

עבודת גמר – ניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות

חברת זנלכל בע"מ בהשוואה לחברת וילי-פוד השקעות בע"מ

סמסטר 2024ב'



VS



מחלבות רמת הגולן

מגיש : אלמוג דרור

ת.ז. -

מייל: dalmog123@gmail.com

1	תוכן עניינים
2	מבוא
3	פרק א': ניתוח הסביבה העסקית של חברת זנלכל בע"מ
3	א.1 סקירת ענף המזון (ס' 3)
5	א.2 סקירת זנלכל בע"מ (ס' 4)
11	א.3 סקירת וילי פוד (ס' 6)
12	פרק ב': ניתוח פיננסי של חברת זנלכל בע"מ ושל וילי פוד בע"מ
12	ב.1 ניתוח דוח רווח והפסד (ס' 8)
17	ב.2 יחסים פיננסיים (ס' 10)
21	ב.3 סיכום הניתוח הפיננסי (ס' 11)
22	פרק ג': הערכת שווי לחברת זנלכל בע"מ
22	ג.1 הערכת שווי (ס' 12)
23	שיעור צמיחה טרמינלי
24	קביעת WACC
31	יישום מודל DCF ותמחור החברה
32	ניתוח רגישות
33	ג.2 תרחיש היפותטי (סעיף 13)
34	פרק ד': סיכום ומסקנות אישיות (ס' 14)
35	פרק ה': נספחים
35	נספח 1 – ספקים גדולים, רשות התחרות
36	נספח 2 – קמעונאים גדולים, רשות התחרות
37	נספח 3 – נתח שוק עשרת הספקים הגדולים על פני שנים, סטורנקסט
37	נספח 4 – דירוג יצרניות מזון 2024, דאנס 100
38	נספח 5 – בקשות למיזוגים לפי ענפים לשנת 2023, רשות התחרות
38	נספח 6 – חלק מכתבה עם תגובות מנכל זנלכל ו-ויטה פרי, כנס מדיה (2021)
39	נספח 7 – ניתוח דוחות רווח והפסד לזנלכל ו-ויליפוד
46	נספח 8 – יחסים פיננסיים
48	נספח 9 – הערכת שווי

מסמך זה כולל את ניתוח ענף המזון בכלל, וניתוח חברת זנלכל ("ייכין" ו-"מחלבות רמת הגולן") בפרט (הפועלת בענף זה) באמצעות ניתוח יחסים פיננסיים, דוח רווח והפסד, ביצוע תחזית דוח רווח והפסד והערכת שווי לחברה בעזרת מודל DCF. כחלק מהניתוח בוצעו השוואות לנתונים הכספיים של חברת וילי-פוד שגם היא פועלת בענף. עם זאת, יצוין כי זנלכל הינה יצרנית מזון, בעוד שוילי-פוד יבואנית מזון.

ענף המזון הינו הענף הגדול ביותר בקטגוריית FMCG (מוצרי צריכה שוטפים), אשר בשנים 2021-2022 התאושש ממשבר הקורונה וחווה האטה בצמיחה ביחס לשנת הסגרים 2020, מגמה אשר נמשכה גם לשנת 2023 אך עקב מלחמת חרבות ברזל חוותה גדילה משמעותית בצריכה, אשר התאפיינה בעיקר בגידול במוצרים בעלי חיי מדף ארוכים כגון שימורים, מזון קפוא ובטריות. עקב הגידול המשמעותי בצריכה והפגיעה בחקלאות מאז פרוץ המלחמה באוקטובר 2023, בוצעו מספר עליות מחירים למוצרי המזון אשר הביאו איתם התערבות רגולטורית ע"י שר הכלכלה ניר ברקת אשר טרם הניבו פרי. בנוסף לכך, חלה מגמת עלייה בהתערבות הממונה על התחרות והוטלו עיצומים כספיים על מספר ספקי וקמעונאי מזון אשר הפרו את כללי התחרות בענף. נוסף על כך, בשנת 2024 גבר הצפי להעלאת המע"מ לטובת מימון הוצאות המלחמה, דבר אשר עלול לפגוע בצריכה בעתיד.

חברת זנלכל הינה יצרנית מזון מהגדולות בתחומה, ומתעסקת בעיקר במוצרי עגבניות (רטבים), שימורי ירקות, ולאחרונה גם נכנסה לתחום החלב כאשר רכשה את מחלבות רמת הגולן לאחר שאלו פשטו את הרגל. נוסף על כך, במהלך שנת 2023 מכרה החברה את המפעל הראשי שלה שהיה בבעלותה מאז שנת 1986 תמורת 155 מיליון ש"ח והכירה ברווחים משמעותיים בהיקף דומה לסך הרווח הנקי שלה מפעילות הליבה. כתוצאה מכך, נוצרו לחברה הזדמנויות חדשות להפעלת הכסף לטובת המשך הצמיחה אך גם נולדו סיכונים חדשים אשר עלולים להשפיע על פעילות החברה וערך המנייה. לאורך השנים 2021-2023 החברה הציגה צמיחה מרשימה במכירות ואף גידול בשולי הרווח באופן עקבי על פני מגזרי הפעילות שלה, זאת לצד מנוף פיננסי בריא וקיטון בימי המחזור התפעולי לצד ביצוע השקעות הוניות אשר לבסוף הביאו לאותה צמיחה והתייעלות תפעולית.

לעומתה, חברת וילי-פוד אשר עוסקת בתחומים דומים באותו ענף הציגה קיטון בשולי הרווח וברווחיות בכלל. זאת לצד חוסר מנוף פיננסי והשקעות הוניות ואף החלטות עסקיות בעייתיות אשר גררו בשנת 2024 להפסד של 11.6 מיליון ש"ח עקב עיצום כספי שהוטל על החברה ע"י הממונה על התחרות.

בביצוע הערכת השווי לחברת זנלכל התעוררו 2 בעיות מרכזיות: תמחור המחלבות ותמחור עלות ההון Re. רכישת המחלבות אשר התבצעה במהלך שנת 2023 גרמו מצד אחד לרווח מרכישה הזדמנותית אך להפסד תפעולי ותזרימי בהיקפים משמעותיים בהרבה. מודל DCF אינו עובד על חברות בעלות תזרים שלילי, ועל כן בעת יישום גישת SOP (Sum of All Parts) במידול החברה ובהערכת השווי, התחזית שבוצעה עבור מגזר החלב לא התווספה לחיזוי תזרים המזומנים של החברה (למעט השפעת מגן המס וההפסדים הצבורים משנת 2023) ולמעשה השווי של המחלבה נוסף בשלב מאוחר יותר, בהתבסס על הערכת השווי שקיבלה החברה במאי 2023.

סוגיית מחיר ההון העצמי, הושפעה בעיקר עקב β של החברה מול מדד ת"א 125, אשר למעשה מגלמת את הקורלציה או הקשר בין התנודתיות של מניית החברה לזו של השוק. מסתמן כי הקשר נמוך עקב העליות המשמעותיות שחוותה זנלכל לאורך השנים, בכך שהתקבל R^2 (מקדם מתאם) נמוך המצביע על חוסר ביטחון ב- β לטובת חישוב הסיכון של החברה.

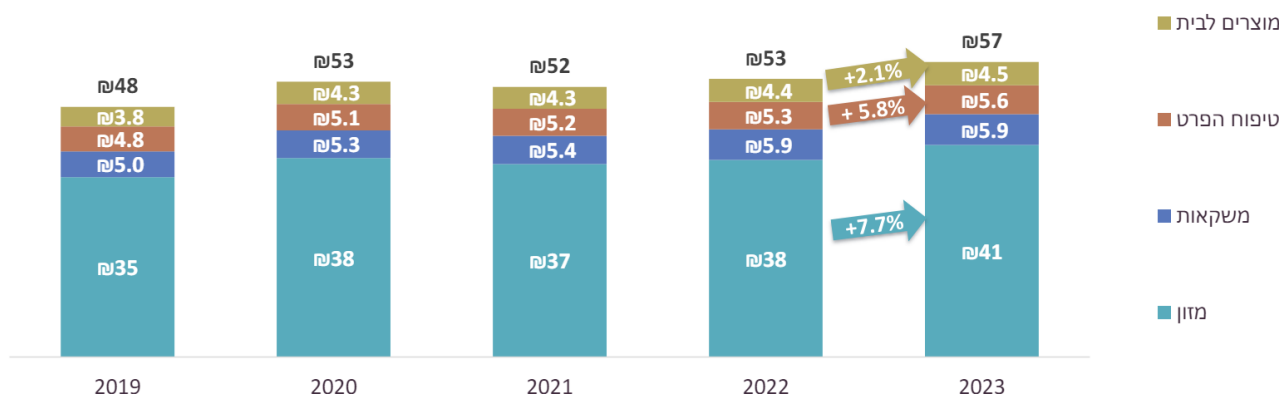
לאחר פתרון סוגיות אלו, הערכת השווי הראתה תוצאות מפתיעות – גם לאחר עלייה של מעל 50% בשנת 2024, השווי ההוגן של החברה עומד על סביבות ה-964 מיליון ש"ח (לעומת 505 מיליון ש"ח נכון לאוגוסט 2024), בהתבסס על הערכות הצמיחה שהוצגו בפרק ג' ושיעור היוון של 9.95%, עם ההנחה הסבירה של צמיחה טרמינלית של כ-2%.

פרק א': ניתוח הסביבה העסקית של חברת זנכלל בע"מ

1.א. סקירת ענף המזון (סי' 3)

ענף המזון הוא אחד הענפים הגדולים במשק. ענף זה נכלל תחת קטגוריית מוצרי צריכה שוטפים (FMCG)¹, אשר כולל בין היתר גם את ענף הבייטי והקוסמטיקה, מוצרי הטיפוח, תרופות ללא מרשם ועוד. מוצרים הנכללים תחת קטגוריה זאת מאופיינים במחירים נמוכים באופן יחסי, בשולי רווח נמוכים, ובמחזורי מלאי מהירים ובנפחים גבוהים.

תרשים 1: מכירות FMCG בישראל לפי ענפים 52 שנים האחרונות, במיליארדי ש"ח (מקור: סטורנקסט)



ענף המזון, שהוא גם הענף הצומח ביותר בשנת 2023 בקטגוריית FMCG, בנוי ממספר תעשיות עיקריות: חקלאות, ייצור, חומרי גלם, עיבוד מזון, סיטונאות וקמעונאות.

את תעשיות אלו ניתן לסווג ל-2 קבוצות: קבוצת הספקים וקבוצת הקמעונאיים.

לפי חוק קידום התחרות בענפי המזון והפארם (תשע"ד-2014), סעיף 2 לחוק מגדיר כי **ספק** הוא מי שמספק לקמעונאי באופן ישיר או באמצעות קמעונאי אחר מצרכים. **קמעונאי** הוא אדם המחזיק בחנות (פיזית או אינטרנטית). לצד הגדרת הספק והקמעונאי, מגדיר החוק גם "ספק גדול" ו"קמעונאי גדול", אשר מהווים למעשה אמצעי בקרה על מונופולים משמעותיים בענף המזון (גם אם לא הוגדרו כמונופול) שמחזור מכירותיהם עולה מהמצוין בחוק או אם הוגדרו כמונופול בהתאם לסעיף 26 בחוק התחרות הכלכלית. מדי שנה, הממונה על התחרות מפיק רשימה של ספקים גדולים² וקמעונאים גדולים³ אשר עונים להגדרה זו, וכן מכיל עליהם איסורים מיוחדים המשפיעים על: מיקום המצרכים בחנויות הקמעונאיים, עסקאות חבילה, מחיר יחידה לצרכן, איסור התערבות הספק בעיסוקיו של הקמעונאי וההפך, איסור על מיזוגים ועוד. בשנה האחרונה רשות התחרות הטילה עיצומים כספיים על המונופולים בענף המזון עקב הפרת איסורים אלו, ביניהם:

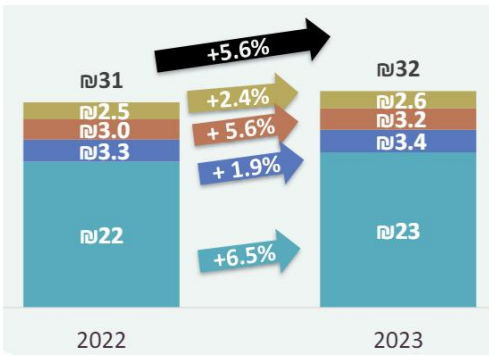
1. וילי פוד תשלם 11.6 מיליון ש"ח (מקור: הממונה על התחרות, 17.07.2024)
2. טמפו משקאות תשלם 4 מיליון ש"ח (מקור: הממונה על התחרות, 28.05.2024)
3. סוגת תעשיות תשלם 18 מיליון ש"ח (מקור: הממונה על התחרות, 18.05.2024)
4. דיפלומט תשלם למעלה מ-9 מיליון ש"ח (מקור: הממונה על התחרות, 05.05.2024)
5. נטו מלינדה תשלם 18.2 מיליון ש"ח (מקור: הממונה על התחרות, 17.04.2024)
6. סנו תשלם 16.4 מיליון ש"ח (מקור: הממונה על התחרות, 03.04.2024)

העיצומים הכספיים שהוטלו ע"י הממונה בשנת 2023 עד יולי 2024 הכניסו לקופת המדינה מעל 100 מיליון ש"ח. יש לציין כי מדובר באירוע מתמשך, ורשות התחרות צפויה להטיל עיצומים על חברות נוספות בעתיד הקרוב.

¹ Fast-moving consumer goods

² ראה "נספח 1: רשות התחרות – רשימת ספקים גדולים לשנת 2023"

³ ראה "נספח 2: רשות התחרות – רשימת קמעונאים גדולים לשנת 2023"

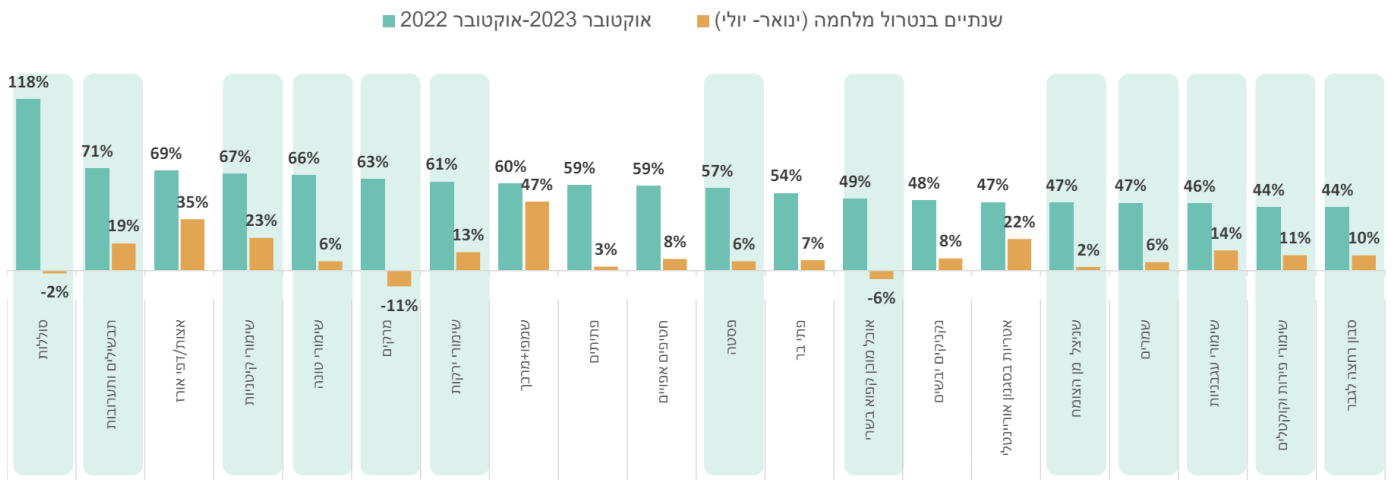


תרשים 2: מכירות לפי ענפים FMCG לשנים 2022-2023
בנטרול השפעות המלחמה (מקור: סטורנקסט)

מלבד העיצומים הכספיים, אירוע משמעותי נוסף אשר השפיע על תעשיית המזון בשנת 2023 היא פריצתה של מלחמת "חרבות ברזל" במהלך חודש אוקטובר. בשנת 2023 ענף המזון צמח בכ-7.7%, אך 85% מתוכם (6.5% מתוך הגידול הריאלי בענף המזון על 1.1%).

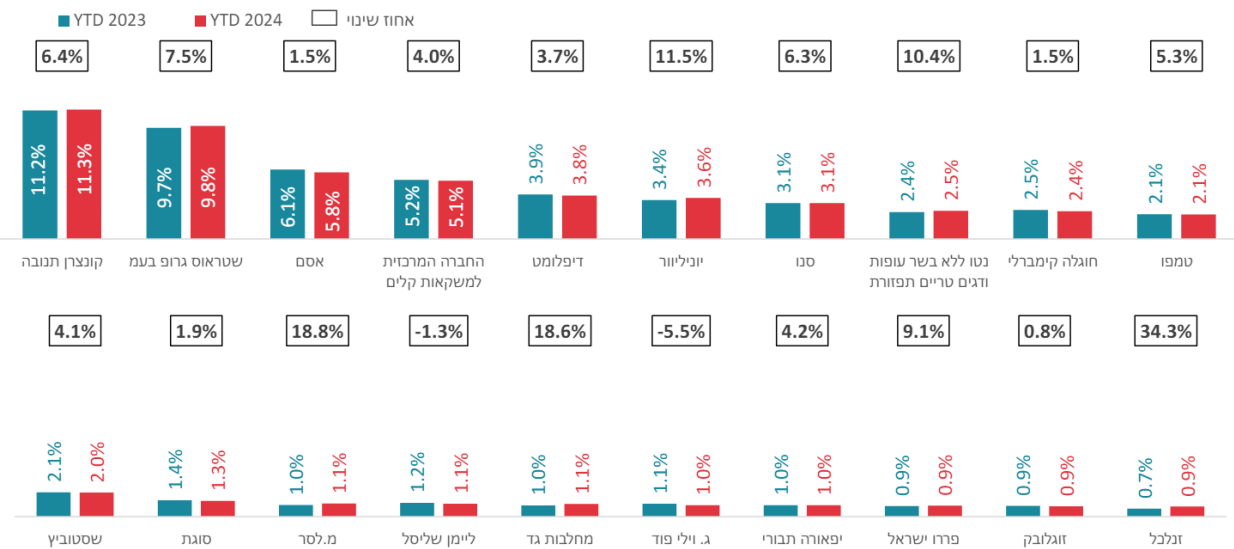
גם כאשר מנטרלים את השפעת מלחמת "חרבות ברזל" (תרשים 2), ענף המזון המשיך להיות המרכיב העיקרי בקטגוריית FMCG כאשר צמח ב-6.5%, אך **הגידול הריאלי במהלך 2023 עמד על 0.1% בלבד**. המסקנה היא כי השפעת המלחמה על ענף המזון היא משמעותית, למעשה פי 11 מהשגרה. עובדה זו

נראית גם בגידול במכירות מוצרים בעלי חיי מדף ארוכים ע"י משקי בית רבים שהחליטו להצטייד במזון וציוד לשהייה ממושכת בבתים, דבר אשר הגדיל את המכירות בענף כפי שניתן לראות תרשים 3 להלן:



תרשים 3: 20 המוצרים הצומחים ביותר בקטגוריית FMCG לשנת 2023 (מקור: סטורנקסט)

מגמת הצמיחה בענף המזון בחציון הראשון של 2024 ע"פ סטורנקסט הינה 5.8%, כאשר הגידול הריאלי (בנטרול מדד המחירים לצרכן) הינו 1.5%, דבר אשר מצביע על כך שכלכלת "שגרת מלחמה" ממשיכה להשפיע לחיוב על הענף.



תרשים 4: 20 הספקים הגדולים במשק לפי נתח שוק (מקור: סטורנקסט, 07.2024)

עשרת הספקים הגדולים (תרשים 4) מהווים כ-49.5% מהקטגוריה – גידול של 3% מתחילת 2024⁴. שינוי זה ניתן לייחס בחלקו לירידה במכירות "המותג הפרטי" של רשתות הקמעונאות, שעומד בחודש יולי 24 על 7% לעומת 7.3% בתחילת השנה. משנת 2019, המותג הפרטי רשם עלייה של 7.2% לעומת ירידה של 4.7% בנתח השוק של עשרת הספקים הגדולים.

מרכיב נוסף שיש להכיר כאשר מדברים על תעשיית ספקי המזון בישראל הוא חוק להסדרת הטיפול באריזות ("חוק האריזות"). חוק זה מטיל על ספקי המזון (יצרנים ויבואנים כאחד) אחריות על פינוי, טיפול, הטמנת ומחזור הפסולת הנובעת מהאריזות במטרה לצמצם פגיעה סביבתית. מתוקף חוק זה הוקמה חברה לתועלת הציבור (חל"צ) בשם "ת.מ.י.ר – תאגיד מחזור יצרנים בישראל". תאגיד זה מציב את "הפח הכתום" ברחבי הארץ ודואג לכל תהליך המתואר לעיל מכספי החל"צ, אשר ממומנים ע"י בעלי המניות בחברה (סביבות 7% בעלות כל אחד, ולחלקם גם זכות הצבעה מיוחדת): אסם השקעות בע"מ, גן שמואל מזון בע"מ, החברה המרכזית לייצור משקאות קלים בע"מ, זנלכל בע"מ, קימברלי קלארק ישראל בע"מ, טמפו משקאות בע"מ, יוניליוור ישראל, יפאורה תבורי בע"מ, מאפיות א.אנג'ל בע"מ, סנו – מפעלי תעשיות ברונס בע"מ, שופרסל בע"מ, שטראוס גרופ בע"מ ו-תעשיות מזון תנובה – אגודה שיתופית חקלאית בישראל.



תרשים 5: הרשימה של שר הכלכלה ניר ברקת, מעודכן לתאריך 18.02.2024

מרכיב נוסף בתעשיית הספקים היא "הרשימה של ניר ברקת" (להלן: "הרשימה השחורה" ו-"הרשימה הירוקה").

בעקבות עליית המחירים החדה בענף המזון שנבעה מהעלאת מחירי המוצרים ע"י הספקים לאחר פרוץ מלחמת "חרבות ברזל", התעוררה מחאה חברתית בבקשה לשמר את מחיר המזון טרם פרוץ המלחמה. לשם כך, פנה שר הכלכלה ניר ברקת ליצרני המזון במשק בבקשה להחזיר את המחירים אחורה ואף ניסה לקדם חוק אשר ימנע עליות מחירים אלו, למרות שמהלך זה מנוגד עקרונית לחוק התחרות. משלא מצא פתרון, פנה השר לגישת "ביוש רגולטורי" אשר מקטלג יצרנים אשר העלו את המחירים (ולא הסכימו להחזירם) ברשימה השחורה, וספקים אשר הסכימו להחזיר את המחיר לקדמותו (או לא העלו אותו כלל) ברשימה הירוקה. מהלך זה לא זכה לתוצאות חיוביות ויעילותו נכון למועד זה מוטלת בספק. האחרונה שהצטרפה לרשימה הירוקה היא יוניליוור.

א.2 סקירת זנלכל בע"מ (סי' 4)



תמונה 1: מפעל אלון תבור (יכין), עפולה

חברת זנלכל בע"מ (Sanlakol LTD, להלן: "החברה") הינה ספקית הפועלת בענף המזון. החברה נוסדה ב-1940 ונרכשה על ידי דב שינפלד ב-1947. לאורך השנים, החברה ביצעה מספר השקעות ורכישות אשר הפכו אותה לשחקן מוביל בענף השימורים והמזון המעובד, ולאחרונה אף הפכה לשחקנית בענף החלב. ב-6 לפברואר 1983 הונפקה החברה בבורסת תל-אביב, ובכך נהייתה לציבורית⁵. שלוש שנים לאחר מכן, ב-1986, ביצעה החברה מהלך אסטרטגי חשוב כאשר העבירה את מפעלה מחיפה למתחם חדש באזור התעשייה אלון תבור, ליד עפולה. ההשקעה בהקמת המתחם הסתכמה ב-12 מיליון דולר, והוא משתרע על שטח נרחב של 65 דונם. מהלך זה רלוונטי מתמיד לאור הפרסום האחרון אודות המתחם, עליו נדון בהמשך. ב-1988 רכשה החברה את הפעילות של חברת "פרי-זה" שהייתה בכינוס נכסים, ובשנת 1998 הרחיבה עוד יותר את פעילותה כאשר רכשה את פעילות מפעלי השימורים של "יכין", אשר מהווה את המותג המוביל של החברה.

זנלכל מתמחה בפיתוח, ייצור ושיווק של מוצרי ירקות, עגבניות ופירות מעובדים. פעילותה העיקרית כוללת מספר קטגוריות, ביניהן שימורי פירות, ירקות וקטניות, רכזי עגבניות, רוטבי בישול ופסטה, סירופים לילדים, סירופים דלי קלוריות, חומץ, מיץ לימון לתיבול, ומוצרי חלב שונים, ביניהם: יוגורטים, שמנת ורטבי שמנת, חלב נטול לקטוז, חלב

⁴ ראה "נספח 3: סטורנקסט - נתח השוק של עשרת הספקים הגדולים על פני שנים" ⁵ סימול: זנלכל, 130013. שווי שוק בקירוב ל 500 מיליוני ש"ח.

עמיד וחלב טרי. החברה משווקת את מוצריה בשוק המקומי תחת המותגים המובילים "יכין", "פרי מבורך", "בונדואל", "פרי זה", "מחלבות רמת הגולן" ו-"גבינות השומרון", ופועלת גם בשוק הייצוא בעיקר לארה"ב ואירופה בהיקף זניח. החברה מעבדת למעלה מ-79,000 טון תוצרת חקלאית טרייה בשנה. זנכלל אינה מוגדרת כ"ספק גדול" בשוק המזון הישראלי.

לפי דוח סטורנקסט (המתבסס על שווי שוק לדירוג), היא מדורגת במקום ה-20 מבין ספקיות המזון בישראל⁶ ולפי דירוג D&B⁷ (המתבסס על המכירות לדירוג) היא במקום ה-26.

בחדש מרץ 2023, רכשה החברה את מחלבות רמת הגולן תמורת 33 מיליון שקל, עם תשלום נוסף של 7 מיליוני ש"ח עבור מלאי וחובות לקוחות (שווי הוגן לתמורה המועברת מוערך בכ-36.5 מיליוני ש"ח).

תמונה 2: מחלבות רמת הגולן נרכשו ע"י זנכלל תמורת 33 מיליון ש"ח



בעסקה זו, זנכלל הצליחה להקדים את חברת ויליפוד של צבי ויליגר, ספקית גדולה יותר אשר הציעה 30 מיליון ש"ח בלבד, מה שמדגיח את יכולתה להתחרות גם מול שחקנים גדולים יותר בשוק. רכישה זו מסמנת את כניסתה של זנכלל לתחום החלב, ומרחיבה את פעילותה מעבר לתחום השימורים המסורתי שלה. מחלבות רמת הגולן מספקות בעיקר מצרכים לטובת המותג הפרטי של רשתות הקמעונאות, דבר אשר חושף את סל המוצרים של זנכלל לצמיחה הצפויה בתעשייה זו.

כפי שתואר בהתחלה, זנכלל ביצעה עסקה נוספת בתאריך 06.08.2023 כאשר מכרה את מפעל השימורים שלה באלון תבור לקרן הנדליין מניבים **תמורת 154 מיליון שקל**⁸ (סכום עתק אשר מהווה כשליש משווי השוק של החברה נכון ל-30.06.2024), במסגרת עסקת "מכירה ושכירות חוזרת" (Sale & Leaseback). על פי תנאי העסקה, זנכלל תשכור את המפעל ל-15 שנה עם אופציה להארכה ל-9 שנים ו-11 חודשים. תשלומי החכירה הוגדרו ל-10 מיליון ש"ח לשנה והם צמודים למדד המחירים לצרכן. עסקה זו הניבה לחברה רווח משמעותי של עשרות מיליוני שקלים ותזרים חיובי של כ-115 מיליון שקל. עסקה זו ורכישת מחלבות רמת הגולן מדגישות את שאיפותיה של זנכלל להמשיך ולהתרחב בשוק המזון הישראלי, תוך ניצול הזדמנויות עסקיות ופיננסיות ולהתרחב לתחומי פעילות נוספים. לטעמי, מדובר בעסקה אטרקטיבית ביותר עקב עלות המימון השלילית בעסקה ("הכנסות מימון"). כאמור, בגין תמורה של 154 מיליוני ש"ח, תשלם החברה 10 מיליוני ש"ח למשך 15 שנים, שמצטברים לסכום של 150 מיליוני ש"ח. בעזרת נוסחת מ.ע.נ.ס⁹ נוכל לחשב את הרכיב המימוני (i):

$$154 = 10 * \frac{(1+r)^{15} - 1}{r * (1+r)^{15}} \rightarrow r = (0.32\%)$$

נקודת מבט אחרת על עסקה זו היא באמצעות חישוב היחס בין התמורה ששילמה קרן הנדליין מניבים לתמורה השנתית שתקבל. בהתאם לכך, מניבים רכשה נכס המניב לה תשואה של 6.5% בשנה (10/154). על פי נתוני קליימקס נדלן, התשואה על נדליין **מסחרי** בישראל עומדת בין 6-10 אחוזים בשנה, כך שגם כאן שניתן לראות שהעסקה על החלק הנמוך בספקטרום. עם זאת – כפי שנהוג לומר "דיבורים לחוד ומעשים לחוד": חשוב להדגיש כי אמנם השאיפה המרכזית במכירת המפעל היא לטובת חופש תזרימי משמעותי בטווח הקצר אשר יכול לשמש להמשך ההשקעה באפיקים חדשים או בהתייעלות פיננסית, הדבר גם מציב בפני החברה סיכונים מסוגים חדשים (להלן: "סיכונים חדשים"):

- 1. התרחבות מהירה מדי:** זנכלל עשויה להתרחב בקצב מהיר מדי אשר יפגע ברווחיות שלה באופן משמעותי, כך לדוגמה מחלבות רמת הגולן הניבו לחברה כ-60 מיליוני ש"ח במכירות אך הסבו הפסד תפעולי של כ-2 מיליוני ש"ח ותזרימי מזומנים שליליים בהיקף הקרוב ל-10 מיליוני ש"ח. גם אם החברה תצליח בעתיד להפוך את המחלבות לרווחיות, העיתוי חשוב יותר, במיוחד אם צפויה התרחבות נוספת למגזרים חדשים.
- 2. חוסר הזדמנויות בשוק:** ע"פ דוח הממונה על התחרות, כ-164 בקשות למיזוגים הוגשו, 16 מתוכם בענף המזון. למרות שהיקף המיזוגים בענף נמוך ברמה המספרית, ענף המזון הוא הענף השני בגודלו בהיקף המיזוגים, מיד לאחר ענף הנדליין¹⁰. שיעור המיזוגים שאושרו ע"י הממונה עומד על כ-80% ברמה ההיסטורית, כך שמס'

⁶ ראה: "תרשים 4 – 20 הספקים הגדולים במשק לפי נתח שוק לתאריך 30.06.2024

⁷ ראה "נספח 4: דאנסט 100 - יצרניות מזון לשנת 2024"

⁸ כתבת גלובס בנושא: <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001454332>

⁹ מקדם ערך נוכחי סדרתי

¹⁰ ראה "נספח 5: רשות התחרות – בקשות למיזוגים לפי ענפים לשנת 2023"

- ההזדמנויות האפקטיביות העומדות בפני החברה במוצע שנתי הוא 13 חברות המציעות עצמן למכירה. עיקרן בהיקפים קטנים מ-5 מיליוני ש"ח.
3. **סיכוני ספק גדול:** למרות שזנכלל אינה "ספק גדול" כמוגדר בחוק קידום התחרות בענפי המזון והפארם (תשע"ד-2014), הצטרפותה של המחלבה החמישית בגודלה בישראל לפורטפוליו המותגים של החברה, אשר סיפק בעבר את שירותיו בעיקר לספק למוותגים הפרטיים, עשוי למקם את החברה כספק עיקרי למוותגים פרטיים ובכך להפוך אותה למונופול בתחום זה. הפיכתה של זנכלל לספק גדול יקשה עליה במיזוגים עתידיים ויגביר את הסיכון לבריחת ערך מאירוע הנזילות האחרון.
4. **שינוי במודל העסקי של המחלבות¹¹:** עם רכישת המחלבה, הנהלת החברה פעלה לביטול ההתקשרות עם לקוחותיה הקמעונאיים אשר רכשו את מצרכיה על בסיס ביקוש, מוצרים אלו היו תחת פיקוח ובעקבות כך הרווחיות שלהם הייתה נמוכה. כעת, המודל העסקי של המחלבה הוא כיצורן מזון חופשי עם כ-50 מוצרים שונים תחת מותגי המחלבה. השינוי המשמעותי במודל העסקי עשוי לפגוע במוניטין המחלבה, ביכולת התמחור של מוצריה וכן בכושר הייצור המנוצל של המחלבה אשר עומד כעת כ-60% מתוך 22 מיליון ליטר חלב בשנה.
5. **סיכונים רגולטוריים:** בדומה להצטרפות תעשיית השימורים למחאה נגד הרפורמה בחקלאות בשנת 2021¹², השקעה בתעשיות חדשות בדומה לתעשיית החלב, אשר הינה תעשייה מפורקת ובשנה החולפת לא הוכיחה את עצמה כהשקעה כדאית, כך גם שינויים חדשים בחקיקה עלולים להפוך השקעה לאסון תזרימי.
6. **חוב חדש:** העסקה החדשה יוצרת ניפוח מאזני בהתאם ל IFRS 16 (חכירות), שכן תיווצר במאזן התחייבות בגין חכירה כנגד נכס זכות שימוש. נכס זכות השימוש ימשיך לייצר הוצ' פחת בדומה לנכס טרם המכירה, רק בהיקפים גדולים יותר (שכן כעת הנכס מוערך בסכום משמעותי יותר ובאורך חיים קצר יותר – לכל היותר 25 שנה) וכן ההתחייבות בגין חכירה תייצר הוצ' מימון חדשות. אירוע זה עשוי להשפיע בצורה משמעותית על שולי הרווח התפעולי והנקי של החברה ויכריח אותה למצוא הזדמנויות חדשות להשקעה וצמיחה, דבר אשר עשוי לגרום להשקעה בנכסים בינוניים ולהגדיל את הסיכונים של החברה במסע ההתרחבות והצמיחה המחודשת שלה.
7. **התרחבות מלחמת "חרבות ברזל" לזירה הצפונית:** תפעול המחלבות הממוקמות ברמת הגולן עשויה להיפגע, הן באופן ישיר על ידי פגיעה במפעלי הייצור והן בקשיי תפעול אנושיים עקב התפתחות המלחמה לזירה הצפונית.
- סיכונים אלו מצטרפים לסיכוני החברה שקדמו לעסקה, ביניהם:
1. **סיכונים מאקרו כלכליים:** ביניהם מצב הכלכלה העולמית והמקומית, ההאטה בפעילות בענף ובכלל בשנת 2023 טרום מלחמת "חרבות ברזל", ריבית בנק ישראל, הרפורמה המשפטית בישראל, חולשה בהייטק בישראל ובעולם, היעדרות עובדים עקב מילואים, השפעת המלחמה ויוקר המחיה על הצרכן ובכלל הפגיעה בענף החקלאות בישראל.
 2. **מגמות בענף המזון:** ביניהם המעבר של צרכנים לצריכת מותגים זולים ולחץ מתמשך להורדת מחירים, התייקרות מחירי תשומות חומרי גלם בעולם עקב מלחמת רוסיה-אוקראינה, קשיים לוגיסטיים ושינויים בטעמי הצרכן.
 3. **סיכוני מטבע:** תנודות בשערי חליפין במטבעות שונים, אך בעיקר שערי הדולר והאירו וכן שינויים בשערי הריבית במדינות זרות.
 4. **סיכונים רגולטוריים:** שינויים בשיעור המכס (כמתואר בסעיף 4 לעיל בסיכונים חדשים) על יבוא חומרי גלם ומצרכים עלול לפגוע בתחרות ואף לחסל את הענף כולו (נספח 6), וכן מגבלות חוקתיות שונות אשר משפיעות על פעילות החברה בענף השימורים, העגבניות והחלב. מדובר בסיכון המשמעותי ביותר לחברה.
 5. **סיכוני אשראי:** שינויים מאקרו כלכליים ואחרים עשויים לפגוע ברווחיות רשתות השיווק ולמנוע מהם לעמוד בהתחייבויותיהם כלפי זנכלל. בשנת 2023 הועמד ללקוחותיה של החברה אשראי בהיקף 73.9 מיליוני ש"ח לתקופה של 72 ימים.
 6. **עונתיות ותחרות:** עיקר הגידולים של החברה מתבצעים ברבעון השני והשלישי, אך המכירות מתפזרות באופן כמעט אחיד על פני השנה. פגיעה בגידולים במהלך רבעונים אלו עשויה לפגוע ביכולתה של החברה להעמיד את

¹¹ סעיף 13.2 בדוח הכספי לשנת 2023 של חברת זנכלל בע"מ

¹² ראה: "נספח 6: כנס מדיה – כתבה עם תגובות מנכל זנכלל ו-ויטה פרי הגליל, 2021"

מוצריה לרשתות השיווק. כמו כן, הענף מאופיין בתחרות גבוהה ונאמנות צרכנית מוגבלת, עם לחצים מתמשכים על רווחיות החברה. כניסתם של המותגים הפרטיים עשויים גם הם להוות איום על נתח השוק של החברה.

7. **סיכוני לקוחות:** לחברה 3 לקוחות קמעונאיים עיקריים אשר פעילותה של החברה תלויה בהן. הפסקת התקשרות עם מי מהן עלולה להסב פגיעה משמעותית ברווחיות החברה ובהכנסותיה¹³
8. **אבטחת מידע וסייבר:** התקפות סייבר עלולות לגרום לשיבושים בפעילות החברה, לרבות פגיעה במערכות מידע.

בהתאם לסעיף 28 בדוח הכספי של החברה לשנת 2023, "יעדים ואסטרטגיה עסקית", לחברה 3 יעדים מרכזיים:

1. צמיחה על בסיס המותגים הקיימים, שיפור יכולות הפיתוח, הייצור והשיווק שלה וכן מימוש הפוטנציאל העסקי בתחומי פעילותה ושיפור איכות המוצרים הקיימים ובכלל הרחבת קהל הלקוחות בשווקים בהם פועלת.
2. בחינת רכישת פעילויות סינרגטיות לפעילות החברה וכניסה לשווקים חדשים בהם לא היוותה שחקן משמעותי.
3. ייצוב המחלבה מבחינה תפעולית, טכנולוגית ומסחרית, לרבות בחינה וטיוב של קווי המוצרים ושל התקשרויות קיימות עם לקוחות וספקים אחרים.

יעדים אלו עומדים בקנה אחד עם ניתוח הסיכונים שהוצגו כחלק מהסיכונים החדשים.

לאחרונה, זימנה זנלכל אסיפת בעלי מניות ע"מ לאשר את עליית שכר המנכ"ל ויו"ר החברה בכ-16% ו-20% בהתאמה. עלייה זו, אינה נתפסת בעין טובה בעיני הציבור והרגולטור שכן זו קרתה בסמוך להצהרת עליית המחירים במותגי החברה וכן דבר זה הוא אשר הכניס אותם ל"רשימה השחורה" של שר הכלכלה.

אירוע נוסף אשר עשוי להשפיע בטווח הזמן הקצר הן ההתבטאויות של מנכ"ל החברה בנוגע לתעשיית השימורים בה זנלכל פועלת: **"על ההחלטה לרכוש את החברה (מחלבות רמת הגולן) מספר גורביץ'**: "הנציגים של הנאמנים פנו אלינו ואמרו לנו, 'למה שלא תתעניינו? אתם תעשייה ויודעים לעבוד עם חקלאות'. בתחושות הבטן שלי אמרתי שאני לא נוגע בזה בכלל - לא כי היא פשטה רגל, אלא מה אנחנו מבינים בחלב? אבל השתכנענו שיש פה הזדמנות כי אנחנו פעילים בקטגוריית הירקות המשומרים, שהיא יחסית לא גדולה ולא צומחת. קשה לנו להתפתח כי אנחנו הכי גדולים." (ישראל היום¹⁴, 14.07.2024)

חוסר האמונה של מנכ"ל החברה בתעשייה בה היא פועלת עשוי להשפיע על תמחור החברה שכן מדובר למעשה באיתות ההנהלה על האטה בקצב הצמיחה העתידי, ובכך שהחברה מחפשת אפיקי צמיחה חדשים כי אין לה ברירה אחרת אם היא מעוניינת להמשיך לצמוח. יצוין כי שוק החלב הנוכחי מגלגל כ-10 מיליארד שקלים בשנה, המחלבות הכניסו במהלך שנת 2023 כ-115 מיליוני ש"ח¹⁵, כ-1.15% מהתוצר השנתי בתעשיית החלב. דבר המקנה לחברה מרווח צמיחה משמעותי בעתיד. עם זאת, המחלבה במהלך כל שנת 2023 הייתה הפסדית בשיעור של כ-12 מיליוני ש"ח, ויצרה לזנלכל הפסד תפעולי של 2 מיליון ש"ח וכן הפסד תזרימי של כ-6.8 מיליוני ש"ח.

הבנה של התפלגות הרווחים על פני שנת 2023 לפי תחומי פעילות וכן כושר הייצור המקסימלי והמנוצל של החברה עשויים לתת תמונה רחבה יותר על יכולתה של החברה להמשיך להתרחב בעתיד בתעשיות בהן פועלת ללא צורך בהשקעות נוספות:

ממוצע רבעוני	אחר	חלב (*)	מוצרי ירקות	עגבניות	רבעון
24%	25%	25%	21%	25%	Q1
22%	24%	25%	19%	20%	Q2
25.5%	27%	25%	25%	25%	Q3
28.5%	24%	25%	35%	30%	Q4

(*) להערכת החברה לא קיימת מגמה מובהקת של עונתיות בתחום מוצרי החלב.

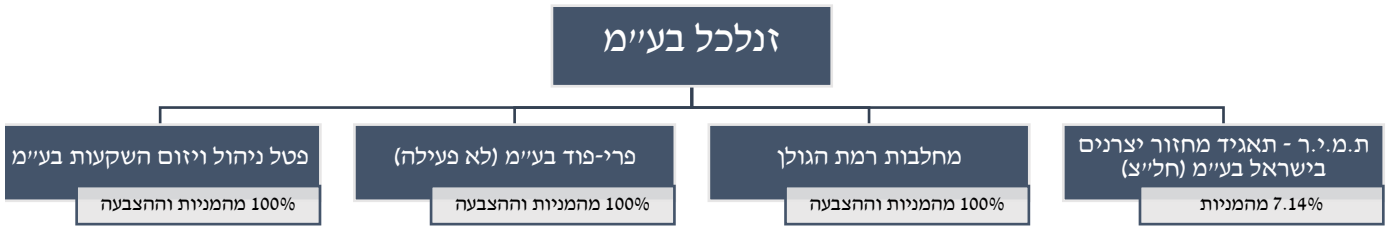
סה"כ	אחר	חלב	מוצרי ירקות	עגבניות	כושר יצור שנתי
132K טון	20K טון	22K טון	30K טון	60K טון	מקסימלי
60.2% (**)	25%	60%	58%	73%	מנוצל (2023)

(**) כושר הייצור הנוכחי של החברה מאפשר לה לייצר 52 טון מוצרים נוספים ללא השקעה נוספת (מלבד עלויות ישירות).

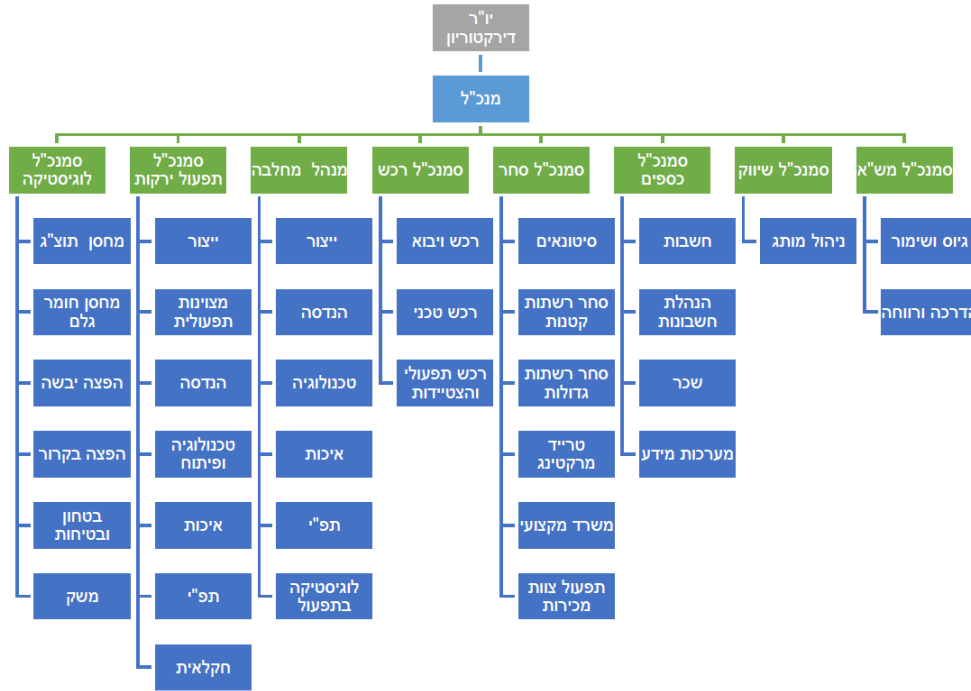
¹³ סעיף 13.3 בדוח הכספי לשנת 2023 של חברת זנלכל בע"מ

¹⁴ קישור לכתבת ישראל היום על חוסר צמיחת תעשיית השימורים: <https://www.israelhayom.co.il/business/article/16073462>

¹⁵ בהתבסס לדוחות המחלבה שהועברו לזנלכל ע"י הנאמן למועדים שטרם הרכישה בשילוב עם ההכנסות לאחר הרכישה

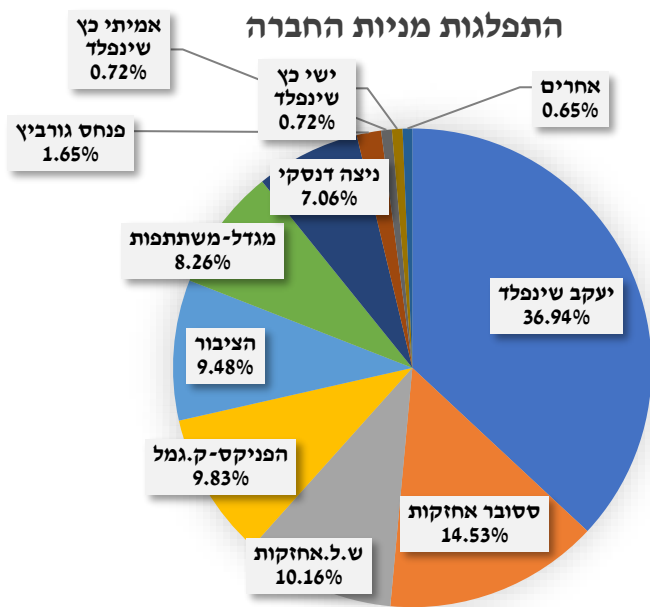


תרשים 6: מבנה אחזקות זנכלל בע"מ



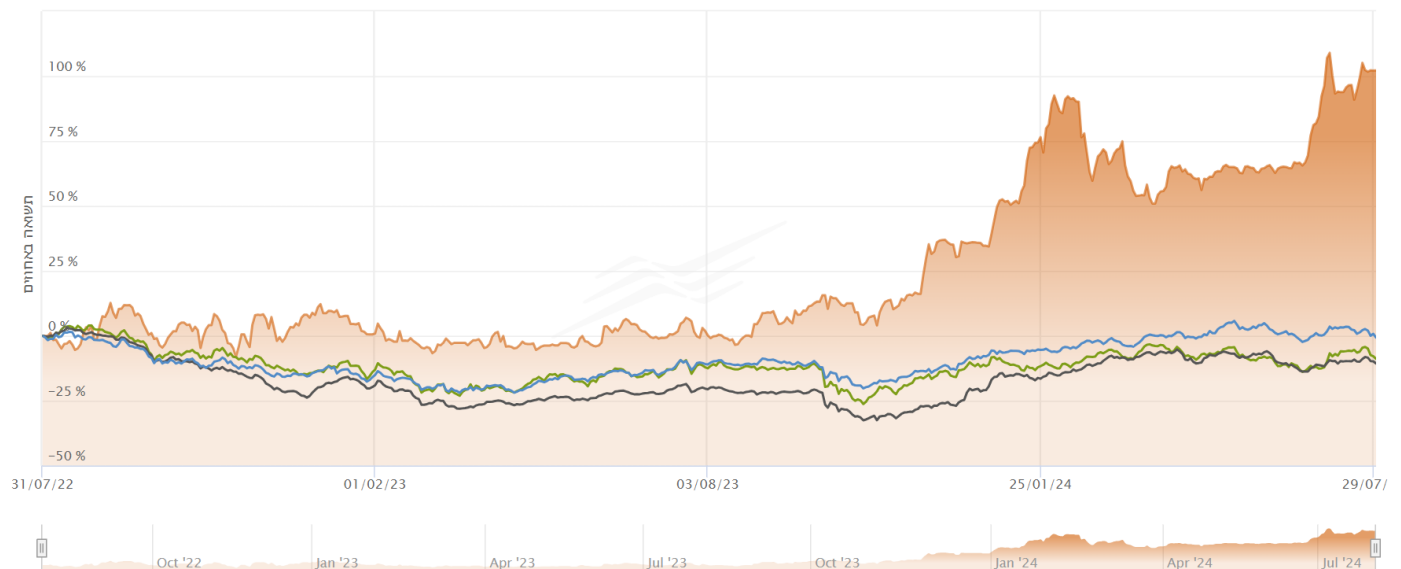
תרשים 7: מבנה ארגוני - זנכלל בע"מ (מהדוח הכספי של החברה לשנת 2023)

המחלקות הגדולות בחברה (אנשים): תפעול והחזקה (63), ייצור (59), שרשרת אספקה (49). לחברה 253 עובדים סה"כ.



טבלה 1: דמויות מפתח בחברה (שיעור החזקה מהותי | תפקיד מהותי)

שם	תפקיד	% החזקה
יעקב שינפלד	יו"ר דירקטוריון	36.94%
פנחס גורביץ	מנכ"ל	1.65%
מורד בן ציון	סמנכ"ל לוגיסטיקה	
יוחאי ליפשיץ	סמנכ"ל תפעול	
שחר פישר	מנהל מחלבה	
נילי בן יעקב	סמנכ"ל רכש	
ניר סמי להב	סמנכ"ל סחר	0.38%
עמית חיות	סמנכ"ל כספים	
רינת אשכנזי גל	סמנכ"ל שיווק	
אושרית ברנר	סמנכ"ל מש"א	
רוחמה סלמן	מבקרת פנים	
ישראל בן יהודה	מבקר בלתי תלוי	
ניצה דנסקי	דירקטור רגיל	7.06%



מקרא: זנכל | ת"א-תעשייה הסר מהגרף | ת"א-צמיחה הסר מהגרף | ת"א-רימון הסר מהגרף

גרף 1: תשואת זנכל מול מדדים מובילים (כתום = זנכל, כחול = ת"א תעשייה, שחור = ת"א צמיחה, ירוק = ת"א רימון) מקור: מאי"ה

בגרף 1 מוצגים שלושת המדדים לפי מאי"ה אשר חברת זנכל משויכת אליהם באופן ישיר. **בשנתיים** האחרונות חברת זנכל הניבה למשקיעים תשואה משמעותית מעל מדדים אלו וכן מעל תשואת מדד 125, אשר כולם פחות או יותר הניבו תשואה אפסית או שלילית, לעומת זנכל אשר הניבה תשואה מעל 100% במהלך תקופה זו, ומעל 50% מתחילת 2024.

בברירת המחדל הביטא נמדדת מול מדד ת"א 125. אחת הבעיות של ביטא כמרכיב סיכון היא שאם הגידול בתנודתיות האחרון נובע מעליות, למעשה לא מדובר בסיכון אלא הצפת ערך, כפי שקרה בעת מכירת המפעל של החברה לקרן מניבים. נוסף על כך, בשנה האחרונה הקשר בין השווקים לבין המניה נמוך ברמה הוויזואלית וכן ראייה זו מוצגת גם בצורה מספרית כאשר מסתכלים על פרופיל המנייה באתר ביזפורטל:

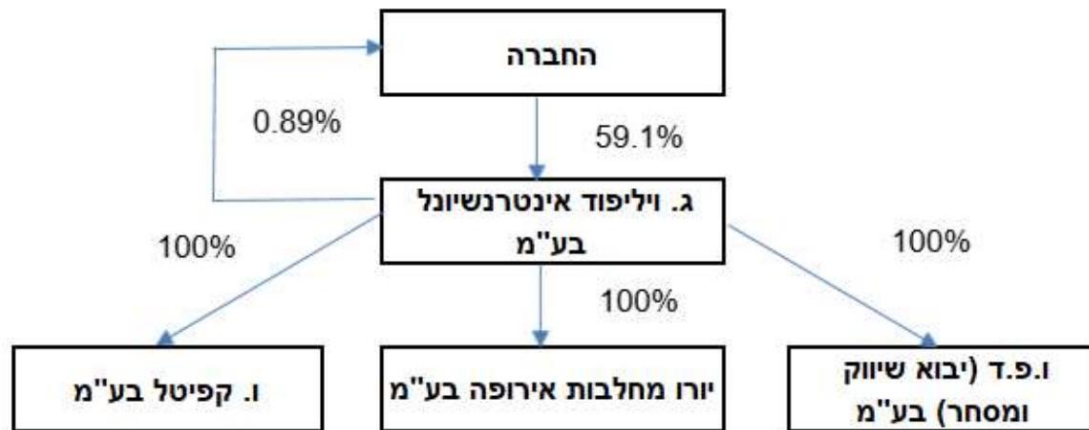


הביטא נמוכה מזו של השוק (0.26-0.35), אך גם מקדם המתאם נמוך מאוד (מתחת ל-0.5 מוגדר "לא אמין") וכן סטיית התקן גבוה. עובדה זו תהפוך לאחת הבעיות המרכזיות בחישוב עלות ההון של החברה, אשר לרוב נמדדת בעזרת ביטא ותשואה ממוצעת של השוק, ומשמשת כחלק מחישוב עלות ההון המשוקללת (WACC) להיוון תזרימי מזומנים חופשיים, כחלק מתמחור החברה. בהמשך נבחן את הביטא על פני תקופות ארוכות יותר וכן חלופות אפשריות למדידת הביטא.

כאשר מדברים על תשואת המנייה, קשה שלא לציין את מדיניות החברה כלפי חלוקת דיבידנדים ורכישת עצמית של מניות החל משנת 2022, החלטת הדירקטוריון על **מדיניות הדיבידנד היא בשיעור שלא יפחת מ-60% מהרווח השנתי הנקי של החברה**, וזאת בתנאי שלא תיגרם פגיעה משמעותית בתזרימי המזומנים של החברה ובעמידה בהתחייבויותיה. החל מ-25.03.2024, אישר הדירקטוריון את תוכנית רכישה עצמית של מניות החברה בהיקף של 7 מיליון ש"ח.

א.3 סקירת וילי פוד (סי 6)

וילי-פוד השקעות בע"מ (להלן: "ויליפוד") הינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב, אשר התאגדה לראשונה ב-27.11.1992, אך שמה שונה לראשונה לשמה הנוכחי רק בשנת 1995, טרם למועד זה נקראה ת.ק.ד השקעות בע"מ. החברה עוסקת בייבוא, שיווק והפצה של מוצרי מזון, ומוגדרת כ"ספק גדול" בהתאם לחוק המזון (נספח 1). ויליפוד מחזיקה במספר חברות בנות, כאשר חברת "ג. ויליפוד אינטרנשיונל בע"מ" (להלן: "ויליפוד אינטרנשיונל") הינה הגוף העוסק בייבוא (חברה אשר נמצאת בשליטה חלקית בלבד ע"י ויליפוד). במקביל לפעילותה כיבואנית מזון מחזיקה החברה "תיק השקעות" מגוון עם ניירות ערך מבורסות ברחבי העולם. בעלי השליטה בחברה הם יוסף וצבי ויליגר, המחזיקים יחדיו מעל 60% מויליפוד.



תרשים 8: עץ החזקות, ויליפוד, דוח כספי לשנת 2023

ישנן חברות נוספות אשר מוחזקות תחת ויליפוד ובנותיה אשר אינן פעילות או אינן מהותיות לפעילות החברה. במהלך שנות פעילות החברה, עברה השליטה בין האחים ויליגר לארקדי גאידמק, אלכסנדר גרנובסקי ו-גרורי גורטובוי. לבסוף בשנת 2017 חזרה השליטה לאחים ויליגר ע"י השתלטות עוינת על חברת BSD, אשר דרכה מחזיקים במניות החברה נכון ליולי 2024. במהלך התקופה בה גרורי ואלכסנדר שלטו בחברת BSD ודרכה בויליפוד, העמידו את נכסי ויליפוד כבטוחות נגד הלוואות שנטלו חברות אחרות בשליטתם. בעקבות מהלכים אלו נעצרו השניים והואשמו בעבירות הלבנת הון חמורות, דבר אשר עשוי להשפיע בעקיפין על המוניטין של ויליפוד ברמה הפיננסית מול גופים מוסדיים ודירוגי אשראי. חברת ויליפוד אינטרנשיונל הינה חברה דואלית ונסחרת גם בבורסה בתל אביב וגם בנאסד"ק. BSD נסחרת בלונדון ואילו ויליפוד נסחרת בבורסת תל אביב בלבד. בניגוד לזנלכל ויליפוד אינה יצרנית מזון ועיקר פעילותה קשור בייבוא מזון באמצעות הובלה ימית.

רוב מוצריה נמכרים לקמעונאי המזון הבאים:

1. שופרסל בע"מ
2. רמי לוי שיווק השקמה 2006 בע"מ
3. קרפור בע"מ (מגה יינות ביתן)
4. מ. יוחננוף ובניו (1988) בע"מ
5. ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ
6. כ.נ מחסני השוק
7. מרב מזון כל בע"מ (אושר עד)

לחברה מס' תחומי פעילות:

1. שימורי ירקות, פירות ודגים
2. שמני מאכל
3. מוצרי חלב ותחליפיו
4. פסטה
5. פירות יבשים ופיצוחים

רווחיות החברה מושפעת מ-3 גורמים עיקריים: (i) עלות המוצר המיובא, כולל הובלה ימית, אחסון והשפעת שערי מט"ח, (ii) המחירים של מוצרים דומים בשוק אשר משפיע על כוח התמחור של החברה וכן (iii) ביקוש למוצרים ע"י הצרכן. נוסף על כך, מכיוון שויליפוד מוגדרת כ"ספק גדול", ועיקר לקוחותיה הינם "קמעונאיים גדולים", חלות על החברה מגבלות מיוחדות אשר מקשות על יכולתה של החברה להשפיע על 2 המרכיבים האחרונים.

בעוד שבקטגוריית שימורי הירקות והפירות זנלכל מוגדרת כמתחרה ישירה, בקטגוריית מוצרי החלב ותחליפיו (קטגוריה חדשה עבור זנלכל עם רכישת המחלבות), טרם הוכרה כמתחרה ישירה של ויליפוד. המחלקות הגדולות בחברה (אנשים): לוגיסטיקה (113), מכירות (44), ייבוא (43). לחברה 207 עובדים סה"כ.

כיבואנית, אחד הסיכונים הגדולים ביותר הם התלות בספק או לקוח בודד, כלל אצבע אומר כי הכנסות או הוצאות של מעל 10% מול גורם אחד הם משמעותיים. בשנת 2023 ספק א' סיפק 12.4% מכלל הסחורה, ספק ב' סיפק 11.5% מכלל הסחורה וספק ג' סיפק 8.4% מכלל הסחורה. אלו הספקים הגדולים ביותר של החברה והיתר (ב147 בקירוב) בשיעורים נמוכים. עם זאת לטענת החברה אין תלות מסוימת ברכישה מספקים אלו ועסקאות אלו נעשות אך ורק מטעמי נוחות לוגיסטית. מהצד השני, כ-10% מהכנסותיה של החברה נבעו מלקוח עיקרי בודד, וכן 8% מההכנסות נבעו מלקוח נוסף. להגדרתה, ארבעת הסיכונים הגדולים ביותר לויליפוד הינם:

1. **חשיפה לשינויי שער חליפין:** כיבואנית מחיריה מושפעים באופן ניכר ממט"ח שכן עיקר מוצריה מיובאים מחו"ל.
2. **סיכוני שוק ההון:** עיקר נכסיה של ויליפוד היא ההחזקה בויליפוד אינטרנשיונל הנסחרת בנאסדק, מחיקתה מהמסחר עקב אי עמידה בתנאים עלולה להציב את שווי החברה בסיכון משמעותי.
3. **מקורות אספקה זמינים של מוצרים:** עקב משבר אספקה גלובלי המושפע ממגוון גורמים, עשויה להיווצר פגיעה ביכולת החברה לייבא מוצרים בזמן סביר.
4. **סיכון הובלה ימית:** עליית מחירי השילוח הימי וכן הסיכונים החדשים הנובעים מייבוא במשלוחים ימיים עשויים להקשות על אספקת המוצרים של החברה ומחירם, דבר אשר ישפיע באופן ניכר על רווחיות ויליפוד.

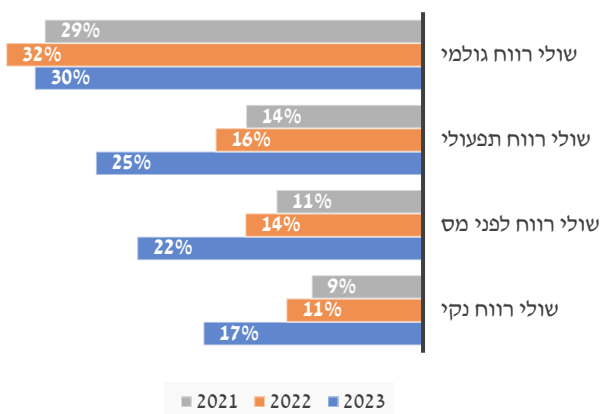
אירוע משמעותי נוסף אשר השפיע על החברה בשנת 2024 הוא **העיצום הכספי שהוטל עליה עקב הפרת חוק המזון בסך 11.6 מיליוני ש"ח, אשר מהווים בקירוב כשליש מהרווח הנקי שלה** לשנה (בממוצע).

פרק ב': ניתוח פיננסי של חברת זנלכל בע"מ ושל וילי פוד בע"מ

1. ניתוח דוח רווח והפסד (ס' 8)

תרשים 9: שוליים על פני שנים - זנלכל

שוליים על פני שנים - זנלכל



בניתוח הדוחות הכספיים של זנלכל ו-ויליפוד, עומדות 2 מטרות עיקריות: ניתוח יכולתן להתייעל פיננסית ("שוליים") וכן לקבוע את קצב הצמיחה של החברה, דבר אשר יסביר את טיב ההשקעות וההחלטות העסקיות שהחברה מבצעת. את הניתוח נבצע ב2 שיטות: הסתכלות על החברה בכללותה וכן הסתכלות על כל אחד ממגזרי הפעילות בנפרד (SOP)¹⁶.

שימוש בשיטת SOP מאפשרת לנו בשלבים המתקדמים יותר של הניתוח (הערכת השווי) להשתמש באומדן הטוב ביותר עבור כל מרכיב בנפרד, כך לדוגמה עבור המחלבות שנרכשו ע"י זנלכל נוכל להשתמש בהערכת השווי שבוצעה ע"י מעריכי שווי מוסמכים אשר להם גישה למידע שאין למשקיע ריטייל.

ניתן לראות בבירור כי שיעור הרווח הגולמי ללא שינוי משמעותי בין השנים 2021-2023, אך שיעור הרווח התפעולי ואילך צמחו באופן משמעותי (סביבות ה-100% כל אחד). נתון זה לבדו אינו מועיל, שכן השפעת האירועים שתוארו בפרקים הקודמים (רכישת המחלבות ומכירת מהמפעל הראשי לקרן מניבים) משפיעים באופן חד פעמי על דוחות 2023.

בהמשך לניתוח זנלכל, ניתן לזהות מס' מגמות ברורות בכל המגזרים¹⁷:

1. אחוז ההוצ' הקבועות ביחס לסך הנכסים שמשמשים את המגזר עומדים על כ-10% במגזרי הירקות והעגבניות, בעוד שבמגזר "מוצרים אחרים" עומד על כ-13%.
2. אחוז ההוצ' המשתנות ביחס להיקף המכירות לכל מגזר עומדים על כ-70% במגזרי הירקות והעגבניות, בעוד שבמגזר "מוצרים אחרים" עומד על כ-72%.
3. אחוז ההוצ' הנה"כ מכירה ושיווק ביחס להיקף המכירות לכל מגזר עומד על כ-15%.

2021	2022	2023	עגבניות	2021	2022	2023	ירקות
11%	11%	10%	(1)	10%	10%	10%	(1)
71%	70%	70%	(2)	71%	70%	70%	(2)
15%	16%	15%	(3)	15%	16%	15%	(3)
154,846	154,183	174,630	נכסים מזוהים	155,767	147,789	170,731	נכסים מזוהים
92,163	89,206	99,643	התחייבויות מזוהות	82,850	83,725	99,127	התחייבויות מזוהות
1.47	1.37	1.33	יחס התחייבויות להון	1.14	1.31	1.38	יחס התחייבויות להון

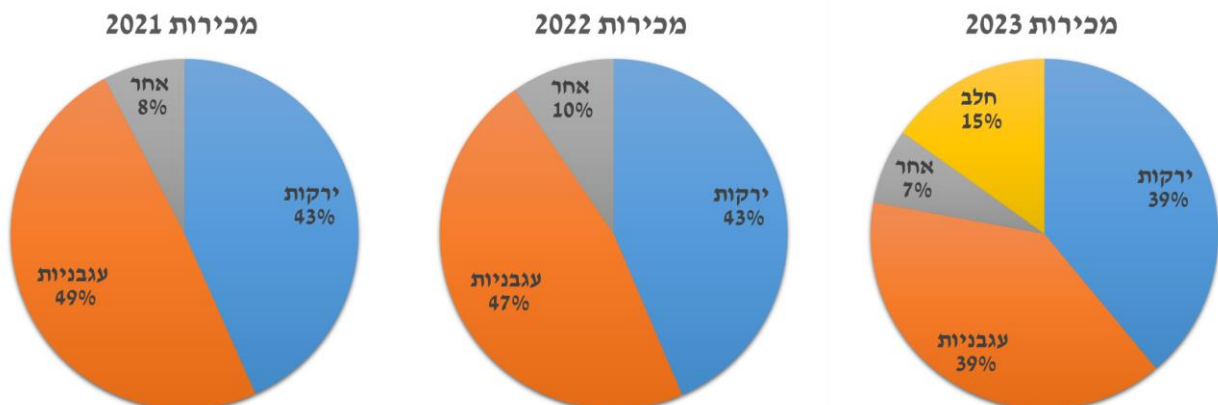
ניתן לחלץ מהפירוט למגזרים את שיעור הרווח למגזר (אשר אינם כוללים בהגדרתם רווחים חד פעמיים):

2021	2022	2023	עגבניות - PL	2021	2022	2023	ירקות - PL
112,569	119,856	155,376	מכירות	99,365	111,477	155,149	מכירות
72,598	74,186	95,086	עלות המכר	64,228	69,419	96,881	עלות המכר
39,971	45,670	60,290	רווח גולמי	35,137	42,058	58,268	רווח גולמי
16,981	18,955	23,066	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק	14,990	17,630	23,301	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
7,449	7,038	7,667	פחת	6,576	6,546	5,862	פחת
15,541	19,677	29,557	רווח למגזר	13,571	17,882	29,105	רווח למגזר
14%	16%	19%	שיעור הרווח המגזרי	14%	16%	19%	שיעור הרווח המגזרי

בהסתכלות על הרווח המגזרי על פני שלושת השנים האחרונות, ניתן לומר כי השוליים אכן צמחו, אך נשאלת שאלה מהותית: האם הצמיחה בשוליים היא עקב הצמיחה במכירות, או התייעלות פיננסית (ירידה בהוצאות), או גם וגם? מהנתונים העולים בדוחות הכספיים, התשובה היא: צמיחה במכירות גררו את עיקר הגידול בשוליים. כך לדוגמה, בשנת 2023 גדלו ההוצאות במגזר הירקות בכ-34.6%, אך המכירות צמחו בכ-39.1%.

אחר	עגבניות	ירקות	צמיחה במכירות למגזר
12%	30%	39%	צמיחה 2023
41%	6%	12%	צמיחה 2022
11%	31%	-1%	צמיחה 2021

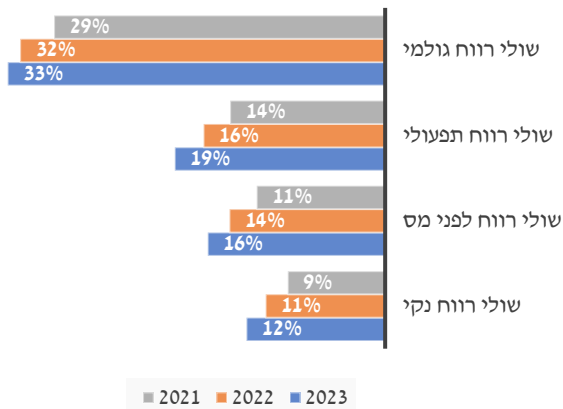
בהסתכלות רב שנתית, תחום העגבניות-הירקות היו הגדולים ביותר. למרות שהעגבניות במגמת ירידה מתוך סך ההכנסה, שיעור הצמיחה בהכנסות במגזר עדיין גבוה ומשמעותי.



¹⁷ למידע נרחב יותר, הכולל גם את מגזרי הפעילות "מוצרים אחרים" ו-"חלב" (אשר קיים רק בשנת 2023) ראה נספח 7

תרשים 10: שוליים מתואמים: ללא מחלבות ועסקת המכירה - זנכל

שוליים מתואמים על פני שנים - זנכל



יצוין כי שולי הרווח התפעולי המתואם על פני השנים זהה לשיעור הרווח המגזרי על פני השנים כפי שהוצגו קודם.

בהסתכלות על ויליפוד מול זנכל – לא נוכל לבצע השוואה של מגזרי הפעילות מ3 סיבות:

1. לויליפוד מספר רב יותר של תחומי פעילות מזנכל.
2. ויליפוד הינה יבואנית ולא יצרנית כמו זנכל.
3. ויליפוד לא מפרקים את ההכנסות שלהם למגזרים.

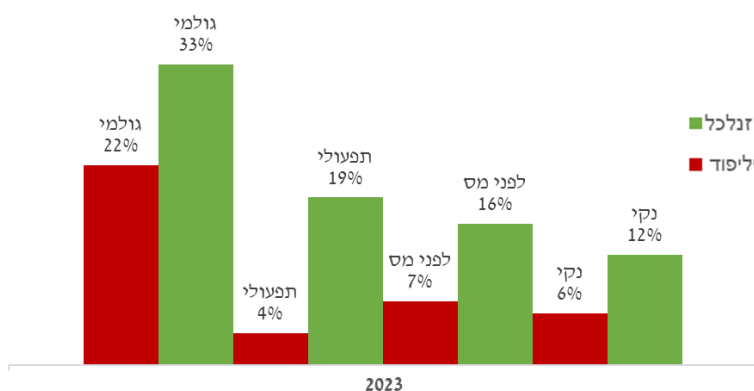
על כן, בנייתו הבא נסתכל על ויליפוד וזנכל כיחידה אחת, ולא על פי מגזרים:

תרשים 11: שולי רווח על פני שנים - זנכל | ויליפוד (לא מתואם)

שוליים על פני שנים - זנכל מול ויליפוד



שולי רווח מתואמים - זנכל מול ויליפוד לשנת 2023



תרשים 12: שולי רווח לשנת 2023, זנכל (מתואם) מול ויליפוד

בתרשים 9, שנת 2023 (כחול) מציגה שולי רווח משמעותיים מהשנים הקודמות, אך 2 אירועים משמעותיים קרו בשנה זו: מכירת המפעל הראשי ורכישת המחלבות. כאשר נבטל את הרווח הנוצר מפעולות אלו, נקבל את התמונה הבאה המוצגת בתרשים 10. כעת, ניתן לראות כי שולי הרווח הגולמי דווקא במגמת עלייה משנה לשנה (כולל שנת 2023), וכן הגידול בשוליים אמנם עדיין במגמת עלייה, אך הקפיצה משנת 2022 לשנת 2023 משמעותית פחות גדולה. בהנחה ולא היינו מתאמים את ההוצאות מימון ופחת (אשר אלו ימשיכו להוות הוצאה בשנים הבאות), שולי הרווח התפעולי היה עומד על כ-18% ושולי הרווח לפני מס היה עומד על 15%.

כאמור, בשנת 2023 נסתכל על השוואה בין זנכל

לויליפוד לאחר התיאום בתרשים 12.

כאשר מסתכלים ברמה הרב שנתית, הרווחיות של

זנכל משמעותית גבוה מזו של ויליפוד בכל

הפרמטרים. גם הרווח הגולמי של ויליפוד אשר

בשנים 2021-2022 לא היה משמעותית נמוך מזה של

זנכל, חוזה ירידה בשנת 2023 ועל כן ניתן להניח כי

לזנכל יכולת חזקה יותר לשמור על רווחיות זהה

מאשר זו של ויליפוד.

הרווח הנקי לשנת 2023 של זנלכל (לפני תיאום) הסתכם ל-67 מיליון ש"ח, ולאחר התיאום כ-43 מיליון ש"ח. זאת לעומת הרווח הנקי של ויליפוד אשר הסתכם ל-31 מיליון ש"ח. יצוין כי ההכנסות של ויליפוד גבוהות מאלו של זנלכל ועומדות על כ-540 מיליון ש"ח. למעשה, בשנים 2021-2022, ההכנסות של ויליפוד היו גבוהות פי 2 מאלו של זנלכל. בשנה האחרונה, ובעיקר בזכות רכישת המחלבות והצמיחה במגזר העגבניות והירקות, ההכנסות של זנלכל מהוות כ-70% מהכנסותיה של ויליפוד.

31.12.21	31.12.22	31.12.23	זנלכל שינוי PL מתואם	31.12.21	31.12.22	31.12.23	זנלכל שינוי PL
6%	12%	32%	מכירות	6%	12%	56%	מכירות
5%	7%	30%	עלות המכר	5%	7%	61%	עלות המכר
7%	23%	37%	רווח גולמי	7%	23%	45%	רווח גולמי
14%	19%	25%	הוצ' מכירה	14%	19%	51%	הוצ' מכירה
9%	10%	11%	הוצ' הנה"כ	9%	10%	24%	הוצ' הנה"כ
-5%	-49%	-11%	הכנסות אחרות	-5%	-49%	4048%	הכנסות תפעוליות
			רווח (הפסד) ר"ק			-1700%	רווח (הפסד) ר"ק
1%	31%	53%	רווח תפעולי	1%	31%	146%	רווח תפעולי
11%	19%	19%	הוצאות מימון	11%	19%	107%	הוצאות מימון
-67%	467%	26%	הכנסות מימון	-67%	467%	26%	הכנסות מימון
-2%	35%	59%	רווח לפני מס	-2%	35%	151%	רווח לפני מס
0%	30%	42%	מיסים על הכנסה	0%	30%	151%	מיסים על הכנסה
-3%	37%	64%	רווח לתקופה	-3%	37%	150%	רווח לתקופה

כאשר מסתכלים על השינוי לאורך שלושת השנים האחרונות, ניתן לראות כי השינויים המשמעותיים ביותר קרו בשנת 2023, כאשר מבצעים נטרול לאירועי מכירת המפעל ורכישת המחלבות, עדיין ניכרת צמיחה משמעותית במכירות וכל במרכיבים נוספים כגון הוצ' מכירה ושיווק, רווח תפעולי \ לפני מס \ נקי. כך למשל, לפני תיאום - הרווח הנקי צמח משנת 2022 לשנת 2023 ב-150%, אך בנטרול ההכנסות מהמחלבות והרווח ממכירת המפעל, הרווח צמח בכ-64%.

הגידול **במכירות**, כ-32% (ללא המחלבות) נבעו בעיקר מיישום תכנית רב שנתית להרחבת המוצרים והפצתם (אשר החברה מיישמת גם בשנת 2021-2022), וכן גם עקב מכירת מזון לצבא בעקבות מלחמת "חברות ברזל".

העלייה **בהוצ' מכירה ושיווק** (מלבד אלו המיוחסות למחלבות), נבעה מהעלאת תקציב הפרסום לאורך השנים.

כמו כן, העלייה **בהוצאות הנה"כ** נבעה מהעלאת שכר העובדים בחברה.

הגידול של מעל 4,000% **בהכנסות תפעוליות אחרות** מקושר לרווח בגין רכישת המחלבה במחיר הזדמנותי (הערכת השווי שבוצעה עבור החברה מתמחרת את המחלבות ב-מיליון ש"ח יותר ממחיר הרכישה).

השינוי הדרמטי **ברווח ממכירת ר"ק** (240 אלפי אחוז), הוא למעשה הרווח ממכירת המפעל – 38 מיליון ש"ח.

השינוי **בהוצאות המימון** בשנת 2023 קשור בעיקר בעקבות הוצ' ריבית על חכירה ורכישת המחלבות, אך גם בשנת 2022 ו-2021 חל גידול משמעותי, והוא מקושר בעיקר לעליית הריבית במשק.

לפירוט נרחב יותר, ראה נספח 7 המלווה את פרק זה.

בהשוואה לזנלכל, ויליפוד חוותה ירידה ברווח הנקי (וגם לפני מס, תפעולי וגולמי) לאורך השנים האחרונות, כאשר 2 האירועים העיקריים החיוביים הם **הגידול בהכנסות** (9% בשנת 2023 ו-10% בשנת 2022), וכן **הקטנת הוצאות המימון** בשנתיים האחרונות כתוצאה מהקטנת הוצאות נושאות ריבית שונות (אשר תרמו לעלייה ברווח לפני מס והרווח הנקי, אך הרווח התפעולי נשאר נמוך). עם זאת, מדובר בצמיחה נמוכה משמעותית מזו של זנלכל והדבר משפיע גם על השוליים שלה אשר במגמת ירידה חדה בשלושת השנים האחרונות כפי שניתן לראות בתרשים 11 (אדום).

אחת הסיבות העיקריות לקטנת הרווחיות ויליפוד היא התלות הגבוהה שלה כיבואנית במחירי השקל-דולר ומחירי השילוח הימי אשר מהווים אמצעי יבוא עיקרי עבורה. אלו השפיעו לרעה על רווחיות החברה לאורך 2021-2023 כבר ברווח הגולמי.

נוסף על כך, בשנת 2022 התקיים קמפיין שיווקי גדול אשר הגדיל את הוצ' המכירה, וכן עליית שכר המנהלים אשר הגדיל את הוצ' הנה"כ, וכן בשנים 2021-2022 נמכרו רכוש קבוע אשר השפיע על ההכנסות האחרות ביחס ל-2023.

31.12.21	31.12.22	31.12.23	ויליפוד שינוי PL
0%	10%	9%	מכירות
2%	12%	19%	עלות המכר
-5%	3%	-16%	רווח גולמי
0%	13%	0%	הוצ' מכירה
6%	3%	9%	הוצ' הנה"כ
113%	-3%	-51%	הכנסות אחרות
-14%	-9%	-56%	רווח תפעולי
1523%	-2%	-89%	הוצאות מימון
162%	-11%	-16%	הכנסות מימון
-14%	-12%	-22%	רווח לפני מס
-18%	-6%	-39%	מיסים על הכנסה
-13%	-14%	-17%	רווח לתקופה

2 נקודות חשובות אשר עשויות לשמש כמרכיב החלטה חשוב בשלב הערכת השווי הם:

1. שיעור המס האפקטיבי של החברות, אשר עשוי להיות שונה משיעור מס החברות הסטנדרטי.
2. כושר הייצור הלא-מנוצל של חברת זנלכל כפי שתואר בסקירת החברה בפרק הקודם.

באשר לשיעור המס האפקטיבי, אשר משמש לחישוב WACC, השיעור הממוצע הינו 23% לזנלכל, ו-22% לויליפוד.

בסקירה בפרק הקודם ציינו כי לחברה כושר ייצור לא מנוצל של כ-52 טון מוצרים בשנת 2023. השאלה הנשאלת היא: בהנחה והחברה הייתה מנצלת את כושר הייצור שלה (אשר לא מצריך ממנה השקעות הון נוספות), מה הייתה התוספת לשורת המכירות והרווח התפעולי? לצורך כך, נחשב את המכר לטון לפי מגזרי פעילות וכן את הרווח למגזר לפי טון.

סה"כ	חלב	אחרים	ירקות	עגבניות	רווח מגזרי לפי טון מוצרים (2023)
453183	115,085	27,573	155,149	155,376	מחזור מכירות שנתי
79	13	5	17	44	טונות מזון שנמכר
26,697	8,719	5,515	8,917	3,547	מחיר מכירה לטון
53	9	15	13	16	כושר ייצור לא מנוצל
329,259	76,723	82,719	112,349	57,468	פוטנציאל הכנסה
49%	-3%	15%	19%	19%	שיעור רווח תפעולי למגזר
41,813	(2,633)	12,438	21,076	10,932	פוטנציאל רווח מגזרי

בהתאם לחישוב לעיל, המתבסס על מספרי שנת 2023, פוטנציאל הרווח הנוכחי של נכסי החברה, ללא כל השקעות הוניות נוספות מלבד עלויות ישירות, יניב לחברה הכנסה נוספת של 330 מיליון ש"ח ורווח תפעולי של 42 מיליון ש"ח. חישוב זה אינו מתייחס לעליית המחירים בשנת 2024 בחלק ממוצרי הליבה של החברה, כפי שציין מנכ"ל החברה פיני גורביץ' בכתבה מישראל היום (14.07.2024)¹⁸: "פורסם שהעלינו ב-6%. זה היה רק בחלק מהמוצרים ורק במוצרי הליבה, שהתייקרו בצורה משמעותית. יש סבירות שנמשיך להעלות כי חומר הגלם התייקר בחצי השנה האחרונה. חלק מהמוצרים עלו ב-40% כמו התיירס. האפונה התייקרה ב-25%. כרגע אנחנו לא מבצעים העלאת מחיר נוספת, ואנחנו עומדים ובוחנים מה לעשות. היה גם חוסר יבוא בחלק מהמקומות בשל המלחמה."

ברבעון הראשון של שנת 2024 הרווח הגולמי המגזרי של החלב הסתכם פרקטית בשיעור הפסד קרוב ל-0%, ועיקר ההפסדים שנובעים ממגזר זה קשורים במרכיב המימון של המחלבות. ייתכן שבעתיד הלא רחוק, מגזר החלב יהפוך לרווחי. יצוין כי ישנה היתכנות להשקעה הונית של עד 10 מיליון ש"ח במחלבה במהלך 2024-2025, כך שקשה לאפיין מה יהיה ערכה האמיתי בעתיד הנראה לעין ללא מידע נוסף. עם זאת, ע"פ הערכת שווי שבוצעה עבור החברה שוויה ההוגן עומד על כ-36.61 מיליון ש"ח. נתון זה עשוי לעזור בתמחור המחלבה כחלק מפעילות זנלכל.

ב.2 יחסים פיננסיים (ס' 10)

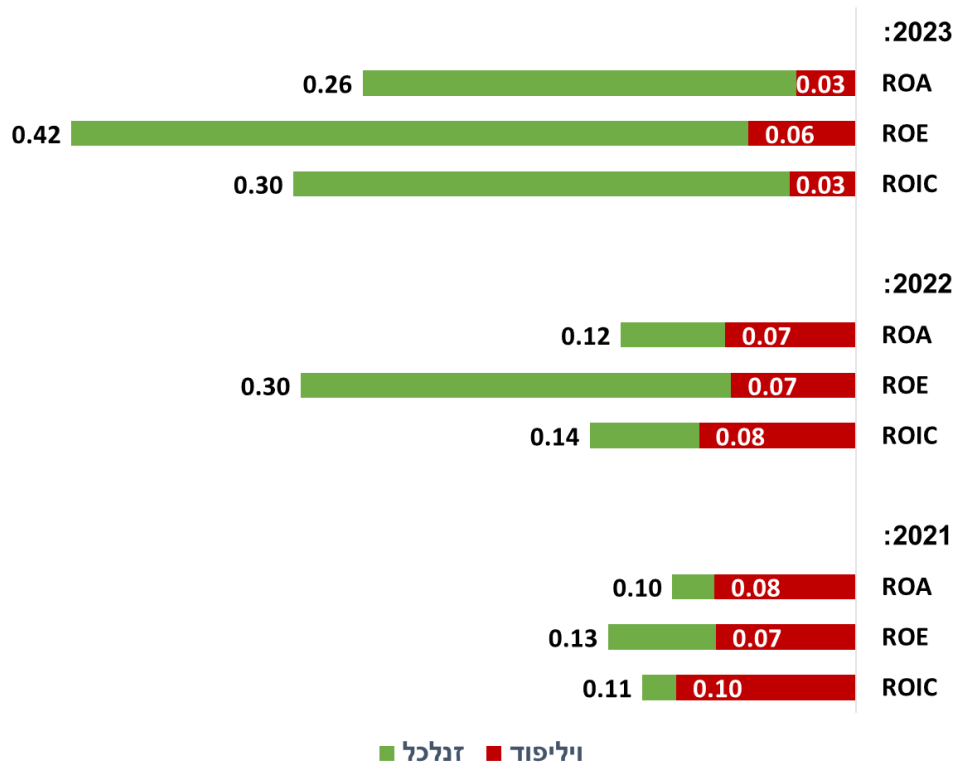
יחסים פיננסיים הם פרמטרים אשר משמשים לקבלת תמונת מצב מהירה על חברה, ואף מאפשרים לבצע השוואה בין חברות מאותה התעשייה. בסעיף הקודם הצגנו את יחסי הרווחיות של זנלכל מול ויליפוד על פני השנים, ומיד ראינו כי זנלכל רווחיות באופן משמעותי יותר מאשר ויליפוד (תרשים 11-12). 2 מאפיינים עיקריים שמבדילים בין החברות **במדדי הרווחיות** ("שוליי"- רווח גולמי, רווח תפעולי, רווח נקי) הם:

1. ויליפוד הכירה בהפסדים משמעותיים יחסית אשר קשורים בעליית מחירי השילוח ושינויים בשיעורי מט"ח.
2. זנלכל פועלת במודל עסקי אנכי, שכן היא מייצרת את מוצריה ולא רק מייבאת אותם מצד שלישי. דבר שמאפשר לה לספח את שיעורי הרווח של הספק בהשוואה לויליפוד אשר משלמת את פרמיית הרווח לספקיה.

בדומה ליחסי הרווחיות, **יחסי התשואה** (ROIC, ROA, ROE) יכולים לתת תמונה כללית ליכולת החברה לייצר רווחים ביחס לנכסים שלה (אשר ברמה רעיונית אלו הם הנכסים המניבים את הרווח), וכן מהווים כלי להשוואה מול תשואת המנייה. להלן הסבר קצר על היחסים שבחרתי להתייחס אליהם:

1. יחס ROA: מתאר את הקשר בין הרווח התפעולי לנכסי החברה אשר רעיונית הם הנכסים התפעוליים שלה.
2. יחס ROE: מתאר את הרווח שהחברה השיגה לבעלי המניות ביחס לכסף שהושקע בחברה.
3. יחס ROIC: מתאר את הקשר בין הרווח התפעולי לאחר מס לסך ההשקעות שבחרה החברה לבצע עם משאביה.

תרשים 13: יחסי תשואה על פני שנים: זנלכל מול ויליפוד



■ זנלכל ■ ויליפוד

את יחס ROIC בחרתי להוסיף ממספר סיבות, אשר העיקריות בהן הן:

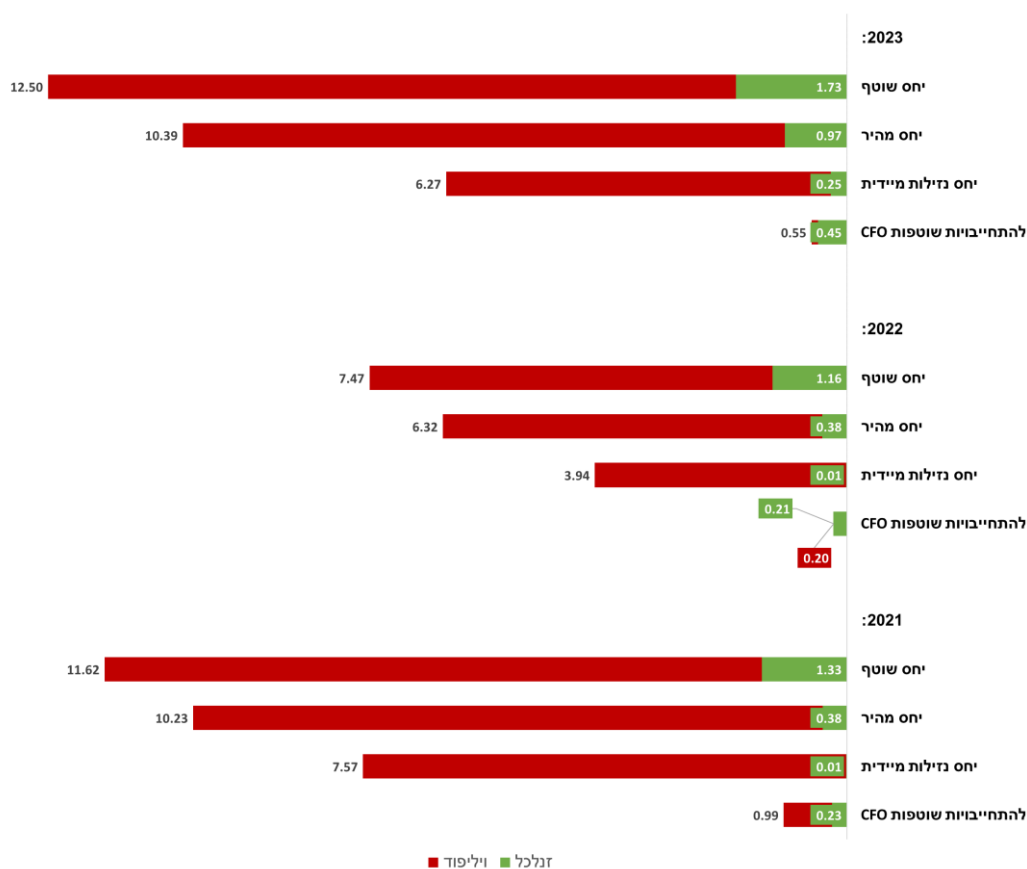
1. הרווח התפעולי של ויליפוד תנודתי ביחס לזנלכל בשלושת השנים האחרונות, והרווח הנקי שלה מושפע מגורמים שלא ישירים לפעילותה העיקרית (הכנסות המימון שמגדילות את הרווח).

2. כפי שהוצג בסקירת זנלכל, אחד הסיכונים החדשים של החברה לאחר מכירת המפעל היא השקעת הכספים של החברה. יחס ROIC מוריד את המזומנים של החברה שכן אלו אינם חלק מהנכסים שהחברה השקיעה בהם.
3. היחס ROE מוטה מדי בגין השפעות אירועי רכישת המחלבות ומכירת המפעל אצל זנלכל, וכן השינויים הגבוהים בהכנסות המימון והוצאות המימון אצל ויליפוד הנובעים מההשקעות והחובות במניות שלהם ובמכשירים נושאים ריבית. כתוצאה מכך, היה הכרח בהצגת יחס נוסף אשר לא מושפע באופן מובהק משינויים אלו.
4. שיעור המס האפקטיבי של החברות שונה. יחס ROA אינו נותן משקל לשיעור המס לעומת ROIC.
5. לחברת זנלכל מנוף פיננסי גבוה משמעותית מזה של ויליפוד אך גם הרווחיות גבוהה יותר. לרוב ROIC מציג תמונה כנה יותר כאשר משווים חברות בעלי מנופים פיננסיים שונים בתכלית.

להלן נוסחה מופשטת של ROIC כפי שיושמה עבור זנלכל ו-ויליפוד:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Total\ Debt + Shareholder\ Equity - Cash}$$

בשנת 2023 יחסי התשואה¹⁹ אצל זנלכל הם באזור ה-30%, בעוד שיחסי התשואה של ויליפוד על פני השנים במגמת ירידה ונמצאים בטווח ה-8%. בחלקים הקודמים נגענו בנטרול השפעות אירועי 2023 על זנלכל, בהסתכלות על הרמה המגזרית. עוד ניתן לראות כי יחס ROE תנודתי מאוד על פני השנים בהסתכלות על זנלכל (ירוק), אך ROA ו-ROIC דומים. יצוין כי יחסי התשואה האלו בין החברות מבטאים באופן ניכר את ההבדל בין תשואות מניות החברות על פני שלושת השנים האחרונות, אך לא בהכרח מציגות את התשואה האבסולוטית פר מנייה. בשונה מהעליונות של זנלכל ביחסי התשואה והרווחיות, כאשר מסתכלים על יחסי הנזילות (בתרשים הבא) דווקא ויליפוד מציגה מאזן חזק במיוחד. לטעמי דווקא מדובר בחיסרון. "הכסף חייב לעבוד", וכאשר ויליפוד בוחרת שלא למנף את עצמה כמעט כלל, היא למעשה נאלצת לממן את פעילותה מכספי המשקיעים, אשר מהווים אמצעי מימון יקר יותר.



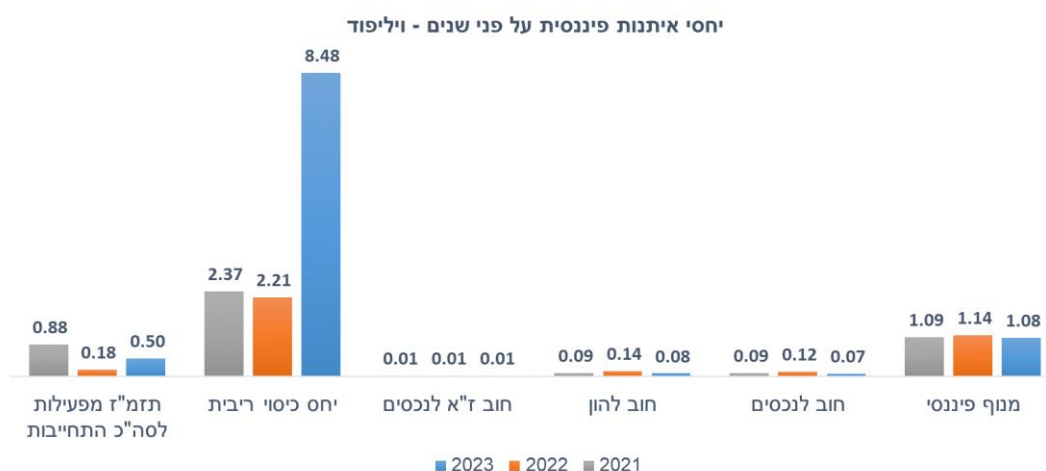
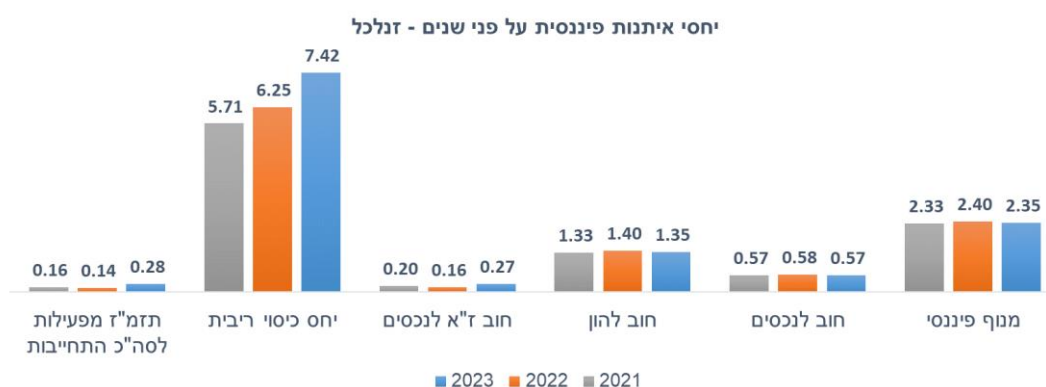
תרשים 14: יחסי נזילות על פני שנים, זנלכל מול ויליפוד (כיתוב שחור: ויליפוד, כיתוב לבן: זנלכל)

¹⁹ למידע נוסף אודות יחסי תשואה ויחסים פיננסיים, ראה נספח 8.

יחסי הנזילות מראים את הקיצוניות המוחלטת בין ניהול המנוף הפיננסי של זנלכל ביחס לויליפוד. הראשונה – מבצעת מינוף סביר כדי להמשיך להצמיח את פעילותה. השנייה – רגישה לחלוטין למינוף, וכתוצאה מכך גם תוצאותיה התקופתיים נפגעים.

ישנם סיכונים ברמת המינוף של זנלכל, כך למשל אם זנלכל לא תצליח למכור את המלאי²⁰ שלה בפרק זמן סביר ולגבות את הכספים מלקוחותיה, יהיה על החברה ליטול חוב נוסף על מנת לממן את ההתחייבויות השוטפות שלה שכן היחס המהיר שלה נמוך מ-1 על פני כל השנים האחרונות. עם זאת, ניתן לראות מגמת שיפור בשנה האחרונה ביחס המהיר, דבר אשר מקטין באופן משמעותי את סיכוני המלאי של זנלכל.

מהצד השני, יחס מהיר של פי 10, או אפילו יחסי נזילות מיידית של פי 7 כפי שמוצגים על פני השנים בתרשים 14 אצל ויליפוד (אדום) מהווים בראייתי פגיעה ממשית במשקיע, שכן מדובר בכספים שיכולים לעבור להשקעות ושיפור היעילות התפעולית של החברה. נתונים אלו באים לידי ביטוי כאשר מסתכלים על יחס התזמ"ז השוטף ביחס להתחייבויות השוטפות, וכאן יעילותה התפעולית של זנלכל מכסה על המינוף שלה, והפער בין החברות מצטמצם עד כדי כך שבשנת 2022 היה יחס זה אצלה טוב יותר מזה של ויליפוד.



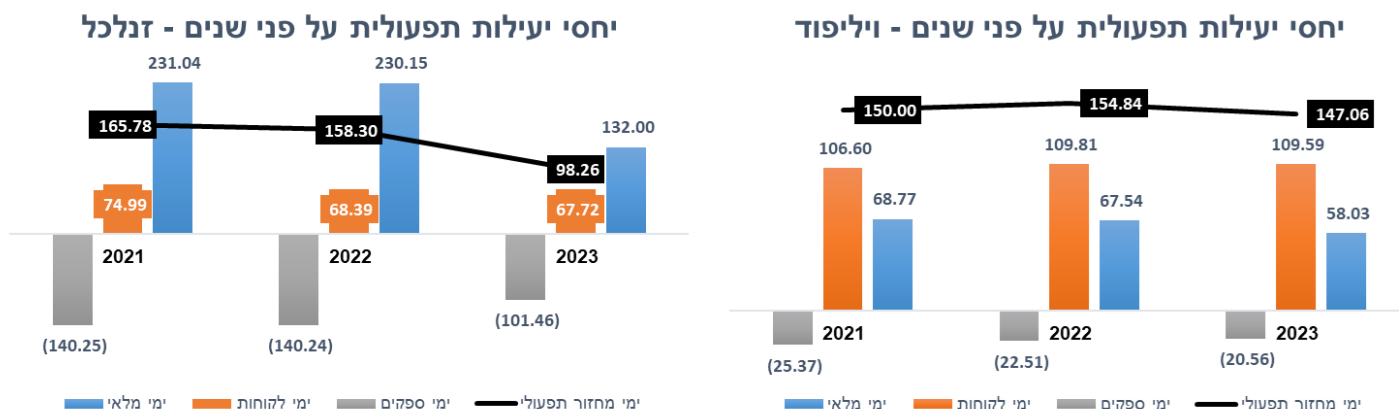
מגמה זו באה לידי ביטוי גם בהסתכלות על יחסי האיתנות הפיננסית של החברות, כאשר יחס כיסוי הריבית במגמת שיפור בזנלכל הודות לשיפור ברווחיות בקצב גבוה יותר מאשר העלייה בהוצאות הריבית. יחס כיסוי הריבית בויליפוד במגמת ירידה בשנתיים האחרונות, עם החריג של שנת 2023 אשר הוצאות הריבית ירדו באופן משמעותי יותר מהירידה ברווחיות החברה, אך מדובר באירועים חד פעמיים ככל הנראה שלא קיבלו הסברים משמעותיים בדוחות ויליפוד בשנת 2023.

נוסף על כך, יחס החוב להון והמנוף הפיננסי בזנלכל משמעותיים בהרבה מאלו בויליפוד – דבר אשר ממשיך להצביע על אותה מגמה שזוהתה בשלבים מוקדמים יותר בהסתכלות על יחסי הנזילות והמנוף התפעולי של החברה (שיעורי הרווח).

²⁰ ראה תרשים 15 בהמשך על מחזור המלאי ויחסי היעילות התפעולית של החברות

כפי שדיברנו על הסיכונים הגלומים במינוף של זנלכל וחוסר המינוף של ויליפוד – אחד הכלים המרכזיים לאפיין את הסיכון הוא להסתכל על **ימי המחזור התפעולי** של החברה (מוכר גם כ- CCC^{21}), אשר מחושבים ע"י חישוב ימי המלאי מרגע השגת השליטה עליו או יצירתו ועד המכירה בתוספת ימי האשראי שמסופק ללקוח, בניכוי ימי האשראי שמסופק לחברה ע"י ספקיה. אידיאלית, בכולם מספר נמוך יחשב לטוב יותר (מלבד ימי ספקים שעדיפות למספר גבוה יותר).

תרשים 15: יעילות תפעולית על פני שנים



כפי שניתן לראות בתרשים 15, **ימי המלאי** בזנלכל במגמת ירידה לאורך השנים, אך אלו גבוהים באופן משמעותי (פי 2 לערך) מימי המלאי של חברת ויליפוד. הירידה החדה בשנת 2023 נבעה עקב העלייה החדה בעלות המכר במקביל לירידה במלאי הסגירה אשר הובילו לעלייה יחסית במחזור המלאי (ובכך לירידה בימי המלאי).

הצטרפותה של המחלבה לזנלכל השפיעה לטובה על מספרים אלו, שכן מדובר בסגמנט יחסית גדול בהיקף המכירות אצל זנלכל וכן למוצרי חלב מחזורי מלאי נמוכים לרוב.

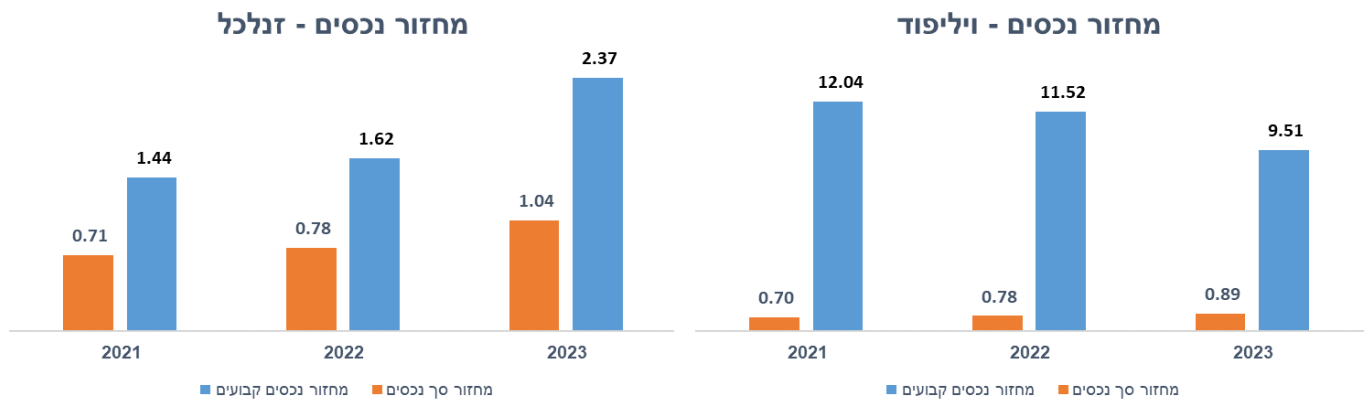
גם ויליפוד חוותה ירידה יחסית בימי המלאי, דבר אשר עשוי להצביע כי מדובר במגמה כללית של עלייה בביקוש למוצרי המזון שהחברות מספקות (מזון קפוא \ משומר \ מזון בקופסאות).

ייתכן כי זנלכל צריכה להתייעל בהיבטי המלאי שלה כדי לשאוף למספרים הדומים יותר לאלו של ויליפוד, אך מכיוון שזנלכל הינה חברה יצרנית ולא יבואנית, מקובל כי ימי המלאי שלה יהיו גבוהים יותר באופן משמעותי (מלאי בתהליך ייצור, חו"ג וכו').

ימי הלקוחות של זנלכל ו-ויליפוד יחסית קבועים על פני השנים, ועומדים על אזור ה-70 ו-110 ימים בהתאמה. אידיאלית ימי הלקוחות של זנלכל אטרקטיביים יותר שכן הם נמוכים כמעט פי 2 ביחס לויליפוד. מכיוון שלרוב מדובר בסטנדרט תעשייתי, יש מעט אמצעים שבהם יכולה חברה לנקוט (מלבד קשרים עם לקוחותיה) בכדי להקטין יחס זה. אך נראה כי אם זנלכל מסוגלת לימי לקוחות נמוכים, לא אמורה להיות הצדקה לימי לקוחות כפולים בויליפוד.

ימי הספקים של זנלכל ו-ויליפוד שונים מאוד, למעשה זנלכל זוכה לימי ספקים פי 6 יותר טובים מאלו של ויליפוד. ייתכן כי אחת הסיבות לכך היא כי ויליפוד הינה יבואנית התלויה לחלוטין בספקיה לעומת זנלכל התלויה באופן נמוך יותר בייבוא מלבד חומרי הגלם שלה (שנרכשים גם בהסכמים מיוחדים עם חקלאים מקומיים) ואשר מטיבם מסופקים עם ימי מלאי גבוהים יותר מאשר מוצרים מוגמרים. הקיטון של זנלכל בימי הספקים בשנת 2023 משויך בעיקר למכירת המפעל הראשי.

שלושת אלו, מביאים את החברות לימי מחזור תפעולי זהה באופן פרקטי בשנים 2021-2022 סביב 150 יום, כאשר זנלכל בשנת 2023 הציגה את ה- CCC בסביבות ה-100 יום, התייעלות של מעל 33% משנה לשנה. התוצאה של ירידה בימי מחזור זה עשויה להיות אחד הגורמים בגידול המשמעותי שחוותה זנלכל במזומנים שנבעו מפעילות שוטפת המוצגת בדוח על תזרים המזומנים של החברה לשנת 2023, יחד עם ההשפעות המיוחדות לשנה זו אשר דנו בהם במהלך פרק זה ובפרק הקודם.



בנוסף, ישנה מגמת **שיפור** (עלייה במחזור = שיפור) **במחזור הנכסים** (נכסים קבועים וסה"כ נכסים) של **זנלכל**, אשר מיוחסת לעלייה במכירות לאורך השנים בקצב גבוה יותר מהעלייה בנכסים. בניגוד אליה, ישנה **ירידה במחזור הנכסים הקבועים בויליפוד** אשר מיוחסת בעיקר לעלייה בנכסים הקבועים בקצב גבוה יותר מהעלייה במכירות, במקביל לעלייה **במחזור סה"כ הנכסים** אשר מיוחסים לירידה הקלה בסה"כ הנכסים לעומת העלייה בהכנסות. הסיבות לשינויים ביתרות ההכנסות נדונו בסעיף הקודם – ניתוח דוחות רווח והפסד של החברות וכן מוצגים בנספח 7.

עם זאת, ניתן לראות כי מחזור הנכסים הקבועים בזנלכל נמוך משמעותית מזה של ויליפוד. לטעמי לא מדובר בדבר רע, שכן לויליפוד מאזן גדול באופן משמעותי מזה של זנלכל (דבר שמסביר גם את הפער הגדול בין מחזור הנכסים הקבועים לסה"כ נכסים בויליפוד), וההבדל המספרי בהכנסות אינו גבוה מדי (בשנת 2023 הפער בהכנסות הצטמצם מאוד הודות לצמיחה של זנלכל).

ב.3 סיכום הניתוח הפיננסי (סי' 11)

בשנים 2021-2022 ענף המזון התאושש ממשבר הקורונה, דבר אשר גרר איתו ירידה בצריכת המזון ביחס לשנת 2020 אשר כללה צמיחה מאסיבית, ככה"כ כפועל יוצא מכך שאנשים שהו בבתיים לתקופות ממושכות. שנת 2023 הושפעה רבות ממלחמת חרבות ברזל אשר הובילה לגידול משמעותי בצריכה בענף FMCG בכלל ובענף המזון בפרט, כאשר הקטגוריות הצומחות ביותר בענף המזון כללו את המזון הקפוא והשימורים. הכניסה לשנת 2024 בענף כללה עליית מחירים משמעותית אשר גררה התערבות רגולטורית מצד שר הכלכלה וכן הגברת אכיפת חוק המזון מצד הרשות לתחרות²², וכן ירידה בנתח השוק של "המותג הפרטי" ביחס למותגי הספקים הגדולים. בנוסף, תיתכן העלאת מע"מ בשנת 2024 לטובת מימון הוצאות המלחמה, דבר אשר עשוי להכביד על ההכנסה של הצרכן וכן לפגוע בצמיחת ענף המזון בתקופה שלאחר המלחמה.²³

באשר לזנלכל, אירועי 2021-2022 לא השפיעו באופן מהותי, מלבד מגזר הירקות אשר חווה ירידה של 1% בשנת 2021. מלבד זאת, זנלכל נמצאת בקצב צמיחה משמעותי יחסית לויליפוד. בשנת 2023 רכשה החברה את מחלבות רמת הגולן (תמונה 2) במחיר הזדמנותי בהתאם להערכת השווי שקיבלה וכן הכירה ברווח של כ-מיליון ש"ח בגין עסקה זו. לאחר מכן באותה שנה מכרה החברה את המפעל הראשי שלה בעפולה (תמונה 1) תמורת 154 מיליון ש"ח בהסכם מכירה וחכירה 15 שנים ובריבית גלומה אטרקטיבית ביותר. בגין עסקה זו הכירה החברה ברווח של כ-38 מיליון ש"ח, עסקה אשר תרמה לתזרים מזומנים חיובי של כ-115 מיליון ש"ח. אף בנטרול אירועי 2023, ניכרת צמיחה בכל יחסי הרווחיות בנפרד ולכל מגזר בנפרד. מגמה זו באה יחד עם הירידה ב-CCC, אשר גם תרמה לתזרים המזומנים של החברה בשנה זו. נוסף על כך, בהתאם להערכה אשר התבססה על מספרי שנת 2023 וקדמה לעליית המחירים בשנת 2024 בכ-6% (במקביל לעלייה בעלות חלק מחומרי הגלם אשר צפויה להיות עליה זמנית בלבד עקב המחסור בחקלאים וכן בהתמתנות מדדי הסחורות בהתאם לניתוח בנק לאומי למרץ 2024 על ענף ייצור המזון), לחברה כושר ייצור לא-מנוצל של כ-52 טון מזון נוסף

²² עמדת התנועה למען איכות השלטון בישראל מדוח 2023 על יוקר המחיה וריכוזיות ענף המזון היא כי האכיפה של רשות התחרות חלשה גם לאחר גל העיצומים וכי הפרות של חוק המזון מתרחשות כל הזמן, ומטופלות רק בדיווח אקטיבי במקום ע"י אכיפה שוטפת.
²³ מתוך סקירת ענף המזון לשנת 2024, בנק לאומי.

אשר לא מצריך השקעה הונית נוספת בכדי לייצרו (כלומר המכונות והציוד הדרוש קיים) מלבד עלויות תחזוקה שוטפות וכן עלויות ישירות. כושר ייצור זה מאפשר זלנכלל ע"פ הערכה שביצעתי צמיחה פוטנציאלית של כ-330 מיליון ש"ח נוספים לשורת המכירות, וכן גידול ברווח התפעולי בכ-42 מיליון ש"ח. הנחות אלו מתייחסות לנתוני המחלבות אשר חוו שינוי מהותי (וחיובי) בחודשים הבודדים בהן זלנכלל מתפעלת אותן. בכל 2023 המחלבות הניבו כ-115 מיליון ש"ח, וכ-60 מיליון ש"ח תחת זלנכלל. יצוין כי צפויה השקעה הונית נוספת במחלבות בסך של כ-10 מיליון ש"ח על פני 2024-2025.

לעומתה, חברת ויליפוד חווה ירידה בכל מדדי הרווחיות (מלבד שיעור הרווח הגולמי בשנת 2022), אשר מושפעים בעיקר מחוסר יכולתה של החברה לגדר את השפעות שער החליפין וכן את עלויות השילוח הימי, וכן הוצאות פרסום בשנת 2022. בנוסף יצוין כי ויליפוד לא ממונפת כמעט כלל, וסה"כ ההתחייבויות שלה ביחס לנכסים וההון העצמי נמוכים באופן אבסולוטי לעומת זלנכלל, דבר אשר יצר הבדלים משמעותיים בהשוואת היחסים הפיננסיים בין החברות. הבדל משמעותי נוסף הינו אופי פעילות החברה בענף המזון: בעוד שזלנכלל היא חברה יצרנית, ויליפוד היא יבואנית, ועל כן כאשר מסתכלים על הרכב ה-CCC, ניתן לראות כי ימי המלאי והלקוחות שלה שונים באופן מהותי מזלנכלל.

אירוע חריג משמעותי שקרה בויליפוד בתקופה האחרונה קרה דווקא בחודש יוני 2024, כאשר ויליפוד נקנסה בגין הפרת חוק המזון בסכום של כ-11.6 מיליון ש"ח אשר מהווים כשליש מהרווח הנקי השנתי שלה בהסתכלות על מספרי 2023.

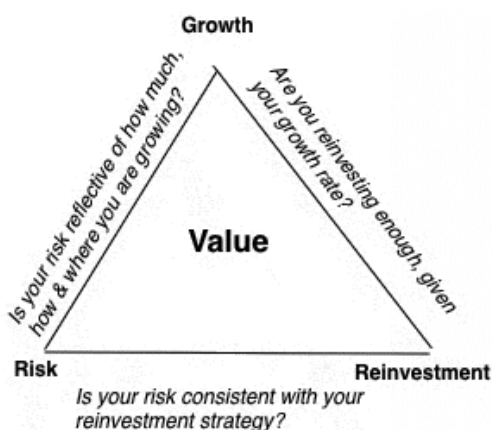
מניית זלנכלל מתחילת שנת 2021 ועד יולי 2024 עלתה בכ-91.5%, יחד עם הדומיננטיות של יחסי התשואה והגידול ברווחיות וביחסי הרווחיות במקביל לגידול המאזני ממקמים אותה כחברה איכותית בענף.

זאת לעומת ויליפוד אשר חווה ירידה ברווחיות וביחסי הרווחיות, ביחסי התשואה וכן קיטון המאזני (ירידה רב שנתית בסה"כ נכסים). כל זאת בנוסף לחוסר מינוף הקיצוני שלה אשר בשורה התחתונה מספר את סיפורה של חברה אשר לא נותנת לכספה לעבוד ואינה מבצעת השקעות חכמות. כל אלו הובילו לירידה של כ-48.4% מתחילת שנת 2021 ועד יולי 2024.

פרק ג': הערכת שווי לחברת זלנכלל בע"מ

ג.1 הערכת שווי (ס' 12)

לטובת ביצוע הערכת שווי ישנן מספר שיטות, ביניהם: שיטת המכפילים, השוואה לעסקים דומים, וכן היוון תזרימי מזומנים (DCF)²⁴. שיטת ה-DCF מבוססת על הערכת יכולתו של עסק להפיק מזומנים, היונם למועד הערכת השווי בריבית אשר משקפת את הסיכון הגלום בפעילות העסק (WACC)²⁵, וכן את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה. לצורך ביצוע החישוב יש לבנות מודל פיננסי אשר משתמש במספר הנחות שונות, ביניהן קצב צמיחת ההכנסות, שולי הרווח התפעולי ובכללם: אחוז הוצאות קבועות ומשתנות מתוך מרכיב כולל אחר, הוצ' מיסים והשקעות.



תרשים 16: משולש הערכת השווי של Damodaran

יתרון עיקרי לשימוש בשיטת ה-DCF היא החופשיות שהוא מעניק בהתאמת התזה העסקית על עסק מסוים באמצעות הערכת השווי. כך לדוגמה, אחד ממעריכי השווי המוכרים בתחום – אסוואת דמודאראן (Aswath Damodaran) נוטה להציג את הערכת השווי באמצעות משולש:

1. **סיכון:** האם שיעור ההיוון מגלם בתוכו את הסיכון המיוחד שנושאת החברה, והשיטות שבעזרתן החברה צומחת?
2. **צמיחה:** האם העסק מבצע מספיק השקעות כדי להצדיק את קצב הצמיחה שהוזן?
3. **השקעות:** האם ניתנה התייחסות לסוג ההשקעות שהחברה מבצעת, והאם אלו ישרתו את החברה לטווח הארוך או הקצר?

עצם שאילת שאלות אלו מציג את החיסרון העיקרי בשימוש בשיטה – הקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות ואת טיב אותן השקעות ואף לשקף את הסיכונים הללו באמצעות קביעת שיעור היוון רלוונטי.

בכדי לאפיין את הסיכונים הללו ולבצע את הערכת השווי יש לבצע מספר פעולות ניתוח קריטיות על העסק:

1. **ניתוח** תחומי הפעילות של העסק ומבנה ההוצאות לפי תחומי הפעילות
2. **חיזוי** השקעות, הכנסות וצפי הצמיחה והוצאות של העסק בתקופת התחזית
3. **קביעת** שיעור הצמיחה הטרמינלי ואת מחיר ההון (Re)

אם בניתוח חברת זנלכל נעשתה עבודה טובה בפרקים הקודמים, צעד 1 הושלם והפרקים הקודמים משקפים את תחומי הפעילות ומבנה ההוצאות של החברה ומעבר לכך.

בשלב הבאים נקבע את שיעור הצמיחה הטרמינלי אשר ישמש אותנו לצורך קביעת הערך הטרמינלי של החברה, וכן נקבע את מחיר ההון של החברה בעזרת 2 שיטות: מודל CAPM ומודל Fama French עליהם נסביר בהרחבה בהמשך. לאחר מכן, נציג תחזית דוח רווח והפסד (עד הרווח התפעולי) 5 שנים הבאות וכן את ההתאמות הנדרשות בכל אחת מהשנים לטובת חיזוי תזרימי המזומנים החופשיים של החברה (FCF) ומשם נמשיך לתמחור החברה וביצוע ניתוח רגישות.

שיעור צמיחה טרמינלי

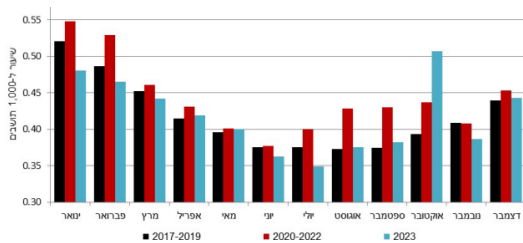
בכדי להבין מהו שיעור הצמיחה הטרמינלי, ראשית יש להסביר מהו ערך טרמינלי.

ערך טרמינלי הוא ערכו של נכס או עסק מתוך ההנחה כי יתקיים לנצח. הערך הטרמינלי מהווה חלק מהותי מתמחור נכסים כגון דירה להשקעה או עסק חי (שאינו ספק על המשך קיומו). בכדי לחשב הערך הטרמינלי (TV), נשתמש בנוסחה הבאה:

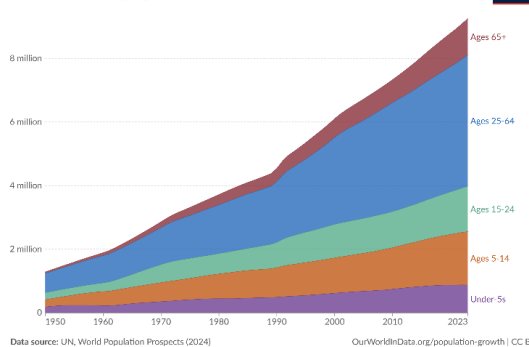
$$TV = \frac{FCF_n * (1 + g)}{WACC - g}$$

כאשר WACC הינו שיעור ההיוון אשר אודותיו יוסבר בהמשך, FCF הינו תזרים המזומנים הצפוי בשנה החמישית, **g-1** הינו שיעור הצמיחה הטרמינלי. שיעור זה קובע את קצב צמיחת תזרימי המזומנים מסוף החיזוי לשנה החמישית ועד נצח. מקובל לקבוע שיעור זה בהיקף נמוך מ-2.5%, או לפי קצב גידול האוכלוסייה / התוצר הלאומי הגולמי.

תרשים 17: התמותה בישראל לפי חודשים בהשוואה לשנים קודמות (הלמי"ס)



Population by age group, Israel



תרשים 18: שיעור אוכלוסייה לפי קבוצות גיל (ourworldindata.org)

לפי התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל לינואר 2024, **התוצר** צפוי לצמוח בכ-2% בשנת 2024.

לפי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, **אוכלוסיית ישראל** גדלה בשנת 2023 בכ-1.86%, בשיעור נמוך משנת 2022 (ובכלל) כאשר האוכלוסייה צמחה בכ-2.2%. הבדל זה ניתן להסבר עקב 2 גורמים: העלייה בתמותה בחודש אוקטובר (כפי שניתן לראות בתרשים 17) עקב מלחמת חרבות ברזל וכן גל עלייה נמוך מזה שהיה בשנת 2022 (למרות שהיה גבוה מהממוצע). הקשר בין שיעור גידול האוכלוסייה והתוצר הלאומי הוא חיובי ולמעשה מושפע באופן מהותי מכוח העבודה בישראל: בין גילאי 25-64 (משוחררים מהצבא ועד הפנסיה).

בהתאם לתרשים 18, ניתן לראות כי 4 מיליון תושבים נמצאים בחתך זה (כחול), והוא החתך הגדול ביותר ביחס לשאר הקבוצות.

עוד יצוין כי החתך של הפנסיונרים נמוך ובשיעור סביר לשאר האוכלוסייה, דבר אשר מקטין את ה"נטל" הכלכלי על כוח העבודה בתקצובם. עם זאת, ניתן לראות ירידה בשנה האחרונה בקצב הילודה – מגמה אשר עשויה להתבטא בטווח הארוך (בהנחה ותמשך) בפגיעה בכוח העבודה וכתוצאה מכך גם לפגיעה בתוצר. הצפי הוא חזרה לצמיחה בילודה בעתיד.

בהתאם לכך, אני סבור כי שימוש בשיעור צמיחה טרמינלי של 2% לטווח הארוך הוא נתון שמרני אך סביר.

$$TV_g = 2\%$$

קביעת WACC

עלות ההון המשוקללת ממש כשמה: היא למעשה נוסחה אשר לוקחת את העלות של כל מרכיב מימון שקיים בחברה ומכפילה אותו במשקלו היחסי. אם לדוגמה לקחתי הלוואה מבנק א' בסך 1,000 ש"ח בריבית 4% ועוד הלוואה מבנק ב' בסך 2,000 ש"ח בריבית 5%, השיעור המשוקלל של הריבית שלי הוא: 4.6%

$$\frac{1,000 \cdot 4\% + 2,000 \cdot 5\%}{3,000} = 4.6\%$$

כאשר מתייחסים ספציפית למרכיב החוב בנוסחת WACC, נהוג להוציא מאותם 4.6% שהוצגו בדוגמה את מרכיב המס, שכן מדובר בהוצאה מוכרת לצרכי מס (רווח לפני מס כולל בתוכו את הפחתת מרכיב הריבית), כך שאם שיעור המס הינו 23%, הריבית המשוקללת נטו ממס תהיה 3.54%, וזאת למרות שההלוואה הזולה ביותר בדוגמה הייתה בריבית 4%.

כאמור, מכשירי חוב הם לא הכלי היחיד המוצע לעסק בכדי לממן את פעילותו. אחד המכשירים הפיננסיים המוכרים ביותר הם מכשירים הוניים כדוגמת מניות. כאשר מדובר במנייה (ולא בכורה \ צוברות) על פי רוב לא ניתן לציין במדויק מה הוא מרכיב העלות של הגיוס שכן מדובר למעשה בשילוב של חוסר הוודאות הקיים בהשקעה בעסקים יחד עם רצון כל משקיע לקבל תשואה מסוימת עבור הסיכון שהוא נוטל (כל אחד מהמשקיעים עם אינטרסים שונים ועלות הון שונה). בכדי לתמחר את עלות ההון, קיים מודל בשם Arbitrage Pricing Theory = APT. מודל זה לוקח תחתיו מספר של מדדים להשוואה מול תשואת המנייה של העסק ובעזרת שיטת גרסיה מנסה לחזות את עלות ההון. להלן הנוסחה:

$$E(r_p) = r_f + \beta_1 \lambda_1 + \beta_2 \lambda_2 + \dots + \beta_K \lambda_K$$

מדובר למעשה במודל פשטני, אשר לא מגביל את המשתמש לסוג אחד של סיכון. אחד המודלים המרכזיים שניתנים להצגה באמצעותו הוא מודל Capital Asset Pricing Model = CAPM, אשר משתמש במרכיב סיכון אחד לתמחור עלות ההון.

להלן הנוסחה למודל CAPM:

$$R_i = R_f + \beta_i * (R_m - R_f)$$

- R_i הוא התוצר של הנוסחה, עלות ההון (Re).
- R_f הוא התשואה על נכס חסר סיכון, לרוב ניתן להשתמש בתשואה על אג"ח ממשלתי לטווח רחוק. נכון למועד 31/12/2023 התשואה על אג"ח חסר סיכון עם פקיעה לנובמבר 2052 הינה 4.62%.
- B_i היא הביטא (הקורלציה) המחושבת בין מניית החברה למדד הנבחר (בישראל – מדד ת"א 125).
- $(R_m - R_f)$ היא פרמיית הסיכון שמשקיע יבקש עבור השקעה במכשיר מסוכן. אותה ניתן לחשב ב 2 אמצעים:
 - התשואה הממוצעת של מדד ת"א 125 ב-20 שנה האחרונות בניכוי התשואה על נכס חסר סיכון:

$$R_m = 6.5\% (20y), R_f = 4.62\%$$

$$R_m - R_f = 1.88\%$$

- באמצעות ניירות העבודה של אסוואת דמודאראן של פרמיית הסיכון על השקעות הוניות לפי מדינות. בהתאם לנתוני ינואר 2024, פרמיית הסיכון המוצעת על ידיו בישראל הינה 265.63%

במדינות והשקעות מסוימות, למודל CAPM נהוג להוסיף מרכיב נוסף: Size Factor Premium = SFP הקרוי לעיתים גם Small Stock Premium = SSP אשר משמש כתוספת לעלות ההון ועשוי להיות בשימוש במצבי אי וודאות (לדוגמה כאשר מדובר בחברה שיצאה להנפקה או במכשיר פיננסי חדש) אך לא בהכרח. זוהי למעשה פרמיית סיכון נוספת על השוק.

- הקצאת פרמיה נוספת לחברה ספציפית, המוכרת גם כ- α לרוב נעה בין 0.75% באופן אבסולוטי לבין 10% משיעור ה-WACC המחושב לפני הקצאת פרמיות נוספות.

▪ הנחת הקורס הינה הקצאת SFP של 5.8% כתוספת אבסולוטית למודל CAPM.

גישה נוספת לקביעת הקצאת פרמיה נוספת היא פיתוח מודל APT, הינו מודל Fama French. להלן הנוסחה שלו:

$$r = r_f + \beta_1(r_m - r_f) + \beta_2(SMB) + \beta_3(HML) + \varepsilon$$

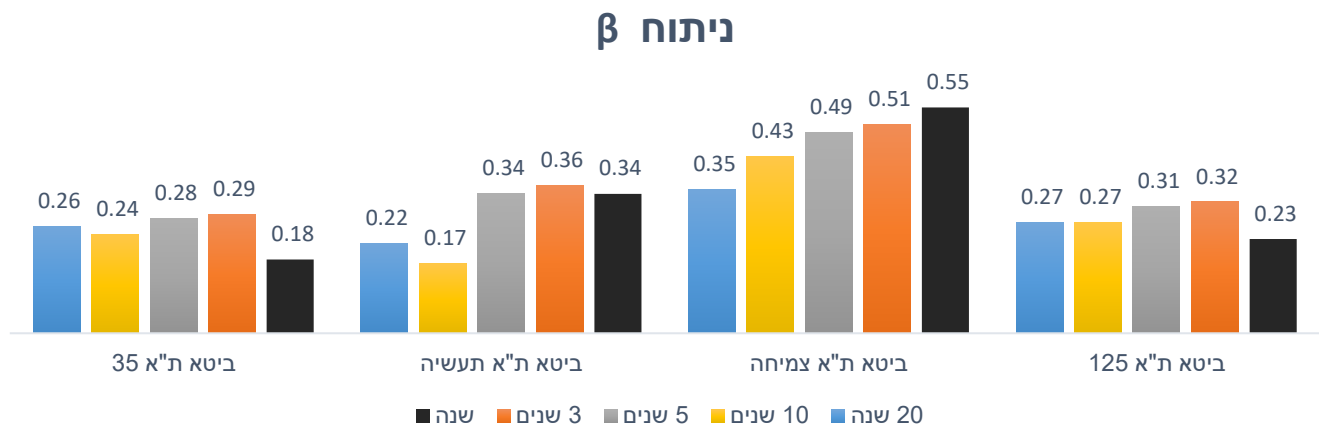
יישום מודל זה לעסק בישראל הינו פרויקט מורכב, אשר אין במסגרת ניתוח חברת זנלכל מקום אליו. הסיבה לכך היא חישוב SMB ו-HML, אשר הם התשואה העודפת שעשו המניות הקטנות על המניות הגדולות ו-התשואה העודפת שעשו מניות הערך על מניות הצמיחה (בהתאמה). בשווקים גדולים כגון ארה"ב מידע זה מנותח על בסיס רבעוני ומונגש לציבור²⁷.

עם זאת, רציתי לבדוק מה הייתה התוצאה אילו הייתי מחשב את המודל בצורה פשוטית (נתונים ל 20 שנה): במקום SMB, חישבתי את התשואה העודפת על נכס חסר סיכון ביחס למדד ת"א צמיחה, ובמקום HML השתמשתי במדד ת"א תעשייה בניכוי נכס חסר סיכון. מכיוון שהחלק הראשון של המודל זהה ל-CAPM, ההפרש ביניהם יביא לי את ה-SFM:

$$Fama\ French = 4.62\% + 0.27 * 5.63\% + 0.35 * 6\% + 0.22 * 5.04\% = 3.2\% = SFP$$

הפרמיה על מודל CAPM בעזרת מודל Fama French הישראלי (פוטנציאלית הראשון שיושם) הינה 3.2% לחברת זנלכל. המורכבות העיקרית בחישוב היא שכל אחד מהפרמטרים מוטה, במודל הרגיל יש לבצע Multiple Linear Regression, כך שכל ביטא בנפרד תבטא את התנודתיות בנטרול המדדים האחרים. יש להתייחס למספר הנ"ל כרעיון בלבד לערך ה-SFP.

על מנת להשלים את מודל CAPM, להלן ניתוח β לחברת זנלכל (נתונים עד 31/12/2023 מאתר פרדיקטה):



כפי שניתן לראות, הביטא האחרונה ביותר הינה 0.23 (המעודכנת נכון ליולי 2024 הינה 0.26) בהסתכלות על מדד ת"א 125. עם זאת, הקורלציה נמוכה ביחס למדד ת"א צמיחה וכן בשנה האחרונה מלבד מדד ת"א צמיחה נראה כי הקשר הולך ונחלש עם שאר המדדים. להערכתך, שימוש בביטא נמוכה של 0.23 תפגע בתמחור עלות ההון עקב חוסר תיאום עם המדד, ולא עקב ירידה ממשית בסיכון. לשם כך נחשב את CAPM פעמיים: עם ביטא ביחס לת"א צמיחה וביחס לת"א 125.

$$CAPM_1 = 4.62\% + 0.23 * 5.63\% + 5.8\% = 11.715\%$$

$$CAPM_2 = 4.62\% + 0.55 * 5.63\% + 5.8\% = 13.516\%$$

בהתאם לנתונים שהוצגו לעיל, ניתן לחשב את CAPM במספר קומבינציות נוספות, אך אני סבור כי הטווח בין 2 תוצאות אלו הוא מהשמרניים ביותר עבור הערכת השווי של זנלכל. למען הסדר הטוב:

²⁷ נתונים המונגשים ע"י דמודאראן: https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

1. הגרסה הראשונה משתמשת בביטא לשנה אחת ל-31/12/2023 של זנלכל מול ת"א 125, בפרמיית הסיכון של דמודאראן וב-SFP בהתאם להנחת הקורס.
2. הגרסה השנייה משתמשת בביטא לשנה אחת ל-31/12/2023 של זנלכל מול ת"א צמיחה, בפרמיית הסיכון של דמודאראן וב-SFP בהתאם להנחת הקורס.
3. אם היינו משתמשים בהנחה (1) עם ביטא ל3 שנים (0.32), CAPM היה 12.221%

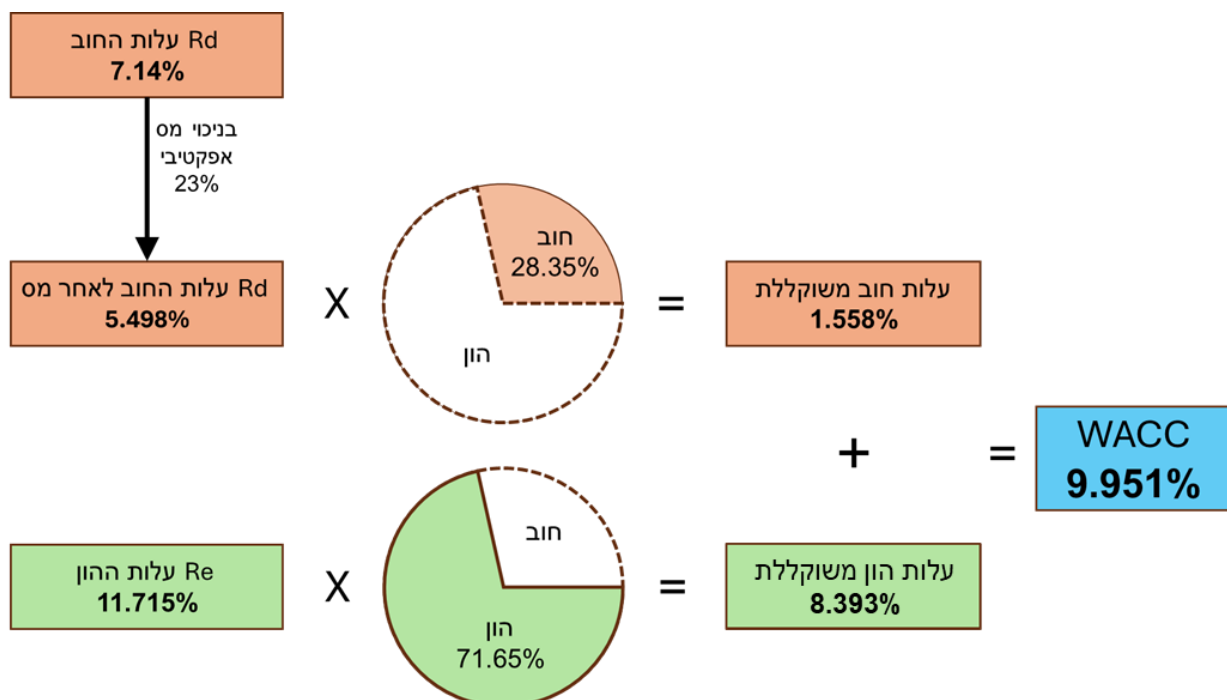
למידע נוסף, אני מזמין אתכם לסרטון העמקה בנושא תמחור עלות ההון וחישוב ביטא באופן עצמאי, שהכנתי והעליתי ליוטיוב בתאריך 25/12/2023 (טרם לקיחת קורס זה): <https://youtu.be/fIemxiCAQH4?si=Hl4i0x0WkwR83yiX>

לאחר שקבענו את Re, השלב הבא יהיה חישוב WACC אשר משתמש בנתון זה בין היתר. להלן הנוסחה למודל זה:

$$WACC = \frac{D}{D + E} * Rd * (1 - T) + \frac{E}{D + E} * Re + \dots$$

כאשר:

- E הינו שווי השוק של החברה (נכון ל31/12/2023 עומד על 337.78 מיליון ש"ח לפי פרדיקטה).
 - D הינו סה"כ חוב בחרה (נכון ל31/12/2023 עומד על 133.698 מיליון ש"ח, כולל מרכיב החכירה).
 - Re הינו עלות ההון מניות רגילות בחברה (בשלב הראשוני נשתמש בחישוב הראשון, 11.715%)
 - Rd הינו עלות החוב של החברה (שיעור הריבית על החוב נכון ל31/12/2023 הינו 7.14%)
 - T הינו שיעור המס האפקטיבי של החברה (חושב בפרקים הקודמים – 23%).
 - הסיבה שיש 3 נקודות בסוף המשוואה היא כי ייתכנו מרכיבים נוספים כמו מניות בכורה (לא רלוונטי לזנלכל).
- באשר לחישוב עלות החוב, נלקחו הוצאות הריבית לשנת 2023: 9,544 אלפי ש"ח, מתוך סה"כ חוב (הלוואות \ אשראי + התחייבות חכירה): 133,698 אלפי ש"ח. נעשה גם חישוב ידני של ריבית משוקללת, אשר הביא לתוצאה דומה: 7.71%.
- להערכתי, הריבית הנמוכה יותר מהווה שווי הוגן טוב יותר לעלות החוב, שכן שיעור הריבית התוספתית אשר שימשה להיוון ההתחייבות בגין חכירה (אשר מהווה את רוב מרכיב החוב בחברה) עומדת על 8.5%.
- לטעמי מדובר בחכירה בריבית שלילית (כלומר הכנסות מימון) בהתאם לחישוב שבוצע בסקירה על החברה וחולץ באופן ידני שיעור הריבית להיוון: (0.32%). אך נכון לשלב זה נשתמש בשיעור ריבית של 7.14%.
- להלן חישוב עלות ההון המשוקללת של החברה:



את שיעור ה-WACC, כ-9.951% נהוג להשוות מול ROIC, שכן אם שיעור ההיוון גבוה מהתשואה המשמעות היא שבטוח הארוך ההשקעה בעסק עלולה להיות לא משתלמת (התשואה שמקבלים נמוכה מעלות הכסף). כפי שניתן לראות מתרשים 13 בסעיף הקודם, כבר בשנת 2021 שיעור ה-ROIC היה גבוה מה-WACC, כ-11%.

$$WACC = \frac{133.698}{133.698 + 337.78} * 7.14\% * (1 - 23\%) + \frac{337.78}{133.698 + 337.78} * 11.715\% = 9.951\%$$

אילו היינו משתמשים במחיר ההון הגבוה יותר שחושב בעזרת הביטא מול ת"א צמיחה, היינו מקבלים שיעור של 11.242%. פרט נוסף אשר נכלל במרכיב החוב והריבית בחישוב ה-WACC הוא מרכיב החכירה של המפעל הראשי. יש לציין כי ייתכן מצב כי יש לנטרל את החכירה ממרכיב החוב, לדוגמה כאשר מדובר בנכס מניב באופן ישיר. ההנחה שיושמה היא כי שיוך החכירה למרכיב החוב (כפי שהיא בברירת המחדל) היא נכונה ולא מטה את WACC.

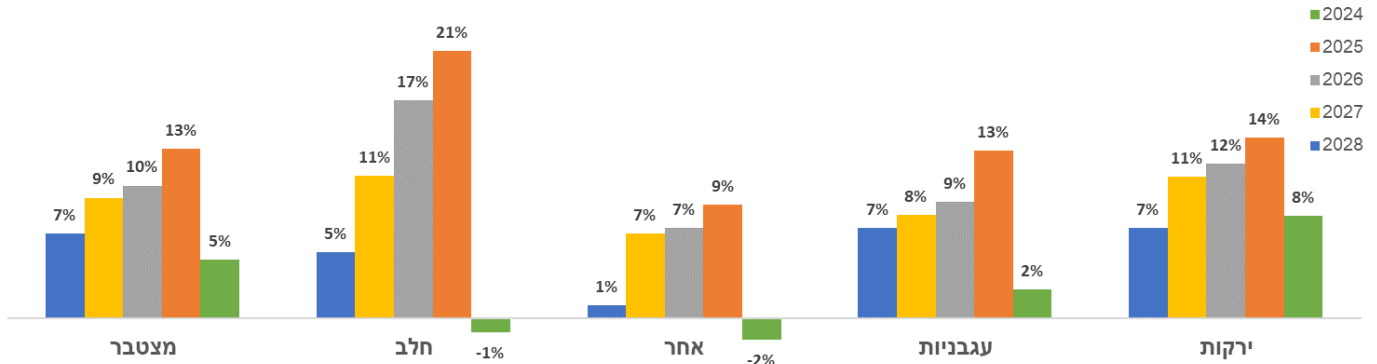
חיזוי דוח רווח והפסד ותזרימי המזומנים החופשיים

ביצוע חיזוי דוח רווח והפסד לחברת זנלכל מבוסס על הגורמים הבאים:

קטגוריה	ירקות	עגבניות	אחר
רווחיות תפעולית	שיעור הרווחיות התפעולית במגזר גדלה מ-2021 ל-2023 בכ-37% (מ-13.6% ל-18.7%). הנחת הבסיס היא שהשיפור ברווחיות ימשיך אך בקצב נמוך כאשר בשנת 2028 תגיע ל-22%.	שיעור הרווחיות התפעולית במגזר גדלה מ-2021 ל-2023 בכ-37% (מ-13.8% ל-19%). הנחת הבסיס היא שהשיפור ברווחיות ימשיך אך בקצב נמוך משמעותית, כאשר יגיע בשנת 2028 ל-21.1%.	שיעור הרווחיות התפעולית במגזר גדלה מ-2021 ל-2023 בכ-18% (מ-12.7% ל-15%). הנחת הבסיס היא שהשיפור ברווחיות ימשיך אך בקצב נמוך משמעותית, כאשר יגיע בשנת 2028 ל-16.2%.
עודף השקעות על הפחת	בשנים 2021-2023 ההשקעות ההוניות היו נמוכות מקצב הפחת, אך בהתאם לדברי המנכ"ל ייתכן כי תהיה השקעה מחודשת בענף לטובת המשך הצמיחה. לשם כך ההנחה היא עודף השקעות על הפחת בשיעור של 5% מהפחת של אותה שנה.	בשנים 2021-2022 ההשקעות ההוניות היו קטנות מקצב הפחת, אך בשנת 2023 ההוצאות ההוניות היו פי 2 מאותה שנה, מה שהביא לעודף השקעות הוניות של 9% על פני כל התקופה. ההנחה היא כי בממוצע בכל שנה עד 2027 עודף השקעות יהיה 7% מהפחת באותה שנה לחיזוי.	במהלך 2021-2023 עודף ההשקעות על הפחת (במצטבר) היו גדולים ב-7% מסך הפחת לתקופה. מכיוון גודלו הנמוך של המגזר בחברה וכוונות השקעה משמעותיות יותר במגזר החלב, העגבניות והירקות, ההנחה היא שהעודף יהיה 2% בשנה מסך הפחת, נמוך במעט מהממוצע ההיסטורי של החברה.
צמיחה בהכנסות	תחול צמיחה בהכנסות בכ-10% בערך, עם שיעור דומה של צמיחה בעלות המכר. הצמיחה המגובה ביכולת התמחור החזקה של החברה במגזר זה.	הצמיחה תהיה מתונה יותר על פני השנים, ותתבטא בעיקר הודות להעלאת מחירים מלבד 2025 שנת אשר תצמח בשיעור גבוה יותר עקב צפי להתחזקות הכלכלה והמגזר בשנה זו.	הצמיחה תהיה מתונה יותר על פני השנים, ותתבטא בעיקר הודות להעלאת מחירים מלבד 2025 שנת אשר תצמח בשיעור גבוה יותר עקב צפי להתחזקות הכלכלה והמגזר בשנה זו.
הוצ' שיווק	הוצ' שיווק ימשיכו להיות 15% מההכנסות, והוצאות הפחת יגדלו בין 2-4 אחוזים בשנה בהתבסס על עודף ההשקעות ההוניות.	הוצ' שיווק ימשיכו להיות 15% מההכנסות, והוצאות הפחת יגדלו בין 2-4 אחוזים בשנה בהתבסס על עודף ההשקעות ההוניות.	הוצ' שיווק ימשיכו להיות 15% מההכנסות, שיעור הפחת יצמח בשיעור דומה לזה של עודף ההשקעות על הפחת.
הסיבות המרכזיות להנחות	יכולת תמחור חזקה בענף במקביל לעודף השקעות הוניות כדי לקדם את הצמיחה במקביל להוצ' שיווק שוטפות בהיקפים המוכרים.	הצמיחה מבוססת על האופי המחזורי של הענף בקצבי הצמיחה ברמה ההיסטורית וכן צפי בנק ישראל לצמיחה בתמ"ג עקב יציאה מהמלחמה. עיקר הסיבות לצמיחה בהכנסות: תמחור והוצאות שיווק.	במגזר זה ההנחה היא לצמיחה מתונה ביותר, מתוך ההנחה שהחברה תתמקד בשיפור מגזר העגבניות והירקות והחלב באופן עקבי.

באשר למגזר החלב, ההנחה היא כי תחול צמיחה בהיקפים משמעותיים יותר על פני השנים, שכן מדובר במגזר הפסדי אך עם צפי לרווחיות בטווח הרחוק יותר. בנוסף על כך, ההנחה היא כי תבוצע השקעה הונית של 5 מיליון ש"ח בשנת 2024 ואחת נוספת בשנת 2025, בנוסף להשקעות בהיקפים זניחים יותר ב-2026 ו-2027. לאורך השנים הסגמנט יהיה הפסדי מלבד שנת 2028, כאשר בכל שנה הרווחיות משתפרת במעט.

קצב צמיחת ההכנסות החזוי לפי מגזר



כפי שניתן לראות, השנה הראשונה בחיזוי (ירוק - 2024) עם צמיחה נמוכה אשר מתבטאת בעיקר עקב ההאטה במשק ושגרת המלחמה וכן מבוססת על תוצאות החברה ל-1Q2024 אשר פורסמו (נלקחו תוצאות הרבעון הראשון למגזרים ואלו חולקו בשיעור ההכנסה הרבעונית ההיסטורית אשר הוצגה בסקירת זנלכל בפרק הקודם, יחד עם התאמות נוספות). לאחר מכן בשנת 2025 (כתום) קצב הצמיחה משנה לשנה עולה לרמות שבהן עמדה החברה בשנים האחרונות ומתוך התבססות על התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל לינואר 2024 שמציינת צפי לצמיחה משמעותית בתמ"ג לשנת 2025 והתאוששות כלכלית וכן האמונה כי החברה מסוגלת להמשיך בקצב צמיחה דומה ע"ב השקעותיה. ולאחר 2025 - קצב הצמיחה במגמת ירידה עד כדי צמיחה ברת קיימא סביב 7%, המגלם בראיית צמיחה סבירה יותר לטווח הזמן הרחוק, שכן זנלכל עדיין לא ספק גדול (מקום 20-26, תלוי בשיטת הדירוג כפי שהוצגה בסקירת החברה) ועדיין יכולה להשיג נתח שוק (כמו לדוגמה מגזר החלב שהמחלבות מהוות רק 1.5% מכלל תחום החלב בישראל).

להלן החיזוי לפי מגזרים (באלפי ש"ח, העמודה האפורה ל-2024Q1 לצרכי חישוב בלבד):

2028E	2027E	2026E	2025E	2024E	2024Q1A	2023A	מגזר ירקות
254,016	237,373	213,850	190,937	167,489	34,483	155,149	מכירות
152,757	143,453	130,074	117,061	103,643	20,903	96,881	ע. המכר
101,260	93,921	83,776	73,876	63,846	13,580	58,268	רווח גולמי
39.9%	39.6%	39.2%	38.7%	38.1%	39.4%	37.6%	שיעור רווח גולמי
38,102	35,606	32,077	28,641	25,123	5,179	23,301	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
6,599	6,470	6,343	6,218	6,096	1,524	5,862	הוצ' פחת
56,558	51,845	45,355	39,017	32,626	6,877	29,105	רווח תפעולי
22.3%	21.8%	21.2%	20.4%	19.5%	19.9%	18.8%	שיעור רווח תפעולי
13,008	11,924	10,432	8,974	7,504	1,582	6,694	מס
43,550	39,921	34,924	30,043	25,122	5,295	22,411	רווח תפעולי לאחר מס
		317	311	305			עודף השקעות על פחת והפחתות

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	מגזר עגבניות
226,066	211,276	195,626	179,474	158,826	37,459	155,376	מכירות
134,563	125,845	116,642	107,728	96,273	22,765	95,086	ע. המכר
91,503	85,431	78,984	71,745	62,553	14,694	60,290	רווח גולמי
40.5%	40.4%	40.4%	40.0%	39.4%	39.2%	38.8%	שיעור רווח גולמי
33,910	31,691	29,344	26,921	23,824	5,561	23,066	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
8,977	8,759	8,545	8,336	8,133	1,993	7,667	הוצ' פחת
48,615	44,981	41,096	36,488	30,596	7,140	29,557	רווח תפעולי
21.5%	21.3%	21.0%	20.3%	19.3%	19.1%	19.0%	שיעור רווח תפעולי
11,182	10,346	9,452	8,392	7,037	1,642	6,798	מס
37,434	34,636	31,644	28,096	23,559	5,498	22,759	רווח תפעולי לאחר מס
	613	598	584	569			עודף השקעות על פחת והפחתות

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	מגזר אחרים
33,965	33,629	31,554	29,490	27,099	6,273	27,573	מכירות
21,962	21,745	20,403	19,068	17,523	3,813	17,973	ע. המכר
12,003	11,884	11,151	10,421	9,577	2,460	9,600	רווח גולמי
35.3%	35.3%	35.3%	35.3%	35.3%	39.2%	34.8%	שיעור רווח גולמי
5,095	5,044	4,733	4,423	4,065	941	4,093	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
1,378	1,377	1,376	1,374	1,372	340	1,361	הוצ' פחת
5,530	5,463	5,042	4,624	4,140	1,179	4,146	רווח תפעולי
16.3%	16.2%	16.0%	15.7%	15.3%	18.8%	15.0%	שיעור רווח תפעולי
1,272	1,256	1,160	1,063	952	271	954	מס
4,258	4,206	3,882	3,560	3,188	908	3,192	רווח תפעולי לאחר מס
		28	27	27			עודף השקעות על פחת והפחתות

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	<u>2023FY</u>	מגזר חלב
187,588	178,434	160,672	137,443	113,805	27,226	60,470	115,085	מכירות
162,384	159,237	145,421	125,654	104,147	24,174	53,533	108,353	ע. המכר
25,204	19,197	15,250	11,789	9,657	3,052	6,937	6,732	רווח גולמי
13.4%	10.8%	9.5%	8.6%	8.5%	11.2%	11.5%	5.8%	שיעור רווח גולמי
22,395	21,302	19,181	16,408	13,586	3,250	7,219	15,180	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
2,304	2,281	2,247	2,203	2,078	466	1,793	3,770	הוצ' פחת
506	(4,385)	(6,178)	(6,822)	(6,007)	(664)	(2,075)	(12,218)	רווח תפעולי
0.3%	-2.5%	-3.8%	-5.0%	-5.3%	-2.4%	-3.4%	-10.6%	שיעור רווח תפעולי
116	(1,009)	(1,421)	(1,569)	(1,382)	(153)	(477)	(2,810)	מס
390	(3,377)	(4,757)	(5,253)	(4,625)	(511)	(1,598)	(9,408)	רווח תפעולי לאחר מס
	125	250	5,000	5,000				עודף השקעות על פחת והפחתות

במגזר החלב, FY2023 משקף את שנת 2023 כולה (כולל הזמן שהמחלבות היו תחת שליטת הנאמן וטרם נרכשו).
 A- דיווח רשמי של החברה (עד שורת הרווח התפעולי). E- תחזית. מלבד מכירות ורווח תפעולי הרבעון מבוסס הנחות.

להלן התחזית המאוחדת לחברה (איגוד כל המגזרים, ללא מגזר החלב):

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	חיזוי מצטבר - כל המגזרים (ללא החלב)
514,047	482,278	441,030	399,900	353,414	78,215	338,098	מכירות
309,282	291,042	267,119	243,858	217,439	47,481	209,940	עלות המכר
204,765	191,236	173,911	156,043	135,976	30,734	128,158	רווח גולמי
39.8%	39.7%	39.4%	39.0%	38.5%	39.3%	37.9%	שיעור רווח גולמי
77,107	72,342	66,154	59,985	53,012	11,681	50,460	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
16,955	16,605	16,263	15,929	15,602	3,858	14,890	הוצ' פחת
110,703	102,289	91,493	80,129	67,362	15,196	62,808	רווח תפעולי
21.5%	21.2%	20.7%	20.0%	19.1%	19.4%	18.6%	שיעור רווח תפעולי
25,578	22,518	19,622	16,861	13,528	3,342	13,969	מס
85,125	79,771	71,871	63,268	53,884	11,853	48,839	רווח תפעולי לאחר מס
	738	1,193	5,922	5,902			עודף השקעות על פחת והפחתות
3,772	5,088	5,316	6,349	2,183		97,437	שינויים בהון חוזר תפעולי
81,353	73,945	65,362	50,997	45,750			FCF

בחיזוי המאוחד נוספה גם השורה על השינויים בהון החוזר התפעולי אשר חושבה ביחס לצפי הצמיחה המצטבר של כלל המגזרים, וכן FCF – תזרימי המזומנים החופשיים בהתאם לתחזית.

יצוין כי למרות שעד הרווח התפעולי מגזר החלב לא קיבל התייחסות כלל בחיזוי המאוחד, בשורת המס הפחתתי את מגן המס של מגזר החלב (שכן הוא הפסדי ב-2024-2027 לפי ההערכות שלי) מחבות המס, וכן בשנת 2024 ישנה הפחתה נוספת של 584 אלף ש"ח, אשר הינם הפסד מועבר בדוח הכספי של חברת זנלכל לשנת 2023.

הסיבה שמלבד היבט המס לא הוספתי לחיזוי (שעליו נבצע את מודל DCF בהמשך) את המחלבות היא שלטובת רכישת המחלבות חברת זנלכל קיבלה הערכת שווי שתמחרה את המחלבות בכ-36.61 מיליון ש"ח. בסיום המודל, נוסיף את השווי ההוגן הזה לשווי החברה ובכך נקבל את השווי של כלל פעילות זנלכל (שווי הוגן ע"ב הערכת שווי חיזונית למחלבות + שווי הוגן לשאר הפעילות של החברה).

יישום מודל DCF ותמחור החברה

להלן הנוסחה להיוון תזרימי המוזמנים שהתקבלו בחיזוי לעיל:

$$DCF = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^{0.5}} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^{1.5}} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^{2.5}} + \frac{FCF_4}{(1+WACC)^{3.5}} + \frac{FCF_5}{(1+WACC)^{4.5}} + \frac{TV}{(1+WACC)^{4.5}}$$

הסיבה שהחזקה הנבחרת היא בחצאים, כלומר 0.5-1.5-2.5 וכך הלאה, היא מתוך ההנחה הסבירה כי ההכנסות ותזרימי המוזמנים של החברה מתקבלים באופן אחיד על פני השנה. בפועל, הרבעון הרביעי של החברה מהווה לרוב 28.5% מההכנסה, ושאר הרבעונים מהווים בין 22-25.5 אחוזים מההכנסה השנתית, כפי שתואר בסקירת החברה בפרק הקודם.

להלן סיכום ההנחות לטובת הערכת השווי:

1. תזרימי המוזמנים יהיו כפי שמוצגים בטבלה לעיל, כאשר התזרים הראשון מתחיל בשנת 2024.
2. שיעור ההיוון (WACC) הינו 9.951%.
3. שיעור הצמיחה הטרימינלי הינו 2%.

להלן יישום המודל:

$$DCF = \frac{45,750}{(1+9.951\%)^{0.5}} + \frac{50,997}{(1+9.951\%)^{1.5}} + \frac{65,362}{(1+9.951\%)^{2.5}} + \frac{73,945}{(1+9.951\%)^{3.5}} + \frac{81,353}{(1+9.951\%)^{4.5}} + \frac{TV}{(1+9.951\%)^{4.5}}$$

$$TV = \frac{81,353 * (1+2\%)}{(9.951\% - 2\%)} = 1,043,649$$

השווי ההוגן טרם הוספת שווי המחלבות הינו 926,582 אלף ש"ח, או כ- 926 מיליון ש"ח. לסכום זה נוסף את שווי המחלבות ונקבל שווי פעילות של 963.2 מיליון ש"ח. יצוין כי שיעור היוון של 9.951% עשוי להיות נמוך בהתחשב לסיכונים הקיימים בהשקעה בישראל, על אחת כמה וכמה חברה שרכשה פעילות חדשה ומכרה את המפעל הראשי שלה, ולא בהכרח יתאפשר לה לבצע השקעות מוצלחות בעתיד.

בהנחה והיינו משתמשים בשיעור ההיוון האגרסיבי יותר – 11.242%, אשר משתמש בביטא מול מדד ת"א צמיחה היינו מקבלים שווי פעילות כולל המחלבות בסך 832.8 מיליון ש"ח.

אירוע אשר לא התייחסנו אליו הוא מועד השווי ההוגן של המחלבות, שכן הערכת השווי התקבלה בחודש מאי 2023, וכן הערכת השווי הזו היא למועד 31.12.2023. יצוין כי שיעור ההיוון של הערכת השווי למחלבות הינו 25%, כך שתיאורטית אפשרי לגלגל את השווי לסוף השנה. להערכתנו, מכיוון שמדובר בתחום פעילות חדש עבור זנלכל וטרם ידוע מה באמת יהיה שווי הפעילות של מגזר זה עדיף להיות שמרני בהיקף של חצי שנה ולבחור בסכום הנמוך, כלומר לא מגולגל בחצי שנה.

השפעה נוספת אשר עשויה להסביר את הפער בין התמחור הנ"ל לשווי ההוגן נכון ליולי 2024, היא הצמיחה שהוגדרה בשנת 2025-2027, ובפרט בשנת 2025. השאלה שצריכה להישאל היא האם כמשקיע יש אמונה בהנהלת החברה להמשיך במגמות הצמיחה שהוצגו בשנים הקודמות, בין היתר ע"י השגת שליטה על נתח שוק נוסף בתחומי הפעילות של החברה או התייעלות תפעולית באמצעים שונים כפי שהחברה מקדמת בשנים האחרונות, כך לדוגמה לפני שנתיים הושלם פרויקט התייעלות אנרגטית במפעל זנלכל כפי שניתן לראות כאן: https://www.youtube.com/watch?v=NHSgT_bGPJ0

השלב הבא בכדי לתמחר את החברה הינו הפחתת החוב הפיננסי נטו, וכן הוספת נכסים בלתי תפעוליים. יצוין כי לחברת זנלכל אין נכסים בלתי תפעוליים נכון ל-31/12/2023, מלבד השקעה במניות אשר עשויה להיחשב נכס בלתי תפעולי. עם זאת, מכיוון שההשקעה הזו מסווגת כנס שוטף העומד בסדר הנזילות עוד לפני הלקוחות, לאורך כל הניתוח של החברה - סעיף מאזני זה הוגדר כ"מוזמן או שווי מוזמן". לחברה אין חברות המוחזקות בשיעור החזקה חלקי (מלבד ת.מ.י.ר אשר הינה חל"צ), ועל כן אין טיפול בזשמי"ש או חברות בשווי מאזני.

החוב הפיננסי הוא החוב אשר חושב לטובת WACC ועומד על 133.698 מיליון ש"ח. הנכסים הפיננסיים כוללים את: מזומנים, השקעה במניות, לקוחות, חייבים ויתרות חובה ועומדים על 135.814 מיליון ש"ח. הנכסים הפיננסיים נטו הם 2,116 אלפי ש"ח.

על כן, שווי הוגן לחברת זנלכל תחת ההנחות הבסיסיות הינו: $965.31 = 963.2 + 2.1$.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח הרגישות עם שיעור ההיוון הסטנדרטי, 9.951%:

11.45%	11.20%	10.95%	10.70%	10.45%	10.20%	9.95%	9.70%	9.45%	9.20%	8.95%	8.70%	
790,915	811,078	832,328	854,754	878,456	903,545	930,146	958,398	988,461	1,020,511	1,054,754	1,091,419	1.6%
796,710	817,229	838,865	861,712	885,873	911,465	938,617	967,476	998,207	1,030,997	1,066,060	1,103,639	1.7%
802,625	823,510	845,545	868,826	893,462	919,573	947,295	976,783	1,008,207	1,041,766	1,077,683	1,116,214	1.8%
808,664	829,927	852,372	876,102	901,228	927,876	956,190	986,328	1,018,473	1,052,830	1,089,635	1,129,158	1.9%
814,831	836,483	859,352	883,545	909,178	936,383	965,308	996,122	1,029,014	1,064,201	1,101,931	1,142,488	2.0%
821,129	843,183	866,490	891,161	917,318	945,099	974,659	1,006,173	1,039,842	1,075,893	1,114,586	1,156,223	2.1%
827,564	850,031	873,791	898,956	925,655	954,033	984,250	1,016,492	1,050,969	1,087,918	1,127,616	1,170,380	2.2%
834,140	857,034	881,260	906,937	934,197	963,193	994,093	1,027,091	1,062,406	1,100,292	1,141,038	1,184,979	2.3%
840,860	864,196	888,904	915,110	942,952	972,588	1,004,196	1,037,979	1,074,169	1,113,030	1,154,870	1,200,042	2.4%

וניתוח רגישות נוסף תחת שיעור היוון שמרני יותר:

12.74%	12.49%	12.24%	11.99%	11.74%	11.49%	11.24%	10.99%	10.74%	10.49%	10.24%	9.99%	
701,299	716,980	733,405	750,627	768,706	787,706	807,699	828,765	850,992	874,477	899,330	925,674	1.6%
705,645	721,564	738,245	755,744	774,122	793,446	813,790	835,237	857,878	881,816	907,164	934,051	1.7%
710,070	726,234	743,179	760,962	779,647	799,303	820,009	841,849	864,918	889,324	915,184	942,632	1.8%
714,577	730,992	748,207	766,283	785,284	805,283	826,361	848,606	872,118	897,006	923,396	951,426	1.9%
719,167	735,840	753,334	771,710	791,037	811,389	832,851	855,514	879,482	904,870	931,807	960,440	2.0%
723,844	740,782	758,562	777,247	796,909	817,625	839,483	862,577	887,016	912,921	940,425	969,682	2.1%
728,610	745,820	763,894	782,898	802,904	823,996	846,261	869,801	894,727	921,166	949,257	979,161	2.2%
733,467	750,957	769,333	788,664	809,027	830,504	853,191	877,191	902,621	929,612	958,312	988,887	2.3%
738,418	756,195	774,883	794,551	815,280	837,156	860,278	884,753	910,704	938,267	967,597	998,869	2.4%

(שורה: שיעורי WACC שונים. עמודה: שיעורי TV-growth שונים).

להערכתנו, הטווח הסביר המשקף את ניתוח חברת זנלכל ומגמת הצמיחה בה היא נמצאת היא הגרסה עם שיעור ההיוון השמרני יותר: בין 779 מיליון ש"ח ל-894 מיליון ש"ח.

נכון למועד 31/12/2023 שווי הוגן של חברת זנלכל עמד על 337 מיליון ש"ח בעוד ששווי הוגן של חברת זנלכל למועד

10/08/2024 עומד על 505 מיליון ש"ח – שינוי המבטא תשואה חיובית של 50%.

הערכת השווי מצביעה על upside נוסף של 64%, בהנחה ולחברה יכולת לנצל את רוב משאביה הנוכחיים (כלומר להמשיך בשיפור כושר הייצור המנוצל) לצד שיפור ברווחיות, כוח תמחור וחדירה לשוק.

ייתכן כי הפער המשמעותי של 64% מוסבר על ידי גורמים חיצוניים – המלחמה בישראל בגזרה הדרומית והחשש

להתפתחות המלחמה לזירה הצפונית ופגיעה אפשרית בתפעול המחלבות שנרכשו, וכן הסיכונים החדשים של זנלכל הכוללים מזומנים בהיקפים גדולים לאחר מכירת המפעל הראשי וחשש שלא תימצא השקעה אופטימלית עבור החברה.

יתרה מכך, נכון למועד זה המחלבות מהוות תזרים מזומנים שלילי עבור החברה, ובהנחה והיינו גורעים את הפסדים אלו מהפעילות – השווי ההוגן היה יורד מ-832 מיליון ש"ח ל-820 מיליון ש"ח, וזאת לאחר האגרסיביות המשמעותית בהיקפי הצמיחה של המחלבות שחושבו תחילה לטובת חישוב היבט המס בלבד. בהיקפים שמרניים יותר, ההפסדים התזרימיים

שהמחלבה עשויה לייצר תוריד את השווי ההוגן ל-800 מיליון ש"ח, ואם זו תתברר כהשקעה לא מוצלחת, ההפסדים עשויים להצטבר לסכומי עתק שישנו את פני שווי החברה לחלוטין.

היבט חשוב נוסף אשר נהוג ליישם בהערכת שווי חברות הוא M.O.S – מרווח ביטחון (Margin of Safety), שלמעשה מפחית את השווי ההוגן בהיקף מסוים – מהחשש הטבעי שחלק מההנחות של הצמיחה שגויות או שיצוצו אירועים שישפיעו על החברה באופן לא צפוי (רעידת אדמה, פגיעת טילים על מפעלי החברה, כניסת מתחרה חדש, אירוע ריקול וכו').

כך לדוגמה, MOS של 30% יעמיד את השווי ההוגן הפוטנציאלי על 582 מיליון ש"ח. מדובר במרווח ביטחון סביר ביותר, שכן בתחום קרנות הון סיכון נהוג לתת מרווח ביטחון של 25% להשקעות בישראל עוד טרם ימי המלחמה (בהתבסס על הרצאה של גיא קטוביץ' – מייסד קרן הון סיכון פיוז'ן והקרן הפעילה ביותר לשנת 2023 בישראל).

אפשרות נוספת להסביר את הפער בין השווי ההוגן לשווי השוק היא מועד הצפת הערך בחברה. ייתכן כי הצפת הערך תתבטא רק בעוד שנה-שנתיים או אפילו 5 שנים. כך לדוגמה, אם אנו מאמינים כי השווי ההוגן הנוכחי הוא 965 מיליון ש"ח, אבל הוא יקבל ביטוי רק בשנת 2028, נוכל "לגלגל" את השווי לשנת 2028, ולתת צפי לשווי הוגן לטווח הרחוק. תחת ההנחה הזו, השווי ההוגן של חברת זנלכל בשנת 2028 יהיה סביב 1.4 מיליארד ש"ח.

ג.2 תרחיש היפותטי (סעיף 13)

תמצית העובדות: חברת זנלכל הכירה ברווח ממענק בסך 40% מסכום ההון החוזר התפעולי של החברה לשנת 2023 שעמד על 97,437 אלף ש"ח. סכום המענק הינו: 38,974.8 אלפי ש"ח.

המענק יתקבל בתאריך 31/12/24, אשר אינו מצריך היוון לפי ההקלות בהתאם לתקני החשבונאות הבינלאומיים (עד שנה).

פקודת היומן תהיה (למעשה, ההשפעה בגין האירוע):

ח. הכנסות לקבל: 38.9 (נכס מאזני)

ז. הכנסות אחרות: 38.9 (הכנסה PL)

נשאלת השאלה – האם אירוע זה ישפיע על חישוב השווי ההוגן של החברה? רעיונית, נתון זה לא אמור להשפיע על חישוב ה-DCF, שכן בחרנו להתמקד בהכנסות התפעוליות של החברה ולא הכנסות חד פעמיות כדוגמת מכירת המפעל או רווח מרכישה הזדמנותית.

עם זאת, בשלבים מתקדמים יותר בהערכת השווי – הוספנו את הנכסים הפיננסיים נטו ונכסים שאינם תפעוליים. נכס זה אכן מגדיל את שווי הפירמה ולכן יש להתייחס לשווי זה. אמנם, בניגוד להנחיות IFRS שמציגות את הנכס על שווי ההוגן – מדובר בהכנסה שתגיע רק עוד שנה ולכן נהוון אותה בעזרת שיעור ה-WACC שחושב קודם.

כך לדוגמה, אם שיעור ההיוון אשר ברצוננו להשתמש בו הוא 9.951%, התוספת לשווי ההוגן תהיה 35.447 מיליון נכון ל-31/12/23.

עם זאת, אילו ההכרזה על המענק הייתה מתבצעת במועד מאוחר יותר, לדוגמה שנת 2024 (או ספציפית מרץ 24), לא היינו מתייחסים כלל לכך שכן הערכת השווי מבוצעת עבור מועד 31/12/2023. במצב עולם סטנדרטי אשר הערכת השווי מבוצעת עבור צרכים אמיתיים, היינו מתייחסים לכל אירוע וכל נתון גם לאחר מועד החתך שכן המטרה היא למצוא את השווי ההוגן העדכני ביותר.

יצוין כי מטרת קבלת המענק – בין אם זה מענק עקב המלחמה או עידוד המשק וכלכלת ישראל אינם קריטיים לקבלת ההחלטה על הטיפול באירוע זה, שכן גם אם יסווגו אחרת בחשבונאות פרקטית כל עוד לא נפגעה פעילות החברה באופן ישיר ומדובר בפיצוי ישיר בגין הפגיעה – היינו מבטלים אותם לטובת ה-DCF ומוסיפים אותם ידנית בשלב מאוחר יותר. חישוב ההון החוזר התפעולי לשנת 2023 התבצע ע"י הוספת יתרת מלאי ולקוחות בניכוי יתרת ספקים מהמאזן לאותה שנה.

פרק ד': סיכום ומסקנות אישיות (ס' 14)

הקורס ניתוח דוחות פיננסיים והערכת שווי חברות הוא קורס חשוב מאוד עבורי, ונעשה מאמץ משמעותי ע"מ שהניתוח יראה אסתטי ועם גישות מעניינות לניתוח חברת זנלכל.

הסיבה לכך שבחירתי בלימודי חשבונאות היא בעיקר עקב העניין הרב שלי בקריאת דוחות כספיים והערכת שווי, ואף בעבר פתחתי ערוץ יוטיוב אשר בו הסברתי על תחומים שונים בהערכות שווי ובקריאת דוחות כספיים, תוך התעמקות בניתוח הסיכונים כמו ביטא וסטיית תקן באופן עצמאי ועד לרזולוציה הטכנית לביצוע רגרסיות ופעולות מתמטיות ונוסחאות באקסל.

הסיבה שבחירתי בחברת זנלכל היא התשואה הגבוה שהניבה לבעלי המניות ב20 השנה האחרונות, וכן הכותרות שהחברה העלתה בתקופה האחרונה ממכירת המפעל שהביא להצפת ערך אדירה של מעל 1/3 משווי החברה למועד פרסום אירוע זה וכן רכישת מחלבות רמת הגולן מהנאמן, אשר הינה חברה הפסדית וכלל לא בתחום הפעילות של זנלכל. אירועים ייחודיים אלו יחד עם האיתנות הפיננסית של החברה ויכולתה להניב תשואות וצמיחה תפעולית משמעותית על פני תקופות ארוכות מתאימה באופן מוחלט לאסטרטגיית ההשקעה האישית שלי בחברות, במיוחד כאשר מדובר בחברות אשר מבצעות שינויים גדולים במודל העסקי שלהם ("Pivot").

במהלך העבודה למדתי המון על שוק ההון הישראלי בכלל (שכן עד היום במהלך החמשת שנים האחרונות התמקדתי רק בשוק ההון האמריקאי) וענף המזון בארץ וחברת זנלכל בפרט. אודות המרכיב הטכני של ביצוע הערכת השווי על כל מרכיביו (CAPM, WACC, ומודל ה-DCF) הכרתי עוד מלפני שנים רבות ואף יישמתי זאת. למעשה, אני כרגע מפתח כלי טכנולוגי אשר מטרתו לאפשר הערכת שווי באופן אוטומטי לחברות ישראליות (בלי החלק של להעתיק ולהדביק את היתרות הכספיות מהדוחות הכספיים) בעזרת XBRL אשר נמצא כרגע בפיתוח בישראל, וכבר קיים שנים באופן מוגמר בארה"ב. כאמור, את החלק של הצבת ההנחות לכל חברה תמיד יש להשאיר למבצע הערכת השווי שכן כל הערכה היא סובייקטיבית ומבוססת אמונה של המשקיע על יכולותיהם של מנהלי החברה והמנגנון התפעולי שלה. לדעתי הנהלת זנלכל היא מהטובות בארץ בתחומה, ותחומי הפעילות והאסטרטגיה העסקית שלה מעניינים מאוד. נהייתי לחקור אודות החברה ושיטותיה ואני עובד בימים אלו על הכנת סרטון ליוטיוב על עבודה זו.

אחד הדברים המשמעותיים ביותר שלמדתי, מלבד הידע הסובייקטיבי על חברת זנלכל, שוק ההון הישראלי וענף המזון בארץ הם המונחים בעברית (שאני הכרתי אותם רק באנגלית, ותמיד היה לי את הפער הלא נעים הזה כאשר אני מדבר עם מישהו ונאלץ לשנות שפה לאנגלית כדי להשתמש במונחים המקצועיים אשר נלמדו במסגרת הקורס), כמו לדוגמה "הון תפעולי חוזר", או ההבדלים בין המונחים "יחסי תשואה" ל"יחסי רווחיות" שבאנגלית היו מובנים לי יותר.

קישור לערוץ היוטיוב שלי על השקעות והערכות שווי במודל DCF: <https://www.youtube.com/@dalmog123>

נספח 1 – ספקים גדולים, רשות התחרות:



רשימה של ספקים גדולים

בהתאם להוראות סעיף 4 לחוק קידום התחרות בענף המזון תשע"ד-2014 (חוק המזון), מתפרסמת בזאת רשימה של ספקים אשר מצאתי כי התקיימו בהם התנאים כאמור בהגדרת "ספק גדול" בסעיף 2 לחוק המזון ושל מי שהצהיר כי הוא ספק גדול בהתאם להוראות סעיף 10(א) לחוק המזון, בשנת הכספים 2023:

מבשלות בירה ישראל (יבוא ויצוא 1995) בע"מ איי.בי.אל ספיריט בע"מ יקב תבור (2005) בע"מ רסטרטו יבוא ושיווק בע"מ		
החברה לתעשיות גפרורים נור (1938) בע"מ ³		
ג. וילפוד אינטרנשיונל בע"מ	יורו מחלבות אירופה בע"מ	
זוגלובק שיווק בע"מ	נקניק נהריה כשר, זוגלובק בע"מ	
ה. מעדני גורמה בע"מ		
טמפו משקאות בע"מ	טמפו שווק (1981) בע"מ יקבי ברקן בע"מ יקב ברקן שיווק והפצה בע"מ סי.זי.איי.אס בע"מ ישראל ווין סרוויס מרקטינג 2001 בע"מ אקווה נובה ווטסרס בע"מ אדיר ר.י. סחר בע"מ מאסטרפריס טים בע"מ סומיץ אחזקות בע"מ טמפו מזון בע"מ מבשלת שפירא בע"מ יקב פלדשטיין ושות' בע"מ א. סימן סחר בע"מ	
יפאורה תבורי בע"מ	יפאורה - שותפות מוגבלת לשיווק תבורי - שותפות מוגבלת לשיווק עין גדי מים מינרלים בע"מ	
ליימן שיליס בע"מ	טעמי הגליל בע"מ ל.י.ב. (לחיות יותר בטבע) בע"מ ארץ דת שמן מובחר - משק אחיה בע"מ מעין נציגויות שיווק ממתקים בע"מ	
מחלבות גד (שיווק-1992) בע"מ		

שם	חברות קשורות ¹
ביכורי השדה דרום שיווק תוצרת חקלאית בע"מ (2002)	נטו פירות וירקות בע"מ ביכורי שדה (אחזקות) בע"מ ביכורי שדות ישראל בע"מ ביכורי השדה קדש אגש"ח בע"מ
דין שיווק וקליה 2021 בע"מ	בית השיטה תעשיות בע"מ
דיפלומט מפיצים (1968) בע"מ	סטארקיסט פודור בע"מ ראקוטו דיפלומט אינטרנשיונל, שותפות מוגבלת מדיטרנד (2004) שיווק בע"מ מ.מ.ס מולטי מרקטינג סרביס בע"מ נוגם תמרוקים בע"מ נאנו פוד בע"מ מוצרי שום ותיבול דורות אגודה שיתופית בע"מ נווה פארמה (1996) בע"מ
החברה הדרומית לשיווק בע"מ	סנו מפעלי ברונס בע"מ
החברה המרכזית להפצת משקאות בע"מ	החברה המרכזית לייצור משקאות קלים בע"מ מש-קר בע"מ נביעות טבע הגליל בע"מ מבשלות בירה בינלאומיות בע"מ

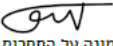
¹ למען הסר ספק אין בפרסום הרשימה כדי לפסור ספק שהתקיימו בו התנאים כאמור בהגדרת "ספק גדול" בסעיף 2 לחוק המזון, ושאינו נכלל ברשימה זו, מן החובות המוטלות עליו על פי חוק המזון.
² פירוט של חברות שהן "אדם קשור" לספק גדול ושאינן בעצמן "ספק" בהגדרת המושג בחוק המזון (לא רק בשל היותן "אדם קשור" לספק), כפי שדווחו בהודעה או הצהרה שהוגשה על ידי הספק הגדול לפי העניין.

³ לגבי חברה זו בלבד (גפרורים) ראה הכרזה בדבר מונופולין: נור תברה לתעשיות גפרורים בע"מ, י"פ התשמ"ט 2365

קבוצת אסם סחר שותפות מוגבלת	Nestle S.A Group טבעול תעשיות מזון בע"מ מטרנה תעשיות שותפות מוגבלת בית השיטה-עסיס תעשיות מזון שותפות מוגבלת אסם תעשיות מזון בע"מ גנה גלידות שותפות מוגבלת
קבוצת יוניליוור ישראל	יוניליוור ישראל מזון בע"מ יוניליוור ישראל שיווק בע"מ בייגל את בייגל מזון (1985) בע"מ יוניליוור ישראל טיפוח אישי ובייתי בע"מ יוניליוור שפע ישראל בע"מ גלידת שטראוס בע"מ
קורניש חן (1987) בע"מ	
קימברלי קלארק ישראל בע"מ	קימברלי קלארק ישראל בע"מ
ש.שסטוביץ בע"מ	מנה י.א. בע"מ ד. שסטו דברי מתיקה בע"מ ביוטי אנד קו בע"מ אש-בר שיווק מוצרי מזון בע"מ
שופרסל בע"מ	
שטראוס גרופ בע"מ	שטראוס ייבוא וסחר ע.מ. בע"מ שטראוס פריטו ליי בע"מ מכורות שטראוס יד מרדכי בע"מ שטראוס בריאות בע"מ מחלבות יטבתה ע"ש אורי חורזו בע"מ יטיב מהדרין בע"מ שטראוס שיווק בע"מ שטראוס סלטים מסחר בע"מ שטראוס בריאות ירקות טריים בע"מ שטראוס קפה בי וי (חברת חוץ)
שלמה א. אנג'ל בע"מ	
תה ויסוצקי (ישראל) בע"מ	

תולפון: 02-5458503/4 פקס: 02-5458555 תחנת ט.ו.ל. 4, ת.ד. 34281 ירושלים 9134102 competition.gov.il	
מילואות אגודה שיתופית חקלאית מרכזית בע"מ	מילועוף אגש"ח בע"מ גילי שוק מקומי אגש"ח בע"מ מילופרי אגש"ח בע"מ גילי אקספורט אגש"ח בע"מ מילובר אגש"ח בע"מ מאגרי אשר אגש"ח מבטח המפרץ אגש"ח בע"מ יציר כפיים בע"מ כפר המכבי מרכז מזון אגש"ח בע"מ פרי לויט גליל שותפות מוגבלת
מלח הארץ אילת בע"מ	סוגת תעשיות בע"מ אגס ירוק בע"מ תבליני הדור השלישי בע"מ
נטו מלינדה סחר בע"מ	נטו מ.ע. אחזקות בע"מ ויליגר תעשיות בע"מ סיוון ויל אחזקות בע"מ מן תעשיות מזון והשקעות בע"מ נ.ג. ריץ תעשיות בע"מ ד.ס.פ. (1993) סוכנויות ייבוא בע"מ דלידג בע"מ דלידג איתן-אגודה שיתופית חקלאית בע"מ שלושת האופים בע"מ דיפ שיווק בע"מ נטו מ.ע. סחר מזון בע"מ לויס קייטרינג (1981) בע"מ
עוף ירושלים שיווק בע"מ	
עוף עוז (שיווק) בע"מ	
פריפ מוריס בע"מ	

<p>אוליביה גורמה (1996) בע"מ בקר תנובה - שותפות מוגבלת בעמק טכנולוגיות מתקדמות בע"מ דורו איטליאן פרודקטס בע"מ הרדוף תוצרת מזון אורגני - אגודה חקלאית שיתופית בע"מ טיב-טירת צבי 2000 שותפות מוגבלת מעדנות בע"מ סנפרוסט בע"מ ענבי ציון משקאות קלים (1981) בע"מ תנובה אלטרנטיב בע"מ תנובה-גליל שותפות מוגבלת תנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית בישראל בע"מ תנובות שדה שיווק בע"מ</p>	<p>תעשיות מזון תנובה - אגודה שיתופית חקלאית בישראל בע"מ</p>
---	--

מיכל בהן

הממונה על התחרות

ירושלים, כ"ב אייר תשפ"ד

30 מאי 2024


נספח 2 – קמעונאים גדולים, רשות התחרות:



רשימה של קמעונאים גדולים לשנת 2023 (תיקון מיום 3.6.2024)

בהתאם להוראות סעיף 4 לחוק קידום התחרות בענף המזון, תשע"ד-2014 (חוק המזון), מפורסמת בזאת רשימה של קמעונאים, אשר מצאתי כי התקיימו בהם התנאים בהגדרת "קמעונאי גדול" בסעיף 2 לחוק המזון, בשנת הכספים 2023:

17. סטופ מרקט בע"מ.
18. פוליצר חדרה (1982) בע"מ.
19. פז חברת נפט בע"מ (פרשמרקט בע"מ).
20. קיי.טי. יבוא ושיווק בע"מ.
21. קשת טעמים בע"מ.
22. רשת חנויות רמי לוי שיווק השקמה 2006 בע"מ (בה לוי בע"מ, סופר קופיקס בע"מ, פרש פוד בע"מ).
23. שופרסל בע"מ.
24. שפע ברכת השם בע"מ.
25. שוק העיר (ט.ע.מ.ס) בע"מ.
1. אלמשדהאוי קינג סטור בע"מ.
2. ג.מ.מ.עין אלפיים (07) בע"מ.
3. גלובל ריטייל ק.י. בע"מ (גלובל ריטייל ק.י. (מ.ר) בע"מ, גלובל ריטייל ק.י. (ע.ר) בע"מ, גלובל ריטייל ק.י. (ה.ר) בע"מ).
4. דור אלון ניהול מתחמים קמעונאיים בע"מ (דוכן גן שמואל החדש שותפות מוגבלת, עין שמר-אלון אחזקות בע"מ, משמר השרון אלון אחזקות בע"מ, עינת אלון החזקות בע"מ).
5. היפר כהן בע"מ.
6. ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ.
7. זול ובגדול בע"מ.
8. טיב טעם רשתות בע"מ.
9. כ.ג.מ.חסיני השוק בע"מ.
10. כל בו חצי חינוס בע"מ.
11. מ. יוחננוף ובניו (1988) בע"מ.
12. מרב-מזון כל בע"מ.
13. נתיב החסד סופר חסד בע"מ.
14. סאלח דאבא ובניו בע"מ.
15. סופר ספיר בע"מ.
16. סופר ברקת קמעונאות בע"מ.

מיכל בהן

הממונה על התחרות

ירושלים, כ"ו אייר תשפ"ד

3 יוני 2024

בסוגייה- תאגידים שהם "אדם קשור" לקמעונאי גדול, במשמעו בחוק המזון, המחזיקים בתנות יובר כי רשימה זו אינה כוללת קמעונאים העונים על חלופה 2 להגדרת "קמעונאי גדול" בסעיף 14 לחוק המזון.

תלפון: 02-5456503/4
כתיבת: עם ועולמו 4, ת.ד. 34281
פקס: 02-5456555
ירושלים 9134102

competition.gov.il

נספח 3 – נתח שוק עשרת הספקים הגדולים על פני שנים, סטורנקסט :



נספח 4 – דירוג יצרניות מזון 2024, דאנס 100 :

דירוג 2024	שם חברה	הכנסות	אחוז שינוי הכנסות ביחס לאשתקד	יצוא/מכירות בחו"ל במיל"ש	אחוז שינוי יצוא/מכירות בחו"ל ביחס לאשתקד	אחוז מכירות בחול מכלל המכירות	רווח נקי	ריווחיות אחוז	הון עצמי	מספר מועסקי
9	קורניש חן	1,200.0	-	-	-	-	-	-	-	620
10	בלדי	1,100.0	1.5	-	-	-	-	-	-	5500
11	עוף טוב	977.0	15.5	-	-	-	-	-	-	5000
12	יפאורה תבורי	975.6	-	-	-	-	-	-	-	900
13	גן שמואל	953.5	26.2	742.8	35.5	77.9	54.7	5.7	503.0	525
14	סולבר מוצרי חלבון	765.4	-8.7	3.9	-2.2	0.5	-	-	204.4	106
15	מחלבות יטבתה	740.0	14.4	-	-	-	-	-	248.0	200
16	מחלבות גד	630.0	-	-	-	-	-	-	-	250
17	מילויוף	600.0	-	-	-	-	-	-	-	600
18	קבוצת גלעם	600.0	15.4	-	-	-	-	-	-	250
19	פוליבה	565.0	-11.4	-	-	-	-	-	-	225
20	מאפיית אנג'ל	541.0	15.9	46.0	55.6	8.5	-2.9	0.5	246.6	1205
21	מוצרי מעברות	540.0	22.7	-	-	-	-	-	-	750
22	זוגלובק	515.0	3.0	-	-	-	-	-	-	630
23	תורפז תעשיות	469.5	17.9	350.0	16.4	74.5	45.7	9.7	407.6	466
24	גניר	441.9	44.9	282.7	81.1	64.0	25.9	5.9	49.8	249

דירוג 2024	שם חברה	הכנסות	אחוז שינוי הכנסות ביחס לאשתקד	יצוא/מכירות בחו"ל במיל"ש	אחוז שינוי יצוא/מכירות בחו"ל ביחס לאשתקד	אחוז מכירות בחול מכלל המכירות	רווח נקי	ריווחיות אחוז	הון עצמי	מספר מועסקי
1	קבוצת תנובה	7,800.0	-	-	-	-	-	-	-	5500
2	קוקה קולה ישראל	7,400.0	-	-	-	-	-	-	-	5000
3	שטראוס גרופ	6,795.0	11.3	1,492.0	6.7	22.0	488.0	7.2	3,037.0	7518
4	אסם	4,800.0	-	-	-	-	-	-	-	4000
5	סודהסטרם	3,300.0	-	-	-	-	-	-	-	3250
6	וניליון ישראל	2,800.0	-	-	-	-	-	-	-	1900
7	טמפו	1,994.0	10.0	43.0	-2.3	2.2	71.3	3.6	819.1	1285
8	עוף שיווק ירושלים	1,390.0	1.4	-	-	-	-	-	230.0	1100

דירוג 2024	שם חברה	הכנסות	אחוז שינוי הכנסות ביחס לאשתקד	יצוא/מכירות בחו"ל במיל"ש	אחוז שינוי יצוא/מכירות בחו"ל ביחס לאשתקד	אחוז מכירות בחול מכלל המכירות	רווח נקי	ריווחיות אחוז	הון עצמי	מספר מועסקי
25	גלילות נסטלה	414.0	3.8	2.0	-33.3	0.5	-	-	-	360
26	זולכל	398.6	55.7	2.4	-45.3	0.6	67.6	17.0	188.4	253
27	נביעות	370.0	-	-	-	-	-	-	-	נביעות
28	כרמל קורפ	325.7	18.1	9.6	-3.1	2.9	29.8	9.1	475.9	285
29	מ.ב. גלאס עוף למהדרין	309.6	14.5	-	-	-	-	-	92.2	490
30	מאפיית ברמן	308.0	5.8	-	-	-	-	-	-	750
31	רפאל תערובות	277.0	-10.6	-	-	-	-	-	45.0	45
32	תה ויסוצקי	250.0	-	-	-	-	-	-	-	300
33	כרמית ממתקים	234.9	5.2	42.0	13.2	17.9	0.5	0.2	72.9	226
34	אחזה	220.0	-	-	-	-	-	-	-	235
35	מיה תעשיות מזון מ.ת.מ	218.0	10.1	34.0	-8.1	15.6	-	-	-	298
36	פנדי עוף	210.0	0.0	-	-	-	-	-	-	160
37	רושדי מזון תעשיות	200.0	-	-	-	-	-	-	-	82
38	מחלבת גל שיווק 2011	190.0	-	-	-	-	-	-	-	150

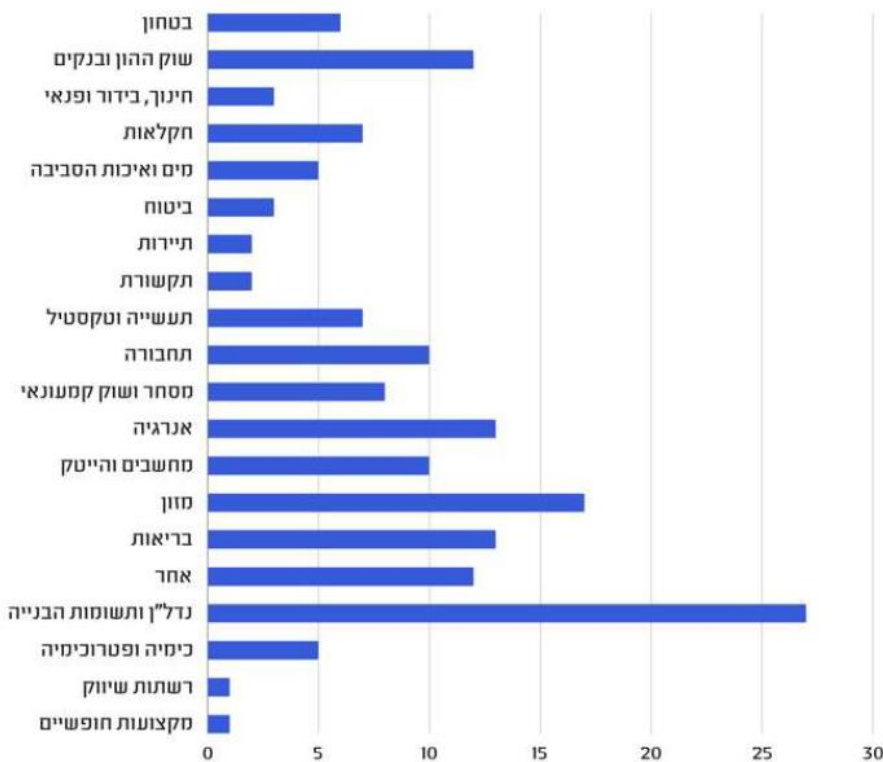
דירוג 2024	שם חברה	הכנסות	אחוז שינוי הכנסות ביחס לאשתקד	יצוא/מכירות בחו"ל במיל"ש	אחוז שינוי יצוא/מכירות בחו"ל ביחס לאשתקד	אחוז מכירות בחול מכלל המכירות	רווח נקי	ריווחיות אחוז	הון עצמי	מספר מועסקי
39	מאפיית אריאל	173.0	10.9	11.9	45.1	6.9	-	-	85.0	370

* חברת אם מדורגת

חברות מודגשות – מעבר לפרסום עמוד הפרופיל של החברה הדירוגים עשויים להשתנות בהתאם למידע נוסף שיתקבל עד למועד פרסום שנתון DUNS 100 לשנת 2024 הכלול במכתב זה הינו מידע סודי המהווה קניינה הבלעדי של DUNS 100.

נביעות

נספח 5 – בקשות למיזוגים לפי ענפים לשנת 2023, רשות התחרות:



נספח 6 – חלק מכתבה עם תגובות מנכל זנכלל ו-ויטה פרי, כנס מדיה (2021):

לא רוצים תעשייה פה? רוצים להסתמך על חו"ל? שיעשו את זה. אי אפשר שבכל יום – בגלל גחמה של איזה טמבל מהאוצר – שאנחנו כולנו נתחיל לרקוד הורה על כל מילה שהם יגידו. אי אפשר שבגלל שני צפונים שאוכלים אוכמניות ב-17 שקל להוריד את המכסים על ירקות ופירות. זה לא מעניין אף אחד, זה לא ישים.

"בינתיים שום דבר שהאוצר ניסה לעשות יצא לפועל, ראינו את זה גם ביבוא הבשר שהמחירים לא ירדו, גם לא בשמן זית, גם לא בדגים, הכל שטויות במיץ עגבניות. לי יש מפעל טונה, פתחו את היבוא של טונה והמחיר ירד? לא, שום דבר לא קרה! הכל גחמות וסיפורים, פסטיבל מספרי סיפורים אני קורא לזה."

אפריים מספר כי המפעל קולט ירקות מ-42 אלף דונם מכ-80 מגדלים. "מדובר בכ-100 אלף טון לשנה והשנה קלטנו כ-200 אלף טון בגלל שנת השמיטה. פשוט מדובר במהלך של חוסר אחריות של ילדים. אני מנסה להיפגש עם שר האוצר ואני אסביר להם את ההשלכות האמתיות של המהלך שלהם על הכלכלה, על חצור הגלילית, על החקלאות, אין יותר מידי מה לעשות."

"לא נוכל לעמוד בתחרות"

"תעשיית שימורי הירקות לא תוכל לעמוד בתחרות המחירים מול יבוא שימורים מאירופה ומדינות עולם השלישי. חוק ההסדרים יביא לסגירת המפעלים הישראליים ולמחיקת התעשייה הישראלית בתחום," אומר מנכל חברת זנכלל, פיני גורביץ, שהחליט הצטרף למחאת החקלאים.

גורביץ: "לא יודע להגיד אם אני מתנגד לרפורמה אבל אני בטח ובטח מתנגד לרפורמה בדרך שבה מנסים לעשות אותה. הנושא של אבטחת מחירי המזון לא חדש בעולם המערבי."

באירופה יש תוכנית מפוארת לכל נושא של הסדרת הצומח והגעתו לצלחת של הצרכן. באיחוד האירופי יש למעשה שלושה קווים מנחים: זו תכנית שמתחדשת פעם בשבע שנים והיא רצה ב-15 השנים האחרונות.

הקווים המנחים הם: 1. להגדיל את צריכת הפירות והירקות, בעיקר הירקות; 2. להבטיח מחירים נמוכים; ו-3. להגן על התפוקה החקלאית המקומית.

בניית תעשיית המזון והירקות המשומרים בישראל מצטרפים למאבק

המאבק הציבורי הגדול של מגדלי פירות וירקות נגד הרפורמה בחקלאות שתפתח את הענף לייבוא מחו"ל הולך ומתגבר ובאחרונה הצטרפו אליו חברים חדשים – בכירי תעשיית המזון והירקות המשומרים בישראל, שכן כ-50% מכלל גידול השדה בישראל הם גידולי פלחה, המיועדים לתעשיית השימורים והירקות הקפואים והמוחמצים.

תעשיית הירקות המשומרים, הקפואים והמוחמצים קולטת כ-500 אלף טון חומר גלם חקלאי טרי בשנה, בעיקר בחודשי הקיץ.

תעשיית המזון בארץ מוזנת מכ-2 מיליון דונם של שטחי חקלאות פלחה של גידולי תירס, אפונה, שעועית, עגבניות, מלפפונים, חמוס, חמניות, אבטיחים לגרעינים, גרעיני אבטיח, חיטה ועוד.

"בוודאי שאני מתנגד לרפורמה"

רק לפני שלוש שנים, ב-2018, הודיע אושיק אפרים, מבעלי מפעל "ויטה פרי הגליל" (") בחצור הגלילית, כי אם הממשלה תסיר מכסים על יבוא ירקות קפואים לקראת חג הפסח, כפי שעשתה לפני שנתיים – הוא יסגור את מפעל פרי גליל. בשנת 2016 המהלך כמעט הוביל לסגירת מפעל החברה, אך בסופו של דבר שולמו פיזיונים בסך 26 מיליון שקל שאיפשרו את המשך פעילותו. "בסופו של דבר ב-2018 חזרה בה הממשלה מתוכניתה."

עתה עומד מפעל "ויטה פרי הגליל", שנחשב לעוגן תעסוקתי מרכזי לרבים מתושבי חצור הגלילית, בפני אותו מצב שעמד בו לפני שלוש שנים, כאשר כוונת הממשלה ברפורמה המתוכננת, היא לפתוח לתחרות חופשית את שוק הירקות והפירות לייבוא, ללא מכסי מגן.

אשיק אפרים הוא תעשיין אבל גם חקלאי, מושבניק ממשק אפרים במושב מיטב, משק גדול המעבד שטחי ירקות לתעשייה בהיקפים עצומים ליד עפולה.

"בוודאי שאני מתנגד לרפורמה בחקלאות," אומר אושיק אפרים השבוע ל"קו למושב". "אני חושב שכן, מדובר בשידור חוזר של הכוונה שלהם ב-2018 לפתוח את שוק הירקות המשומרים ליבוא חופשי, אני חושב שבסוף הם יבטלו את זה אבל צריך לעשות מעשים."

נספח 7 – ניתוח דוחות רווח והפסד לזנכלל ו-ויליפוד :

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>רווח והפסד - ירקות</u>
99,365	111,477	155,149	מכירות
64,228	69,419	96,881	עלות המכר
35,137	42,058	58,268	רווח גולמי
14,990	17,630	23,301	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
6,576	6,546	5,862	פחת
13,571	17,882	29,105	רווח למגזר
14%	16%	19%	שיעור הרווח המגזרי
<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>לפי סוג הוצאה - ירקות</u>
99,365	111,477	155,149	מכירות
15,228	15,160	16,996	הוצ' קבועות
70,566	78,435	109,048	הוצ' משתנות
13,571	17,882	29,105	רווח למגזר
			<u>יחסים פיננסיים - ירקות</u>
10%	10%	10%	הוצ' קבועות ביחס לנכסים
71%	70%	70%	הוצ' משתנות ביחס למכירות
15%	16%	15%	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק ביחס למכירות
155,767	147,789	170,731	נכסים מזוהים
82,850	83,725	99,127	התחייבויות מזוהות
1.14	1.31	1.38	יחס התחייבויות להון

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>רווח והפסד - עגבניות</u>
112,569	119,856	155,376	מכירות
72,598	74,186	95,086	עלות המכר
39,971	45,670	60,290	רווח גולמי
16,981	18,955	23,066	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
7,449	7,038	7,667	פחת
15,541	19,677	29,557	רווח למגזר
14%	16%	19%	שיעור הרווח המגזרי
<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>לפי סוג הוצאה - עגבניות</u>
112,569	119,856	155,376	מכירות
17,238	16,276	16,619	הוצ' קבועות
79,790	83,903	109,200	הוצ' משתנות
15,541	19,677	29,557	רווח למגזר
			<u>יחסים פיננסיים - עגבניות</u>
11%	11%	10%	הוצ' קבועות ביחס לנכסים
71%	70%	70%	הוצ' משתנות ביחס למכירות
15%	16%	15%	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק ביחס למכירות
154,846	154,183	174,630	נכסים מזוהים
92,163	89,206	99,643	התחייבויות מזוהות
1.47	1.37	1.33	יחס התחייבויות להון

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>רווח והפסד - אחרים</u>
17,436	24,578	27,573	מכירות
11,435	15,755	17,973	עלות המכר
6,001	8,823	9,600	רווח גולמי
2,630	3,888	4,093	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
1,154	1,443	1,361	פחת
2,217	3,492	4,146	רווח למגזר
13%	14%	15%	שיעור הרווח המגזרי
<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>לפי סוג הוצאה - אחרים</u>
17,436	24,578	27,573	מכירות
2,684	3,367	3,065	הוצ' קבועות
12,535	17,719	20,362	הוצ' משתנות
2,217	3,492	4,146	רווח למגזר
			<u>יחסים פיננסיים - אחרים</u>
13%	13%	12%	הוצ' קבועות ביחס לנכסים
72%	72%	74%	הוצ' משתנות ביחס למכירות
15%	16%	15%	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק ביחס למכירות
20,280	25,036	25,894	נכסים מזוהים
13,984	17,633	17,164	התחייבויות מזוהות
2.22	2.38	1.97	יחס התחייבויות להון

הנתונים לתחום החלב הם החל מהתאריך : 01.05.2024

<u>2023</u>	<u>רווח והפסד - חלב</u>
60,470	מכירות
53,533	עלות המכר
6,937	רווח גולמי
7,219	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
1,793	פחת
(2,075)	רווח למגזר
-3%	שיעור הרווח המגזרי
<u>2023</u>	<u>לפי סוג הוצאה - חלב</u>
60,470	מכירות
7,281	הוצ' קבועות
55,264	הוצ' משתנות
	רווח למגזר
<u>יחסים פיננסיים - חלב</u>	
10%	הוצ' קבועות ביחס לנכסים
91%	הוצ' משתנות ביחס למכירות
12%	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק ביחס למכירות
71,210	נכסים מזוהים
38,132	התחייבויות מזוהות
1.15	יחס התחייבויות להון

<u>הכנסות מגזריים על פני שנים</u>	<u>ירקות</u>	<u>עגבניות</u>	<u>אחר</u>	<u>חלב</u>	<u>סה"כ</u>
מכירות 2023	155,149	155,376	27,573	60,470	398,568
מכירות 2022	111,477	119,856	24,578	-	255,911
מכירות 2021	99,365	112,569	17,436	-	229,370

<u>שיעור צמיחה משנה לשנה לפי מגזרים</u>	<u>ירקות</u>	<u>עגבניות</u>	<u>אחר</u>	<u>חלב</u>
צמיחה 2023	39%	30%	12%	-
צמיחה 2022	12%	6%	41%	-
צמיחה 2021	-1%	31%	11%	-

<u>פירוק רווח מגזרי לפי טון מוצרים</u>	<u>עגבניות</u>	<u>ירקות</u>	<u>אחרים</u>	<u>חלב (*)</u>	<u>סה"כ</u>
מחזור מכירות	155,376	155,149	27,573	115,085	453,183
טונות מזון שנמכר	44	17	5	13	79
מחיר מכירה לטון	3,547	8,917	5,515	8,719	26,697
כושר ייצור לא מנוצל	16	13	15	9	53
פוטנציאל הכנסה	57,468	112,349	82,719	76,723	329,259
שיעור רווח למגזר	19%	19%	15%	-3%	49%
פוטנציאל רווח מגזרי	10,932	21,076	12,438	(2,633)	41,813

(*) מחזור המכירות במגזר החלב לכל שנת 2023.

<u>31.12.20</u>	<u>31.12.21</u>	<u>31.12.22</u>	<u>31.12.23</u>	<u>רווח והפסד זנלכל כמופיע בדוחות</u>
217,237	229,370	255,911	398,568	מכירות
154,306	162,292	173,428	278,916	עלות המכר
62,931	67,078	82,483	119,652	רווח גולמי
20,308	23,156	27,546	41,688	הוצאות מכירה ושיווק
11,533	12,593	13,886	17,231	הוצאות הנהלה וכלליות
56	53	27	1,120	הכנסות אחרות תפעוליות
-	1	(16)	38,975	רווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע
31,146	31,383	41,062	100,828	רווח מפעולות רגילות
4,967	5,497	6,566	13,583	הוצאות מימון
351	117	663	833	הכנסות מימון
26,530	26,003	35,159	88,078	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
6,248	6,249	8,142	20,430	מיסים על הכנסה
20,282	19,754	27,017	67,648	רווח לתקופה

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>שולי רווח זנלכל כמופיע בדוחות</u>
9%	11%	17%	שולי רווח נקי
11%	14%	22%	שולי רווח לפני מס
14%	16%	25%	שולי רווח תפעולי
29%	32%	30%	שולי רווח גולמי

<u>31.12.20</u>	<u>31.12.21</u>	<u>31.12.22</u>	<u>31.12.23</u>	ביטול עסקאות המכירה והכנסות מהמחלבה
217,237	229,370	255,911	338,098	מכירות
154,306	162,292	173,428	225,383	עלות המכר
62,931	67,078	82,483	112,715	רווח גולמי
20,308	23,156	27,546	34,469	הוצאות מכירה ושיווק
11,533	12,593	13,886	15,438	הוצאות הנהלה וכלליות
56	53	27	24	הכנסות אחרות תפעוליות
-	-	-	-	רווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע
31,146	31,382	41,078	62,832	רווח מפעולות רגילות
4,967	5,497	6,566	7,843	הוצאות מימון
351	117	663	833	הכנסות מימון
26,530	26,002	35,175	55,822	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
6,248	6,249	8,142	11,577	מיסים על הכנסה
20,282	19,753	27,033	44,245	רווח לתקופה

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	שולי רווח זנכלל מתואמים
9%	11%	12%	שולי רווח נקי
11%	14%	16%	שולי רווח לפני מס
14%	16%	19%	שולי רווח תפעולי
29%	32%	33%	שולי רווח גולמי

<u>31.12.20</u>	<u>31.12.21</u>	<u>31.12.22</u>	<u>31.12.23</u>	רווח והפסד ויליפוד כמופיע בדוחות
454,094	454,213	498,325	543,262	מכירות
308,717	315,920	355,228	422,695	עלות המכר
145,377	138,293	143,097	120,567	רווח גולמי
65,990	65,869	74,106	74,216	הוצאות מכירה ושיווק
22,876	24,215	24,929	27,089	הוצאות הנהלה וכלליות
108	230	222	109	הכנסות אחרות תפעוליות
-	-	-	-	רווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע
56,619	48,439	44,284	19,371	רווח מפעולות רגילות
1,258	20,416	20,029	2,283	הוצאות מימון
10,991	28,782	25,518	21,530	הכנסות מימון
66,352	56,805	49,773	38,618	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
15,463	12,616	11,845	7,265	מיסים על הכנסה
50,889	44,189	37,928	31,353	רווח לתקופה

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	שולי רווח ויליפוד כמופיע בדוחות
10%	8%	6%	שולי רווח נקי
13%	10%	7%	שולי רווח לפני מס
11%	9%	4%	שולי רווח תפעולי
30%	29%	22%	שולי רווח גולמי

<u>31.12.21</u>	<u>31.12.22</u>	<u>31.12.23</u>	<u>ניתוח אנכי זנלכל לא מתואם</u>
100%	100%	100%	מכירות
71%	68%	70%	עלות המכר
29%	32%	30%	רווח גולמי
0%	0%	0%	
10%	11%	10%	הוצאות מכירה ושיווק
5%	5%	4%	הוצאות הנהלה וכלליות
0%	0%	0%	הכנסות אחרות תפעוליות
0%	0%	10%	רווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע
14%	16%	25%	רווח מפעולות רגילות
0%	0%	0%	
2%	3%	3%	הוצאות מימון
0%	0%	0%	הכנסות מימון
11%	14%	22%	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
0%	0%	0%	
3%	3%	5%	מיסים על הכנסה
9%	11%	17%	רווח לתקופה

<u>31.12.21</u>	<u>31.12.22</u>	<u>31.12.23</u>	<u>ניתוח אנכי זנלכל מתואם</u>
100%	100%	100%	מכירות
71%	68%	67%	עלות המכר
29%	32%	33%	רווח גולמי
0%	0%	0%	
10%	11%	10%	הוצאות מכירה ושיווק
5%	5%	5%	הוצאות הנהלה וכלליות
0%	0%	0%	הכנסות אחרות תפעוליות
0%	0%	0%	רווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע
14%	16%	19%	רווח מפעולות רגילות
0%	0%	0%	
2%	3%	3%	הוצאות מימון
0%	0%	0%	הכנסות מימון
11%	14%	16%	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
0%	0%	0%	
3%	3%	3%	מיסים על הכנסה
9%	11%	12%	רווח לתקופה

31.12.21	31.12.22	31.12.23	ניתוח אנכי ויליפוד
100%	100%	100%	מכירות
70%	71%	78%	עלות המכר
30%	29%	22%	רווח גולמי
0%	0%	0%	
15%	15%	14%	הוצאות מכירה ושיווק
5%	5%	5%	הוצאות הנהלה וכלליות
0%	0%	0%	הכנסות אחרות תפעוליות
0%	0%	0%	רווח (הפסד) הון מממוש רכוש קבוע
11%	9%	4%	רווח מפעולות רגילות
0%	0%	0%	
4%	4%	0%	הוצאות מימון
6%	5%	4%	הכנסות מימון
13%	10%	7%	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
0%	0%	0%	
3%	2%	1%	מיסים על הכנסה
10%	8%	6%	רווח לתקופה

31.12.21	31.12.22	31.12.23	ניתוח אופקי ויליפוד
0%	10%	9%	מכירות
2%	12%	19%	עלות המכר
-5%	3%	-16%	רווח גולמי
0%	13%	0%	הוצאות מכירה ושיווק
6%	3%	9%	הוצאות הנהלה וכלליות
113%	-3%	-51%	הכנסות אחרות תפעוליות
			רווח (הפסד) הון מממוש רכוש קבוע
-14%	-9%	-56%	רווח מפעולות רגילות
1523%	-2%	-89%	הוצאות מימון
162%	-11%	-16%	הכנסות מימון
-14%	-12%	-22%	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
-18%	-6%	-39%	מיסים על הכנסה
-13%	-14%	-17%	רווח לתקופה

פירוט השינויים באופקי לויילפוד:

הגידול במכירות בשנים 2022-2023 משוייך למספר גורמים, אשר כוללים בין היתר השקת מוצרים חדשים, שיפור הנראות של מוצריה וכן שיפור מערך הסחר של החברה. בשנת 2022 ניתן לייחס גם את הגידול במכירות עקב קמפיין פרסומי גדול. בשנת 2021 לא חל גידול במכירות אך לדעת החברה הדבר בא במקביל לירידה כללית בענף, ושימור המכירות נבע בעיקר הודות להשקת מוצרים חדשים.

בשנת 2023 הרווח הגולמי ירד בעיקר עקב עליית שער הדולר מול השקל והתייקרות חומרי הגלם. בשנת 2022 הגידול מיוחס בעיקר לעלייה במכירות, אך שיעור הרווח הגולמי נפגע בשנה זו בעיקר בגלל עליית מחירי השילוח הימי אשר מהווים אמצעי היבוא העיקרי של החברה. אירועים אלו בין היתר השפיעו גם על הקיטון ברווח הגולמי בשנת 2021.

בשנת 2022, הוצאות המכירה והשיווק גדלו בעיקר עקב קמפיין פרסום גדול.

הגידול בשנת 2023 בהוצאות הנהלה וכלליות משויך לעליית שכר המנהלים, בשנת 2022 נובע בעיקר עקב עליית שכר עובדים.

בשנת 2021-2022 נמכר רכוש קבוע אשר השפיע על השינוי הדרמטי בהכנסות אחרות.

השינויים בהכנסות והוצאות מימון משויכים בעיקר להכנסות מדיבידנדים, תשלומי עמלות, ושינויים במחירי מניות סחירים.

<u>31.12.21</u>	<u>31.12.22</u>	<u>31.12.23</u>	<u>ניתוח אופקי זנכלל ללא תיאום</u>
6%	12%	56%	מכירות
5%	7%	61%	עלות המכר
7%	23%	45%	רווח גולמי
14%	19%	51%	הוצאות מכירה ושיווק
9%	10%	24%	הוצאות הנהלה וכלליות
-5%	-49%	4048%	הכנסות אחרות תפעוליות
	-1700%	-243694%	רווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע
1%	31%	146%	רווח מפעולות רגילות
11%	19%	107%	הוצאות מימון
-67%	467%	26%	הכנסות מימון
-2%	35%	151%	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
0%	30%	151%	מיסים על הכנסה
-3%	37%	150%	רווח לתקופה

<u>31.12.21</u>	<u>31.12.22</u>	<u>31.12.23</u>	<u>ניתוח אופקי זנכלל מתואם</u>
6%	12%	32%	מכירות
5%	7%	30%	עלות המכר
7%	23%	37%	רווח גולמי
14%	19%	25%	הוצאות מכירה ושיווק
9%	10%	11%	הוצאות הנהלה וכלליות
-5%	-49%	-11%	הכנסות אחרות תפעוליות
			רווח (הפסד) הון ממימוש רכוש קבוע
1%	31%	53%	רווח מפעולות רגילות
11%	19%	19%	הוצאות מימון
-67%	467%	26%	הכנסות מימון
-2%	35%	59%	רווח לפני ניכוי מיסים על הכנסה
0%	30%	42%	מיסים על הכנסה
-3%	37%	64%	רווח לתקופה

פירוט השינויים באופקי לזנכל:

הגידול במכירות בשנת 2022-2023 נבע מיישום תכנית רב שנתית להרחבת המוצרים והפצתם. בשנת 2023, חל גידול משמויך גם למחלבות ולמכירת מזון לצבא כחלק מאירועי מלחמת "חרבות ברזל".

בשנים 2021-2023 העלייה בהוצאות מכירה ושיווק נבעו מהרחבת ההפצה העצמית והגדלת תקציב הפרסום. בשנת 2023, הגידול משויך גם לרכישת המחלבות.

העלייה בהוצאות הנהלה וכלליות בשנת 2023 נבעה מאיחוד המחלבות ועליית שכר עובדים, ביתר השנים ההשפעה הייתה עקב עליית שכר עובדים בלבד.

השינוי בהכנסות אחרות בשנת 2023 - רכישת מחלבות במחיר הזדמנותי. בשנת 2021 - בעיקר עקב עליית שכר.

השינוי ברווח הון ממימוש רכוש קבוע בשנת 2023 - מכירת המפעל הראשי לקרן מניבים

השינוי בהוצאות מימון בשנת 2023 - המחלבה, בכל שאר השנים כולל 2023, עליית הריבית במשק.

נספח 8 – יחסים פיננסיים :

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>2023:</u>
12.50	1.73	יחס שוטף
10.39	0.97	יחס מהיר
6.27	0.25	יחס נזילות מיידי
0.55	0.45	להתחייבויות שוטפות CFO

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>2022:</u>
7.47	1.16	יחס שוטף
6.32	0.38	יחס מהיר
3.94	0.01	יחס נזילות מיידי
0.20	0.21	להתחייבויות שוטפות CFO

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>2021:</u>
11.62	1.33	יחס שוטף
10.23	0.38	יחס מהיר
7.57	0.01	יחס נזילות מיידי
0.99	0.23	להתחייבויות שוטפות CFO

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>:2022</u>
1.14	2.40	מנוף פיננסי
0.12	0.58	חוב לנכסים
0.14	1.40	חוב להון
0.01	0.16	חוב ז"א לנכסים
2.21	6.25	יחס כיסוי ריבית
0.18	0.14	תזמ"ז מפעילות לסה"כ התחייבות

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>:2023</u>
1.08	2.35	מנוף פיננסי
0.07	0.57	חוב לנכסים
0.08	1.35	חוב להון
0.01	0.27	חוב ז"א לנכסים
8.48	7.42	יחס כיסוי ריבית
0.50	0.28	תזמ"ז מפעילות לסה"כ התחייבות

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>:2021</u>
1.09	2.33	מנוף פיננסי
0.09	0.57	חוב לנכסים
0.09	1.33	חוב להון
0.01	0.20	חוב ז"א לנכסים
2.37	5.71	יחס כיסוי ריבית
0.88	0.16	תזמ"ז מפעילות לסה"כ התחייבות

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>זנכל</u>
2.33	2.40	2.35	מנוף פיננסי
0.57	0.58	0.57	חוב לנכסים
1.33	1.40	1.35	חוב להון
0.20	0.16	0.27	חוב ז"א לנכסים
5.71	6.25	7.42	יחס כיסוי ריבית
0.16	0.14	0.28	תזמ"ז מפעילות לסה"כ התחייבות

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>ויליפוד</u>
1.09	1.14	1.08	מנוף פיננסי
0.09	0.12	0.07	חוב לנכסים
0.09	0.14	0.08	חוב להון
0.01	0.01	0.01	חוב ז"א לנכסים
2.37	2.21	8.48	יחס כיסוי ריבית
0.88	0.18	0.50	תזמ"ז מפעילות לסה"כ התחייבות

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>יחס 2021</u>	<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>יחס 2022</u>	<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>יחס 2023</u>
5.31	1.58	מחזור מלאי	5.40	1.59	מחזור מלאי	6.29	2.77	מחזור מלאי
68.77	231.04	ימי מלאי	67.54	230.15	ימי מלאי	58.03	132.00	ימי מלאי
3.42	4.87	מחזור לקוחות	3.32	5.34	מחזור לקוחות	3.33	5.39	מחזור לקוחות
106.60	74.99	ימי לקוחות	109.81	68.39	ימי לקוחות	109.59	67.72	ימי לקוחות
14.38	2.60	מחזור ספקים	16.22	2.60	מחזור ספקים	17.75	3.60	מחזור ספקים
25.37	140.25	ימי ספקים	22.51	140.24	ימי ספקים	20.56	101.46	ימי ספקים
150.00	165.78	ימי מחזור תפעולי	154.84	158.30	ימי מחזור תפעולי	147.06	98.26	ימי מחזור תפעולי
12.04	1.44	מחזור נכסים קבועים	11.52	1.62	מחזור נכסים קבועים	9.51	2.37	מחזור נכסים קבועים
0.70	0.71	מחזור סך נכסים	0.78	0.78	מחזור סך נכסים	0.89	1.04	מחזור סך נכסים

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>ויליפוד</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>זנכל</u>
68.77	67.54	58.03	ימי מלאי	231.04	230.15	132.00	ימי מלאי
106.60	109.81	109.59	ימי לקוחות	74.99	68.39	67.72	ימי לקוחות
(25.37)	(22.51)	(20.56)	ימי ספקים	(140.25)	(140.24)	(101.46)	ימי ספקים
150.00	154.84	147.06	ימי מחזור תפעולי	165.78	158.30	98.26	ימי מחזור תפעולי

<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>ויליפוד</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>זנכל</u>
12.04	11.52	9.51	מחזור נכסים קבועים	1.44	1.62	2.37	מחזור נכסים קבועים
0.70	0.78	0.89	מחזור סך נכסים	0.71	0.78	1.04	מחזור סך נכסים

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>2021</u>
0.08	0.10	ROA
0.07	0.13	ROE
0.10	0.11	ROIC

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>2022</u>
0.07	0.12	ROA
0.07	0.30	ROE
0.08	0.14	ROIC

<u>ויליפוד</u>	<u>זנכל</u>	<u>2023</u>
0.03	0.26	ROA
0.06	0.42	ROE
0.03	0.30	ROIC

נספח 9 – הערכת שווי :

Rf	5%	
B1	0.27	
Rm-Rf	6%	
B2	0.35	
TA_Growth-Rm	6.0%	
B3	0.22	
TA_125-Rm	5.04%	
FF3F	0.0934	
CAPM	<u>0.0614</u>	
SFP	0.03205	PN

ניתוח Rd	
940	י.פ מחויבות הטבה מוגדרת
50	הוצ' ריבית
5.32%	שיעור ריבית
<u>9,686</u>	הלוואות לז"א
1.73%	שיעור ריבית
<u>104,300</u>	התחייבות חכירה
8.50%	שיעור ריבית
133,698	סהכ חוב
<u>9,544</u>	סהכ הוצ' ריבית
7.14%	Rd

20 שנה	10 שנים	5 שנים	3 שנים	שנה	ניתוח β
0.27	0.27	0.31	0.32	0.23	ביטא ת"א 125
0.35	0.43	0.49	0.51	0.55	ביטא ת"א צמיחה
0.22	0.17	0.34	0.36	0.34	ביטא ת"א תעשייה
0.26	0.24	0.28	0.29	0.18	ביטא ת"א 35

תקופת ההשוואה					ביטא תא 125
20 שנה	10 שנים	5 שנים	3 שנים	שנה	תקופה
0.27	0.27	0.31	0.32	0.23	ביטא
8274.58%	377.73%	131.46%	68.56%	25.64%	תשואת זנלכל
253.13%	56.26%	41.55%	20.34%	4.07%	תשואת המדד

תקופת ההשוואה					ביטא תא צמיחה
20 שנה	10 שנים	5 שנים	3 שנים	שנה	תקופה
0.35	0.43	0.49	0.51	0.55	ביטא
8274.58%	377.73%	131.46%	68.56%	25.64%	תשואת זנלכל
222.93%	31.68%	24.87%	-23.46%	4.84%	תשואת המדד

תקופת ההשוואה					ביטא תא תעשייה
20 שנה	10 שנים	5 שנים	3 שנים	שנה	תקופה
0.22	0.17	0.34	0.36	0.34	ביטא
8274.58%	377.73%	131.46%	68.56%	25.64%	תשואת זנלכל
169.55%	53.66%	33.05%	-6.83%	9.41%	תשואת המדד

תקופת ההשוואה					ביטא תא 35
20 שנה	10 שנים	5 שנים	3 שנים	שנה	תקופה
0.26	0.24	0.28	0.29	0.18	ביטא
8274.58%	377.73%	131.46%	68.56%	25.64%	תשואת זנלכל
269.99%	40.31%	27.43%	24.43%	3.81%	תשואת המדד

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	<u>2022A</u>	<u>2021A</u>	<u>מגזר ירקות</u>
254,016	237,373	213,850	190,937	167,489	34,483	155,149	111,477	99,365	מכירות
152,757	143,453	130,074	117,061	103,643	20,903	96,881	69,419	64,228	ע. המכר
101,260	93,921	83,776	73,876	63,846	13,580	58,268	42,058	35,137	רווח גולמי
39.9%	39.6%	39.2%	38.7%	38.1%	39.4%	37.6%	37.7%	35.4%	שיעור רווח גולמי
38,102	35,606	32,077	28,641	25,123	5,179	23,301	17,630	14,990	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
6,599	6,470	6,343	6,218	6,096	1,524	5,862	6,546	6,576	הוצ' פחת
56,558	51,845	45,355	39,017	32,626	6,877	29,105	17,882	13,571	רווח תפעולי
22.3%	21.8%	21.2%	20.4%	19.5%	19.9%	18.8%	16.0%	13.7%	שיעור רווח תפעולי
13,008	11,924	10,432	8,974	7,504	1,582	6,694	4,113	3,121	מס
43,550	39,921	34,924	30,043	25,122	5,295	22,411	13,769	10,450	רווח תפעולי לאחר מס
		317	311	305					עודף השקעות על פחת והפחתות שינויים בהון חוזר תפעולי
									FCF
						170,731	147,789	155,767	נכסים מזוהים
						4,823	4,292	6,067	השקעות הוניות
						99,127	83,725	82,850	התחייבויות מזוהות

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	<u>2022A</u>	<u>2021A</u>	<u>מגזר עגבניות</u>
226,066	211,276	195,626	179,474	158,826	37,459	155,376	119,856	112,569	מכירות
134,563	125,845	116,642	107,728	96,273	22,765	95,086	74,186	72,598	ע. המכר
91,503	85,431	78,984	71,745	62,553	14,694	60,290	45,670	39,971	רווח גולמי
40.5%	40.4%	40.4%	40.0%	39.4%	39.2%	38.8%	38.1%	35.5%	שיעור רווח גולמי
33,910	31,691	29,344	26,921	23,824	5,561	23,066	18,955	16,981	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
8,977	8,759	8,545	8,336	8,133	1,993	7,667	7,038	7,449	הוצ' פחת
48,615	44,981	41,096	36,488	30,596	7,140	29,557	19,677	15,541	רווח תפעולי
21.5%	21.3%	21.0%	20.3%	19.3%	19.1%	19.0%	16.4%	13.8%	שיעור רווח תפעולי
11,182	10,346	9,452	8,392	7,037	1,642	6,798	4,526	3,574	מס
37,434	34,636	31,644	28,096	23,559	5,498	22,759	15,151	11,967	רווח תפעולי לאחר מס
	613	598	584	569					עודף השקעות על פחת והפחתות שינויים בהון חוזר תפעולי
									FCF
						174,630	154,183	158,846	נכסים מזוהים
						12,756	4,615	6,872	השקעות הוניות
						99,643	89,206	92,163	התחייבויות מזוהות

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	<u>2022A</u>	<u>2021A</u>	<u>מגזר אחרים</u>
33,965	33,629	31,554	29,490	27,099	6,273	27,573	24,578	17,436	מכירות
21,962	21,745	20,403	19,068	17,523	3,813	17,973	15,755	11,435	ע. המכר
12,003	11,884	11,151	10,421	9,577	2,460	9,600	8,823	6,001	רווח גולמי
35.3%	35.3%	35.3%	35.3%	35.3%	39.2%	34.8%	35.9%	34.4%	שיעור רווח גולמי
5,095	5,044	4,733	4,423	4,065	941	4,093	3,888	2,630	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
1,378	1,377	1,376	1,374	1,372	340	1,361	1,443	1,154	הוצ' פחת
5,530	5,463	5,042	4,624	4,140	1,179	4,146	3,492	2,217	רווח תפעולי
16.3%	16.2%	16.0%	15.7%	15.3%	18.8%	15.0%	14.2%	12.7%	שיעור רווח תפעולי
1,272	1,256	1,160	1,063	952	271	954	803	510	מס
4,258	4,206	3,882	3,560	3,188	908	3,192	2,689	1,707	רווח תפעולי לאחר מס
		28	27	27					עודף השקעות על פחת והפחתות שינויים בהון חוזר תפעולי
									FCF
						25,894	25,036	20,280	נכסים מזוהים
						2,264	947	1,065	השקעות הוניות
						17,164	17,633	13,984	התחייבויות מזוהות

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	<u>2023FY</u>	<u>מגזר חלב</u>
187,588	178,434	160,672	137,443	113,805	27,226	60,470	115,085	מכירות
162,384	159,237	145,421	125,654	104,147	24,174	53,533	108,353	ע. המכר
25,204	19,197	15,250	11,789	9,657	3,052	6,937	6,732	רווח גולמי
13.4%	10.8%	9.5%	8.6%	8.5%	11.2%	11.5%	5.8%	שיעור רווח גולמי
22,395	21,302	19,181	16,408	13,586	3,250	7,219	15,180	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
2,304	2,281	2,247	2,203	2,078	466	1,793	3,770	הוצ' פחת
506	(4,385)	(6,178)	(6,822)	(6,007)	(664)	(2,075)	(12,218)	רווח תפעולי
0.3%	-2.5%	-3.8%	-5.0%	-5.3%	-2.4%	-3.4%	-10.6%	שיעור רווח תפעולי
116	(1,009)	(1,421)	(1,569)	(1,382)	(153)	(477)	(2,810)	מס
390	(3,377)	(4,757)	(5,253)	(4,625)	(511)	(1,598)	(9,408)	רווח תפעולי לאחר מס
	125	250	5,000	5,000				עודף השקעות על פחת והפחתות שינויים בהון חוזר תפעולי
								FCF
						71,210	-	נכסים מזוהים
						6,914	-	השקעות הוניות
						38,132	-	התחייבויות מזוהות

<u>2028E</u>	<u>2027E</u>	<u>2026E</u>	<u>2025E</u>	<u>2024E</u>	<u>2024Q1A</u>	<u>2023A</u>	<u>2022A</u>	<u>2021A</u>	<u>חיזוי - כל המגזרים (ללא מגזר החלב)</u>
514,047	482,278	441,030	399,900	353,414	78,215	338,098	255,911	229,370	מכירות
309,282	291,042	267,119	243,858	217,439	47,481	209,940	159,360	148,261	עלות המכר
204,765	191,236	173,911	156,043	135,976	30,734	128,158	96,551	81,109	רווח גולמי
39.8%	39.7%	39.4%	39.0%	38.5%	39.3%	37.9%	37.7%	35.4%	שיעור רווח גולמי
77,107	72,342	66,154	59,985	53,012	11,681	50,460	40,473	34,601	הוצ' הנה"כ מכירה ושיווק
16,955	16,605	16,263	15,929	15,602	3,858	14,890	15,027	15,179	הוצ' פחת
110,703	102,289	91,493	80,129	67,362	15,196	62,808	41,051	31,329	רווח תפעולי
21.5%	21.2%	20.7%	20.0%	19.1%	19.4%	18.6%	16.0%	13.7%	שיעור רווח תפעולי
25,578	22,518	19,622	16,861	13,528	3,342	13,969	9,442	7,206	מס
85,125	79,771	71,871	63,268	53,834	11,853	48,839	31,609	24,123	רווח תפעולי לאחר מס
	738	1,193	5,922	5,902					עודף השקעות על פחת והפחתות
3,772	5,088	5,316	6,349	2,183		97,437			שינויים בהון חוזר תפעולי
81,353	73,945	65,362	50,997	45,750					FCF

<u>2028</u>	<u>2027</u>	<u>2026</u>	<u>2025</u>	<u>2024</u>	<u>צמיחה על פני שנים לפי מגזר</u>
7%	11%	12%	14%	8%	ירקות
7%	8%	9%	13%	2%	עגבניות
1%	7%	7%	9%	-2%	אחר
5%	11%	17%	21%	-1%	חלב
7%	9%	10%	13%	5%	מצטבר

<u>TV</u>	<u>4.5</u>	<u>3.5</u>	<u>2.5</u>	<u>1.5</u>	<u>0.5</u>	<u>הערכת שווי</u>
1,043,649	81,353	73,945	65,362	50,997	45,750	תקופה
681,017	53,086	53,053	51,561	44,233	43,631	תזרימי המזומנים
						תזרים מהוון
						שיעור היוון
						שיעור צמיחה טרמינלי
						שווי פעילות ללא מחלבות
						מחלבות
						שווי פעילות
						נכסים פיננסיים נטו
						נכסים בלתי תפעוליים
						זשמי"ש
						חברות בשווי מאזני
						שווי החברה
						965,308

ביבליוגרפיה – ככל והיו ציטוטים או מקורות מידע נוספים הם תוארו בהערות השוליים במהלך העבודה.