

קורס הערכת שווי חברות

האוניברסיטה העברית – ירושלים

עבודה להגשה

הערכת שווי חברת דלק מערכות רכב בע"מ

ל- 31 בדצמבר 2011



L I N C O L N

דלק מוטורס

מגישים:

- אריאל ינאי
- רועי תורג'מן
- רועי ציילר
- גל הלר

תמצית מנהלים

- זוהי תמצית המנהלים של ניתוח דוחותיה הכספיים והערכת השווי של חברת "דלק מערכות רכב בע"מ". העבודה נערכה במסגרת הקורס הערכת שווי חברות באוניברסיטה העברית 2012-2013.
- החברה פועלת באמצעות חברות ותאגידים אחרים בבעלותה, כיבואנית כלי רכב וחלקי חילוף לרכב. קבוצת דלק רכב עוסקת ביבוא, הפצה ומכירה של כלי רכב, אביזרים וחלקי חילוף מתוצרת מאזדה ופורד בישראל. בנוסף, מחזיקה קבוצת דלק רכב בזיכיון להפצת כלי רכב, אביזרים וחלקי חילוף מתוצרת לינקולן בישראל ואולם נכון לפברואר 2010 אין הקבוצה מוכרת כלי רכב וחלקי חילוף כאמור. כמו כן, מפעילה קבוצת דלק רכב מוסך מרכזי לשם מתן שירותי אחזקה ותיקונים ללקוחותיה, וכן נותנת שירותי תמיכה והדרכה לרשת הסוכנים והמוסכים המורשים של מכוניות מאזדה ופורד ברחבי הארץ.
- כחברה הפועלת בתחום המאופיין ברגולציה ותחרות רבה וכן בשל נתח השוק הגבוה יחסית אותו כבר השיגה החברה עומדים בפני החברה אתגרים רבים ואפשרויות צמיחה מוגבלות.
- בשנת 2011 גדל החוב הפיננסי נטו בכמעט 30% וזאת בעיקר בשל גידול של יותר מ-100% באשראי מבנקים, שקוזז באופן חלקי בלבד בגידול במזומן.
- בשנת 2011 סבלה החברה מצמיחה שלילית משמעותית במכירות ובתוצאותיה הכספיות בעיקר בשל התחזקות הין מחד אל מול החלשות מטבע המקור אצל המתחרים. בנוסף, בשנת 2011 הציעה החברה דגמים ותיקים יחסית של מותגיה, מאזדה ופורד, וזאת בעוד המתחרים מכרו דגמים חדישים ומעודכנים יותר.
- 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 שוויה הראוי של החברה.
- מתוצאות ה-DCF התקבל פער של 2%(פער נמוך יחסית) בין הערכת השווי שביצענו לבין שווי החברה כפי שהשוק מתמחר אותה.
- בנוסף, סקרנו את נתוניה של חברה מתחרה "קרסו מוטורס בע"מ" בכדי לערוך השוואה בין תוצאות שתי החברות. חברת ההשוואה ייצגה עבורנו את כלל השוק אף על פי שרצוי להתייחס למגוון רחב יותר של חברות בכדי לאמוד את נתוני השוק (בישראל השוק הוא קטן יחסית ופועלות בו שתי חברות ציבוריות בלבד). כמו כן השתמשנו בחברת קרסו מוטורס בכדי לבצע הערכת שווי באמצעות מכפילים. את המכפילים שביססנו על פי דוחותיה

הכספיים של חברת קרסו תיאמנו לחברת דלק רכב 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 המתואם קיים פער של כ- 30% (בפרמיה) בין שווי השוק של החברה לבין הערכת השווי.
- לעומת זאת, התקבל פער גבוה יותר של 57% (בדיסקאונט) כשהשתמשנו במכפיל הרווח התפעולי המתואם.
- קשה להסביר את הפערים בין תוצאות הערכת השווי בעיקר בשל העובדה שבביצוע שיטת המכפילים השתמשנו בנתוני חברה אחת כמייצגת את הענף כולו.

6	פרק 1: פרופיל החברה
6	1.1 תיאור הפעילות העסקית
8	1.2 תיאור מבנה הבעלות ונתוני השוק
10	פרק 2: ניתוח נתונים היסטוריים
10	2.1 תמצית מאזן תפעולי
10	2.2 מנוף פיננסי
11	2.3 דוח רווח והפסד
11	2.4 טבלת רווחיות
13	2.5 ניתוח Capex
14	2.6 חישוב ROC וטבלת "מורנינגסטאר"
14	2.7 ניתוח הון חוזר
15	2.8 פירוק ROC לחמישה רכיבים
18	פרק 3: ניתוח חפיר
18	3.1 חמשת הכוחות של פורטר
19	3.2 רוחב חפיר
20	פרק 4: הערכת שווי בשיטת DCF
20	4.1 טבלת DCF
20	4.2 בחירת שיעור רווחיות תפעולית
21	4.3 ניתוח מכירות ושיעור צמיחה
22	4.4 תחזית CAPEX
22	4.5 בחירת שיעורי המס
23	4.6 תחזית הון חוזר
23	4.7 מציאת WACC
24	4.8 בחירת RR, ROC שנה טרמנילית
24	4.9 שווי כלכלי ראוי להון העצמי
25	4.10 טבלת רגישות Wacc ושיעור צמיחה
26	פרק 5 : הערכת שווי בשיטת המכפילים
26	6.1 חישוב המכפילים לפי חברת "קרוסו מוטורס"
27	6.2 פנדמנטלס
27	6.3 תוצאות הערכת השווי

1. פרק ראשון - פרופיל חברה

1.1 תאור הפעילות העסקית

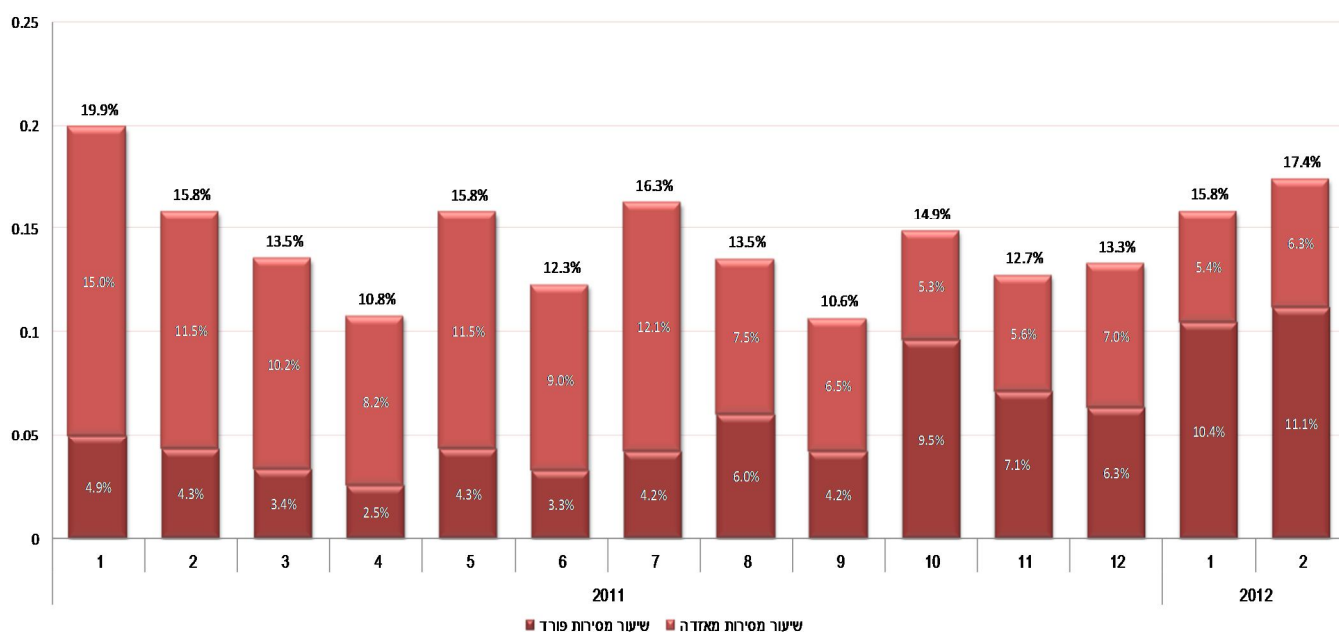
- חברת דלק רכב הינה חברה ציבורית המוחזקת על ידי קבוצת דלק (כ-32%), מנכ"ל החברה, מר גיל אגמון, (כ-38%), מוסדיים (כ-8%) והציבור (כ-22%).
- החל משנת 1994 פועלת דלק רכב, באמצעות חברות ותאגידים אחרים בבעלותה ("החברה") בשני תחומי פעילות עיקריים: יבוא ומכירת כלי רכב, יבוא חלקי חילוף ומתן שירותי מוסך.
- ביום 13 בדצמבר, 2011 השלימה דלק באמצעות חברת הבת דלק מוטורס בע"מ את רכישת קמור. לאחר השלמת הרכישה מחזיקה דלק מוטורס בע"מ ב-100% ממניות קמור מוטורס בע"מ. במסגרת הרכישה נרכשה פעילות הייבוא והמכירה של כלי רכב מתוצרת ב.מ.וו ומיני-קופר בישראל (לרבות פעילות ה-Trade-in) ופעילות החלפים בישראל.
- בתחום יבוא כלי הרכב, עוסקת החברה ביבוא, הפצה ומכירה של כלי רכב מתוצרת מאזדה (רובם מיוצרים ביפן) ופורד (רובם מיוצרים באירופה) ומחזיקה בנוסף בזיכיון להפצת כלי רכב, אביזרים וחלקי חילוף מתוצרת לינקולן בישראל, ואולם נכון למועד ההערכה אין החברה מוכרת כלי רכב וחלקי חילוף אלו כאמור.
- מסירות החברה הינן ללקוחות פרטיים ולקוחות מוסדיים דוגמת חברות לסינג, חברות השכרת רכב ומנהל הרכב הממשלתי, כאשר שיעור מסירות כלי הרכב ללקוחות פרטיים היווה בשנים 2009, 2010 ו-2011 שיעור של כ-36%, 33% ו-38%, בהתאמה, מסך מסירות כלי הרכב של החברה.
- פעילות השיווק וההפצה של כלי הרכב מתבצעת באמצעות אולמות תצוגה של החברה ובאמצעות אולמות המופעלים על ידי סוכנים עצמאיים. פעילות השיווק וההפצה של כלי הרכב מתוצרת מאזדה ופורד מתבצעת באמצעות שמונה אולמות תצוגה של החברה ובאמצעות שמונה אולמות המופעלים על ידי סוכנים עצמאיים. פעילות השיווק והמכירה של כלי הרכב מתוצרת ב.מ.וו מתבצעת באופן ישיר על ידי החברה באמצעות שלושה אולמות תצוגה ובאמצעות מכירות ישירות על ידי זכיון של החברה. פעילות שיווק ומכירת כלי רכב מתוצרת מיני-קופר מתבצעת באמצעות אולם תצוגה נפרד.
- בתחום חלקי החילוף ומתן שירותי מוסך עוסקת החברה ביבוא, הפצה ומכירה של חלקי חילוף לכלי רכב מתוצרת מאזדה, פורד, ב.מ.וו ומיני-קופר. חלקי החילוף מסופקים לחברה על ידי יצרני הרכב השונים. החברה מייבאת את חלקי החילוף בעיקר מיפן ומאירופה. כמו כן, מפעילה החברה מרכזי שירות (מוסכים מרכזיים) בהם היא מעניקה שירותי אחזקה ותיקונים ללקוחותיה, וכן נותנת שירותי תמיכה והדרכה לרשת הסוכנים ומרכזי השירות של מכוניות מאזדה, פורד, וב.מ.וו ומיני-קופר.
- לקוחות החברה העיקריים בתחום חלקי החילוף ושירותי המוסך הינם מרכזי השירות, מפיצים, לקוחות המוסך המרכזי, לקוחות מוסדיים וחברות ביטוח.
- פעילות השיווק וההפצה של חלקי החילוף מתבצעת באמצעות מוסכים שהוסמכו למרכזי שירות וכן באמצעות סוחרי ומפיצי חלקי חילוף שונים בארץ.
- פעילות החברה בתחומי יבוא כלי הרכב החלפים מתבצעת במטבעות זרים ולכן לחברה חשיפה לשינויים בשערי החליפין של מטבעות אלו.
- בשנת 2011 הסתכמו מסירות החברה של כלי רכב מתוצרת מאזדה ופורד בכ-32,110 כלי רכב חדשים, בהשוואה ל-42,082 מסירות בשנת 2010, ל-43,053 מסירות בשנת 2009 ול-42,389 מסירות בשנת 2008.
- החל ברבעון האחרון של 2008 ועד למחצית השנייה של 2009 הושפעו מסירות החברה מהמשבר העולמי אשר

אותותיו הורגשו גם בשוק הרכב בישראל והתבטאו ברידות חדות בביקושים לכלי רכב חדשים. עם ההתאוששות מן המשבר במחצית השנייה של 2009 גדלו מסירות החברה והחברה סיימה את שנת 2009 עם מסירות שיא ועם נתח שוק של כ-24.9%. החל בשנת 2010, עם התחזקות שע"ח הין במקביל להיחלשות שע"ח הדולר (השפעה צולבת) רשמה החברה ירידה בנתח השוק לשיעור של כ-19.5% בשנת 2011, נמשכה מגמת ההשפעה הצולבת של התחזקות הין ביחס לדולר, דבר אשר השפיע על הביקושים לרכבי מאזדה.

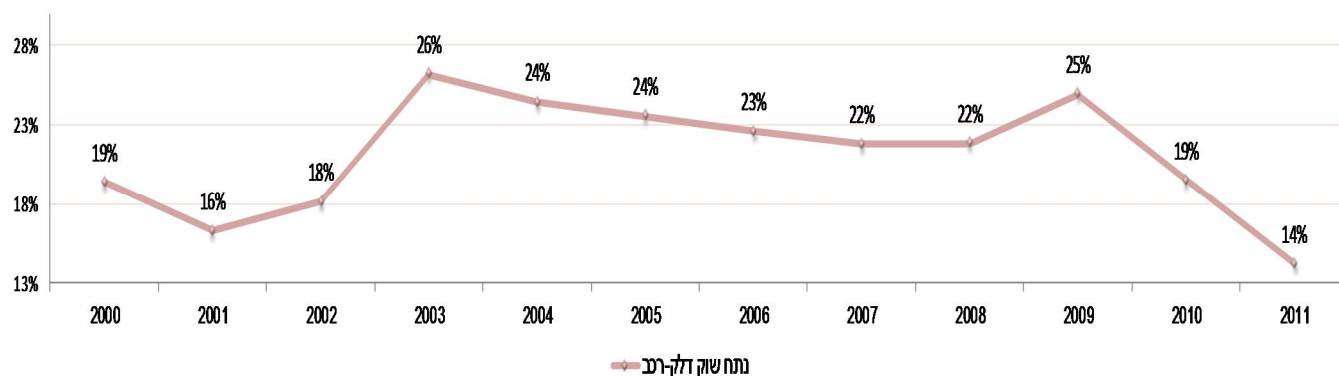
- בסך-הכל, הסתכמו מסירות כלי הרכב מתוצרת מאזדה בשנת 2011 ל-21,145 (כ-66% ממסירות מאזדה ופורד), 31,819 בשנת 2010 (כ-76%), 31,494 בשנת 2009 (כ-73%) ו-31,461 בשנת 2008 (כ-74%). השינוי בתמהיל המסירות בין מאזדה ופורד הושפע בנוסף גם מהשקתו של דגם הפורד פוקוס החדש ברבעון האחרון של 2011, כפי שיפורט בהמשך.

- בשלושת החודשים האחרונים של 2011 הסתכמו מסירות מאזדה ל-2,805 בלבד, כ-43.7% ממסירות מאזדה ופורד.

- התרשים שלהלן מציג את שיעור מסירות כלי רכב מתוצרת מאזדה ופורד ואת שיעור מסירות החברה מתוך סך מסירות כלי הרכב בשוק בשנת 2011 ובחודשיים הראשונים של שנת 2012 בחתך חודשי*:



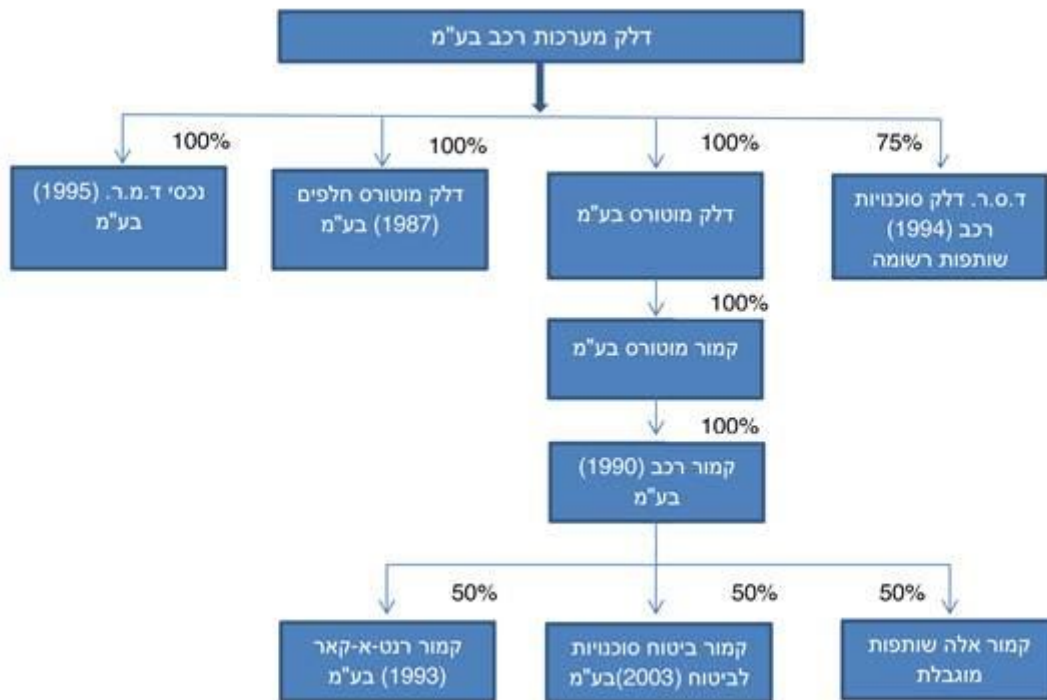
להלן גרף המציג את נתח השוק של החברה בשנים 2000 – 2011:



*מתוך דוח הדירקטוריון של החברה לשנת 2011

1.2 תיאור מבנה הבעלות ונתוני השוק

- דלק מערכות רכב הינה חברה העוסקת בייבוא ושיווק כלי רכב מסוג מאזדה, פורד וב.מ.וו. ופועלת באמצעות חברות בנות כמתואר בעץ האחזקות:



- החברה התאגדה ב-21/10/1965 כחברה פרטית בשם "גל" וייספילר וקרטס בע"מ.
- ב-05/07/1982 שונה שמה ל-"גל" – תעשיות וייספילר בע"מ", וביום 17/02/1984 שונה השם לשמה הנוכחי.
- החברה ציבורית ומניותיה נסחרות בבורסה בת"א תחת ענף המסחר והשירותים, תת ענף מסחר. מניות החברה נכללות במדדים הבאים: ת"א 100, ת"א 75, מסחר ושירותים, מניות כללי ומדד תל-דיב.
- שווי השוק של החברה 2,150,146 אלפי ₪ (נכון ליום 29/12/2011) וההון הרשום למסחר במועד זה הינו 93,200,959 ₪.
- להלן מספר נתונים המתייחסים למניית החברה לאורך שלושת השנים האחרונות:
 - מספר העסקאות הממוצע במניות החברה ליום עומד על 302,
 - מחזור המסחר הממוצע ביחידות ליום הינו 126,862 ומחזור המסחר הממוצע בש"ח ליום הינו 5,160,822.
 - השינוי הממוצע בשער המניה בכל יום הינו 1.49% וערך המניה נע בין 1,870 ל-5,196.

- להלן גרף המתאר את השינוי באחוזים במניית דלק מערכות רכב מול מדד ת"א 100 בשנים 2008-2011:



- ניתן לראות שבמרבית התקופה, מניית החברה מתנהגת בהתאם לשינויים במדד ת"א 100, כלומר ההשפעה הגדולה ביותר עליה היא מצב השוק.
- מבנה החזקה של מניות החברה מורכב מהחזקות בעלי עניין בשיעור של 69.83%, החזקות מוסדיים בשיעור של 8.45% והחזקות הציבור בשיעור של 21.72%.
- עם בעלי העניין העיקריים בחברה נמנים גיל אגמון, מנכ"ל החברה המחזיק ב-37.47% מזכויות ההצבעה, קבוצת דלק בע"מ המחזיקה ב-32.13% מזכויות ההצבעה, מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ המחזיקה בשיעור של 6.06% מזכויות ההצבעה והפניקס חברה לביטוח המחזיקה בשיעור של 1.64% מזכויות ההצבעה.

2. פרק שני – ניתוח נתונים היסטוריים

2.1 תמצית מאזן תפעולי

2011	2010	2009		2011	2010	2009	אלפי ₪
			חוב פיננסי נטו:				נכסים עודפים:
323,055	3,843	17,637	מזומן	37,405	35,294	31,599	השקעה בכללות ושותפות
42,199	34,531	33,229	הלוואה שניתנה	-	-	93,353	השקעה בנכס פיננסי זמין למכירה
-	155,492	113,731	דיבידנד שהוכרז	184,508	218,456	83,050	ניירות ערך בשווי הוגן
1,236,081	587,271	524,245	אשראי מבנקים	9,785	-	-	נדל"ן להשקעה
2,889	1,956	1,389	התחייבות לעובדים	38,661	27,661	23,778	נדל"ן להשקעה בהקמה
49,314	-	-	בגין הנפקת אג"ח	270,359	281,411	231,780	סה"כ נכסים עודפים
-	8,124	32,612	בגין הנפקת מניות חסומות				
923,030	714,469	621,111	סה"כ חוב פיננסי נטו				
							נכסים תפעוליים:
				27,510	14,538	23,363	חייבים
				668,991	1,339,733	1,393,962	לקוחות
			הון עצמי מתואם:	920,264	955,054	619,262	מלאי
15,281	6,661	-1,744	מסים נדחים	247,907	234,481	242,057	ר"ק
210,437	208,702	208,221	הון מניות	32,580	1,774	2,791	מסים שוטפים
359,640	339,221	304,708	פרמיה על מניות	88,451	-	-	נכסים בלתי מוחשיים שאינם מונטין
-	-	44,735	קרן הון בגין נכס פיננסי זמין למכירה	147,820	-	-	מונטין
16,039	116,827	132,178	יתרת רווח/הפסד	2,133,523	2,545,580	2,281,435	סה"כ נכסים תפעוליים
601,397	671,411	688,098	סה"כ הון				
1,524,427	1,385,880	1,309,209	סה"כ חוב פיננסי והון				התחייבויות תפעוליות:
				728,150	1,264,779	984,603	ספקים
				3,860	5,182	19,570	מסים שוטפים
1.53	1.06	0.90	מנוף פיננסי: D/E	147,445	171,150	199,833	זכאים
				879,455	1,441,111	1,204,006	סה"כ התחייבויות תפעוליות
				1,254,068	1,104,469	1,077,429	נכסים תפעוליים נטו
				861,105	1,030,008	1,028,621	הון חוזר תפעולי
				245,143	74,461	48,808	נכסים תפעוליים אחרים

2.2 מנוף פיננסי

2011	2010	2009	אלפי ₪
1.53	1.06	0.90	מנוף תפעולי

בשנת 2011 גדל החוב הפיננסי נטו בכמעט 30% וזאת בעיקר בשל גידול של יותר מ-100% באשראי מבנקים, שקוזה באופן חלקי בלבד בגידול במזומן. בסה"כ גדל סעיף החוב הפיננסי נטו של החברה מ-621,111 אלפי ₪ בשנת 2009 ל-923,030 אלפי ₪ בשנת 2011.

לגידול בחוב מתווסף קיטון בהון העצמי בשנת 2011 הנובע בעיקר מקיטון של קרוב ל-90% ביתרת הרווח של החברה ביחס לשנת 2009 בעיקר עקב חלוקת דיבידנדים. בסה"כ קטן ההון של החברה מ-688,098 אלפי ₪ בשנת 2009 ל-601,397 אלפי ₪ בשנת 2011.

2.3 דוח רווח והפסד

2011	2010	2009	אלפי ₪
3,663,896	4,609,858	4,743,628	מכירות
3,235,523	3,986,275	4,218,468	עלות המכירות
428,373	623,583	525,160	רווח גולמי
44,234	45,251	40,477	הוצאות מכירה ושיווק
28,163	29,711	27,781	הוצאות הנהלה וכלליות
750	1,000	-	עליית ערך נדל"ן להשקעה בהקמה
81	212	329	הכנסות אחרות
356,807	549,833	457,231	רווח תפעולי
16,607	79,286	124,675	הכנסות מימון
-210,228	-60,503	-16,647	הוצאות מימון
1,627	1,476	1,446	חלק החברה ברווחי חברה כלולה
164,813	570,092	566,705	רווח לפני מסים על ההכנסה
38,945	142,228	131,980	מסים על ההכנסה
125,868	427,864	434,725	רווח נקי

2011	2010	2009	פירוט בסעיפים לשנה:
			פחת
6,773	7,163	7,529	בסעיף עלות המכר
2,299	2,473	3,038	בסעיף מכירה ושיווק
543	647	720	בסעיף הנהלה וכלליות
9,615	10,283	11,287	סה"כ פחת
356,807	549,833	457,231	EBIT
366,422	560,116	468,518	EBITDA

2.4 טבלת רווחיות*

2011	2010	2009	
11.7%	13.5%	11.1%	רווחיות גולמית
10.0%	12.2%	9.9%	רווחיות תפעולית לפני פחת
9.7%	11.9%	9.6%	רווחיות תפעולית
3.4%	9.3%	9.2%	רווחיות נקייה
24%	25%	26%	שיעור מס

* הנתונים והמידע הינם מתוך הדוחות הכספיים ודוח הדירקטוריון של החברה

מכירות

- עיקר הכנסותיה של החברה נובעות מפעילותה המסחרית בתחום יבוא ומכירת כלי הרכב, אשר היוו במוצע כ- 91% מסך הכנסותיה של החברה בשנים 2009-2011.

- בשנת 2011 רשמה החברה ירידה בהכנסותיה של כ- 20% מכ-4,609.9 מיליוני ש"ח בשנת 2010 לכ-3,663.9 מיליוני ש"ח בשנת 2011. ירידה זו בהכנסות החברה נבעה בעיקר מהירידה במסירות כלי הרכב מתוצרת מאזדה, אשר הסתכמו כאמור ל- 32,110 21,145 בשנת 2011, בהשוואה ל-42,082 31,819 בשנת 2010. ירידה זו בהיקף מסירות כלי הרכב של מאזדה החלה כבר בסוף שנת 2010, זאת לאחר שבשנת 2009 הציגה החברה היקף מסירות גבוה ביחס לכלל המסירות בשוק הרכב ורשמה נתח שיא של 24.9%, ביחס ל-4 השנים האחרונות.
- על פי הנהלת החברה, הירידה בנתח השוק בשנת 2011 נבעה בעיקרה מפגיעה בכושר התחרות של החברה עקב התחזקות הין היפני במהלך השנה, בד בבד עם היחלשות המטבע בארצות המקור ליבוא המתחרה. יכולת התחרות של החברה נפגעה בשנת 2011 לאור כך שעד הרבעון הרביעי של שנת 2011 מכרה החברה מכוניות פורד פוקוס מהדגם הישן אשר הושק לפני למעלה משש שנים, בעוד מתחרותיה נהנו מדגמים חדשניים.

עלות המכר ורווחיות גולמית

- עלות מכירת כלי הרכב של החברה הינה תנודתית לאורך השנים ומושפעת בעיקר מהשינויים בשערי החליפין שהחברה רוכשת בהם את כלי הרכב, בעיקר שע"ח הין, ומהיקף המסירות של החברה. בהתאמה למגמות שתוארו לעיל, עלה שיעור עלות מכירת כלי הרכב של החברה מ-87.3% בשנת 2010 ל-89.6% בשנת 2011. מניתוח של עלות מכירת כלי הרכב של החברה בשנים 2006-2011, עולה כי השיעור הממוצע של עלות מכירת כלי הרכב של החברה עמד על כ- 86.9%.
- עלות מכירת כלי הרכב מהווה גורם עיקרי בהשפעה על רווחיותה הגולמית של החברה. בהתאמה למגמות שתוארו לעיל, ירד שיעור הרווח הגולמי של החברה מ-13.5% בשנת 2010 ל-11.7% בשנת 2011. יצוין כי על-פי הנהלת החברה, צפוי שיפור ברווחיות הגולמית של החברה עקב השקתו של דגם הפורד פוקוס החדש. שיפור זה טרם קיבל ביטוי בשנת 2011, זאת לאור השקתו רק ברבעון האחרון של 2011 כאמור, ולאור היקף ההנחות שניתן ללקוחות לצורך מכירת המלאי של דגם הפורד פוקוס הישן, לקראת הגעתו של הדגם החדש.

רווחיות תפעולית

- הרווח התפעולי של החברה הסתכם בשנת 2011 בכ-356.8 מיליוני ש"ח בהשוואה ל-549.8 מיליוני ש"ח בשנת 2010 ול-457.2 מיליוני ש"ח בשנת 2009. שיעורי הרווח התפעולי מסך הכנסות בתקופות אלו עמדו על כ-9.7%, 11.9% ו-9.6% בהתאמה, והושפעו כאמור בעיקר מהשינויים בעלות מכירת כלי רכב בתקופות אלו.

רווח נקי

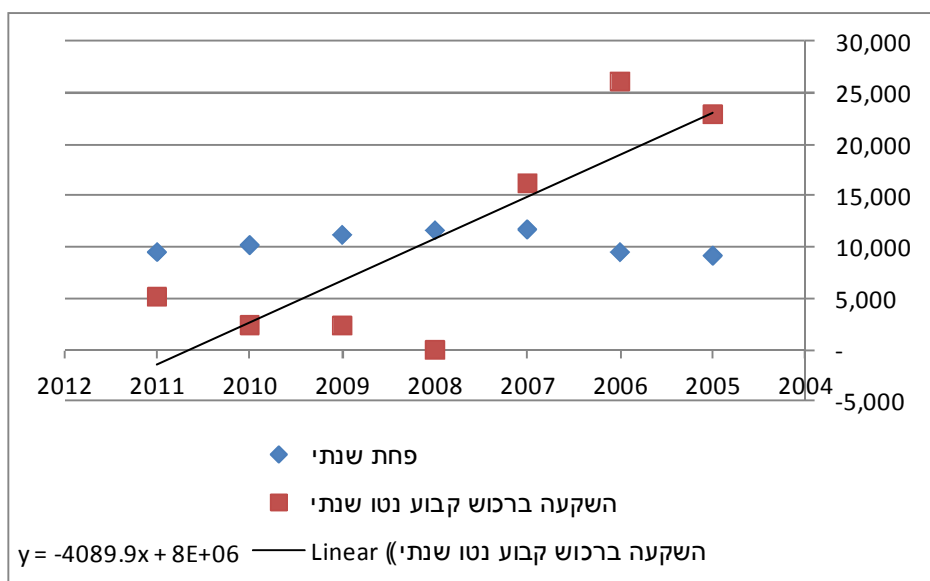
- הרווח הנקי של החברה הסתכם בכ-125.9 מיליוני ש"ח בשנת 2011 בהשוואה לכ-427.9 מיליוני ש"ח בשנת 2010 ול-433.7 מיליוני ש"ח בשנת 2009. התנודתיות הגבוהה ברווח הנקי של החברה בתקופות אלו מושפעת משערוכים של הלוואות והתחייבויות לספקים בגין שינויים בשער חליפין, בעיקר שע"ח הין, וכן משערוכים לשווי הוגן של נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח והפסד. בשנת 2011, הסתכמו הוצאות המימון, נטו, של החברה ב-193.6 מיליוני ש"ח, בהשוואה להכנסות מימון, נטו, של 18.8 מיליוני ש"ח בשנת 2010 ושל 107.0 מיליוני ש"ח בשנת 2009.

2.5 ניתוח CAPEX

אלפי ₪	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
מכירות שנתי	3,663,896	4,609,858	4,743,628	4,770,380	4,629,786	4,059,970	3,867,806	
פחת שנתי	9,615	10,283	11,287	11,733	11,814	9,613	9,257	
רכישת רכוש קבוע שנתי	5,694	3,431	3,515	6,666	16,843	26,431	23,332	
מימוש רכוש קבוע שנתי	437	936	1,063	6,572	529	220	334	
השקעה ברכוש קבוע נטו שנתי	5,257	2,495	2,452	94	16,314	26,211	22,998	

ניתוח תוצאות

השקעה ברכוש קבוע שנתי	5,257	2,495	2,452	94	16,314	26,211	22,998	
השקעה מתוך מכירות שנה קודמת	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.4%	0.7%	n/a	
אחוז השקעה מתוך פחת	108.7%	54.7%	24.3%	21.7%	0.8%	138.1%	272.7%	248.4%



- מניתוח נתוני ההשקעה של חברת דלק רכב ניתן לראות כי החברה ביצעה השקעות משמעותיות ברכוש קבוע בשנים 2005 – 2007 מעבר לגובה הוצאות הפחת. בשנים 2008 – 2011 ההשקעות ברכוש קבוע נמוכות מהוצאות הפחת אם כי ניכרת בהן מגמת עלייה אשר מצמצמת את הפער מול הוצאות הפחת.

2.6 תזרים מזומנים חופשי מפעילות לשנים 2009 – 2011:

אלפי ₪	2011	2010	2009
מכירות	3,663,896	4,609,858	4,743,628
שיעור רווחיות תפעולית	9.7%	11.9%	9.6%
EBIT	356,807	549,833	457,231
שיעור המס	24%	25%	26%
EBIT*(1-T)	271,173	412,375	338,351
פחת	9,615	10,283	11,287
תזרים לפני השקעות	280,788	422,658	349,638
CAPEX נטו	5,257	2,495	2,452
השקעות בהון חוזר תפעולי	-168,903	1,387	119,650
השקעה ברוטו	-163,646	3,882	122,102
תזרים חופשי מפעילות FCFE	444,434	418,776	227,536

2.7 חישוב ROC וטבלת מורנינגסטאר

	2011	2010	חישוב ROC לשנה:
(חישוב המונה בנוסחה)	356,807	549,833	רווח תפעולי לשנה
	81	212	בניכוי/תוספת פריטים חד-פעמיים*
	356,726	549,621	סה"כ
	24%	25%	אחוז מס לשנה
(המונה)	271,112	412,216	רווח בניכוי המס
(חישוב המכנה)	1,104,469	1,077,429	נכסים תפעוליים נטו של שנה קודמת
	32%	51%	חישוב ROC לפני מס
	25%	38%	חישוב ROC לאחר מס

* רווחים ממימוש רכוש קבוע

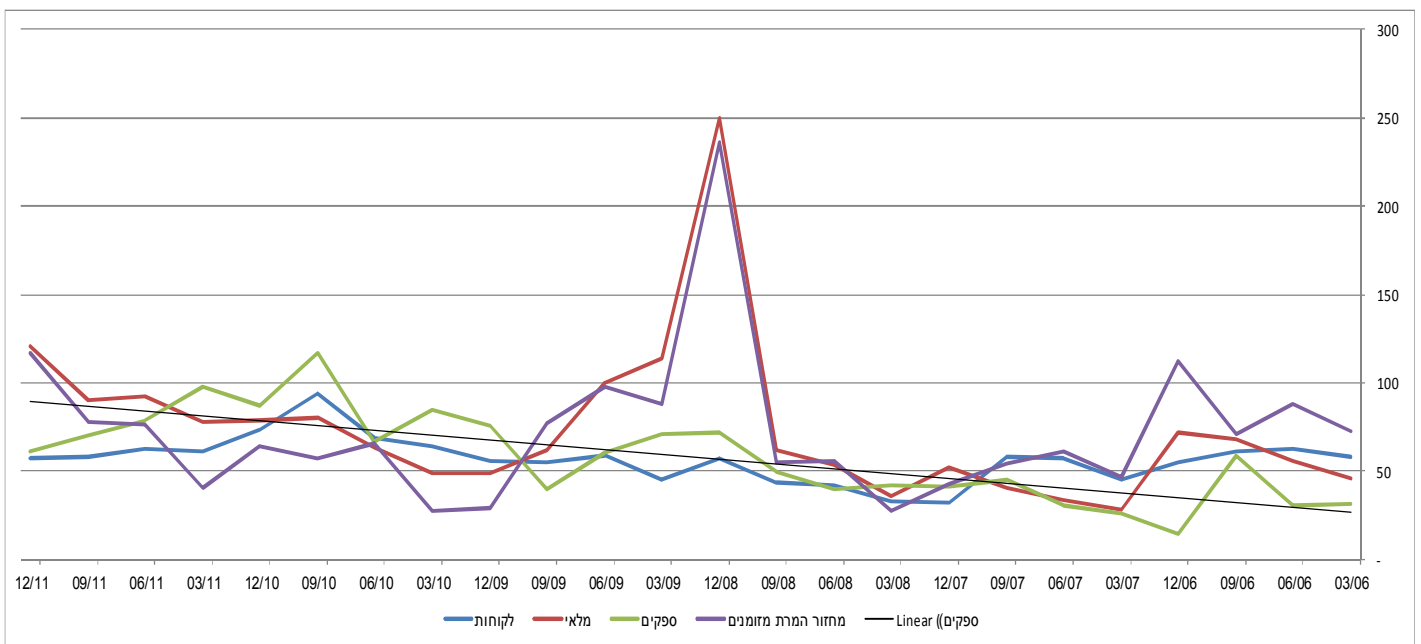
Profitability	2009	2010	2011
Revenue	4,743,628	4,609,858	3,663,896
operating margin %	9.6%	11.9%	9.7%
EBITDA margin %	9.9%	12.2%	10.0%
Net margin %	9.2%	9.3%	3.4%
Free cash flow to the firm margin %	4.8%	9.1%	12.1%
ROIC with goodwill %		38.3%	24.5%
ROIC without goodwill %		38.3%	24.5%
Return on assets, pretax %		21.7%	12.6%
Return on equity %		79.9%	53.1%

מבחינה של השנים 2009 – 2011 ניתן לראות הרעה במצב החברה. ההרעה באה לידי ביטוי בנתונים כגון ROC, רווחיות נקייה, ועוד. מנגד, ניתן לראות ששיעור הרווחיות התפעולית בסה"כ נשמר ושיעור ה-FCFF אף עולה. חברת דלק רכב הושפעה מהמיתון בשנת 2009, וכן מהתחזקות הין לעומת החלשות מטבע המסחר אצל המתחרים, דבר שהביא לפגיעה בכושר התחרות וברווחיות. גורם נוסף שהביא להרעה בתוצאות החברה נובע מכך שבשנים המוצגות מכרה החברה דגמים וותיקים יחסית של מותגי מאזדה ופורד בעוד המתחרים הציגו דגמים חדשים ומעודכנים, מה שפגע בהיקפי המסירות של הרכבים החדשים של החברה.

$$ROE = ROC + \frac{D}{E} * \{ROC - Rd * (1 - t)\} \quad \text{הקשר בין ROE ו-ROC:}$$

$$54.87\% = 24.5\% + \frac{923,030}{601,397} * \{24.5\% - 6.2\% * (1 - 24\%)\} \quad \text{נציב את נתוני המאזן התפעולי:}$$

2.8 ניתוח הון חוזר



- מסקירה של 24 הרבעונים האחרונים ניתן לראות שימי הלקוחות נותרים בסה"כ ללא שינוי בעוד ימי המלאי הולכים ועולים כמו גם ימי הספקים אשר נמצאים אף הם במגמת עלייה עד לשיא לקראת לסוף שנת 2010,

ולאחר מכן ניכרת מגמת ירידה עד סוף 2011. מכאן עולה כי החברה מחזיקה מלאי לאורך זמן רב יותר, דבר העולה בקנה אחד עם ירידה בביקושים. בנוסף, החברה נאלצת לפרוע את התחייבויותיה לספקים בזמן קצר יותר. בעקבות המשבר הכלכלי ספקים רבים דרשו את הקטנת ימי הספקים מחברות רבות בשוק, כאשר התייצבות ימי הספקים מעידה על שיפור במצב הספקים לאחר המשבר. בנוסף, רכבי החברה מיובאים מחו"ל ונרכשים במטבע זר, לפיכך יתרת הספקים מושפעת גם משינוי שע"ח.

- מחזור המרת המזומנים תנודתי לאורך התקופה המוצגת, כאשר בשנים 2010 ו-2011 מחזור המרת המזומנים נמצא במגמת עלייה, מה שמרמז על בעיית ניהול מזומנים בחברה כתוצאה מהירידות בביקושים והתחזקות מטבע המקור בו מבצעת החברה את רכישות הרכבים מחו"ל.
- מן הראוי לציין כי הגידול במלאי החברה כמו גם במחזור המרת המזומנים הנובע מכך הנו חד פעמי אינו משקף את ניהול המלאי של החברה, שפי שניתן לראות לעיל ביחס לתקופות שנבחנו. לעמדת החברה הגידול הנ"ל נובע כתוצאה מירידה בביקושים במהלך שנת 2008 (השנה בה פרץ המשבר העולמי) והמתנת הלקוחות לדגמים חדשים שיצאו לשוק בשנת 2009.

2.9 פירוק ROC לחמישה מרכיבים

$$ROC = \left[\frac{\text{רווח גולמי}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצאות שיווק}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצאות הנהלה}}{\text{הכנסות}} \right] * \left[\frac{1}{\frac{\text{נכסים תפעוליים אחרים}}{\text{הכנסות}} + \frac{\text{הון חוזר תפעולי}}{\text{הכנסות}}} \right]$$

$$ROC\ 2010 = (1 - 25\%) * [13.53\% - 0.98\% - 0.64\%] * \left[\frac{1}{1.62\% + 22.34\%} \right] = 38.25\%$$

$$ROC\ 2011 = (1 - 24\%) * [9.29\% - 0.96\% - 0.61\%] * \left[\frac{1}{5.32\% + 18.68\%} \right] = 24.46\%$$

ניתוח מרכיבי ה-ROC בשנים 2010 – 2011:

- רווחיות גולמית – ניתן לראות קיטון ברווחיות הגולמית של החברה מ-13.5% בשנת 2010 ל-11.7% בשנת 2011. על פי הצהרות החברה עלות מכירת כלי הרכב מהווה גורם עיקרי בהשפעה על רווחיותה הגולמית של החברה. עלות מכירת כלי הרכב של החברה הינה תנודתית לאורך השנים ומושפעת בעיקר מהשינויים בשערי החליפין שהחברה רוכשת בהם את כלי הרכב, בעיקר שע"ח הין, ומהיקף המסירות של החברה. שיעור עלות מכירת כלי הרכב של החברה עלה מ-87.3% בשנת 2010 ל-89.6% בשנת 2011.
- הוצאות מכירה ושיווק - הוצאות מכירה ושיווק הסתכמו בשנת 2011 בכ-44.2 מיליון ש"ח, בדומה לכ-45.2 מיליון ש"ח בשנת 2010.
- הוצאות הנהלה וכלליות - הוצאות הנהלה וכלליות הסתכמו בכ-28.2 מיליון ש"ח בשנת 2011 לעומת כ-29.7 מיליון ש"ח בשנת 2010, ירידה של כ-1.5 מיליון ש"ח, שנוצרה בעיקר עקב קיטון בהוצאות בגין אופציות לעובדים.
- נכסים תפעוליים אחרים – ישנה עלייה בנכסים התפעוליים ביחס למכירות. החברה השקיעה בשנת 2011 כ-

100% יותר ב- CAPEX ביחס לשנת 2010 כפי שניתן לראות בסעיף 2.5. עם זאת, השפעת הגידול ב- CAPEX על ה- ROC קוזזה על ידי הקיטון בהון חוזר.

- **הון חוזר תפעולי** – שיעור ההון החוזר התפעולי מההכנסות ירד בעיקר בשל קיטון של כ- 50% ביתרת הלקוחות. מחד, הקיטון בהון החוזר מעיד על התייעלות אולם מאידך, חלקו נובע מהקיטון בביקושים ובהיקפי הפעילות של החברה בשנת 2011 ביחס לשנת 2010.

3. פרק שלישי – ניתוח חפיר

3.1 חמשת הכוחות של פורטר

1. מתחרים קיימים - ריבוי היצרנים גורם לתחרות עזה בין יבואניות הרכב עקב היות השוק בישראל בעל פוטנציאל קניה מוגבל. בישראל פועלים מספר רב יחסית של יבואני רכב וכיום מתחרים בשוק כ-21 יבואני רכב, כאשר שמונה יבואני הרכב העיקריים מחזיקים ביחד כ-80% מנתח השוק בתחום זה. המתחרים העיקריים של החברה הנם: כלמוביל-כלמוטור, יוניון מוטורס, UMI, דוד לובינסקי, קרסו וצ'מפיון מוטורס. נתח השוק של שבעת היבואנים הגדולים בענף רק הולך ועולה עם השנים. גורם תחרותי שנוסף במהלך 2010 הוא "היבוא המקביל", בהתאם להחלטת הממשלה להגביר את התחרות בשוק הרכב בישראל ע"י פתיחת ענף הרכב ליבוא מקביל, יתאפשר יבוא רכב שלא ישירות מיצרן הרכב אלא מספקים אחרים. כך למשל קבוצת עמק איילון אשר תתחרה באופן ישיר עם החברה תשווק בשלב ראשוני את דגמי פורד אקספלורר ואדג', ובעתיד תחזק את היצע עם המשפחתית העממית פורד פוקוס. עם זאת, נכון להיום השפעתה אינה משמעותית בשוק, ובהתאם על החברה. לחברה אין כיום מתחרה על מכירת הדגמים הספציפיים שלה וזאת בגלל השליטה הבלעדית שלה על מכירת הדגמים והציוד הנלווה להם. לאור האמור, לא ניתן לומר שלדגמיה הספציפיים של החברה יש כלל מתחרים בארץ.

2. מידת האיום בכניסת מתחרים חדשים - מספר גורמים עיקריים מגבילים את כניסתם של מתחרים לענף ומהווים בכך חסמי תחרות מבחינת החברה: יתרון לגודל, דרישות הון משמעותיות, יתרון הבעלויות, גישה לערוצי הפצה ומדיניות ממשלתית. בנוסף לאלו לשחקנים הוותיקים בענף יתרון מוקנה בעיקר בתחומים הבאים: צבר מזומנים משמעותי לרוב, יכולת גיוס הון ולקוחות, השפעה ומוניטין בקרב לקוחותיהם, מפיצים וספקי משנה. כתוצאה מכך הם יש להם את היכולת לנקוט באסטרטגיה של הורדת מחירים על מנת לחסום מתחרים או לגונן על נתח שוק. מהצד השני שחקנים חדשים לא ייטו להיכנס לענף בעל קצב צמיחה איטי. ניתן לחלק את החסמים בפני שחקנים חדשים ל-3 קבוצות עיקריות: (1) חסמים רגולטוריים (הגבלות מכוח החוק – תקנות לגבי הפעלת מוסכים, דרישות להון עצמי גבוה וכו'); (2) חסמים טבעיים מובילים למספר מוגבל של יצרני רכב ולכניסת יצרנים חדשים עקב העלויות המשמעותיות בכניסה לתחום; (3) חסמים מלאכותיים כגון הסכמי בלעדיות ארוכי טווח בין היצרן ליבואן (שהנו החסם המשמעותי ביותר) בגלל אופי המוצר והשירות המתאים שיש להבטיח לצרכן. בנוסף, בכל הקשור לדגמים הספציפיים אותם משווקת החברה, יש לה את השליטה הבלעדית ולא נראה שמהו עומד להשתנות בעתיד הקרוב, זאת למרות פתיחת השוק לתחרות (יבוא מקביל). כרגע נראה כי איום ספציפי על כניסה ליבוא מקביל מסיבי של דגמי החברה אינו קיים כלל בעתיד הקרוב.

3. יכולת המיקוח של הצרכנים - שני סוגי הצרכנים בתחום, המוסדיים והפרטיים, שונים זה מזה בגודלם ובכוח המיקוח שלהם. בעוד ללקוח הפרטי אין כוח מיקוח מול היבואן כוח המיקוח של הצרכן המוסדי מול היבואן הוא גדול ולעתים משמעותי ביותר. הלקוחות נהנים מכוח מיקוח משמעותי כאשר בשוק יש מספר רב של יבואנים המהווים אלטרנטיבה בעבור הלקוחות. כמו כן, בשנים האחרונות חברות הליסינג וההשכרה הם הלקוחות העיקריים של חבורת הרכב ומהוות גורם משפיע ודומיננטי על התחרות. הירידה שנרשמה בכלל הרכישות של כלי רכב ושל משקי הבית בפרט, הביאה לגידול תוצאתי בחלקם היחסי של כלי הרכב נרכשו על ידי ציי רכב של חברות השכרה וחברות ליסינג מכלל היקפי המכירות. לכן, יש השפעה ניכרת על יכולת המיקוח של הלקוחות אל מול החברה.

4. **יכולת המיקוח של הספקים** - כלי הרכב מסופקים לחברה על-ידי יצרני הרכב אשר מפעליהם פרוסים בעולם ולחברה תלות מוחלטת בהן. רוב מוצרי מאזדה מיובאים מיפן, ורוב מוצרי פורד מיובאים מאירופה. מעבר לתלות באספקה של כלי הרכב לחברה ישנה תלות מלאה במיצובם העסקי והפיננסי של מאזדה ו"פורד" ובאסטרטגיית פעילותם בכל הקשור להשקת מוצרים חדשים, מיצוב המותג בעולם, מדיניות דגמים, מדיניות מחירים, ותמיכה שיווקית. אי חידוש ההסכמים או ביטולם ישפיע באופן מהותי ביותר על עסקי החברה. לאור האמור, ניתן לומר שלחברה תלות מלאה ביצרניות הרכב איתן היא עובדת.

5. **מידת האיום בתחליפים** - לדגמי הרכב אשר החברה משווקת ישנו מגוון רחב של תחליפים באמצעות דגמים של יצרניות רכב אחרות אשר אינן נבדלות באופן מהותי ממה שדגמי החברה מספקים. כמו כן, ישנם דגמי רכב שהחברה מוכרת מיצרנים שונים אשר עלולים לשמש כחלופיים זה לזה וליצור קניבליזציה בדגמי החברה. מחירי הדגמים המתחרים אינם שונים מהותית ממחירי דגמי החברה המקבילים אליהם. בנוסף, בשנה האחרונה החלה מדיניות של יבוא מקביל אשר נכון להיות אינו מספק מחירים שונים מהותית לדגמים המשווקים על ידי החברה ובכך לא מהווים תחליף אמיתי לרכישה מיבואן רישמי. תחליפיות מסוימת קיימת גם בין רכב פרטי לתחבורה ציבורית באופן משתנה על פני אזור, זמן, מאפיינים סוציו אקונומיים ובעיקר יעילותה של התחבורה הציבורית, מאחר ורמת התחבורה הציבורית בישראל נמוכה בעיקר בגלל היעדר מערכות הסעת המונים במרכזי הערים נוצר מעגל קסמים של ביקושים מוגברים לרכב פרטי שמכבידים על התחבורה הציבורית שיוצרים שוב ביקוש לרכב פרטי וחוזר חלילה.

3.2 **רוחב החפיר**

בהסתמך על מודל 5 הכוחות של פורטר, ניתן להעריך את "רוחב החפיר" של חברת דלק רכב בע"מ כ"בינוני". אומנם חלק מהכוחות של פורטר שנותחו אך לא ניתן להתעלם מהעובדה שלחברה יש שליטה מלאה על היקף המכירות של הדגמים שאותן היא משווקת (ומוצריהם הנלווים), זאת למרות פתיחת השוק לתחרות (יבוא אישי) וכי יש בבעלותה מספר דגמים ששולטים בכמות נכבדת של ציי הרכב כיום, מה שמקנה לחברה ולדגמיה מוניטין בציי הרכב ובשוק הפרטי. לא נראה שישנו איזה שהוא איום כיום שיכול לנגוס לחברה בנתח השוק הנוכחי של דגמיה הספציפיים ולאטרקטיביות של השרות והמחיר שהיא יכולה לספק ללקוחותיה. יש לקחת בחשבון שהעתיד לגבי דריסת הרגל של החברה אינו נראה ורוד עקב דגמים מוצלחים של מתחרותיה והתחזקות התחום של יבוא רכבים באופן מקביל.

כפי שחישבנו לעיל, ה- ROC של החברה עומד על 24.46% בשנת 2011 המהווה קיטון לעומת שנה קודמת, אותו ניתן לייחס בעיקר לירידה ברווחיות הגולמית הנובעת מהשינויים בשער החליפין בו החברה רוכשת את הרכבים ובעיקר הין.

4. פרק רביעי – הערכת שווי

4.1 טבלת DCF:

אלפי ש"ח	2012	2013	2014	2015	2016	Terminal value
צמיחה	-5.00%	0.50%	1.00%	2.00%	2.00%	2.00%
מכירות	3,480,701	3,498,105	3,533,086	3,603,747	3,675,822	3,749,339
שיעור רווחיות תפעולית	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
EBIT	363,207	365,023	368,673	376,047	383,568	391,239
שיעור מס על רווחיות תפעולית	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT*(1-t)	272,405	273,767	276,505	282,035	287,676	293,429
פחת	7,303	6,938	6,973	7,042	7,183	**11,433
השקעות הוניות נטו*	7,936	7,539	7,577	7,652	7,805	
השקעה בהון חוזר	-42,778	4,064	8,168	16,500	16,830	12,000
FCFF	314,550	269,102	267,732	264,925	270,223	269,996
WACC	11.4%					
סכומים מהוונים	298,005	228,834	204,349	181,494	166,161	
סכום טרמינלי	1,763,949					
שווי הפעילות	2,842,791					
נכסים עודפים	270,359					
חוב פיננסי נטו	923,030					
שווי חברה	2,190,120					
קפיטל בנק' אפס מהמאזן	1,077,429					
סה"כ השקעות	-42,145	4,665	8,773	17,110	17,453	567
קפיטל לסוף שנה	1,035,284	1,039,949	1,048,722	1,065,832	1,083,285	1,083,851
ROC	25.3%	26.4%	26.6%	26.9%	27.0%	27.1%
RR						0.2%

* השקעות הוניות בניכוי רווח ממימוש רכוש קבוע

** השקעות הוניות נטו בנטרול פחת

תוצאות ה-DCF: שווי החברה הינו 2,190,120 לעומת שווי בפועל למועד הערכת השווי של 2,150,146 אלפי ש"ח.

כמות השנים ב-DCF: על פי ניתוח החפיר מצאנו כי רוחב החפיר הינו בינוני צר ולכן פוטנציאל הצמיחה של החברה נמוך. לפיכך בחרנו להציג את טבלת ה-DCF על פני שש שנים, כאשר השנה השישית תהיה השנה הטרמינלית, בהתאם לפוטנציאל הצמיחה של החברה.

4.2 בחירת שיעור הרווחיות התפעולית:

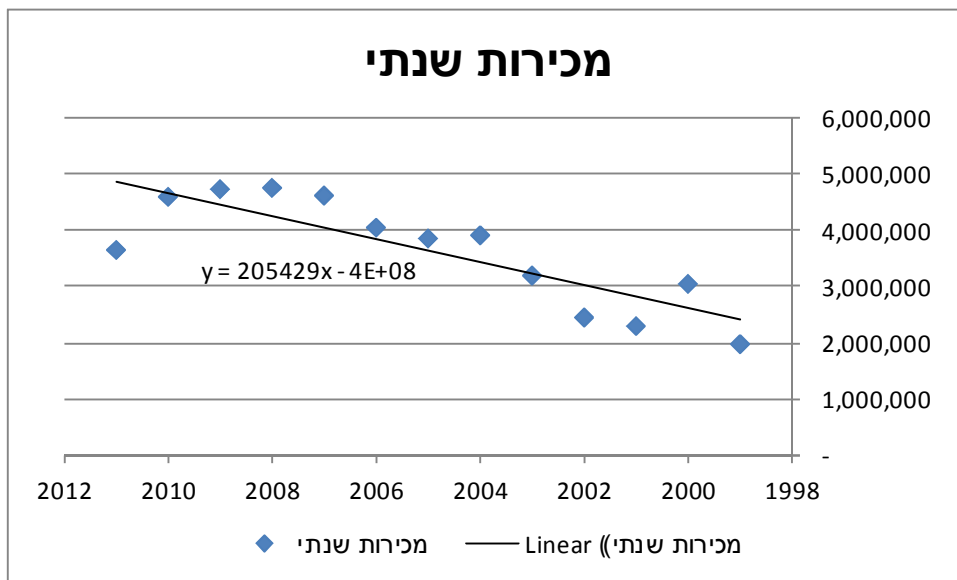
לצורך בחירת שיעור הרווחיות התפעולית השתמשנו בממוצע של שלוש השנים האחרונות:

ממוצע	2011	2010	2009
10.4%	9.7%	11.9%	9.6%

ההיגיון הכלכלי העומד מאחורי ההנחה הוא כי החברה הינה חברה בוגרת אשר אינה מציגה שינויים משמעותיים

ברווחיות התפעולית שלה לאורך השנים. כמו כן, שיעורי רווחיות אלו דומים לשיעורי הרווחיות התפעולית של חברת "קרסו מוטורס", החברה הציבורית היחידה בישראל הפועלת בתחום דומה, של 7% ו-9% בשנים 2010 ו-2011 בהתאמה.

4.3 ניתוח מכירות ושיעור צמיחה:



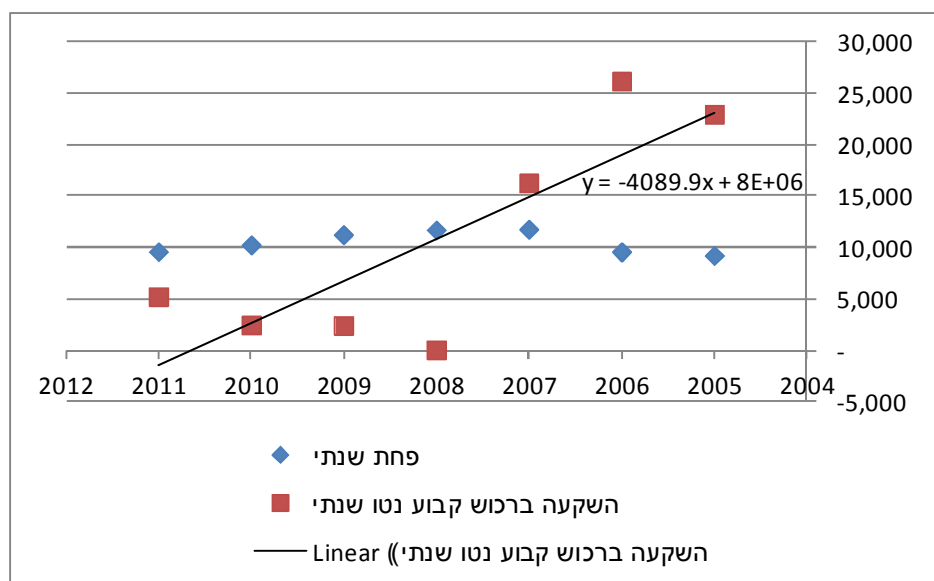
נתוני צמיחה מהעבר:

- גידול ממוצע באחוזים בשנים 2000 – 2011 : 7.1%
- גידול ממוצע באחוזים בשנים 2002 – 2011 : 5.6%
- גידול ממוצע באחוזים בשנים 2007 – 2011 : -1.4%

כפי שניתן לראות, קיימת שונות רבה בין שיעורי הצמיחה בתחילת התקופה המוצגת וסופה. שונות זו נובע משינויים רגולטורים בענף הרכב, הלחצים מצד חברות הליסינג, ירידה במסירות הרכבים החדשים כתוצאה ממיתון ומשבר כלכלי פגיעה בכושר התחרות בשל התחזקות הין ושיבת הצרכנים על הגדר עד לתוצאות הרגולציה החדשה בענף. מאחר ומרבית הגורמים לפגיעה בצמיחת החברה צפויים להמשיך להשפיע על שיעורי הצמיחה של החברה בטווח הארוך ולכן נראה כי שיעורי הצמיחה אותם חוותה החברה בתחילת התקופה המוצגת אינם מייצגים. בהתאם, ומאחר ובשנת 2011 חוותה החברה ירידה משמעותית במכירות לעומת אשתקד, הונח כי בשנת 2012 החברה תספוג ירידה נוספת, אם כי מתונה יותר, במכירות ביחס לשנת 2011. כמו כן הונח כי החל משנת 2013 ישונו מכירות החברה לצמות, בד בבד עם חלוף השפעות המיתון והגעת דגמים חדשים של מותגי החברה הצפויים לשפר את כושר התחרות של החברה. לשיעורי הצמיחה שהונחו בשנות התחזית ראה טבלת DCF.

לצורך קביעת שיעור הצמיחה בשנה הטרמינלית נקטנו בגישה שמרנית ובאחוז צמיחה של 2% שהוא קטן יחסית. אחוז זה מהווה את הגידול באוכלוסיה ואינו משקף תחזית אופטימית במיוחד לצמיחת החברה בשנה הטרמינלית, זאת לאור נתח השוק המשמעותי הקיים בידי החברה כיום אשר כפי שניתן לראות לעיל נמצא במגמת ירידה בשנים האחרונות, התגברות הרגולציה בתחום והתחרות הצפויה לחברה בעתיד, הן ע"י המתחרים הקיימים והן ע"י היבוא המקביל.

4.4 תחזית CAPEX



	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	אלפי ₪
מכירות שנתי	3,663,896	4,609,858	4,743,628	4,770,380	4,629,786	4,059,970	3,867,806	
פחת שנתי	9,615	10,283	11,287	11,733	11,814	9,613	9,257	
רכישת רכוש קבוע שנתי	5,694	3,431	3,515	6,666	16,843	26,431	23,332	
מימוש רכוש קבוע שנתי	437	936	1,063	6,572	529	220	334	
השקעה ברכוש קבוע נטו שנתי	5,257	2,495	2,452	94	16,314	26,211	22,998	
ניתוח תוצאות								
ממוצע	5,257	2,495	2,452	94	16,314	26,211	22,998	השקעה ברכוש קבוע שנתי
0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.4%	0.7%	n/a	השקעה מתוך מכירות שנה קודמת
108.7%	54.7%	24.3%	21.7%	0.8%	138.1%	272.7%	248.4%	אחוז השקעה מתוך פחת

מניתוח נתוני ההשקעה של חברת דלק רכב ניתן לראות כי החברה ביצעה השקעות משמעותיות ברכוש קבוע בשנים 2005 – 2007. בשנים 2008 – 2011 ההשקעות ברכוש קבוע נמוכות מהפחת אם כי ניכרת בהן מגמת עלייה.

לצורך תחזית ההשקעות ברכוש הקבוע הסתמכנו על להסתמך על הנתונים של 6 השנים האחרונות. גילינו שבממוצע החברה משקיעה ברכוש קבוע סכום המהווה כ- 0.2% מתוך המכירות של שנה קודמת וזה הנתון בו בחרנו להשתמש, אשר משקף באופן הטוב ביותר את ההשקעות העתידיות של החברה ברכוש הקבוע, זאת לאור העובדה כי החברה נדרשת מידי תקופה להשקעות הוניות משמעותיות ולאחר מכן להשקעות הוניות מינימליות.

בדוחות החברה לא קיימת התייחסות של ההנהלה בנוגע לתכנון ההשקעה העתידית ברכוש קבוע.

4.5 בחירת שיעורי המס

שיעור המסים על ההכנסה הונח בהתאם לשיעור המס הסטטוטורי ההיסטורי הצפוי בישראל בשנות התחזית ובשנה המייצגת, נכון למועד ההערכה.

ביום 23 ביולי, 2009 פורסם ברשומות חוק ההתייעלות הכלכלית, אשר קבע, בין היתר, הפחתה הדרגתית בשיעורי מס החברות משנת המס 2011 ואילך. בהתאם לחוק האמור, יופחת שיעור מס החברות בכל שנה באחוז אחד, כך שירד ל-24% בשנת 2011 וימשיך לרדת עד ל-20% בשנת 2015 ויתייצב על כ-18% החל משנת 2016 ואילך. ביום 30 באוקטובר, 2011 אישרה הכנסת את פרק המסים של דוח וועדת טרכטנברג לשינוי חברתי כלכלי, אשר כלל בין היתר את ביטולו של חוק ההתייעלות הכלכלית לעיל. בהתאם להמלצות הוועדה, הועלה שיעור מס החברות בשנת 2012 ל-25%, ועל בסיס זאת הונח שיעור מס של 25% לשנות התחזית ולשנה המייצגת.

4.6 תחזית הון חוזר

אלפי ש"ח	2006	2007	2008	2009	2010	2011	ממוצע
מכירות שנתיות	4,059,970	4,629,786	4,770,380	4,743,628	4,609,858	3,663,896	
שינוי במכירות	192,164	569,816	140,594	-26,752	-133,770	-945,962	
הון חוזר	1,209,212	526,275	908,971	686,686	1,030,008	861,105	
שינוי בהון חוזר	225,060	-682,937	382,696	-222,285	343,322	-168,903	
שינוי חוזר חלקי שינוי במכירות	117%	-120%	272%	831%	-257%	18%	23%

אלפי ש"ח	2000	2001	2002	2003	2004	2005
מכירות שנתיות	3,060,476	2,315,312	2,465,717	3,212,032	3,923,569	3,867,806
שינוי במכירות	1,070,239	-745,164	150,405	746,315	711,537	-55,763
הון חוזר	615,629	*617,906	620,182	530,336	641,727	984,152
שינוי בהון חוזר	298,368	2,277	2,277	-89,846	111,391	342,425
שינוי חוזר חלקי שינוי במכירות	28%	0%	2%	-12%	16%	-614%

* בשל חוסר בנתונים ציבוריים הונחה יתרת הון חוזר על פי ממוצע בין יתרת ההון החוזר בשנים 2000 ו-2002

ניתחנו את ההון החוזר של חברת דלק רכב במהלך השנים 2000 – 2011 כדי לנסות למצוא מגמה מסוימת. מהניתוח עולה כי בממוצע השינוי בהון החוזר חלקי השינוי במכירות הוא כ-23%. השימוש דווקא ביחס הזה נובע מכך שישנה ציפייה כי שינוי עתידי בהון החוזר יהיה קשור לשינוי במכירות בעבר מתוך ניסיון של החברה לנסות לחזות קדימה מגמות בעתיד.

זה הנתון שבו השתמשנו לצורך ביצוע תחזית להון חוזר ב-DCF.

4.7 מציאת WACC

לצורך מציאת ה-WACC ביצענו מספר שלבים:

1. מציאת β
2. מציאת Re
3. מציאת WACC

השלבים:

1. מציאת β :

מתוך דמודרן מצאנו את ה- β הלא ממונפת המתאימה לענף יבואני כלי הרכב. הצבנו בנוסחה הבאה כדי לחשב את ה- β הממונפת המתאימה לחברת דלק רכב:

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

נתון	ערך	הסבר
β לא ממונפת	0.85	מתוך דמודרן
D	923,030	מתוך המאזן התפעולי
E	601,397	מתוך המאזן התפעולי
β ממונפת	2.16	

2. מציאת Re:

השתמשנו בנוסחה הבאה לצורך מציאת Re:

$$Re = Rf + \beta[E(Rm) - Rf]$$

נתון	ערך	הסבר
Rf	4.78%	אג"ח ממשלתי שחר ל-10 שנים
β	2.16	מצאנו בשלב הקודם
E(Rm)-Rf	7.28%	דמודרן
Re	20.52%	

3. מציאת ה-WACC:

על ידי הצבת הנתונים של השלבים הקודמים מתקבל WACC של 9.51% על פי מודל ה-CAPM. למחיר ההון שנתקבל ממודל ה-CAPM הוספה פרמיה המשקפת את עודף הסיכון בהשקעות בחברות בעלות שווי שוק נמוך בהשוואה לחברות בשוק האמריקאי. פרמיה זו חושבה על בסיס הבדלים היסטוריים בתשואות של חברות בעלות שווי שוק נמוך יחסית בשוק האמריקאי, העומדים בממוצע במקרה של דלק רכב, על כ-1.9% בשנה (Ibbotson Associates, Inc [Valuation Edition Yearbook 2011]).

4.8 בחירת ROC, RR שנה טרמינלית

ניתן לראות כי בשנות התחזית ה-ROC עולה משיעור של כ-25% לשיעור של כ-27%, עבור השנה הטרמינלית בחרנו ROC בגובה של 25% המשקף רוחב חפיר בינוני שאמור לאפשר לדלק רכב לשמור על ROC גבוה יחסית מחד וכן את השפעת הרגולציה ופתיחת השוק ליבוא מקביל בטווח הארוך מאידך. ערך זה גבוה מה-WACC שמצאנו (11.41%). ה-RR שהתקבל מבחירת ROC בגובה 25% ושיעור צמיחה בגובה 2% הוא RR=8%. המרווח גדול יחסית בין ה-ROC שבחרנו וה-WACC נסמך הן על נתונים היסטוריים והן על ההנחה כי שחברת דלק צפויה להמשיך ולשמור על יתרונה כיבואנית בלעדית של מותגי רכב מובילים ומבוקשים בשוק הישראלי, בענף המאופיין בחסמי כניסה לא פשוטים. הנחה זו עולה בקנה אחד עם רוחב החפיר הבינוני שנדון בפרק 3.

4.9 שווי כלכלי ראוי להון העצמי

שווי החברה על פי תוצאות ה-DCF הוא 2,190,120 אלפי ש"ח לעומת שווי בבורסה של 2,150,146 אלפי ש"ח.

השווי למניה על פי תוצאות ה- DCF הוא 23.50 ש"ח לעומת שווי של 23.07 ש"ח בפועל.
 הפער בין תוצאת ה- DCF לשווי בפועל הינו 2%, פער קטן יחסית.

4.10 טבלת רגישות WACC ו- g:

- שווי חברת דלק רכב תחת נתוני WACC ו- g שונים:

WACC							
13.0%	12.5%	12.0%	11.4%	11.0%	10.5%	10.0%	
1,565,886	1,647,575	1,736,043	1,849,977	1,937,014	2,051,804	2,178,038	0.0%
1,619,435	1,706,473	1,801,046	1,923,324	2,017,100	2,141,271	2,278,468	0.5%
1,677,446	1,770,494	1,871,959	2,003,714	2,105,196	2,240,154	2,390,056	1.0%
1,740,503	1,840,334	1,949,626	2,092,216	2,202,564	2,350,025	2,514,773	1.5% Growth rate
1,809,291	1,916,826	2,035,059	2,190,120	2,310,751	2,472,822	2,655,079	2.0%
1,884,631	2,000,967	2,129,485	2,299,010	2,431,666	2,610,969	2,814,092	2.5%
1,967,504	2,093,965	2,234,404	2,420,845	2,567,696	2,767,535	2,995,822	3.0%
2,059,102	2,197,296	2,351,665	2,558,079	2,721,863	2,946,467	3,205,510	3.5%
2,160,876	2,312,783	2,483,584	2,713,828	2,898,053	3,152,928	3,450,146	4.0%

- פער ב- % בין שווי חברת דלק רכב תחת נתוני WACC ו- g שונים לעומת השווי שנמצא ב- DCF:

WACC	תוצאות ה- DCF
11.4%	
2,190,120	2.00% g

WACC							פער ב- %
13.0%	12.5%	12.0%	11.4%	11.0%	10.5%	10.0%	
-28.5%	-24.8%	-20.7%	-15.5%	-11.6%	-6.3%	-0.6%	0.0%
-26.1%	-22.1%	-17.8%	-12.2%	-7.9%	-2.2%	4.0%	0.5%
-23.4%	-19.2%	-14.5%	-8.5%	-3.9%	2.3%	9.1%	1.0%
-20.5%	-16.0%	-11.0%	-4.5%	0.6%	7.3%	14.8%	1.5% Growth rate
-17.4%	-12.5%	-7.1%	0.0%	5.5%	12.9%	21.2%	2.0%
-13.9%	-8.6%	-2.8%	5.0%	11.0%	19.2%	28.5%	2.5%
-10.2%	-4.4%	2.0%	10.5%	17.2%	26.4%	36.8%	3.0%
-6.0%	0.3%	7.4%	16.8%	24.3%	34.5%	46.4%	3.5%
-1.3%	5.6%	13.4%	23.9%	32.3%	44.0%	57.5%	4.0%

ניתן לראות כי השווי המתקבל מה- DCF רגיש יותר לשינויים בשיעור ה- WACC מאשר לשינויים בשיעור ה- g.

5. פרק חמישי – הערכת שווי בשיטת המכפילים

לצורך חישוב הערכת שווי באמצעות מכפילים השתמשנו בנתוני חברת ההשוואה כנתונים מייצגים/ממוצעים של כלל הענף.

5.1 חישוב המכפילים על פי חברת "קרוסו מוטורס" כמייצגים עבור כלל הענף:

31/12/2011		מאזן חברת קרוסו (כלל השוק)	
1,148,784	חוב	1,848,828	EV
52,582	נכסים עודפים		
752,626	מרקט קאפ		
1,848,828	מאזן	1,848,828	מאזן
752,626	שווי מניות	752,626	שווי מניות
1,148,784	חוב	96,842	רווח נקי
52,582	נכסים עודפים		
199,181	רווח תפעולי		
9.3	מכפיל רווח תפעול	7.8	מכפיל רווח נקי
0.5	תיקון המכפיל*	-0.5	תיקון המכפיל*
9.8	מכפיל מתוקן	7.3	מכפיל מתוקן

* כפי שיפורט בהמשך

שימוש במכפילים שהתקבלו לביצוע הערכת שווי לחברת דלק רכב:

31/12/2011		מאזן חברת דלק רכב	
923,030	חוב	2,842,791	EV
2,150,146	מרקט קאפ		
270,359	נכסים עודפים		
2,802,817	מאזן	2,802,817	מאזן
	מתוקן	לא מתוקן	לפי מכפיל רווח נקי
	125,868	125,868	רווח נקי
	7.27	7.8	מכפיל
	915,273	978,207	שווי חברה
	מתוקן	לא מתוקן	לפי מכפיל רווח תפעולי
	356,807	356,807	רווח תפעולי
	9.78	9.3	מכפיל
	3,490,340	3,311,936	EV
	923,030	923,030	חוב
	270,359	270,359	נכסים עודפים
	2,837,669	2,659,265	הון עצמי

5.2 פונדמנטלס

ברור כי חברת קרסו לא מייצגת את הענף ולכן התוצאות שקיבלנו לא מבוססות במידה ראויה. לאחר מציאת המכפילים ביצענו להם התאמות על פי הפונדמנטלס המפורט להלן:

- **מינוף E/D** – ככל שחברה ממונפת יותר, כך הדבר מקטין את הרווח הנקי שלה. בכדי לבדוק מינוף של חברה, יש להתבונן ביחס ההון לחוב שלה D/E. יחס ההון לחוב של חברת דלק רכב דומה ליחס ההון לחוב של חברת קרסו מוטורס ולכן אין לבצע התאמה למכפיל בגין סעיף זה.
- **שיעור הצמיחה** – נתון זה משפיע הן על מכפיל הרווח התפעולי והן על מכפיל הרווח הנקי. ככל שהצמיחה גבוהה יותר כך המכפילים יגדלו. חברת דלק רכב רשמה צמיחה שלילית הן בשנת 2010 לעומת 2009 (כ-3%) והן בשנת 2011 לעומת 2010 (כ-20%) בעוד חברת קרסו רשמה צמיחה חיובית בשיעור של כ-150% בשנת 2010 לעומת 2009 וביעור של כ-120% בשנת 2011 לעומת שנת 2010. על פי נתון זה יש להגדיל את המכפילים.
- **שיעור ההשקעה מהרווח הנקי** – ככל ששיעור ההשקעה מהרווח הנקי של חברה גבוה יותר המכפיל יהיה נמוך יותר. שיעור ההשקעה של דלק רכב עמד על כ-40% בממוצע בשנים 2009 – 2011 ועל 138% בשנת 2011. עבור חברת קרסו קיימים נתונים ציבוריים המאפשרים חישוב שיעור ההשקעה מהרווח הנקי רק לשנת 2011, בגובה של כ-207%. לכן יש לתקן את מכפיל הרווח הנקי על ידי הקטנתו.
- **מחיר ההון** – ככל שמחיר ההון של חברה גבוה יותר, המכפיל יהיה נמוך יותר. סיכוני הענף של חברת דלק רכב ושל קרסו מוטורס זהים, והמינוף של החברות דומה. מכאן שמחיר ההון של שתי החברות צפוי להיות דומה ולכן אין לבצע התאמה למכפילים בגין סעיף זה.
- **CAPEX** – חברת דלק רכב צמחה עד לשנת 2011 באמצעות קניית רכוש קבוע ולא על ידי רכישת חברות, וכך גם חברת קרסו מוטורס. בשל כך אין לבצע התאמה למכפילים בגין סעיף זה.
- **סיכום** – על פי הפונדמנטלס, מחד יש להגדיל את המכפילים בשל שיעורי הצמיחה הגבוהים יותר אותם השיגה קרסו מוטורס בשנים 2010 ו-2011 ומאידך יש להקטין את מכפיל הרווח הנקי בשל שיעורי ההשקעה מהרווח הנקי הגבוהים יותר בחברת קרסו מוטורס. למרות האמור לעיל, נציין כי מאחר וקיימים נתונים כספיים ציבוריים של חברת קרסו מוטורס לתקופה מוגבלת בלבד (2010 – 2011) נראה כי אין די בנתונים אלו על מנת לבסס את ההתאמות הנדרשות למכפילים.

5.3 תוצאת הערכת השווי באמצעות שימוש במכפילים:

שיטה	שווי	פרמיה/דיסקאונט
לפי מכפיל רווח נקי	978,207	-55%
לפי מכפיל רווח נקי מתואם	915,273	-57%
לפי מכפיל רווח תפעולי	2,659,265	24%
לפי מכפיל רווח תפעולי מתואם	2,837,669	32%
לפי DCF	2,190,120	2%
בפועל	2,150,146	

קיים קושי בניתוח תוצאות ההבדלים בין התוצאות השונות שהתקבלו בשל העובדה שבביצוע הערכת שווי באמצעות מכפילים השתמשנו בנתונים ציבוריים של חברה אחת בלבד הקיימים לתקופה מוגבלת (2010 – 2011) כמייצגים את כלל נתוני השוק/הענף.

כשמשווים בין תוצאות הערכת השווי בשיטת ה- DCF ובין תוצאות הערכת השווי על פי מכפילי הרווח תפעולי

מגיעים לרמת קרוב גבוהה יחסית לאיכות נתוני ההשוואה, כאמור לעיל, של כ- 22% - 30%. תוצאת הערכת השווי באמצעות מכפילי הרווח התפעולי מקבלת משנה תוקף בעיקר לאור העובדה כי בהסתכלות בדיעבד על נתוני הסחירות של דלק רכב עולה כי שווי החברה הגיע לשפל במועד הערכת השווי, ועלה משמעותית בפרק זמן קצר של מספר ימים לאחריו.

לעומת זאת, תוצאות הערכת השווי באמצעות מכפילי הרווח הנקי מביאים לתוצאות ברמות קירוב נמוכות יחסית לתוצאת הערכת השווי בשיטת ה- DCF, בעיקר בשל הרווחיות הנקייה הנמוכה שנרשמה בשנת 2011 בדלק רכב, אשר כאמור הינה השנה היחידה ברת ההשוואה עבור שיטת המכפיל מול קרסו מוטורס.