, לנוחיות הקורא, קיימות טבלאות רגישות לפי שיעורי WACC שונים.

4.11 טבלת רגישות של שווי הפעילות

כפי שראינו לעיל, תחת WACC של 11.76% ושיעור צמיחה של 1.00%, שווי הפעילות של החברה הינו 443,634 אש"ח. להלן טבלת רגישות תחת נתוני WACC ושיעור צמיחה שונים:

WACC								
14.01%	13.26%	12.51%	11.76%	11.01%	10.26%	9.51%		
351,151	372,895	397,343	425,024	456,616	493,000	535,341	0.25%	
354,892	377,225	402,389	430,952	463,642	501,413	545,535	0.50%	
358,774	381,727	407,650	437,149	471,010	510,268	556,310	0.75%	
362,805	386,413	413,139	443,634	478,747	519,602	567,719	1.00%	g
366,994	391,295	418,872	450,427	486,880	529,453	579,817	1.25%	
371,350	396,383	424,865	457,552	495,440	539,867	592,671	1.50%	
375,884	401,693	431,137	465,032	504,462	550,892	606,353	1.75%	

4.12 טבלת רגישות של שווי ההון העצמי

כפי שראינו לעיל, תחת WACC של 11.76% ושיעור צמיחה של 1.00%, שווי השוק של ההון העצמי של החברה הינו 524,413 אש"ח. להלן טבלת רגישות תחת נתוני WACC ושיעור צמיחה שונים:

WACC								
14.01%	13.26%	12.51%	11.76%	11.01%	10.26%	9.51%		
431,930	453,675	478,122	505,803	537,395	573,779	616,121	0.25%	
435,671	458,004	483,168	511,731	544,421	582,192	626,314	0.50%	
439,553	462,507	488,429	517,928	551,790	591,047	637,089	0.75%	
443,584	467,193	493,918	524,413	559,526	600,381	648,498	1.00%	g
447,773	472,074	499,651	531,206	567,659	610,232	660,597	1.25%	
452,129	477,163	505,644	538,331	576,219	620,646	673,451	1.50%	
456,663	482,473	511,916	545,811	585,242	631,672	687,133	1.75%	

4.13 חישוב המחיר למניה

נכון ליום 31.12.12 מספר המניות שנסחרו בבורסה היו: 2,551,909 מניות, כשמחיר המניה בשוק עמד על 12,320 אגורות.

לפי הערכת השווי שלנו, מחיר המניה צריך לעמוד על: 20,550 אגורות (205.50 ש"ח = $2,551,909 / 524,413,000$), כלומר המניה נסחרת בחסר של כ-40%!

הסיבות שלדעתנו החברה נסחרת בחסר גדול, כפי שפורט במהלך הערכת השווי, הן שהשוק לא תמחר נכון את אותם נכסים שלא הוצגו בערך כספי במאזן ואילו אנחנו נתנו להם גילוי מבחינת שיעורי הצמיחה, שמירה על נתח שוק ושיעורי הריווחיות: נכסי המו"פ, אותה מפתחת מחלקת הפיתוח של החברה וכל אותם נכסים בלתי מוחשיים שפורטו בפרקים הקודמים, כגון מדגמים, פטנטים, סימני מסחר הרשומים בישראל ובחו"ל, זכויות יוצרים וזכויות שימוש בטכנולוגיות, ידע וסודות מסחריים מסוימים, שגם נאכפים בכל פעם שמפרים אותם.

יש לציין כי כיום שווי השוק של החברה עומד על כחצי מיליארד ש"ח ולפיכך אנו סבורים כי ההנחות שעשינו במסגרת הערכת השווי שלנו תקפות ונכונות.

פרק 5 - מכפילים5.1 חישוב המכפילים לפי חברת KAISER

חברת קליל הינה החברה הגדולה ביותר בענף בישראל ומרכזת אצלה נתח שוק של בין רבע לשליש ושאר החברות הגדולות המתחרות בה הינן חברות פרטיות, אשר אינן חושפות את דוחותיהם הכספיים. לפיכך, נאלצנו לחפש חברת השוואה בחו"ל. בחרנו את חברת KAISER, מאחר שהיא אחת מהגדולות בשוק האמריקאי, בניגוד לאחרות אינה מפסידה ואומנם אין לה נכסים פיננסיים, אולם המינוף שלה נמוך יחסית לאחרות.

להלן המכפילים הנצפים:

ערך לקליל לפי חב' ההשוואה באש"ח	נוסחה	נצפה לחברת השוואה	נצפה לקליל	
304,457	EV/EBITA	3.99	2.01	מכפיל EBITA
302,268	EV/EBITDA	3.44	1.75	מכפיל EBITDA
256,353	EV/Revnues	0.49	0.31	מכפיל המכירות
644,463	MC/Net income	15.13	7.38	מכפיל רווח נקי

5.2 פונדלמנטלס

כפי שעולה מניתוח רוחב החפיר בפרק שלוש, קליל הינה חברה מובילה בשוק, בעלת רוחב חפיר בינוני – גבוה ולאור זאת רווחיותה גבוהה ביחס למתחרותיה ואף ביחס לחברת ההשוואה. לצורך העניין ניתן לראות כי שיעור הרווח הגולמי של קליל לשנת 2012 עומד על כ 27% ואילו של חברת ההשוואה עומד על 18% בלבד.

לאור זאת, כל מכפילי ה EV יתנו תוצאה מוטעה משמעותית כלפי מטה, ביחס להערכת השווי שלנו.

בנוסף, נראה את מורכבות הניתוח דרך הקשר הבא:

$$\text{מכפיל EBITA} : \frac{(1 + g) * (1 - RR) * (1 - t)}{Wacc - g}$$

שיעור הצמיחה: בקליל נמוך משיעור הצמיחה בחברת ההשוואה.

שיעור ההשקעה: בקליל נמוך משיעור ההשקעה בחברת ההשוואה.

שיעור המס: בקליל נמוך משיעור ההשקעה בחברת ההשוואה.

WACC: בקליל נמוך מה WACC בחברת ההשוואה, בעיקר בשל העובדה שחברת ההשוואה ממונפת.

כפי שניתן לראות יש כאן השפעות מנוגדות, כך שבלתי אפשרי לקבוע את התוצאה הסופית, בייחוד כשמדובר בחברה הפועלת בשוקים שונים, בעלי נתוני מאקרו שונים.



לאור כל האמור לעיל בדבר מכפילי ה EV, החלטנו כי המכפיל הראוי ביותר לחברתנו הינו מכפיל הרווח הנקי. היחס בין שווי השוק של החברה לרווח הנקי שלה מציין למעשה בתוך כמה שנים תוחזר ההשקעה במניה. באופן כללי, ככל שמספר שנות החזר ההשקעה נמוך יותר (כלומר מכפיל הרווח נמוך יותר), כך כדאיות ההשקעה גבוהה יותר. השימוש במכפיל הרווח נעשה לרוב בהשוואה למקובל בענף בו החברה עוסקת, כלומר בהשוואה לחברות שפועלות באותו מגזר. יתרונו הגדול של מכפיל הרווח הוא הפשטות שלו. גם אדם שלא עוסק בתחום יכול לחשב אותו בקלות ולהשוות בין חברות וכך לקבל תמונה ראשונית על מחיר המניה וציפיות המשקיעים לגבי רווחיה בעתיד. מאחר ששיעור המס של חברת ההשוואה עומד על כ 40%, יש צורך לתקננו לשיעור המס של קליל, הווה אומר 26%. לאחר התקנון, מכפיל הרווח הנקי עומד על $12.56 = (0.76 * 139.6) / 1,297.82$.

5.3 תוצאות הערכת השווי

הרווח הנקי של חבי קליל, לשנת 2012 הסתכם בסך של 42,606 אש"ח. לפי מכפיל רווח נקי של 12.56, שווי השוק של ההון העצמי של החברה עומד על סך של $535,264 = 42,606 * 12.56$. שווי השוק של ההון העצמי כפי שהתקבל בהערכת השווי עומד על סך של 524,413 אש"ח, סטייה של 2% בלבד.



נספחים

נספח א' - מדדים ומשקולות החברה

חברת קליל תעשיות בע"מ נסחרת בבורסה בת"א.

להלן תיאור המדדים בהם היא נסחרת והאחוזים שהיא מהווה מכלל מדד.

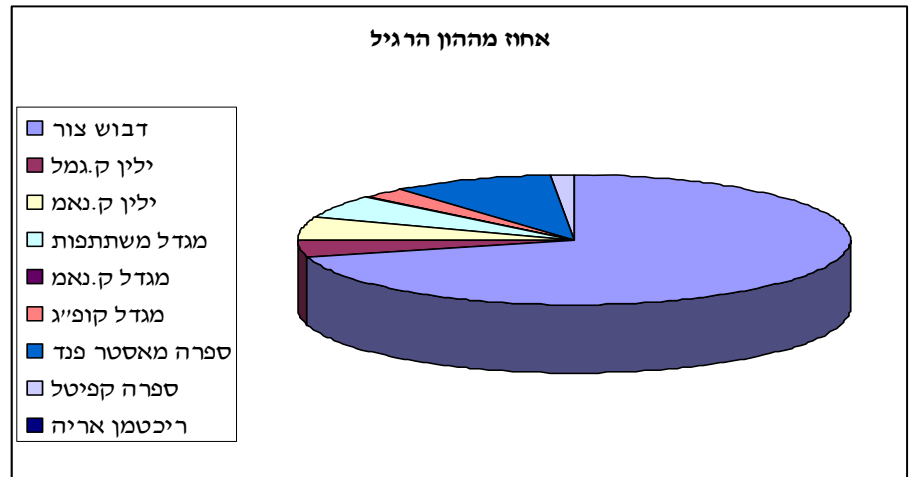
מדד	אחוז מהמדד
חברות תעשייה	0.20%
מדד יתר מניות	0.55%
מדד ת"א יתר 50	1.57%
מדד ת"א מאגר	0.06%
מדד ת"א יתר מאגר	1.15%

נספח ב' - פילוח הכנסות עיקריות לפי מוצר

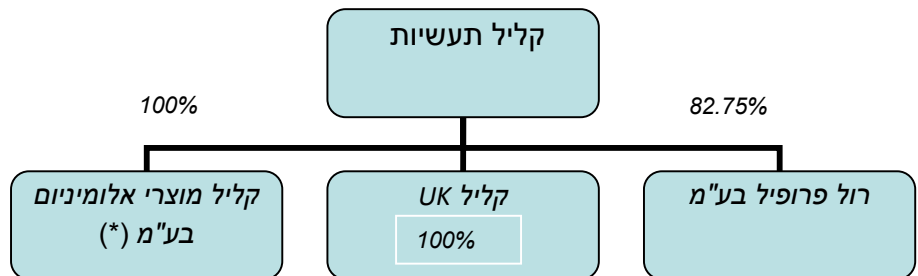
קבוצת מוצרים	הכנסות באלפי ש"ח			שיעור מכלל הכנסות הקבוצה		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
פרופילים עם גימור	150,047	160,826	169,378	47%	48%	47%
פרופילי MF	100,984	102,514	109,240	32%	30%	31%
תריסים וארגזי תריס	18,674	20,928	24,351	5.90%	6.20%	6.80%

נספח ג' - פרוט בעלי העניין בחברה ועץ ההחזקות

שם בעל עניין	כמות מניות	אחוז מההון הרגיל	אחוז הצבעה רגיל	עסקה אחרונה
דבוש צור	1,481,610	58.62%	58.62%	01/03/2005
ילין ק.גמל	86,421	3.42%	3.42%	30/09/2013
ילין ק.טאמ	120,723	4.78%	4.78%	30/09/2013
מגדל משתתפות	121,760	4.82%	4.82%	29/04/2013
מגדל ק.טאמ	1,802	0.07%	0.07%	10/01/2013
מגדל קופ"ג	52,848	2.09%	2.09%	29/04/2013
ספרה מאסטר פנד	199,225	7.88%	7.88%	03/10/2013
ספרה קפיטל	26,617	1.05%	1.05%	12/09/2013
ריכטמן אריה	1,731	0.07%	0.07%	04/04/2013

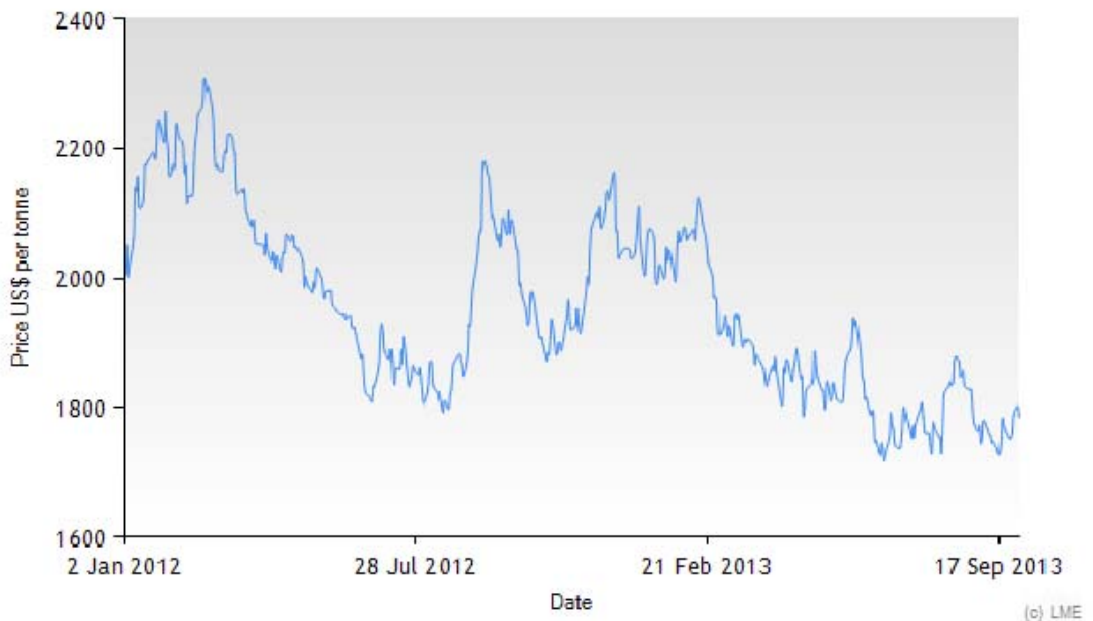


עץ ההחזקות של החברה:



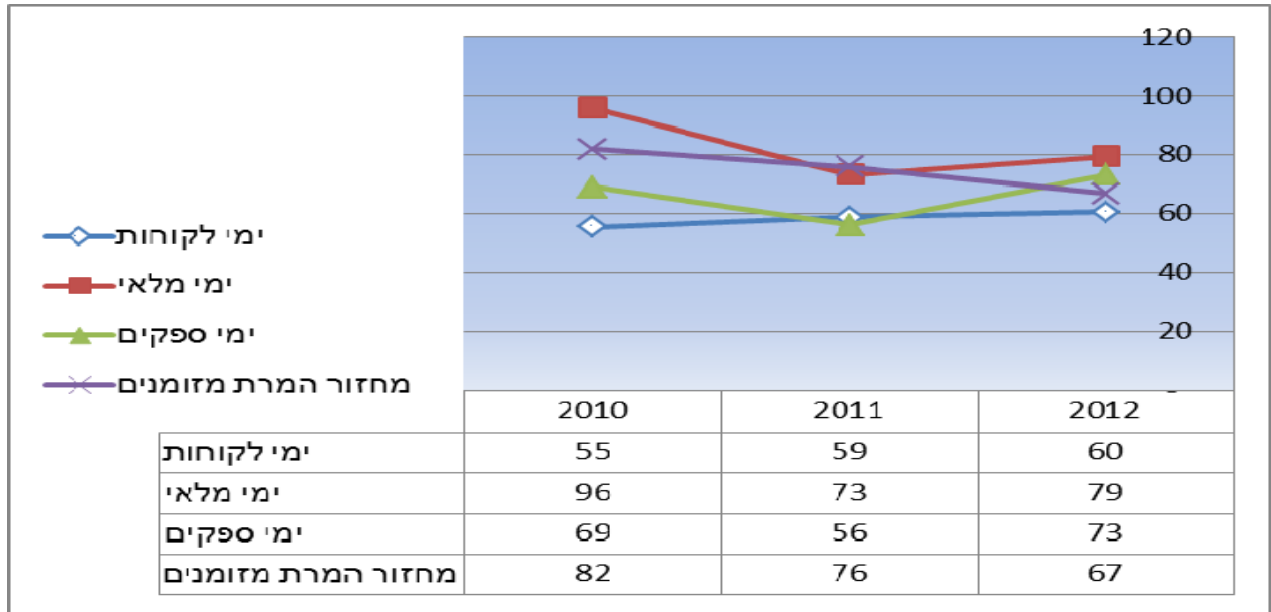
(*) פעילות החברה הופסקה בשנת 2004. ביום 2 בדצמבר 2012 ניתן צו פירוק לחברה ע"י ביהמ"ש המחוזי בחיפה, תיק פרייק 12/08-15916.

נספח ד' - מגמות במחירי האלומיניום בבורסת ה LME





נספח ה' – תרשימים יחסי הון חוזר



נספח ו' – בדיקת שיעור הריווחיות הגולמית

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	עלות המכירות
					162,341	165,714	154,350	שימוש בחומרי גלם ועזר
					3,632	3,916	3,350	בגין הקדמת תשלום
					140	151	169	הפסד נטו ממכשירים פיננסיים נגזרים
					137	1,372	0	הפסד נטו משינוי בשער חליפין
					(6)	0	(517)	רווח נטו משינוי בשער החליפין
					22,682	20,175	19,090	הוצאות ייצור אחרות
					19,941	18,653	18,452	עבודות חוץ - עם הגידול בצמיחה יגדל אחוז עבודות חוץ
					(1,700)	(1,700)	(1,400)	בניכוי הוצ' למניעת פגיעה סביבתית
					1,811	(4,948)	(10,565)	ירידה (עלייה) במלאי
344,548	317,856	288,960	247,038	227,900	208,978	203,333	182,929	נלקח ממוצע כדי לנטרל שינויים באלומיניום/ מט"ח
58.89%	58.89%	58.89%	58.89%	58.89%	58.54%	60.37%	57.77%	
								השקעה בתחום העיצוב
				1,000				משכורות והוצאות נלוות (כולל השינוי שהושג) + מרכיב צמיחה
				47,035	47,035	45,665	41,321	40,313
								8,115
					12,268	11,318	10,289	8,796
								7,557
								6,858
								8,018
								פחת עלות המכר (93.2% מווצ' הפחת, שהן 2.25% מהמחזור)
								227,051
					403,851	376,208	344,914	297,155
					257,469	247,765	227,051	227,051
					356,989	336,815	316,634	316,634
					72.12%	73.56%	71.71%	71.71%
								סה"כ עלות המכירות
								מחזור / צפוי
								אחוז עלות המכר
70.31%	69.03%	69.71%	70.30%	70.84%	71.67%	72.46%		
ממוצע					ממוצע			



נספח ז' – בדיקת שיעור הוצאות מכירה ושיווק

	2012	2011	2010	הוצאות מכירה ושיווק
	11,591	10,659	10,736	משכורות והוצאות נלוות
	4,244	3,510	3,400	הובלה ומשלוח
	12,674	11,529	10,867	פרסום וקידום מכירות
	229	170	150	אחרות
	17,147	15,209	14,417	
	4.80%	4.52%	4.55%	
	28,738	25,868	25,153	סך הוצאות מכירה ושיווק
	356,989	336,815	316,634	מחזור / צפוי
	7.89%	8.05%	7.68%	7.94%
				אחוז הוצאות מכירה ושיווק

ממוצע

נספח ח' – בדיקת שיעור הוצאות הנהלה וכלליות

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	הוצאות הנהלה וכלליות
	9,564	9,564	9,286	8,402	8,197	7,978	7,699	8,214	משכורות והוצאות נלוות
	895	826	751	642	592	551	453	495	פחת הנהו"כ (6.8% מהוצ' הפחת, שהן 2.25% מהמחזור)
	4,560	4,339	4,107	3,782	3,659	2,737	6,944	6,965	דמי ניהול לבעל שליטה
	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,383	1,436	1,522	תקשורת ועיבוד נתונים
	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,257	1,942	2,179	שירותים מקצועיים
	5	5	5	5	5	59	(46)	3	חובות אבודים ומסופקים
	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,225	1,126	911	אחרות, נטו
	4,555	4,555	4,555	4,555	4,555	3,924	4,458	4,615	
	19,574	19,284	18,699	17,382	17,004	15,190	19,554	20,289	סך הוצאות הנהלה וכלליות
	585,033	539,710	490,646	419,463	386,967	356,989	336,815	316,634	מחזור / צפוי
	3.85%	3.35%	3.57%	3.81%	4.14%	4.39%	4.26%	5.81%	6.41%
									אחוז הוצאות מכירה ושיווק

ממוצע