

התמודדות ראויה במציאות מאתגרת

❖ **קצב פתיחת הסניפים החדשים בענף עוד צפוי להתגבר** - עד כה נזקף עיקר הגידול בשטחי המסחר בענף לרשתות הפרטיות. החל מהרבעון האחרון של 2010 גם שופרסל מצטרפת למגמה. שופרסל צפויה להוסיף 20% לשטחי המסחר שלה ב-5 השנים הקרובות, הרשתות הפרטיות הציבוריות רמי לוי וכמעט חנם צפויות להוסיף 5-6 סניפים כ"א בשנת 2011 והרשימה עוד ארוכה. עפ"י הערכתנו צפוי גידול של לפחות 7% במספר הסניפים בישראל (ללא סניפים קטנים כדוגמת שופרסל אקספרס) ב 2011 לבדה ומגמת הצמיחה צפויה להימשך.

❖ **תחרות המחירים מתפשטת גם לנישות הפרימיום- החודשים האחרונים מלמדים כי התחרות בענף מתמקדת בדבר אחד בלבד- ההבטחה של כל רשת להיות הזולה ביותר.** אם בעבר רוכזה התחרות בעיקר בתחום הארד דיסקאונט, הרי שכעת היא עוברת גם לנישות כמו המכירות באינטרנט והשוק האורגני, נישות שאופיינו במחירי פרמיה וברווחיות גבוהה יותר.

❖ **התוכנית האסטרטגית של שופרסל- מענה ראוי למציאות התחרותית:** התוכנית האסטרטגית שגיבשה שופרסל מוכיחה שוב כי הנהלת הרשת חושבת רחוק וכי לאחר השחיקה בנתח השוק שנרשמה ב 2010 היא הולכת לשמר את מעמדה. יחד עם זאת, עם 243 סניפים ונתח שוק של כ 36%, מקורות הצמיחה מוגבלים. הצעדים בהם נוקטת הרשת יאפשרו לצמצם את הפגיעה על רקע תנאי התחרות השוררת בשוק אך עדין, אנו מעריכים כי היא תתקשה להציג צמיחה מעבר לשולית ב-SSS החל מ 2012.

❖ **ברמת הרווחיות-** כבר היום מצליחה שופרסל להציג שיעור רווחיות מרשים ביותר ביחס לרשתות הקמעונאות בעולם. התחרות, הגדלת מרכיב ה-HD, העלייה שצפויה בשכר המינימום, כל אלו יקוזזו ע"י הצעדים האסטרטגיים שעושה הרשת בטווח הקצר והארוך. השלמת הקמת המרל"ג ב 2014 צפויה להערכתנו לאפשר לרשת להגיע לרווחיות תפעולית של 4.7% בט"א, שיעור כלל לא טריוויאלי לרשת קמעונאית, במיוחד כזו שאפשרויות הצמיחה שלה מוגבלות יחסית.

שם חברה	שיעור רווח תפעולי שנה שעברה
Kroger Co	2.6
Safeway Inc	2.9
SUPERVALU Inc	2.4
Whole Foods Market Inc	4.9
Carrefour SA	2.0
Tesco PLC	5.4
Wal-Mart Stores Inc	5.9
Average	3.7
שופרסל	4.4

❖ **הרבעון הרביעי- שופרסל צפויה לפרסם את תוצאותיה לרבעון הרביעי ב-9 לפברואר ואנו מצפים לרבעון חיובי:** לאחר יציבות שהוצגה בשלושת הרבעונים הקודמים אנו מצפים לראות צמיחה חיובית של למעלה מ 1% ב SSS לצד רווחיות תפעולית של 4.7% על רקע תקבולי סוף השנה מספקים. לאחר דיבידנד בהיקף של 200 מ' שח שחולק לפני כחודשיים אנו לא מעריכים כי ניתן לצפות לדיבידנד עם תוצאות הרבעון.

❖ **בטווח הארוך יותר-** שנת 2011 צפויה להיות שנה יחסית טובה לשופרסל- צמיחה של 4.4% במכירות בעקבות פתיחת סניפים חדשים ו SSS חיובי שיגיע בעיקר מהגדלת המכירות למ"ר בסניפי ביג המוסבים. גם הרווחיות התפעולית תשתפר כפונקציה של הצעדים שמבצעת הרשת, עליות מחיר מסוימות ועמלות הספקים בגין מהלך ההסבה. החל מ 2012, לאור התחרות ובעיקר לאור הקניבליזציה שיוצרת תוכנית הצמיחה, הרשת תתקשה להערכתנו להציג צמיחה ב SSS.

❖ **התמחור-** עדכון המודל בהתאם לתוכנית האסטרטגית ולהיקפי ההשקעה שנגזרים ממנה כ 400 מ' ב 2011 והשקעה גבוהה יותר של כ 480 מ' שתידרש להערכתנו ב 2012-2013, מובילים לעדכון מחיר היעד מ 23 שח ל 23.5 שח המשקף דיסקאונט של 11.4%.

שורה תחתונה - התוכנית האסטרטגית ממחישה שוב את מובילותה של שופרסל ועשויה להערכתנו לאפשר לרשת לקזז חלק מהותי מהשפעות התחרות הגוברת בענף. למרות שמדובר על מכפיל לא זול בו נסחרת הרשת (15.9 ל 2011), דיסקאונט של 11.5%, תשואת דיבידנד של 5% והעובדה כי לחברות תזרימיות הממוקדות בשוק הישראלי עשויה להיות עדיפות בטווח הקצר לאור ההשפעות הגיאופוליטיות הצפויות, אנו ממליצים על חשיפה לנייר לפחות במשקל שוק.

תאריך	31.1.2011
מחיר (שח)	21.13
מחיר יעד (שח)	23.5
מחיר יעד קודם (שח)	23
המלצה	ת.שוק
דיסקאונט	11.4%
שווי שוק (מ' שח)	4,586.9
שבועות 52 נ/ג	23.2/18.8
מחזור יומי ממוצע (מ' שח)	5.3
שווי שוק/הון עצמי	3.4
הון עצמי (מ' שח)	1,361
שעור מניות במסחר	31.2%
2011 P/E	15.9
2011 EV/EBITDA	7.6

גרף מניית שופרסל מול ת"א 100 חוד'



ראה נספח גילוי נאות בעמוד האחרון של סקירה זו.

טליה לויברג
03-7968973
talial@psagot.co.il

- ❖ **היקף הגידול בשטחי המסחר בעשור האחרון מביא לרוויה:** עפ"י מחקר של חברת הייעוץ צ'מנסקי בן שחר הגידול ברשתות השיווק למזון בעשור האחרון היה גבוה בהרבה מהגידול בשכר ובכוח הקניה. בעשור האחרון נוספו כ 40 אלף משקי בית חדשים, ולעומת זאת הוקמו שטחי מסחר של כ 210 אלף מ"ר. שטחי המזון באזור ת"א הציגו גידול של 33%, עלייה דומה נרשמה גם בירושלים. בחברת הייעוץ זוקפים את הסיבה למגמת ההתרחבות של הרשתות הפרטיות שהחלו בשנים האחרונות במגמה מואצת של פתיחת סניפים ברמה הכלל ארצית מול התמקדות גיאוגרפית שאפיינה אותן עד לפני 3-4 שנים.
- ❖ **פתיחה מואצת של שטחי מסחר חדשים עוד לפנינו:** אם עד כה את המקור העיקרי לגידול בשטחי המסחר בענף המזון היו הרשתות הפרטיות, בשנים הקרובות גם שופרסל מצטרפת למגמה וצפויה להגדיל את שטחי המסחר שלה ב 20% עד 2015. לכך יש להוסיף כמובן את תוכניות הצמיחה של הרשתות הפרטיות כדוגמת רמי לוי וצים הציבוריות שצפויות להוסיף 5-6 סניפים בשנה כ"א. רשת מחסני להב נרכשה לאחרונה ע"י חברת דן וצפויה להוסיף 10 סניפים והרשימה עוד ארוכה. לכך יש להוסיף את תוכניות המשביר לצרכן לחנוך את רשת המזון קוסט 365 עם 20 סניפים ב- 2012 ואת התוכניות של דור אלון להמשך השקעה בפתיחת אלונות גדולות יותר במושבים. לאור ריבוי הרשתות הפרטיות קיים קושי לאמוד במדויק את קצב הצמיחה הצפוי בהיקף שטחי המסחר. על סמך המידע שכן הצלחנו לאסוף, מספר הסופרמרקטים (לא כולל סניפי שופרסל אקספרס) צפוי לגדול ב 2011 בכ -7% לפחות.
- ❖ **תחרות המחירים עוברת מהארד דיסקאונט גם לתחומי "פרימיום":** אם עד לאחרונה התמקדה תחרות המחירים ברשתות ההארד דיסקאונט, כעת ההבטחה למכור בזול עוברת גם לפורמטים אחרים, פורמטים שאופיינו במחירים וברווחיות גבוהה יותר. רמו לוי עובד בימים אלו על פיילוט לאתר האינטרנט מתוך הבטחה כי כ 95% מהמחירים יהיו זהים למחירים בסניפיו. כניסתו הצפויה לתחום, למרות שמדובר על פיילוט באזור מצומצם מאוד, כבר הובילה לתגובת נגד מצד שופרסל ורובע בצורה של מבצעים, הוזלות מחירים ומשלוחים חינם מעל סכום הזמנה מסוים. גם בתחום האורגני שעדין מהווה כ-1% בלבד משוק המזון התחרות צפויה להתגבר-שופרסל, קו אופ ירושלים ואפילו רמי לוי שמזוהה עם HD הודיעו על כניסה לתחום זה.
- ❖ **תוצאת התחרות ב 2010: אובדן נתח שוק של הרשתות הגדולות וירידה במחירים שנרשמה בענף:** עפ"י נתוני סטורנקסט שוק מוצרי הצריכה השוטפת הציג ב 2010 צמיחה של 3.7%. הנתון המעניין הוא כי למרות הצמיחה הכלכלית שאפיינה את המשק, נרשמו בפועל ירידות מחירים כך שמדד המחירים של סטורנקסט לשוק ירד במהלך השנה ב 1.3%. באשר לנתחי השוק ניכרת ירידה בנתח השוק של שתי הרשתות הגדולות שופרסל ורובע הן בפורמט השכונתי והן בפורמט הדיסקאונט. בתחום הדיסקאונט ירד נתח השוק המצרפי שלהן מ 31.9% ב 2009 ל 30.3% ב 2010, ירידה של 5% למרות ההשקעה השיווקית בשופרסל דיל ומגה בול שאפיינה את השנה. בפורמט השכונתי נרשמה ירידה מצרפית של כ 4.5%. מי שרשם התחזקות השנה הן כמובן הרשתות הפרטיות שהגיעו ל 29.7%, גידול של 7.5%.
- ❖ **המענה של שופרסל: "שופרסל 2015 – אסטרטגיה לצמיחה מואצת".** לאחר ירידה של -1% ב 1.5% בנתח השוק של הרשת במהלך 2010 וצמיחה כוללת של 0.5% בלבד בתשעת החודשים הראשונים של 2010, חשפה שופרסל בסוף דצמבר את האסטרטגיה לחמשת השנים הבאות:
- 1. **גם שופרסל תגדיל את שטחי המסחר שלה-** לאחר שמסוף 2007 ועד לרבעון השלישי של 2010 הוסיפה שופרסל 15 סניפים בלבד, תגדיל הרשת את שטחי המסחר שלה עד שנת 2015 ב 20%, 100 א' מ"ר. במהלך הרבעון הרביעי של 2010 והרבעון הראשון של 2011 תפתח הרשת כ 20 א' מ"ר חדשים ולאחר מכן תציג קצב פתיחה שנתי דומה. אין ספק כי להבדיל מהרשתות הקטנות יותר, תוספת שנתית של 4%-5% לשטחי המסחר בשופרסל תוביל לקניבליזציה בסניפים קיימים, תופעה עליה דיווחה לא פעם גם רשת הרובע הכחול בתוצאותיה.
- 2. **המיקוד עובר להארד דיסקאונט-** במהלך הרבעון הראשון הסבה הרשת את 32 סניפי שופרסל ביג לשופרסל דיל שכולל כעת 75 חנויות. לאחר השלמת ההסבה 90% מהאוכלוסייה נמצאת במרחק של 10 דקות נסיעה מסניף דיל. בפילוטם שערכה הרשת הביאה ההסבה לגידול של 25%-30% במכירות הסניפים ואין לנו ספק כי המהלך כולו יביא לגידול, אם כי בשיעורים נמוכים מרמות אלו לאור התחרות בענף תוך שהוא יביא לפתיחת מוקדי תחרות חדשים. מנגד, יש לזכור כי מדובר על מעבר לפורמט המאופיין במחירים הנמוכים בכ 15%-10% וכנגזר ברווחיות גולמית נמוכה יותר כך שסה"כ צפויה הרשת לשמר את שיעורי הרווחיות בסניפים אלו.
- 3. **כניסה לתחום הבריאות- הרשת תקים מתחמי Green ב 20 מסניפי שופרסל דיל עד סוף 2011.** המתחמים יציעו הוזלה של 30%-10% ביחס למחירים הנהוגים בשוק היום.
- 4. **הרחבת הפורמט שופרסל אקספרס ל 100 חנויות עד 2015 (13 כיום), בעיקר באמצעות זכינים.**
- 5. **השקת אתר אינטרנט חדש ברבעון השני של 2011 במטרה להכפיל את המכירות בשופרסל ישייר עד 2015.**

אנו רואים בחיוב את יכולתה של שופרסל להתאים את עצמה לתנאי שוק משתנים ולשמור על מעמדה המוביל. יחד עם זאת, להערכתנו צעדים אלה יאפשרו למעשה לצמצם את הפגיעה ברשת על רקע תנאי התחרות השוררת בשוק ולא יצליחו להביא למצב של צמיחה חיובית מהותית ב SSS מעבר ל 2011, כאשר שטחי המסחר החדשים של הרשת יחלו לנגוס במכירות הקיימות.

לקראת הרבעון הרביעי- שופרסל צפויה לדווח על תוצאותיה לרבעון הרביעי במחצית הראשונה של פברואר. סה"כ לאחר שלושה רבעונים פושרים יחסית מבחינת התוצאות, צפויה הרשת להערכתנו להציג שיפור- הן ברמת שיעור הצמיחה והן ברמת הרווחיות התפעולית:

2010E	Q4 2010E	Q3 2010A	2009	Q4 09	קמעונאות
11.072	2.777	2.875	10.984	2.732	מכירות קמעונאיות
0.8%	1.6%	0.3%	0.8%	1.83%	שיעור צמיחה
11.130	2.791	2.891	11.041	2.746	סה"כ הנוסות
0.8%	1.6%	0.4%	0.7%	1.82%	שיעור צמיחה
3.001	755	778	2.874	733	רווח גולמי
26.96%	27.05%	26.91%	26.0%	26.7%	שיעור רווחיות גולמית
502	132	127	494	112	רווח תפעולי לפני שערור
4.51%	4.73%	4.4%	4.47%	4.08%	שיעור רווחיות תפעולית
1.6%	17.8%	0.8%	-13.3%	-15.2%	שיעור צמיחה
317	72	70	322	63	רווח נקי
2.8%	2.6%	2.4%	2.9%	2.3%	שיעור רווחיות נקי
1.49	0.34	0.34	1.56	0.30	רווח לפני כדילול מלא

❖ **הכנסות-** לאחר צמיחה של 0.5% בלבד במכירות הרשת בתשעת החודשים הראשונים של 2010, ברבעון הרביעי אנו מצפים לקצב צמיחה גבוה יותר של 1.6%. מול מבצעים חדים מאוד שאפיינו את סוף השנה ברשתות, מדד המזון של הלמ"ס רשם במהלך הרבעון התחזקות חדה של 4.7%. עלייה זו, מבצעים ברשת, ירידה בנתח השוק עליה דווח ברבעונים הקודמים ופתיחתם של כ 10 'א' מ"ר חדשים במהלך הרבעון צפויים להביא כולם להערכתנו לצמיחה של כ 1.6%, כ 1.3% מתוכה ב SSS.

❖ **רווחיות-** נזכיר כי הרבעון הרביעי הינו הרבעון החזק של רשתות השיווק שנהגות בו מהבונוס השנתי לספקים שמקפיץ את הרווחיות הגולמית. למרות העדר צמיחה מהותית במהלך 2010 אנו מעריכים כי שופרסל תהנה גם השנה מבונוס מספקיה מה שצפוי להביא לרווחיות גולמית גבוהה של כ 27.05% ולא נופתע אם השיעור אף יהיה גבוה יותר לאחר רווחיות גולמית של 26.9% שרשמה הרשת ברבעון השלישי. הוצאות המכירה והשיווק צפויות להמשיך להיות גבוהות אך להערכתנו סך ההשקעה השיווקית של הרשת ירדה ברבעון הרביעי ביחס לקודמו, מה שעשוי להביא לרווחיות תפעולית של 4.7%. למרות שמדובר על צמיחה של כ 18% שצפויה על ידינו ביחס לרבעון המקביל יש לזכור כי Q4 2009 היה רבעון חלש מאוד עם מרווח תפעולי של 4.1% למרות בונוסי סוף השנה.

❖ **הרווח הנקי צפוי להסתכם ב 72 מ' שח.**

עדכון המודל בעקבות התוכנית החדשה:

❖ **ברמת המכירות-** אין ספק כי התוכנית החדשה של הרשת הכוללת הגדלה של שטחי מסחר, הגדלת המכירות למ"ר באמצעות הסבת הפורמט ביג לדיל ופתיחת מתחמי בריאות בסניפים קיימים וכוונה להכפלת המכירות לאינטרנט עד 2015 טומנת פוטנציאל לצמיחה. יחד עם זאת, לא ניתן להתעלם מהתחרות שקיימת כבר כיום שהובילה לשחיקה של 1.5%-1% בנתח השוק של הרשת בשנה האחרונה ולירידת מחירים בקרב הרשתות כבר ב 2010. זאת, עם צפי אף להגברת הלחצים התחרותיים בעקבות תוכניות הצמיחה של הענף. לכך יש להוסיף את העובדה כי לשופרסל 243 סניפים כבר כיום כך שתוכנית הצמיחה תביא בהכרח לקניבליזציה במכירות הסניפים הקיימים שלה. סה"כ אנו מעריכים כי לאחר שנה של קיפאון במכירותיה ב 2010, ב 2011 תצליח הרשת להציג צמיחה של 4.4%, שיעור שילך וירד לאורך השנים עד לרמה של 1.5% בשנת 2016 אותה אנו רואים כמייצגת.

❖ **ברמת הרווחיות-** מספר השפעות מנוגדות, ישפיעו על שיעורי הרווחיות החל מ 2011:

בצד החיובי- המשך צמיחתו של המותג הפרטי שכבר עומד על כ 12% ממכירות הרשת, כוונה להמשך צמיחת המכירות באינטרנט שמאופיינות בשיעור רווחיות גולמית גבוהה יותר (אם כי מהוות עדיין אחוזים בודדים מהמכירות), המשך פיתוח פורמט אקספרס הנהנה גם הוא מפרמיה והשלמת המעבר לסדרנות עצמית (למעט בתחום החלב והמשקאות) ב 2010 צפויים לתרום כולם לשיעור הרווחיות הגולמית. לכך יש להוסיף את הערכתנו כי ב 2011 נצליח לראות חלק מעליות המחירים של יצרני המזון גם בתוצאות הרשתות לאחר ירידת מחירים של כ 1.3% בענף ב 2010.

ובצד השלילי- הסבת 32 סניפי שופרסל ביג לדיל תביא במייד לירידה של 15%-10% במחירי המוצרים בסניפים אלו (על נפח מכירות גבוה יותר) ולשחיקת המרווח הגולמי. זאת, כמובן למעט הרבעון הראשון של 2011 בו תהנה הרשת מעמלות הסבה מספקים בגין המהלך. לכך יש להוסיף כמובן את הלחצים התחרותיים שמתמקדים היום בזירה אחת בלבד- המחיר. השפעה מהותית נוספת על הענף טמונה בכוונה להגדלת שכר המינימום במשק: בהקשר לשכר המינימום מדווחת הרשת כי עלייה של כל 1% בשכר המינימום צפויה לקבל ביטוי בתוספת של 6 מ' שח להוצאותיה. יחד עם זאת, אין ספק כי עלייה כזו תגולגל בצורה של העלאת מחירים תוך תקופה קצרה.

פסגות ניירות עדך בע"מ

בסה"כ כפונקציה של התחרות וגידול מרכיב ה HD בתמהיל המכירות אנו צופים שחיקה בשיעור הרווחיות הגולמית עד שנת 2013, שחיקה שהייתה מהותית הרבה יותר בלא התוכנית האסטרטגית של הרשת. החל מ 2014 בה תושלם הקמתו של המרל"ג החדש אנו בהחלט מצפים כי הוא יתרום להתאוששות מסוימת במרווח. ברמת הרווחיות התפעולית- התחרות צפויה לתמוך בהמשך השקעות גבוהות במכירה ושיווק כאשר המעבר מביג לדיל יקוז מעט.

אנו ממשיכים לגלם שיפור הרווחיות התפעולית של הרשת משיעור של 4.5% הצפוי על ידינו בשנת 2010 לשיעור של 4.75% בשנה המייצגת. שיעור כלל לא טריוויאלי לרשת שיווק גדולה גם בהסתכלות בינלאומית.

❖ **השקעות-** הנהלת הרשת מדווחת כי התוכנית האסטרטגית תביא להשקעות של 400 מ' שח ב 2011. בשנים 2012-2013 כפונקציה של פתיחת 20 א' מ"ר חדשים כל שנה והשלמת בניית המרל"ג, צפוי היקף ההשקעות לעמוד להערכתנו על סכום גבוה יותר של כ 480 מ' שח.

❖ **דיבידנד-** למרות העדר מדיניות דיבידנד ולמרות היקפי ההשקעה שצפויה לבצע הרשת בשלושת השנים הקרובות אנו מעריכים כי ניתן להמשיך ולצפות כאן לתשואת דיבידנד שנתית של כ- 5% גם ב 2011.

להלן המודל המעודכן:

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010E	Q4 2010E	Q3 2010A	Q2 2010A	Q1 2010A	2009	2008	2007	קמעונאות
13.394	13.196	12.833	12.436	12.009	11.554	11.072	2.777	2.875	2.670	2.750	10.984	10.897	9.861	ניירות קמעונאיות
1.5%	2.8%	3.2%	3.6%	3.9%	4.4%	0.8%	1.6%	0.3%	-3.6%	5.0%	0.8%	10.5%	10.1%	שיעור צמיחה
13.460	13.261	12.897	12.499	12.070	11.614	11.130	2.791	2.891	2.683	2.765	11.041	10.962	9.935	סה"כ הנוסות
1.5%	2.8%	3.2%	3.6%	3.9%	4.3%	0.8%	1.6%	0.4%	-3.6%	5.1%	0.7%	10.3%	10.1%	שיעור צמיחה
3.601	3.541	3.437	3.319	3.217	3.113	3.001	755	778	740	728	2,874	2,955	2,643	רווח גולמי
26.75%	26.70%	26.65%	26.55%	26.65%	26.80%	26.96%	27.05%	26.91%	27.58%	26.33%	26.0%	27.0%	26.60%	שיעור רווחיות בולמית
2,800	2,758	2,683	2,606	2,517	2,427	2,357	586	619	571	581	2,266	2,243	2,062	מכירה ושיווק
20.80%	20.80%	20.80%	20.85%	20.85%	20.90%	21.18%	21.0%	21.4%	21.3%	21.0%	20.52%	20.5%	20.8%	שיעור מהמחזור
1.50%	2.82%	2.94%	3.56%	3.68%	2.97%	4.0%	-1.0%	5.3%	4.2%	8.0%	1.03%	8.8%	4.0%	שיעור צמיחה
164.9	162.4	158.0	153.1	150.9	145.2	142.0	37	32	41	32	114.0	142.0	146	הנהלה וכלליות
1.23%	1.23%	1.23%	1.23%	1.25%	1.25%	1.28%	1.2%	1.1%	1.53%	1.16%	1.03%	1.30%	1.47%	שיעור מהמחזור
636	620	596	559	549	540	502	132	127	128	115	494	570	435	רווח תפעולי לפני שערור
4.72%	4.67%	4.62%	4.48%	4.55%	4.65%	4.51%	4.73%	4.4%	4.8%	4.16%	4.47%	5.20%	4.4%	שיעור רווחיות תפעולית
2.6%	3.9%	6.6%	1.8%	1.7%	7.6%	1.6%	17.8%	0.8%	-3.8%	7.5%	-13.3%	31.0%	54.8%	שיעור צמיחה
0	0	0	0	0	0	41.0	0.0	1.0	40.0	0.0	3.0	45.0	18	עליה בשווי נדל" להשקעה
636	620	596	559	549	540	541	132	128	167	114	496	512	456	רווח תפעולי כולל שערור
4.72%	4.67%	4.62%	4.48%	4.55%	4.65%	4.66%	4.7%	4.4%	6.2%	4.1%	4.5%	4.7%	4.6%	שיעור רווחיות תפעולית
121.7	121.7	121.7	121.7	127.9	134.1	128	36	38	32	22	62	204	103	הוצ מימן
514	498	475	438	421	406	413	96	90	135	92	433	300	345	רווח לפני מס על הנוסות
103	100	100	96	97	97	95	24	19	31	21	110	18	108	מסים על הנוסות
20.0%	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	23.0%	25.0%	21.1%	23.0%	22.8%	25.4%	6.0%	31.3%	שיעור מס
411	398	375	341	324	309	318	72	71	104	71	323	282	237	רווח לאחר מס
-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	-1	0	0	-1	0	1	חלק המימון
410	397	374	340	323	308	317	72	70	104	71	322	282	236	רווח נקי
3.0%	3.0%	2.9%	2.7%	2.7%	2.6%	2.8%	2.6%	2.4%	3.9%	2.6%	2.9%	2.6%	2.4%	שיעור רווחיות נקייה
3.2%	6.3%	9.9%	5.2%	5.2%	-2.9%	-1.7%	14.0%	12.9%	8.1%	-17.4%	14.2%	19.5%	93.4%	שיעור צמיחה ברשת
1.97	1.91	1.79	1.63	1.55	1.47	1.52	0.34	0.34	0.50	0.34	1.56	1.37	1.15	רווח לזמינה בדילול מלא
2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010E	Q4 2010E	Q3 2010A	Q2 2010	Q1 2010A	2009	2008	2007	קמעונאות-DCF
611	596	573	536	527	518	481	127	120	125	109	477	546	400	רווח תפעולי קמעונאי
4.57%	4.52%	4.47%	4.31%	4.39%	4.49%	4.34%	4.6%	4.2%	4.7%	4.0%	4.34%	5.01%	4.06%	שיעור רווחיות תפעולית קמעונאי
268	261	253	245	237	228	220	58	56	53	53	219	236	238	פחת
879	857	826	781	763	746	701	185	176	178	162	696	758	611	EBITDA קמעונאות
6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.4%	6.5%	6.3%	6.6%	6.1%	6.7%	5.9%	6.3%	7.0%	6.2%	שיעור EBITDA קמעונאית
268	275	288	480	480	400	320	84	71	44	121	190	357	179	CAPEX
0.0	-12.7	-45.0	-13.9	-14.8	-41.6	-149.9	35	-98	105	-192	-88.0	106	-120	השקעה בחוז חוזר
611	595	583	315	298	388	531	66	203	29	233	594	295	552	מסים לפני מס
103	87	87	84	84	85	36	20.8	19.0	-18.0	14.0	85	132	56	מס
509	508	496	232	214	303	495	45	184	47	219	509	163	496	FCF

9.5%	9.3%	9.00%	8.75%	8.5%	8.3%	8.0%	23.5	סיכום הערכת שווי:
19.1	19.9	20.7	21.5	22.5	23.4	24.5	0.75%	שווי תפעולי
19.6	20.4	21.3	22.2	23.1	24.2	25.3	1.00%	חוב פיננסי, נטו(כולל אופציות)
20.2	21.0	21.9	22.8	23.8	24.9	26.1	1.25%	נדל"ן להשקעה
20.7	21.6	22.5	23.5	24.6	25.8	27.0	1.50%	סה"כ שווי כלכלי
21.3	22.2	23.2	24.3	25.4	26.7	28.0	1.75%	שווי שוק
21.9	22.9	24.0	25.1	26.3	27.6	29.1	2.00%	מחיר למניה בדילול מלא
22.6	23.7	24.8	26.0	27.3	28.7	30.2	2.25%	מחיר מניה בשוק
								שיעור דיסקאונט

P/E		EV/EBITDA		שם חברה
2012	2011	2012	2011	
11.17	12.23	5.2	5.5	Kroger Co/The
12.1	13.6	5.1	5.3	Safeway Inc
6.5	5.9	4.7	4.6	SUPERVALU Inc
26.9	30.5	10.2	11.4	Whole Foods Market I
13.0	15.9	6.6	7.3	Carrefour SA
11.0	12.3	7.2	7.9	Tesco PLC
13.7	16.7	6.2	6.9	Metro AG
12.9	14.2	7.2	7.6	Wal-Mart Stores Inc
13.4	15.2	6.5	7.1	מוצע
15.2	15.9	7.4	7.6	שופרל
11.1	14.3	6.5	8.2	רמי לוי
12.0	14.3	6.6	6.9	אלון רבוע כחול

מחלקת מחקר sell side

טל שיריזלי אנרגיה, תעשייה ומסחר וטכנולוגיה. 03-7968683 talsh@psagot.co.il	נעם פינקו חברות אחזקה, נדל"ן. 03-7968818 noamp@psagot.co.il	טליה לויברג תקשורת, רשתות שיווק, מזון 03-7968973 talial@psagot.co.il	לימור גרובר מנהלת מחקר כימיה ופרמצבטיקה. 03-7968868 lilmorg@psagot.co.il
		אביעד שימון	אהוד ניר בנקים 03-7968688 ehudn@psagot.co.il
		073-7925331 aviads@psagot.co.il	

מחלקת ברוקראג'

ברק שמידט 03-7968828 baraks@psagot.co.il	עידו אמירליו מנהל דסק מניות מקומיים 03-7968831 idoam@psagot.co.il	עדי אולסקר מנהל מחלקה 03-5114705 adio@psagot.co.il
זק הרצוג 03-7968825 zachh@psagot.co.il	גיל שילה 03-5114710 gilsh@psagot.co.il	יואל קירש 03-7968917 joelk@psagot.co.il
		עוזי דר מנהל דסק אג"ח 03-5114703 uzid@psagot.co.il
		פלי שביב 03-7968922 pellys@psagot.co.il
		דוד רשלבך 073-7925360 davidr@psagot.co.il
		נמרוד מריאן 03-5114741 nimrodm@psagot.co.il

הערות וביאורים לגבי הדו"ח.

מחיר היעד מתייחס ל- 12 החודשים הקרובים.

סולם המלצות

קנייה חזקה (Strong Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית וחריגה על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

קנייה (Buy) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת משמעותית על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת יתר (Outperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה עודפת על תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת שוק (Marketperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואה דומה לתשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

תשואת חסר (Underperform) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים.

מכור (Sell) – להערכתנו, המניה צפויה להניב תשואת חסר לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הקרובים וקיים אף חשש לאובדן השקעה.

קנייה ספקולטיבית (Speculative Buy) – המניה עשויה להניב תשואה עודפת לעומת תשואת השוק ב-12 החודשים הבאים באם תתקיים התפתחות תלויה

Disclaimer

דוח זה הינו רכוש של פסגות נירות ערך בע"מ ("להלן - "פסגות"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן ו/או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את הדוח, ו/או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור מראש. הדוח מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו על ידי פסגות ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן - "החברות") בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין פסגות ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. פסגות לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. ייתכן שבמועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות נירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו או מחזיקים או עשויים להחזיק בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. ייתכן שפסגות נירות ערך בע"מ קיבלה או מקבלת במהלך 12 החודשים האחרונים וייתכן שהיא צפויה לקבל, לאחר מועד הפרסום של עבודת האנליזה, תגמול בהיקף מהותי מקבוצת חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. ייתכן שמועד פרסום עבודת האנליזה בעל השליטה בפסגות נירות ערך בע"מ החזיק או מחזיק או עשוי להחזיק החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המוזכרות בעבודה. אין לראות בדוח זה שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם. אין להעביר דוח זה לצד ג' כלשהו.

פסגות נירות ערך בע"מ

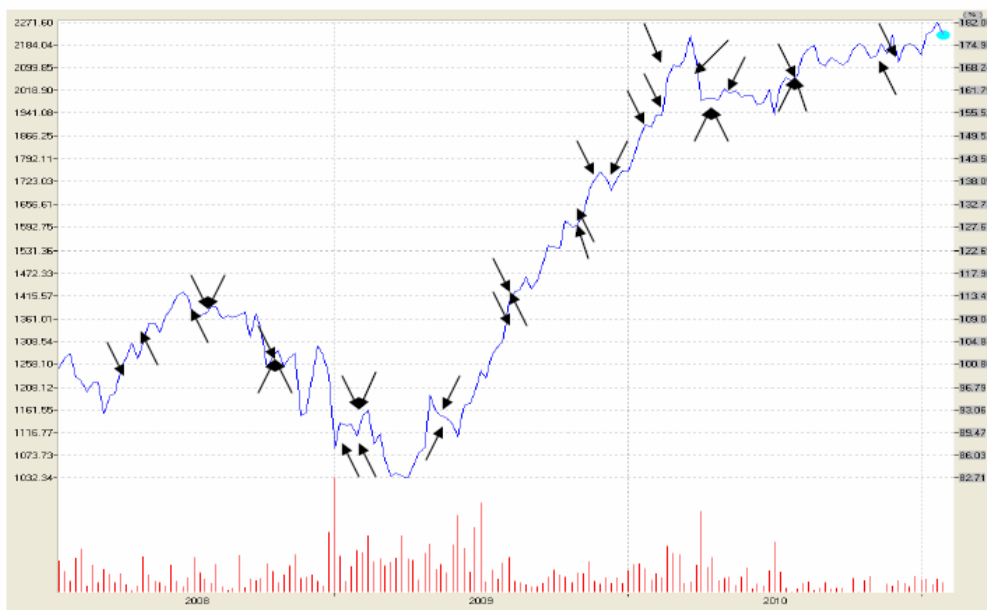
מקבוצת פסגות בית השקעות ← גמל והשתלמות / קרנות נאמנות / ניהול תיקי השקעות / תעודות סל / ברוקראג' ושירותי מחקר
← רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142 / טלפון 03-7968900 / פקס 03-7968899 ← www.psagot.co.il

נספח גילוי נאות:

שם בעל הרישיון: טליה לויברג
מספר הרישיון: 9297
כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142
פרטי השכלה: אקדמאית
נסיון: מעל שנתיים בשוק ההון וארבע שנים בתחום האשראי.

שם התאגיד: פסגות ניירות ערך בע"מ
כתובת: רחוב אחד העם 14 תל אביב 65142
טל: 03-7968888

במועד פרסום עבודת האנליזה, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פסגות ניירות ערך בע"מ" ו/או תאגיד קשור אליה החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברות המוזכרות בעבודה.



ציר ימין – אחוז שינוי במחיר המניה, ציר שמאל – מחיר המניה.

הערה: גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות לא מתואמות רטרואקטיבית אלא מתייחסות למצב כפי שהיה בעת ההמלצה.

שם האנליסט	תאריך ההמלצה	ההמלצה	מחיר היעד	מחיר המניה ביום ההמלצה
אהוד ניר	14/11/2010	marketperform	₪23.90	₪22.55
אהוד ניר	08/11/2010	marketperform	₪23.90	₪22.71
טליה לויברג	29/07/2010	outperform	₪23.80	₪21.95
טליה לויברג	26/07/2010	outperform	₪23.80	₪22.00
טליה לויברג	03/05/2010	outperform	₪24.50	₪22.00
טליה לויברג	28/04/2010	marketperform	₪23.10	₪22.50
טליה לויברג	26/04/2010	marketperform	₪23.10	₪22.57
טליה לויברג	01/04/2010	marketperform	₪23.10	₪21.79
טליה לויברג	22/02/2010	marketperform	₪23.10	₪22.90
טליה לויברג	10/02/2010	marketperform	₪22.60	₪20.75
טליה לויברג	21/01/2010	marketperform	₪22.60	₪21.65
טליה לויברג	07/12/2009	outperform	₪21.50	₪18.94
טליה לויברג	01/12/2009	outperform	₪21.50	₪13.90
טליה לויברג	28/10/2009	outperform	₪20.00	₪17.70
טליה לויברג	26/10/2009	outperform	₪19.00	₪17.59
טליה לויברג	10/08/2009	outperform	₪19.70	₪16.58
טליה לויברג	05/08/2009	marketperform	₪18.70	₪15.97
טליה לויברג	28/07/2009	marketperform	₪17.40	₪15.29
טליה לויברג	26/07/2009	marketperform	₪16.20	₪14.85
טליה לויברג	14/05/2009	marketperform	₪16.20	₪13.13
טליה לויברג	07/05/2009	marketperform	₪16.20	₪13.40
טליה לויברג	11/02/2009	marketperform	₪16.70	₪12.88
טליה לויברג	09/02/2009	buy	₪18.00	₪13.48
טליה לויברג	04/02/2009	buy	₪18.00	₪13.60
טליה לויברג	01/01/2009	buy	₪18.00	₪12.70
טליה לויברג	05/11/2008	buy	₪21.00	₪16.40
טליה לויברג	02/11/2008	buy	₪21.00	₪15.50
טליה לויברג	15/10/2008	buy	₪22.00	₪15.30
טליה לויברג	06/08/2008	buy	₪22.50	₪17.60
טליה לויברג	04/08/2008	buy	₪21.20	₪17.90
טליה לויברג	28/07/2008	buy	₪21.20	₪17.40
טליה לויברג	11/05/2008	buy	₪22.50	₪17.99
טליה לויברג	13/04/2008	buy	₪21.60	₪16.90

שיטות הערכה בהן נעשה שימוש לצורך חישוב מחיר היעד:

DCF

סיכונים שונים אשר עשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

DCF: שינוי בריבית במשק, תוצאות עסקיות שונות מהתחזית

אני, טליה לויברג, בעל רישיון מספר 9297, מצהיר/ה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

קרובי לא מחזיקים בניירות הערך של התאגיד הנסקר ו/או בניירות ערך של תאגיד השולט בתאגיד הנסקר ואשר עסקי התאגיד הנסקר מהותיים עבורו ו/או בניירות ערך של תאגיד שמהווה החזקה מהותית של התאגיד הנסקר ו/או בנכס פיננסי שנכס הבסיס בו הוא נייר ערך של התאגיד כאמור.

מועד עריכת ופרסום העבודה: 31.01.2011.

טליה לויברג

חתימה