
הערכת שווי חברה שנפ מצברים בע"מ לשנת 2012

קורס הערכת שווי
ערן בן-חורין
ניר יוסף



תוכן עניינים

3	תמצית מנהלים
5	<u>פרק ראשון – פרופיל החברה</u>
5	1.1 תיאור הפעילות העסקית
6	1.2 תיאור נכסים עודפים
6	1.3 תיאור מבנה הבעלות ונתוני השוק
7	1.4 תיאור החובות הכספיים
8	<u>פרק שני – ניתוח נתונים היסטוריים</u>
8	2.1 תמצית מאזן תפעולי
8	2.2 מינוף פיננסי נטו
9	2.3 תמצית דוח רווח והפסד
10	2.4 טבלת רווחיות
10	2.5 CAPEX
11	2.6 ROC
12	2.7 נקודות מעניינות לערך החברה
12	2.8 ניתוח יחסי הון חוזר
13	<u>פרק שלישי – ניתוח 5 כוחות של פורטר ומה היתרון התחרותי של החברה</u>
14	3.1 רוחב החפיר
15	<u>פרק רביעי – הערכת שווי</u>
15	4.1 דוח תזרים צפוי
15	4.2 כמות השנים ב-DCF
15	4.3 שיעור גידול בהכנסות
16	4.4 בחירת שיעור רווחיות תפעולית
16	4.5 תחזית שיעור המס
16	4.6 תחזית CAPEX
17	4.7 תחזית השקעות בהון חוזר תפעולי
17	4.8 בחירת ה-ROC לשנה המייצגת
18	4.9 מציאת ה-WACC
19	4.10 ניתוח רגישות שווי פעילות
19	4.11 שווי כלכלי ראוי להון עצמי
19	4.12 ניתוח רגישות שווי הון עצמי
20	<u>פרק חמישי – מכפילים</u>
20	5.1 חישוב המכפילים
21	5.2 ניתוח פנדמנטלס
21	5.3 תוצאות הערכות השווי
	<u>נספחים</u>
22	נספח 1 – מכפילים לפי ענף על פי דמודרן
23	נספח 2 – נתוני שוק לחברת שנפ ליום 31 בדצמבר 2012

תמצית מנהלים

זוהי תמצית מנהלים להערכת שווי של חברת שנפ בע"מ. העבודה נערכה במסגרת קורס "הערכת שווי חברות" באוניברסיטה העברית בירושלים 2013.

חברת שנפ הינה חברה העוסקת בייצור, ייבוא ושיווק של מצברים וצמיגים ללקוחות בישראל ובחו"ל. מאחר והחברה עוסקת בתחום התעשייה המסורתית, קיים סיכון נמוך לפגיעה ברווחי החברה בעתיד בשל ההתפתחויות ברכבים חשמליים בשנים האחרונות, למרות שאין כרגע לחברה את היכולת לפתח מצברים מסוג זה. בכל אופן, נראה כי הסיכון אינו מידי לאור קריסתו של חברת בטר פלייס.

בשנת 2012 המינוף הפיננסי של החברה גדל באופן משמעותי עקב גידול באשראי מבנקים. גידול זה נובע בעיקר בשל כניסתו של החברה לענף הצמיגים דרך רכישת חברת הבת.

בין השנים 2011-2012 הציגה החברה צמיחה ברווחים: הרווח הנקי גדל בכ-21% והרווח הגולמי בכ-18%. הגידול נובע בעיקר מרכישת חברת כסלו וכניסתו לענף הצמיגים. בשנת 2012 לחברה מכירות ע"ס 221,350 אש"ח, עלייה של 53% לעומת שנת 2011.

החברה נוהגת לבצע השקעה מהותית ב- capex (השקעות הוניות) כל שנה ביחס להוצאות הפחת שלה. היחס בשנת 2012 היה גבוה במיוחד בגלל ההשקעה בענף הצמיגים והכללת הכנסים בלתי מוחשיים של החברה הנרכשת. בממוצע משקיעה החברה כ-6.4% מתוך מחזור ההכנסות בשנה הקודמת.

במסגרת העבודה סקרנו את הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה בשנים האחרונות, ניתחנו נתונים היסטוריים כגון מכירות, שיעור רווחיות תפעולית, השקעה בהון חוזר ו- capex. 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 (ניתוח חפיר) ובשילוב עם הצהרות החברה בדוחות הכספיים והצפי לשינויים במשק, ביצענו הערכת שווי בשיטת ה- DCF. בעקבות הממצאים גיבשנו את מסקנותינו לגבי שווייה הראוי של החברה.

מתוצאות ה- DCF התקבל פער של 1.3%, פער נמוך יחסית, בין הערכת השווי שביצענו לבין שווי החברה כפי שהשוק מתמחר אותה.

בנוסף, סקרנו את נתוניה של חברה נוספת בתחום, דלק רכב בע"מ, בכדי לערוך השוואה בין תוצאות שתי החברות. חברת ההשוואה ייצגה עבורנו את כלל השוק היות והיא חברה נוספת הפועלת באותו תחום ולאור העובדה שהמתחרה העיקרי של שנפ הינו חברה פרטית. בישראל השוק הוא קטן יחסית ופועלות בו מספר מצומצם של חברות.

כמו כן השתמשנו בחברת דלק רכב בכדי לבצע הערכת שווי באמצעות מכפילים. את המכפילים שביססנו על פי דוחותיה הכספיים של חברת דלק רכב תיאמנו לחברת שנפ על פי מספר קריטריונים כגון מינוף, שיעור צמיחה, שיעור השקעה מהרווח הנקי, מחיר ההון והשקעה ב- capex.

מתוצאות הערכת השווי באמצעות שיטת המכפילים התקבלו התוצאות הבאות: על פי מכפיל הרווח הנקי קיים פער של כ-15% בין שווי השוק של החברה לבין הערכת השווי. לעומת זאת, התקבל פער גבוה יותר של 186% כשהשתמשנו במכפיל הרווח התפעולי המתואם. ככל הנראה,

פערים אלו הם עקב העובדה שרווחיות חברת ההשוואה היא פחותה בהרבה מחברת שנפ ולכן לא באמת מייצגת את הביצועים ולכן את השווי הכלכלי של חברת שנפ.

פרק ראשון – פרופיל החברה

1.1 – תיאור פעילות עסקית

החברה נתאגדה בישראל ביום 4 בינואר 1951 כחברה פרטית בעירבון מוגבל, וב-26 לאפריל 2007 פרסמה החברה תשקיף הנפקה לציבור, ועם רישום ניירות הערך במסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב הפכה החברה לחברה ציבורית.

מאז הקמתה עוסקת החברה במצברים כמפורט להלן: ייצור מצברי התנעה לכלי רכב מסוגים שונים כולל רכבים פרטים, מסחריים, משאיות, אוטובוסים, ציוד מכני כבד, טנקים וכד', ייצור מצברים לפריקה עמוקה, ייבוא מצברים לרכבים ואופנועים, ייבוא מצברים לפריקה עמוקה, שיווק ומכירה של מצברים בשוק המקומי, יצוא מצברים מתוצרת החברה לחו"ל, וקניית ושיווק מוצרים בשוק המקומי כגון מטענים, נעלי בל, כבלי התנעה וכד'.

בשוק המקומי משווקים ומופצים המצברים באמצעות סניפי החברה הפרוסים בתל אביב, חיפה, נתניה, ירושלים, באר שבע, טבריה, קריית שמונה ואילת. בשנת 2012 (פרופורמה), הכנסות החברה מתחום המצברים היוו כ-38% מסך הכנסותיה וכן תחום הצמיגים הווה כ-62% מסך הכנסותיה.

מצבת העובדים:

החברה מעסיקה 139 עובדים לפי ההתפלגות הבאה: מחלקות הנהלה ומנהלה – 9 עובדים, מחלקת ייצור – 82 עובדים ומחלקת שיווק – 48 עובדים.

מתחרים:

בשוק המצברים המקומי קיימים שני יצרנים מתחרים- חברת וולקן תעשיות רכב בע"מ ומספר יבואנים מקומיים של מצברים. חברת וולקן, לפי הערכות של החברה, מהוות כ-30% מסך כל המכירות המצברים בישראל, ושאר ה-25% הנותרים בשוק מתחלקים בין שאר היבואנים השונים, שהגדולים מבניהם הם טלרון מצברים בע"מ ומצברי לירז ושיווק בע"מ. בשוק הצמיגים המקומי ישנם כמה מתחרים עיקריים לחברה בתחום הפצת המותגים המובילים, ובניהם נמנים: חברת מכשירי תנועה בע"מ, קוגול יוניטרייד בע"מ, חברת תמיג בע"מ, וחברת ב.מ.ב. נכסים ובנין בע"מ. כמוכן, לחברה מתחרים בשוק הצמיגים בתחום מותגי המשנה ובניהם: אוטולוקס טיירס ישראל בע"מ וחברת קוגול יוניטרייד בע"מ. לפי הערכת החברה, אין בידי מפיק צמיגים בודד בשוק הישראלי נתח שוק העולה על 20%.

אפיון לקוחות:

סוגי לקוחות ושיוך גיאוגרפי-

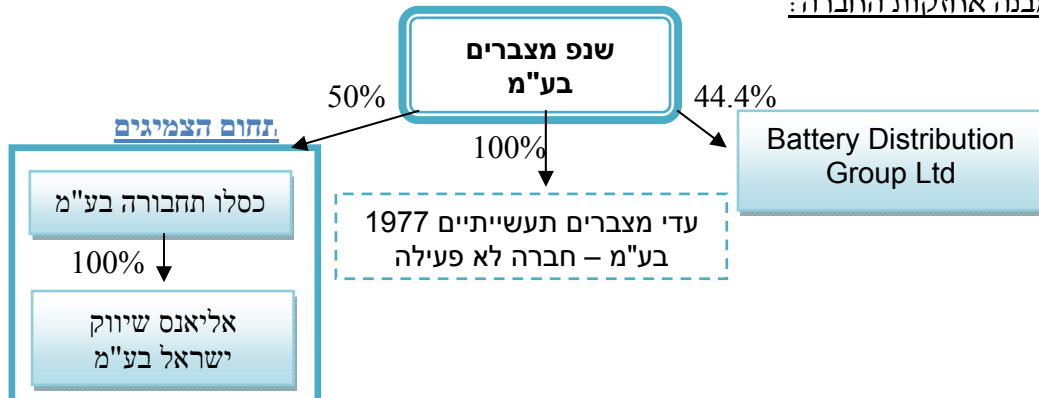
שיוך גיאוגרפי		סוגי לקוחות		
שיעור מסך הכנסות מצברים (%)	מיקום גיאוגרפי	שיעור מסך הכנסות צמיגים (%)	שיעור מסך הכנסות מצברים (%)	סוג לקוח
99.3	ישראל	68.8	69.9	קמעונאים
0.7	אחרים	30	19.2	צרכנים
		1.2	10.5	מפיצים
		-	04	ייצוא
100	סה"כ	100	100	סה"כ

רגולציה:

פעילות החברה מושפעת בעיקר מחקיקות שונות כגון חוק אוויר נקי התשס"ח – 2008 לפיו החברה קיבלה היתר פליטה, חוק החומרים המסוכנים בישראל התשנ"ג- 1993 לפיו לחברה יש היתר רעלים, תקנות הבטיחות בעבודה התשנ"ח- 1998 המיועדת להגן על בטיחותם ובריאותם של

עובדים העוסקים בחומרים מסוכנים, ותקנות הבטיחות בעבודה התשמ"ד-1983 המחייב בדיקות תקופתיות של מדידות סביבתיות של זיהום אוויר ורעש בסמוך לאזור פעילותם של העובדים.

מבנה אחזקות החברה:



1.2 תיאור נכסים עודפים:

בשנת 2010, החברה חתמה על הסכם למכור את החזקותיה בחברת Battery Distribution Group Ltd אך התנאים לקיום ההסכם עוד לא התמלאו וכן הועבר יתרת השקעת החברה בכלולה לסעיף השקעה מיועדת למימוש במאזן החברה. היתרה בכלולה בשנת 2010 וכן ההשקעה המיועדת למימוש בשנות 2011-2012 הינו עודף ועומד על כ-165 אש"ח לשלושת השנים. כמוכן, לחברה מספר נכסים פיננסיים נגזרים והתחייבויות פיננסיים נגזרים העונים על הגדרת נכס עודף עקב היותם השקעות לא נזילות בניירות ערך. ראה פרק 2 בהמשך בנושא מאזן תפעולי לסכומים.

1.3 תיאור מבנה הבעלות ונתוני שוק:

מבנה בעלות:

החברה, הוקמה כחברה פרטית בעירבון מוגבל, אך ב-2007 פרסמה החברה תשקיף הנפקה לציבור, ובכך הפכה החברה לחברה ציבורית כמפורט לעיל. בעלי השליטה של החברה הם משפחת רוזנשיין, המחזיקים באמצעות אורי רוזנשיין, תמר בן עוזיליו ופועה אמיר בכ-36.9% מההון המונפק והנפרע של החברה (בין בעלי השליטה האלה קיים הסכם שבכל נושא שיעלה על סדר היום הם יצביעו כפי שיצביע אורי והסכם זה אינו מוגבל בזמן).

נתוני שוק:

כמו שנאמר לעיל החברה הנפיקה לראשונה מניות לציבור בשנת 2007, ולחודש יוני 2013 השווי שלה מוערך ב-183,949 ₪. להלן נתוני המסחר של החברה ב-3 שנים האחרונות:

תאריך	מחזור יומי ממוצע (אלפי ₪)	שווי שוק (אלפי ₪)
13/06/2013	91.5	183,949
31/12/2012	12,694,897	114,356
29/12/2011	12,694,897	115,993
30/12/2010	12,456,026	162,427

להלן גרף מניית החברה ב-5 שנים האחרונות:



עבודה בה

1.4 תיאור החובות הכספיים:

פעילות החברה ממטמנת באמצעות הלוואות אשראי בנקאי, ומקורות מימון חוץ בנקאיים, הכוללים גיוס כספים דרך הנפקת אג"ח לציבור. להלן טבלה המסכמת יתרות ליום 31.12.12 באלפי ₪:

סה"כ	זמן קצר	זמן ארוך	
85,597	58,837	26,760	מקורות מימון בנקאיים
46,253	23,381	22,872	מקורות מימון חוץ בנקאיים*
171,075	-	171,075	הון עצמי

*מקורות מימון חוץ בנקאיים מקורם מ: 1. הלוואת בעלים בסך 13 מליון ₪. 2. אג"ח סידרה אי-שווי ערך נקוב ליום ההנפקה 44,650 אלפי ₪ ערך נקוב, והיתרה ליום 31.12.12 – 16,867 אלפי ₪ ערך נקוב.

פרק שני- ניתוח נתונים היסטוריים

2.1 תמצית מאזן תפעולי:

באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪		באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	
2010	2011	2012		2010	2011	2012	
165	-	-	השקעה בחברה כלולה	-	-	20,730	מוניטין
2,531	-	-	חברה כלולה	-	-	32,995	נכסים בלתי מוחשיים
(74)	(120)	(4,040)	חברה קשורה	38,873	39,679	52,066	רכוש קבוע
-	165	165	השקעה מיועדת למימוש	-	-	350	מיסים נדחים
141	26	-	נכסים פיננסיים נגזרים התחייבויות פיננסיים נגזרים	38,873	39,679	106,141	נכסים תפעוליים אחרים
(124)	(33)	(272)					
2,639	38	(4,147)	נכסים עודפים	73,988	74,252	181,204	חייבים ולקוחות אחרים
				40,652	44,584	85,181	מלאי
(39,542)	(29,076)	(121,263)	אג"ח והלוואות ז"א וחלויות שוטפות	-	-	350	מיסים נדחים
1,707	6,869	4,473	מזומנים ושווי מזומנים	114,640	118,836	266,735	נכסים שוטפים תפעוליים
39,388	22,272	9	נכסים פיננסיים בש"ח דרך רווה"ס				
909	773	589	נכסים פיננסיים נגזרים-מוחזק למסחר	(25,439)	(22,823)	(53,376)	זכאים אחרים
2,462	838	(116,192)	נכס (חוב) פיננסי נטו	(1,483)	-	(2,304)	מסי הכנסה לשלם
				(5,310)	(3,740)	(17,001)	הפרשות והתח' בגין תמורה מותנית
				(3,703)	(4,167)	(11,255)	מסי הכנסה נדחים
				(831)	(870)	(677)	התח' בגין סיום יחסי עובד-מעביד
				(36,766)	(31,600)	(84,613)	התחייבויות שוטפות תפעוליות
				77,874	87,236	182,122	הון חוזר תפעולי
				(116,623)	(127,791)	(167,924)	הון עצמי מתואם

2.2 מינוף פיננסי נטו

באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	
2010	2011	2012	
0.31	0.30	0.50	מינוף פיננסי (D/E)

יחס מינוף הפיננסי של החברה לשנת 2012 עומדת על כ-0.5, כלומר על כל 50 אגורות חוב שהיה לחברה, היה לה שקל הון לכסות אותה. מדובר ביחס יחסית נמוכה. ניתן לראות שיחס מינוף הפיננסי של החברה עלתה בהדרגתיות מ-0.30 ב-2011 ל-0.5 ב-2012. העלייה ביחס מינוף הפיננסי בין השנים נובע בשל צורך החברה לממן את רכישת ההשקעה בחברת הבת. בשל כך, היא נטלה הלוואות גדולות מתאגידים בנקאיים, מה שגרמו לגידול של פי 1.6 במינוף הפיננסי שלה. על אף האמור, לאורך שלושת השנים, יחס מינוף הפיננסי היא נמוכה.

2.3 תמצית דוח רווח והפסד:

באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	
2010	2011	2012	
149,536	144,562	221,350	מכירות
(101,154)	(97,825)	(166,155)	עלות מכר
48,382	46,737	55,195	רווח גולמי
(18,447)	(18,956)	(25,036)	הוצ' מכירה ושוק
(8,361)	(10,752)	(10,002)	הוצ' הנה"כ
27	686	(877)	הוצ' אחרות
21,601	17,715	19,280	רווח מפעילות רגילה
3,458	1,290	1,035	הכנסות מימון
(3,139)	(4,209)	(3,532)	הוצ' מימון
319	(2,919)	(2,497)	הוצ מימון נטו
59	-	-	חלק ברווחי חברה כלולה
(386)	-	-	הפרשה לירידת ערך השקעה בחברה כלולה
21,912	11,877	14,286	רווח לפני מס
(4,857)	(4,601)	(4,487)	הוצ' מס
17,055	7,276	9,799	רווח נקי

לא היה בידינו אפשרות להציג את הנתונים לפי חלוקה לפעילויות שונות מכיוון שבדוח של 2012, הפעילויות בביאור מגזרים הוגדרו כצמיגים ומצברים, כאשר בדוח כספי של 2010 המגזרים הוגדרו כח"ל וארץ (וכן בדוח של 2011 לא הוצע ביאור מגזרים כלל). הרווח הגולמי עלה בכ-18.1% מול שנת 2011 עקב איחוד מגזר הצמיגים השנה הגדר חברת הבת המאוחדת. (הרווח הולמי ממצברים ירד ב-59% מול שנת 2011 כך שכל ההשפעה נובע ממגזר הצמיגים)

רווח לפני מס גדל השנה במעט בעיקר בגין הגידול ברווח הגולמי ותפעולי מכיון שלמרות השינויים במימון השנה (רווח קטן מניירות ערך השנה לעומת הפסד ניכר שנה שעברה וגידול במימון עקב נטילת הלוואות לרכישות הצמיגים, אבל מנגד, פחות הוצ' מימון עקב פרעון אג"ח משנה שעברה) ולכן בסה"כ המימון נשאר פחות או יותר מקביל לשנה שעברה רווח הנקי עלה ב-20.6% מול שנה שעברה בגין הכנסות יוצר גבוהות מצמיגים אבל מנגד, גם גידול בהוצ' מכירה.

<u>חלוקת פחת והפחתה לפי סעיפים:</u>			
באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	
2010	2011	2012	
2,550	2,496	3,328	עלות המכר
546	569	952	הוצ' מכירה ושוק
224	226	322	הוצ' הנה"כ
3,320	3,291	4,602	סה"כ (כולל הפחתת נב"מ)
21,601	17,715	19,280	רווח תפעולי לפני מס - EBIT
24,921	21,006	23,882	EBITDA

הוצ' מכירה ושיווק גדלו ב-2012 כמעט כולו בגין איחוד מגזר הצמיגים השנה וכן הוצ' הנהכ"ל קטנו לעומת שנה שעברה עקב הפרשה לחומ"ס שהופרשה שנה שעברה, כך שסך ההשפעה היא גידול קטן ברווח תפעולי

2.4 טבלת רווחיות (בדומה לטבלה של מורנינגסטאר):

באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	
2010	2011	2012	
32.4%	32.3%	24.9%	רווח גולמי
16.7%	14.5%	10.8%	רווח תפעולי לפני פחת
14.4%	12.3%	8.7%	רווח תפעולי
11.4%	5.0%	4.4%	רווח נקי
22.2%	38.7%	31.4%	שיעור מס

למרות שהרווחים בפועל עלו בשנת 2012 מול שנת 2011, ניתן לראות שכל מדדי הרווחיות קטנו (בעיקר ברווח הגולמי) מכיוון שמרבית חומרי הגלם בתחום המצברים נרכשים בחו"ל ושער חליפין הממוצע של הדולר עלה ב-8% בין שנת 2012 לשנת 2011 וכן עלות המצבר הוא כ-71% מעלות ייצור שלו כך שזה משפיע בהרבה על עלות המכר לשנה.

CAPEX 2.5:

באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	
2010	2011	2012	
4,534	2,473	14,141	שינוי בר"ק נטו
3,320	3,291	4,602	פחת
7,854	5,764	18,743	CapEx
7,807	4,494	12,076	רכישות ר.ק.

עבודה בהערכת שווי – חברת שגפ מצברים בע"מ

0	0	54,592	רכישות נב"מ
-3,273	-2,021	-2,195	מכירות ר.ק.
4,534	2,473	64,473	השקעות בר.ק. נטו
3,320	3,291	4,602	פחת והפחתה
136.6%	75.1%	1401.0%	השקעות ר.ק. מתוך פחת השנה

ניתן לראות שהחברה בעבר רוכשת אחוז יחסי גבוה לעומת הוצ' הפחת שלה ובפרט ניתן לראות שבשנת 2012, עקב רכישת תחום הצמיגים והכללת הנב"מ שלה (מוניטין בגין הרכישה וכן קשרי לקוחות והסכמי הפצה) הגידול הוא דרסטי. בנוסף, ניתן לראות שהחברה משמרת מדיניות של השקעת אחוז יחסי גבוה בהשוואה להוצ' הפחת שלה לצורך ההרחבה המתמדת של פעילותה.

2.6: ROC

ROC ב-2 מרכיבים:

	באלפי ₪	באלפי ₪
	2011	2012
NOPLAT (t)	18,223	21,363
t-1) CAPITAL)	116,747	126,915
ROIC	16%	17%

ROC ב-5 מרכיבים:

	באלפי ₪	באלפי ₪	
	2011	2012	
144,562	221,350	הכנסות	
46,737	55,195	רווח גולמי	
18,956	25,036	הוצ' שיווק	
10,752	10,002	הוצ' הנהלה	
38,873	39,679	נכסים תפעוליים אחרים	
77,874	87,236	הון חוזר תפעולי	
15%	16%	ROIC בחמישה מרכיבים	

ההכנסות ורווח גולמי השנה עלו ביחס לשנת 2011 עקב איחוד פעילות הצמיגים המקפיץ את מחזור החברה.

הוצ' השיווק גם כן גדלו ב-2012 לעומת 2011 מכיוון שהחברה הגבירו מאמצי פרסום שלה לידע לקוחותיה על רכישת פעילות הצמיגים.

הוצ' הנהלה וכלליות קטנו במעט השנה מכיוון שבשנת 2011 החברה רשמה הפרשה לחובות מסופקים, מה שלא היה בשנת 2012.

ניתן לראות שה-ROC עלה משנת 2011 ל-שנת 2012 גם בבחינתו לפי 2 מרכיבים וכן בבחינתו לפי 5 מרכיבים הנובע בעיקר מהגידול ברווח הגולמי השנה וכן מגידול בקפיטל השנה עקב הגידול בנכסים בלתי מוחשיים לאחר הרכישה וכן נכסי החברה הנרכשת.

הסבר נוסף לגידול ב-ROC בין השנים הינו מקסום ההכנסות דרך סינרגיית איחוד פעילות הצמיגים לפעילות הקיימת של המצברים, לדוגמא הלקוחות הותיקים של המצברים כעת גם יעברו לרכוש את צמיגי החברה.

2.7 נקודות מעניינות לערך החברה

שוק הרכבים בארץ רק גודלת בשנים ולכן שוק המצברים וצמיגים גדל איתה בהתאם שתי חברות שמחזיקות נתח שור של 75% והחברה שלנו מחזיקה כ-45% מכלל השוק. זה מוצר מצרכי - לכל רכב יש מצבר וצמיגים יש להם מוניטין והיא חברה ותיקה וידועה ומנוסה בתחום. היא גם ידעה להרחיב את האופקים כשהיא רכשה את פעילות הצמיגים ואיחדה אותה לפעילות המצברים שלה.

2.8 ניתוח יחסי הון חוזר

	2010	2011	2012
	באלפי ש"ח	באלפי ש"ח	באלפי ש"ח
ימי לקוחות	184	182	295
ימי מלאי	147	166	187
ימי ספקים	42	38	66

מגמת ימי לקוחות: אשראי הלקוחות בחברה נע בין מזומן לשוטף + 180 ואכן רואים את זה בפועל בשנים 2010-2011, וב-2012 רואים גידול ניכר שנובע כנראה מהכניסה לפעילות הצמיגים במהלך 2012. הסיבה שנותנים ללקוחות 180 יום, כי רוב הלקוחות הם לקוחות ותיקים ונאמנים לחברה. 68% מלקוחות החברה ב-2012 הם לקוחות מלפני שנת 2007 (מעל 6 שנים) ולכן גם ימי הלקוחות הם אחידים במהלך השנים (ללא התייחסות ל-2012).

מגמת ימי המלאי: זמן החזקת מלאי בחברה בממוצע הינו ל-4 חודשים הכנסות. הגידול בימי המלאי נובע כנראה מירידה בביקוש (ניתן לראות זאת בירידה בהכנסות). הגידול במכירות ב-2012 כולל גם את פעילות הצמיגים ולכן לא משקף. אך ניתן גם להסביר שהגידול נובע מגידול בכמות הייצור לאור צפי החברה לגידול במכירות עקב רכישת פעילות הצמיגים במהלך 2012.

מגמת ימי ספקים: ימי אשראי ספקים בחברה נע בין 90-105 ימים ובשוק הייבוא זה ממוצע של 150 ימים. הסיבה נובע שהחומר גלם העיקרי לצורך הייצור הינו עופרת. החברה רוכשת עופרת ממוחזרת מחברת הקורנס מפעלי העופרת שהיא הספק היחידי בארץ ואת כל עופרת הנקיייה רוכשת מספקים שונים בחו"ל. ב-2012 החברה רכשה 53.7% מהעופרת הממוחזרת ולכן נתן להסביר את מגמת הירידה בימי הספקים (אם לא נתייחס ל-2012) מכיוון שהחברה רוכשת את רוב ח"ג שלה מספק היחיד בארץ ששולט במלואו בשוק הישראלי ולכן אין לספק אינטרס להגדיל

את ימי הספקים אלא הפוך היא מקטינה את מועד התשלום. למרות שכמות הספקים לעופרת נקייה בחו"ל גדולה יותר אבל מהווה אחוז קטן יותר ולכן משפיע פחות על ימי הספקים של החברה.

פרק שלישי - ניתוח 5 כוחות של פורטר ומה היתרון התחרותי של החברה

1. מתחרים קיימים

לחברת שנפ יש מספר מתחרים בשוק המצברים: יצרן מקומי אחד חברת וולקן, ויבואנים עצמאיים. התחרות בשוק המצברים מאופיינת בתחרות חריפה בין המתחרים. בשנים האחרונות לא חל שינוי מהותי בגודלו של שוק המצברים בארץ, ולעת עתה אין לחברה חשש מכניסה נוספת של מתחרים חדשים לשוק.

2. מידת האיום בכניסת מתחרים חדשים

חסמי הכניסה העיקריים של תחום הפעילות של החברה הם:

א. שירות ואספקה- ישנם 2 שחקנים ראשיים בשוק המקומי שלהם יש פריסה ארצית ורחבה, שנותנים מענה רחב היקף ללקוחות במידה ומתחרים חדשים ירצו להיכנס הם יאלצו להשקיע סכומים ניכרים על מנת להקים רשת שיווק ושירות שיתחרה בשחקנים הקיימים.

ב. איכות המוצר והמוניטין- לקוחות בדרך כלל יבחרו לקנות מוצר עם מותג אמין שנמצא בתחום מספר רב של שנים ובעל ניסיון ובעל שם, ומכיוון ששני השחקנים העיקריים שהם החברה וחברת וולקן נמצאות עשרות שנים בתחום, הן ידועות בשוק וכוח המיתוג שלהן גדול. כל חברה נוספת שתראה להיכנס לשוק תצטרך לבנות מערכת יחסים טובה עם לקוחות ותצטרך להשקיע סכומים גדולים בשיווק המוצר.

חברת שנפ צברה וביססה את המוניטין שלה ושל מוצריה במשך למעלה מ-60 שנה והביאה אותם לרמה כזאת שתקשה מאוד על גורם חדש להיכנס לשוק.

ג. איתנות פיננסית- ככל שהאיתנות הפיננסית גדולה יותר ככה יש אפשרות לחברה לתת ללקוחותיה תנאי אשראי נוחים יותר, לבצע שיפורים טכנולוגיים במוצרים, לתת מענה טוב יותר לקהל הלקוחות בכל נושא. החברה, על פי פרסומים לא רשמיים, חולשת על כ-45% מכלל הלקוחות בשוק המקומי, ונחשבת החברה החזקה בתחום.

3. מידת האיום במוצרים תחליפים

גודלו של שוק מצברי הרכב נקבע בהתאם לכמות כלי הרכב ובהתאם לטיב המצברים הנמצאים על הכביש. בשנים האחרונות חלה מודעות סביבתית בתחום התחבורה, ולכן המעודדת אנשים לנסוע פחות ברכבים הפרטיים ויותר בתחבורה הציבורית. הדבר לעיל יכול לגרום לשחיקה ברווחיות של החברה. מצד שני, המודעות הסביבתית המתחזקת מעודדת אנשים לרכוש מכוניות היברידיות וחשמליות (הצורכות לרוב יותר חשמל מהרכב), ולכן החברה מעריכה שלא יהיה שינוי מהותי, אם בכלל, בתחום המצברים.

4. יכולת מיקוח עם צרכנים

לחברה יש למעלה מ-3,000 לקוחות, רובם המכריע לקוחות בישראל. ישנם 4 סוגים של לקוחות בחברה: קמעונאים, צרכנים, מפיצים, וייצוא, כאשר רוב הגדול של ההכנסות (כמו שמפורט בפרק 1), כ-70%, שייכים לקמעונאים.

מכיוון שלחברה פריסה רחבה ברחבי הארץ, מספר הלקוחות גדול מאוד ולכן אין לקוח שסך הכנסותיו הינו בשיעור הגבוה או שווה ל- 10%, וכתוצאה מכך לחברה אין תלות בלקוחות וכושר המיקוח שלהם מול החברה זניח עד לא קיים.

5. יכולת המיקוח עם ספקים

חומרי הגלם העיקריים שמשמשים את החברה בתהליך הייצור הינם: עופרת, ארגזים, חוצצים וחמצה, כאשר העופרת הינו החומר הגלם המרכזי בייצור מצברים. החברה נוהגת לרכוש בארץ באמצעות חברה הממוחזרת את תרכובות העופרת, ובחוו"ל החברה קונה עופרת "נקייה". (הבהרה- העופרת הממוחזרת והעופרת הנקייה משמשות לצרכים שונים בייצור המצבר). כ-54% מהעופרת שהחברה קונה הינה עופרת ממוחזרת. מפני שחברת קורנס היא החברה היחידה בישראל העוסקת במחזור עופרת, על פי דעת המנהלים במידה והחברה תפסיק את ההתקשרות עם חברת קורנס יידרש פרק זמן להתארגנות על מנת למצוא ספק חלופי בחו"ל, ולכן לחברה יש תלות בספק המקומי וכוח המיקוח שלו מול אותו ספק קטן.

שאר חומרי הגלם נרכשים משני ספקים גדולים מחו"ל, כאשר לחברה אין תלות בכל אחד מהספקים מאחר וקיימים ספקים נוספים מהם החברה תוכל לרכוש את חומרי הגלם.

3.1 רוחב חפיר

בעקבות ניתוח חמשת הכוחות של פורטר, אנו מעריכים כי רוחב החפיר של החברה הינו בנוני. שוק המצברים הינו שוק המגלגל מאות מיליונים בשנה ומוכר כ-600,000 מצברים בישראל. בשוק יש ריבוי מתחרים הנכנסים לשוק מידי שנה. היתרון התחרותי של חברת שנפ הוא באיכות המוצרים, עמידה בדרישות תקן, שרידות בתקופות מיתון וכד'. לחברה היכולת הטובה ביותר לזהות מגמות בשוק, לדעת לתת מענה בצורה הטובה ביותר והמהירה ביותר, למשל להיכנס לענף מצברי הרכב החשמלי ולספק את המצברים המיועדים ספציפית לאותם רכבים. בעניין הספקים אין לחברה יכולת מיקוח רחבה בעקבות מיעוט ספקים שממנה החברה יכולה לקנות ולכן אין גם יכולת להתמקח על מחירים, למשל אם מסיבה כלשהי תהיה ירידת מחירים החברה תצטרך לספוג את ההפרש על עצמה.

פרק רביעי – הערכת שווי

4.1 דוח תזרים צפוי:

שנה מייצגת	תחזית 2017	תחזית 2016	תחזית 2015	תחזית 2014	תחזית 2013	השנה 2012	
2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	5.10%		קצב גידול הכנסות תחזית רווחיות תפעולית
14.00%	15.80%	15.80%	15.80%	15.80%	15.80%		
263,210	256,790	250,527	244,416	238,455	232,639	221,350	מכירות
							רווח תפעולי - EBIT
36,849	40,573	39,583	38,618	37,676	36,757	19,280	
25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	שיעור מס EBIT נטו מס
27,637	30,430	29,687	28,963	28,257	27,568	14,460	
(16,929)	(16,516)	(16,113)	(15,720)	(15,337)	(14,963)	(18,743)	capex
5,361	5,335	5,310	5,286	5,262	5,238	4,602	פחת והפחתות שינוי בהון חוזר
-	(1,340)	(1,307)	(1,275)	(1,244)	132,350	(94,886)	
16,070	17,909	17,577	17,254	16,938	150,193	(94,567)	FCFF
128,085							סכום טרמינלי סכומים מהווים
	72,440	10,034	11,331	12,797	130,551		
					237,152		שווי הפעילות 31.12.12
161,080	159,740	158,433	157,157	155,913	288,263	193,696	קפיטל י.פ.
-	1,340	1,307	1,275	1,244	(132,350)	94,567	שינוי בהון חוזר
161,080	161,080	159,740	158,433	157,157	155,913	288,263	קפיטל י.ס.
17.16%	19.05%	18.74%	18.43%	18.12%	9.56%		ROC

4.2 כמות השנים ב-DCF:

על פי ניתוח חפיר, מצאנו שרוחב החפיר הינו רחב יחסי ולכן פוטנציאל הצמיחה בחברה ביוני. לפיכך בחרנו להציג את טבלת ה-DCF על פני חמש שנים כאשר השנה השישית הינה השנה המייצגת וזאת בהתאם לפוטנציאל הצמיחה של החברה.

4.3 שיעור גידול הכנסות:

	הכנסות פרופורמה	
שיעור גידול	2013	2012
5.1%	391,060	372,156

בדוח דירקטוריון רואים ממוצע בשנתיים אחרונות שכ-55% מההכנסות שייכים לרבעונים 3 ו-4 ולכן על בסיס הכנסות מצטברות לרבעון II לשנת 2013, נעשה חישוב של סך הכנסות לשנת 2013. בשנים האחרונות, מאופיין שוק הרכב בישראל בגידול שנתי של אחוזים בודדים במספר רכבים בשנה. בפועל יוצא ששוק המצברים מאופיין בגידול דומה במספר המצברים הנדרש. אנו חוזים גידול של כ-2.5% בכמות המצברים הצפויה להימכר ביחס לשנת 2013 וכן גידול שנתי דומה בהמשך שנות התחזית. נבחר גידול של 2.5% מכיוון שלשוק המצברים יש קורלציה יחסית תואמות לשיעור גידול האוכלוסייה שהינו כ-2%, לפי לשכה המרכזית לסטטיסטיקה. הוספנו לזה חצי אחוז נוסף לאור תוכנית ממשלתית להפחית מיסים קניית רכבים ב-22% לאורך השנים הבאות.

4.4 בחירת שיעור רווחיות תפעולית:

ממוצע	2012	2011	2010	2009	2008	
12.4%	8.7%	12.3%	14.4%	17.3%	9.1%	רווחיות מאוחד
	-3.5%	-2.2%	-2.8%	8.1%		שינוי ברווחיות מאוחד
10.8%	10.4%	15.6%	6.4%			רווחיות פרופורמה
	-5.2%	9.2%				שינוי ברווחיות פרופורמה
2.5%	1.7%	3.4%				השפעת הפרופורמה

ניתן לראות כי רווחיות תפעולית במגמת ירידה (למעט 2009 שבו היה עליה משמעותית). ממוצע רווחיות תפעולית 5 שנים אחרונות הינו כ-12.4% אבל בפרופורמה כ-10.8%. ממוצע השפעת חברות הבנות (לפי הפרופורמה) הינו גידול ברווחיות התפעולית של 2.5% ולכן אם ניקח ממוצע רווחיות לשנים 2008-2011 לפני רכישת חברת הבת שהוא 13.3% בתוספת השפעת הבת של 2.5% יוצא 15.8%.

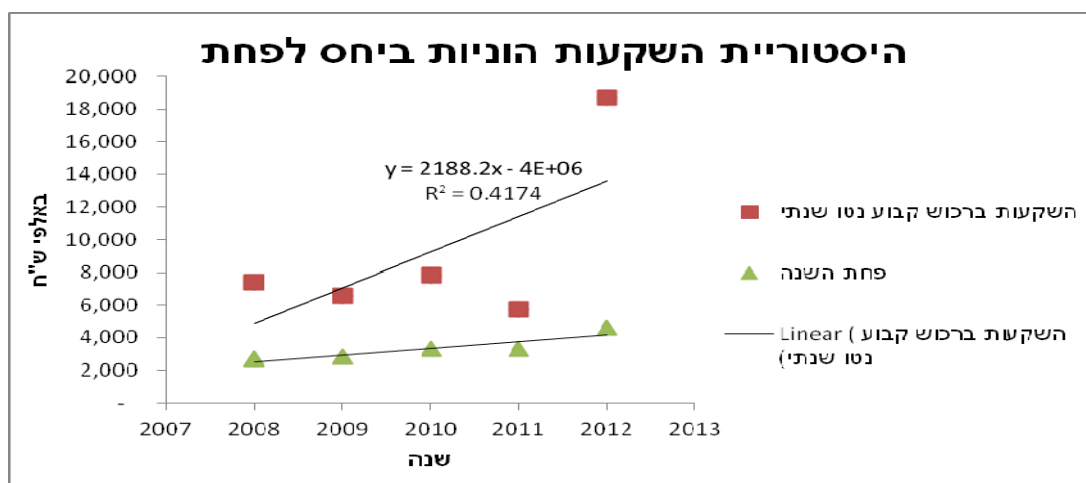
4.5 תחזית שיעור המס:

שיעור המס נקבע בהתאם לחוק לתיקון נטל המס שנחקק בדצמבר 2011, הקובע כי שיעור מס חברות יעמוד על 25%.

4.6 תחזית CAPEX:

לצורך בחינת אחוז ה-CAPEX, בחנו את אחוזי ההשקעות ההוניות מסך הכנסות בשנים האחרונות. יש לציין שלצורך כך, נוטרל השפעת רכישת הפעילות בשנת 2012 בכדי ליצור עקביות בין השנים:

ממוצע	2008	2009	2010	2011	2012	
	7,384	6,600	7,854	5,764	18,743	CAPEX
	137,846	159,400	134,458	149,536	144,562	הכנסות
6.4%	5.4%	4.1%	5.8%	3.9%	13.0%	שיעור ה-CAPEX



ניתן לראות שהחברה בעבר רוכשת אחוזי יחסי גבוה לעומת הוצ' הפחת שלה ובפרט ניתן לראות שבשנת 2012, עקב רכישת תחום הצמיגים והכללת נכסים הבלתי מוחשיים שלה (מוניטין בגין הרכישה וכן קשרי לקוחות והסכמי הפצה) הגידול הוא דרסטי. בנוסף, ניתן לראות שהחברה משמרת מדיניות של השקעת אחוזי יחסי גבוה בהשוואה להוצ' הפחת שלה לצורך ההרחבה המתמדת של פעילותה. בדוחות הקבוצה לא קיימת התייחסות של החברה לגבי השקעה עתידית ברכוש קבוע.

ממוצע	2008	2009	2010	2011	2012	
	2,738	2,832	3,320	3,291	4,602	פחת
	43,819	47,587	52,121	54,594	68,735	י.פ. רכוש קבוע
	6.3%	6.2%	6.0%	6.0%	6.7%	פחת כשיעור מי.פ. רכוש קבוע

4.7 תחזית השקעות בהון חוזר תפעולי:

ניתחנו את ההון החוזר של חברת שנפ במהלך השנים 2007 עד ל-2012 כדי לנסות למצוא מגמה מסוימת. בהתחלה ניסינו לקשר בין השינוי במכירות לבין השינוי בהון החוזר, אבל לא נמצא קשר ולכן לצורך בחינת אחוזי השינוי בהון חוזר, נסקר השינוי ההיסטורי בשנים האחרונות ונלקח ממוצע.

ממוצע	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
	93,807	77,247	92,241	77,874	87,236	182,122	הון חוזר
		(16,560)	14,994	(14,367)	9,362	94,886	שינוי בהון חוזר
	21.4%	-17.7%	19.4%	-15.6%	12.0%	108.8%	שינוי הון חוזר %

4.8 מגמת ה-ROC וכן בחירת ROC לשנה המייצגת:

מכיוון שמדובר בחברה ותיקה שנוסדה בשנת 1951 וכבר פועלת בתחום מעל 60 שנה, המדד יחסית יציב מכיוון שהיא לא בשלבי התפתחות ענקיים וכן לפי מחקר של מקינזי הממוצע של חברות לאחר שנים אבות מתכנס ל-15% שבאמת רואים שהחברה די קרובה לאחוז זה ולכן אנו ניח שהחל מהשנה המייצגת, ROC החברה יתכנס ל-17.16%, שזהו אחוז קרוב ל-15% ממחקר מקינזי.

4.9 מציאת WACC:

לצורך מציאת WACC ביצענו מספר שלבים:

1. מציאת β
2. מציאת R_e
3. מציאת WACC

השלבים:

1. מציאת β

מתוך דמודרן, מצאנו את ה- β הלא ממונפת התאימה לענף חלקי רכב. את β זה הצבנו בנוסחא הבאה כדי לחשב את ה- β הממונפת שמתאימה לחברת שנופ:

$$\beta_{\text{ממונפת}} = \beta * (1 + D/E)$$

נתון	ערך	הסבר
β לא ממונפת	1.66	נלקח מדמודרן ¹
D	84,613	מתוך המאזן התפעולי
E	168,817	מתוך המאזן התפעולי

מתקבל התוצאה: $\beta = 2.495$ ממונפת

2. מציאת R_e

השתמשנו בנוסחא הבא לצורך חישוב ה- R_e : $r_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$

נתון	ערך	הסבר
R_f	3.32%	ממוצע של אג"ח ממשלתי ל-10 שנים
β	2.495	נמצא בשלב הקודם
$E(r_m) - r_f$	7.08%	נלקח מדמודרן את פרמיית הסיכון הכולל להון למדינת ישראל (Total Equity Risk Premium) ²

מתקבל התוצאה: $R_e = 21\%$

3. מציאת WACC

השתמשנו בנוסחא הבאה לצורך חישוב ה-WACC:

$$WACC = [R_d * (1-t) * D / (D+E)] + [R_e * E / (D+E)]$$

¹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
² http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

על ידי הצבת כל הנתונים מהשלבים הקודמים, מתקבל WACC = 15%.

4.10 ניתוח רגישות שווי הפעילות

שיעור צמיחה - g									
1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	
254,480	256,165	257,927	259,771	261,703	263,729	265,856	268,093	270,447	13.00%
248,473	249,985	251,564	253,212	254,936	256,739	258,629	260,611	262,692	13.50%
242,904	244,266	245,686	247,166	248,710	250,322	252,008	253,773	255,621	14.00%
237,723	238,955	240,236	241,569	242,958	244,405	245,916	247,494	249,144	14.50%
232,889	234,006	235,165	236,370	237,152	238,928	240,287	241,703	243,181	15.00%
228,364	229,380	230,433	231,525	232,660	233,839	235,065	236,342	237,671	15.50%
224,117	225,043	226,002	226,995	228,026	229,095	230,206	231,360	232,560	16.00%
220,121	220,967	221,843	222,749	223,687	224,659	225,668	226,714	227,801	16.50%
216,352	217,127	217,928	218,756	219,613	220,500	221,418	222,370	223,357	17.00%

WACC

4.11 שווי כלכלי ראוי להון העצמי

237,152	שווי הפעילות 31.12.12
(4,147)	בתוספת נכסים עודפים
233,005	סך שווי חברה
(116,192)	בניכוי חוב פיננסי נטו
116,813	שווי הון עצמי
9.20	שווי מניה 31.12.12*

* על פי 12,694,897 מניות הנסחרות לחברה נכון ל-31.12.12.³

על פי נותני השוק ל-31.12.12, מחיר המניה לחברת שנפ עמדה על 9.08 ש"ח⁴, כלומר הפרש של 1.3% לעומת שווי המניה שיצא לנו לפי הערכת השווי בשיטת תזרימי מוזמנים חופשיים.

4.12 ניתוח רגישות שווי הון עצמי

שיעור צמיחה - g									
1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	
134,141	135,826	137,588	139,432	141,364	143,390	145,517	147,754	150,108	13.00%
128,134	129,646	131,225	132,873	134,597	136,400	138,290	140,272	142,353	13.50%
122,565	123,927	125,347	126,827	128,371	129,983	131,669	133,434	135,282	14.00%
117,384	118,616	119,897	121,230	122,619	124,066	125,577	127,155	128,805	14.50%
112,550	113,667	114,826	116,031	116,813	118,589	119,948	121,364	122,842	15.00%
108,025	109,041	110,094	111,186	112,321	113,500	114,726	116,003	117,332	15.50%
103,778	104,704	105,663	106,656	107,687	108,756	109,867	111,021	112,221	16.00%

WACC

³ ראה נספח 2.

⁴ ראה נספח 2.

99,782	100,628	101,504	102,410	103,348	104,320	105,329	106,375	107,462	16.50%
96,013	96,788	97,589	98,417	99,274	100,161	101,079	102,031	103,018	17.00%

פרק חמישי - מכפילים

5.1 חישוב המכפילים:

לצורך חישוב הערכת שווי באמצעות מכפילים השתמשנו בנתוני חברת דלק רכב שהיא חברת ההשוואה שנתוניה מייצגים את כלל הענף. לקחנו את חברת דלק רכב מכיוון שאין חברות ציבוריות בארץ נוספות מענף המצברים אז החלטנו לקחת חברה שגם מושפעת בצורה מובהקת מענף הרכב.

להלן חישוב EV של חברת ע. שני בע"מ וחברת דלק רכב בע"מ:

דלק (באלפי ₪)	שנפ (באלפי ₪)	
3,595,693	114,254	שווי שוק מניות
-	37,192	שווי שוק רכיבים הונים (מניות באוצר/קרנות הון/זשמי"ש)
2,047,270	116,192	שווי שוק חוב פיננסי נטו
27,482	(4,147)	נכסים עודפים
5,615,481	263,491	EV

להלן תוצאות המכפילים של חברת שנפ בע"מ מול חברת ההשוואה - חברת דלק רכב בע"מ וביחס למכפילים מהאתר דמודרן:

דמודרן ⁵	דלק	שנפ	
6.4	17.54	11.03	מכפיל EBITDA
	18.39	13.07	מכפיל EBITA
8.92	18.45	13.66	מכפיל EBIT
	1.36	1.19	מכפיל הכנסות
	11.72	15.38	מכפיל רווח נקי

שווי חברת שנפ בהתאם למכפילי חברת ההשוואה:

שווי החברה - לפי דמודרן (באלפי ₪)	שווי החברה - לפי דלק רכב (באלפי ₪)	
152,845	418,890	מכפיל EBITDA
	370,503	מכפיל EBITA
171,978	355,716	מכפיל EBIT
	263,407	מכפיל ההכנסות
	144,172	מכפיל הרווח הנקי

ניתן לראות שמכפיל ה- EBITDA ומכפיל ה- EBIT לפי דמודרן נותנים את התוצאה הקרובה ביותר לשווי שוק החברה, שעומד על סך של 189,154.

⁵ ראה נספח 1

כמו כן ניתן לראות כי השווי של חברת שנפ על פי מכפיל ההכנסות של חברת ההשוואה נותנת את התוצאה הקרובה ביותר לשווי החברה על פי ה- DCF. הסיבה לכך לדעתנו היא שחברת ההשוואה אינה מייצגת נאותה את כלל ענף הרכב, לעומת מכפיל דמודרן שבו ההשוואה נעשית בין 54 חברות מענף הרכב.

5.2 ניתוח פנדמנטלס:

להלן ניתוח של הפנדמנטלס המשמשים בסיס לחישוב המכפילים של חברת שנפ ושל חברת דלק רכב:

מינוף D/E - ככל שהחברה ממנופת יותר, כך המכפיל הרווח הנקי שלה מתקטן. כדי לבדוק את המינוף של החברה יש צורך בהסתכלות בין היחס של ההון והחוב של החברה. המינוף הפיננסי של שנפ הינו 50% ושל חברת ההשוואה 31.4%.

שיעור הצמיחה - נתון זה משפיע על מכפיל הרווח הנקי ועל מכפילי הרווח התפעולי, ככל שהצמיחה גבוהה יותר המכפילים יהיו גבוהים יותר. במקרה של החברות שלנו בשנים 2010-2012. חברת שנפ צמחה ב-53% לעומת חברת ההשוואה שבו הייתה ירידה בצמיחה בשנת 2010-2011 ב-25% ובשנת 2012 הייתה עלייה בצמיחה ב-11%. הסיבה לפער נובע בעיקר מצירוף עסקים של קבוצת "כסלו" שהחברה איחדה לדוחותיה בפעם הראשונה בשנת 2012.

מחיר ההון - ככל שמחיר ההון של החברה גבוה יותר, המכפיל יהיה נמוך יותר. סיכוני הענף של שתי החברות זהים, אך חברת שנפ ממונפת פחות ניתן להסיק מכאן שמחיר ההון של חברת שנפ נמוך יותר ממחיר ההון של חברות דומות במשק.

CAPEX - חברת שנפ צמחה בעיקר משני אלמנטים ראשונה על ידי רכישת קבוצת "כסלו" והשנייה על ידי רכישת רכוש קבוע. בעקבות תחרות קשה בתחום הצמיגים החליטה החברה להרחיב את ניפחה ורכשה את קבוצת "כסלו" המחזיקה בחברת "אליאנס". שוק הצמיגים לא מרבה ברכישת חברות מכיוון שלרוב מדובר בסוחרים קטנים. הרכוש קבוע גדל השנה ב-31.2% הגידול מתאים לענף ולא שונה מהגידול בשנים קודמות של החברה.

5.3 תוצאות הערכת השווי

כשמשווים בין התוצאות של חישוב התזרים החופשי בפרק 4 לבין תוצאות הערכת שווי באמצעות מכפיל הכנסות מקבלים תוצאה דומה. לעומת זאת, תוצאות הערכת השווי באמצעות מכפיל הרווח הנקי הינן נמוכות יותר. קיים קושי למתח את תוצאות ההבדלים בין כל התוצאות בשל העובדה שבביצוע הערכות שווי באמצעות מכפילים השתמשנו בנתוני חברה אחת או נתוני חברות רבות הפועלות בארצות הברית, כמייצגים את כלל הענף בארץ.

מאחר ולחברת ההשוואה יש היקף פעילות הרבה יותר גדול מחברת שגפ, אך מדדי הרווחיות שלה פחותים בהשוואה (למעט רווחיות נקי), זהו הגורם המרכזי לכך שהערכת שווי לפי מכפיל רווח גולמי או רווח תפעולי הביאה לתוצאות של שווי גבוהה מאוד לחברת שגפ לעומת תוצאות תזרים המזומנים החופשי ולעומת מכפיל הרווח הנקי.

נספח 1 – מכפילים לפי ענף על פי דמוזון

10/15/13 Damodar Online: Home Page for Aswath Damodaran

Damodar Online

- Bio and Mission
- Site Guide
- Background
- Topics
- Books & Support
- Classes & Support
- Updated Data
- Spreadsheets
- Research & Papers
- Seminar Material
- Web Casts

✉ Mail

7 people online
They can help you right now

Live Share Group

Value Multiples by Sector

Date Used: Value Line database, as of 1/7/13

Date of Analysis: Data used is as of January 2013

[Variable Definitions](#) can be obtained by clicking here

[Download Detail](#) on which companies are included in each industry


Industry Name	Number of Firms	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBITDA-adj
Advertising	32	7.77	10.40	14.93
Aerospace/Defense	46	7.42	9.18	12.11
Air Transport	36	8.00	9.32	11.82
Apparel	54	11.73	14.88	20.78
Auto Parts	54	8.40	8.92	11.84
Automotive	12	7.46	13.98	19.73
Bank	416	4.87	4.87	8.13
Bank (Midwest)	48	4.79	4.79	8.58
Beverage	38	12.74	15.88	20.40
Biotechnology	214	22.46	30.77	38.88
Building Materials	43	14.45	35.82	48.25
Cable TV	20	7.08	12.38	17.99
Chemical (Basic)	18	7.44	9.89	12.82
Chemical (Diversified)	33	8.53	11.11	14.97
Chemical (Specialty)	70	16.86	15.23	21.82
Coal	20	8.99	9.34	11.81
Computer Software	191	8.70	11.11	14.39

English | עברית

3 חיפוש סקסט

2 ביר ערך

1 חיפוש נתונים



מאיה
חניניה א. חרוב להנדסה

מישה לתיק הישיר

- נחש סמור
- מוצרים
- מסחר ומליקה
- חרישם לסמור
- חדשות ואירועים
- סטטיסטיקה
- פרסונלם וחודיכת
- תקנון וחכמיות
- אודות הבורסה

כל פור שרירות לריטת על

השקפה בבורסה

הנפקה בבורסה

חברי הבורסה

הבורסה למתדילים

מדד בסקף

ליחרות אחרות

לציוטאים

מדדי הבורסה

שוק הבורים

מוט באותר

www.schnapp.co.il

נ"ע החברה נכללים בפורדים

שנפ שוק 188,818 (15/10/2013)

עוד נ"ע איתר-סאנכ עמדר הל-סאנכ סמדיס נוספים

פרטי ביר חשך

שם	סימל	מס' י"ע	מגזר
שנפ	שנפ	1103571	סניה

מסוי נ"ע לחברה

מחיר הקופת זמן

יום נמחר אחרון חודש אחרון

3 חודשים חצי שנר

שנה שנים

5 שנים סטנדין

בחור תדירות הסמנים

יבלי גבאי חודשי שנתי

בחור מטוס להגנה

מתנאם לדי בודים והסבות לא מתנאם

שער נפילה (באמרות) ושינוי (%) שער נמך

שער פתיחה הן רשום למסחר

שער בסיס שנוי שוק (אלפי ש"ח) סא האקס *

שער גבוה פחזור מסחי(ש"ח) מקדם אקס

הצג נתונים

הנתונים זמניים

תאריך	שער נפילה מתנאם	שער נפילה (באמרות)	שינוי (%)	שער בסיס	פון רשום למסחר	שנו שוק (אלפי ש"ח)	מסחר (מסחר-ש"ח)	מחזור כחודות
17/10/2013	801.48	814.80	1.55%	900.80	12,884,897	118,135	28,228	3,851
31/12/2012	387.87	800.80	-2.82%	825	12,884,897	114,358	1,748	134
20/12/2012	811.6	826.00	0%	825	12,884,897	117,428	278	41

ישנא נתונים פהטבלה