

משהו חם קורה בקרור

קרור והספקה

המלצה: קניה

קרור והספקה חיזקה בשנים האחרונות את פעילותה בתחום המשקאות בארץ, והיא נמצאת כיום בעמדה נוחה לביצוע השקעה בתחומים אחרים. לחברה תזרים מזומנים מרשים ויציב מפעילות יפאורה, אותו בכוונתה לנצל לביצוע השקעה אסטרטגית. בנוסף החברה מפתחת פעילות בחו"ל בדמות מבשלת בירה ברומניה, ואנו מעריכים כי מיזם זה יניב תשואה נאה, בעיקר במידה ויתקבל זיכיון לשיווק בירה במדינות נוספות בבלקן ובמזרח אירופה.

מחיר יעד: 42 ש"ח

מחיר קודם: NR

מחיר שוק: 33.12 ש"ח

מגזר: מזון

בורסה: TASE

קרור והספקה מול מדד יתר 30

תאור החברה

קרור והספקה עוסקת (באמצעות חברת הבת יפאורה) בייצור ושיווק מים ומשקאות קלים ומוגזים. כמו כן עוסקת החברה בייצור ושיווק של טוגנים. החברה שותפה במבשלת בירה ברומניה ובבעלותה בית קירור ונכסי נדל"ן בארץ.

נקודות עיקריות

אסטרטגיה של ריבוי מותגים – יפאורה מפעילה שני מותגים (מי עדן ועין גדי) בתחום המים המינרליים ולא פחות מחמישה מותגים בתחום המשקאות הקלים. באמצעות אסטרטגיה זו משיגה החברה נוכחות בכל אחד מפלחי השוק (פרמיום, ערך ומחיר) ומגדילה את כוחה התחרותי.

אנו בפתחה של עונת "נדידת הרווחיות" – אנו מעריכים כי בקרוב נראה מעבר של רווחיות מדוחות יצרני המזון והספקים, לדוחות רשתות השיווק (ועל כך ראו ביתר הרחבה בגוף העבודה). אנו מעריכים שיפאורה נהנית מעוצמה רבה יחסית, וזאת הן על רקע היקף המכירות ונתח השוק שלה והן על רקע שליטתה בשוק המים המינרליים (לאחר הסכם ההפצה עם מי עדן). לאור זאת אנו מעריכים כי הפגיעה בחברה כתוצאה מהגדלת הריכוזיות בענף רשתות השיווק תהיה מינורית.

הרחבת הפעילות הבינלאומית - במסגרת מהלכים להרחבת פעילותה הבינלאומית של יפאורה נכנסה החברה לשותפות (20%) במבשלת בירה ברומניה הפועלת תחת זיכיון של קרלסברג העולמית. השותפים במיזם פועלים להרחבת איזור הזיכיון למדינות נוספות. אנו מעריכים כי קיימת סבירות גבוהה שהבקשה תאושר ובמידה ואכן כך יקרה הרי ששווי החברה יעלה.

רווח למנייה – הגידול ברווחים בשנים האחרונות נובע מהגידול במכירות וניצול יתרונות לגודל, כמו גם ממהלכי התייעלות שונים שנקטה החברה.

תוכניות לעתיד – בכוונת קרור לנצל את תזרים המזומנים היציב של יפאורה לביצוע השקעה ריאלית גדולה בה תוכל להביא לידי ביטוי את הידע והניסיון הניהולי הקיים בחברה.

דיבידנד – לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, אך במרבית השנים האחרונות חילקה החברה דיבידנדים נאים לבעלי מניותיה.

הכנסות (מ' ש"ח)

	A2004	2005	E2006
1Q	140.2	A 175.5	168.6
2Q	165.9	A 222.8	236.1
3Q	220.2	A 269.2	274.5
4Q	166.6	E 198.3	187.7
שנתי	692.9	E 865.8	867.1
מכפיל	0.59	0.47	0.47

רווח למנייה (ש"ח)

	A2004	2005	E2006
1Q	0.20	A 0.44	0.66
2Q	0.45	A 0.34	1.28
3Q	0.61	A 1.19	1.82
4Q	0.29	E 0.49	0.85
שנתי	1.55	E 2.46	4.61
מכפיל	20.9	13.5	7.0

נתוני שוק

מחיר מניה (ש"ח)	33.12
טווח 52 שבועות (ש"ח)	15.18-33.90
מחזור ממוצע 365 יום (א' ש"ח)	368
תשואה 365 יום	93.3%
מס' מניות (מ')	12.578
מניות צפות (%)	19.6%
שווי שוק (מ' ש"ח)	408.7

יחסים פיננסיים

הון עצמי (מיל' ש"ח)	137.3
שווי שוק / הון עצמי	2.97
הון / מאזן	0.23
התחייבויות לז"א / מאזן	0.10
תשואה להון (4 רב')	0.17
תשואה לנכסים (4 רב')	0.04
יחס שוטף	1.07
תשואת דיב' (4 רבעונים)	7.35%

מסמך זה הוכן על ידי מחלקת מחקר של קבוצת אי.בי.אי. המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמתבטע הדברים אפשר יותבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך המזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בתנאים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי. לא תהיה אחראית לכל חזק שיגרם, אם יגרם, למאן שהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. קבוצת אי.בי.אי. מחזיקה עבור לקוחותיה ועבור עצמה את ניירות הערך המסוקרים במסמך זה, כולם או חלקם, והיא עשויה לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל.

תוכן עניינים

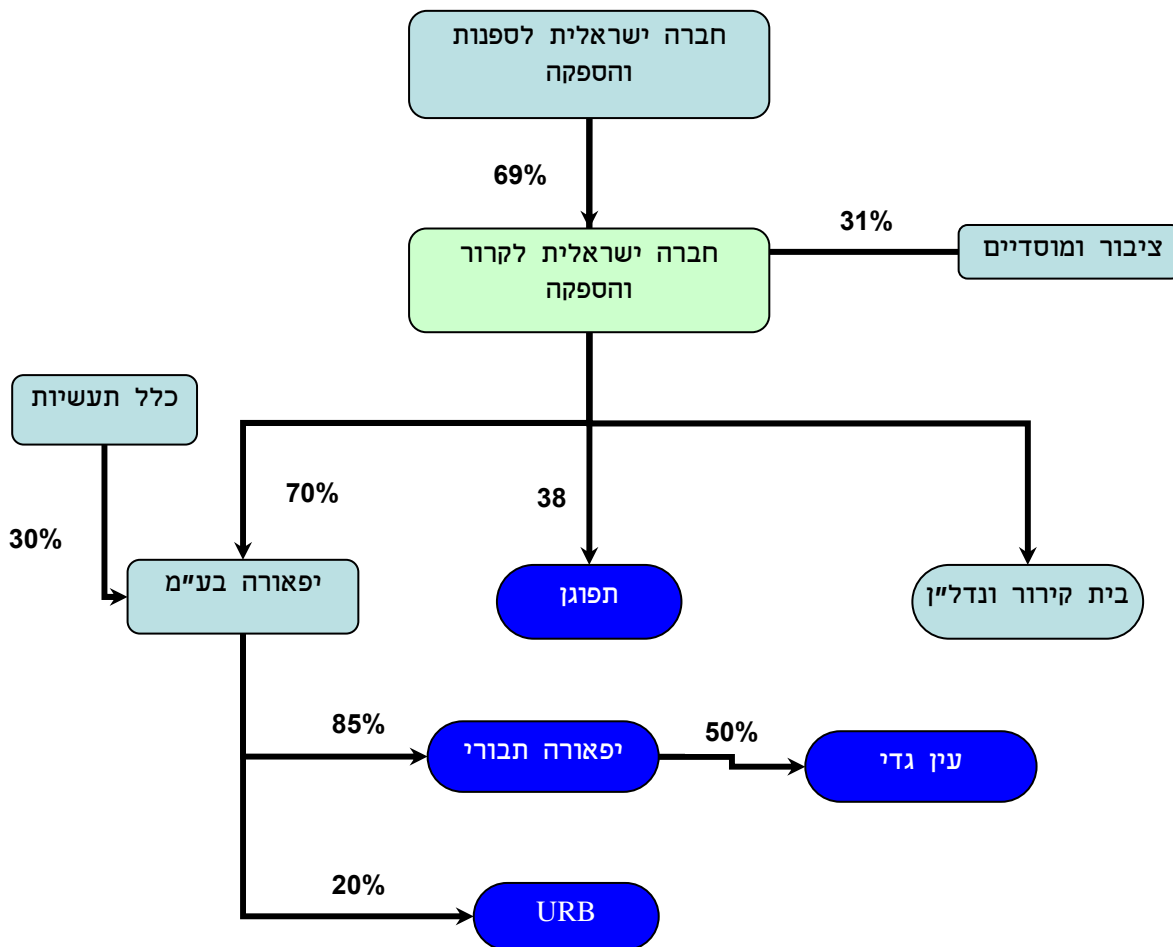
3	.....	קרור והספקה
3	.....	מבנה החזקות סכמטי
4	.....	יפאורה
4	.....	מותגים
4	.....	התפתחויות עסקיות בחברה
5	.....	עונת נדידת הרווחיות
6	.....	נתח שוק
7	.....	URB – פעילות בירה ברומניה
7	.....	תפוגן
7	.....	תוכניות לעתיד
8	.....	מודל הערכת השווי
9	.....	ריכוז מרכיבי הערכת השווי
9	.....	סיכום
10	.....	נספח א': תמצית מודל DCF לקרור
10	.....	נספח ב': נדל"ן

קרור והספקה

קרור והספקה היא חברת החזקות הפועלת בעיקר בתחום המשקאות הקלים. פעילויות נוספות של החברה כוללות ייצור טוגנים קפואים (בעיקר צ'יפס), הפעלת בית קירור והשקעה פיננסית בקרן הון סיכון. כמו כן בבעלות החברה מספר נכסי נדל"ן, אשר חלקם מושכרים וחלקם אינם מניבים הכנסה.

החברה נשענת על הניסיון העסקי הרב של שלמה רודב ורוני גת.

מבנה החזקות סכמטי



הערות לתרשים:

1. חברות המופיעות בתוך אליפסה כחולה הינן החברות בהן מתקיימת פעילות ייצורית בפועל, בעוד שיתר החברות הינן חברות החזקה במהותן.
2. בעלי העניין המוסדיים בקרור כוללים את קופות הגמל של לאומי ואת מגדל.
3. ביתרת המניות (15%) של יפאורה תבורי מחזיקה תשלובת תבורי.

בהמשך נסקור את הפעילות של כל אחת מהחזקות המרכזיות של קרור והספקה.

יפאורה

יפאורה הינה אחד משני היצרנים המובילים בארץ בתחום המשקאות הקלים. תחום זה כולל משקאות מוגזים ממותקים, משקאות לא מוגזים ומים.

מותגים

החברה פועלת במותגים הבאים: RC Cola, Snapple, RC Q, תפוזינה, ספרינג, שופס, קריסטל, מיץ פז, מי עדן ועין גדי.

להלן טבלה המרכזת את שמות המותגים של יפאורה בהשוואה למתחרים המרכזיים שלה:

טמפו	החברה המרכזית	יפאורה	
	Pepsi, 7Up Coca-Cola,	Sprite, שופס, RC Cola, RC Q	משקאות מוגזים
		Fanta	
	ג'אמפ, סידר	תפוזינה, ספרינג, קריסטל, פריגת, Nestea	משקאות קלים
	הגליל, טמפרי	מיץ פז, Snapple	
	סן בנדטו	מי עדן, עין גדי	מים
		בביעות	

בטבלה לעיל התעלמנו ממשקאות אלכוהוליים וממשקאות חלב. לפי תפיסתנו משקאות אלו אינם עומדים בתחרות ישירה עם המשקאות הקלים והמוגזים או עם מים, וזאת בעיקר עקב נסיבות הצריכה השונות של המשקאות האלכוהוליים ומשקאות החלב. בהתאם לאותה תפיסה התעלמנו גם ממשקאות חמים (תה וקפה), וזאת למרות שחברת קוקה קולה העולמית רואה בקפה את אחד המתחרים הישירים של הקולה.

מהטבלה לעיל ניתן לזהות בבירור את אחד מעמודי התווך של האסטרטגיה של יפאורה: הפעלת מספר רב של מותגים, תוך ניסיון להקיף את השוק מכל הכיוונים האפשריים. וכך פועלת החברה בשני מותגים בתחום המים, לעומת מותג אחד בלבד לכ"א מהמתחרים האחרים ולא פחות מחמישה מותגים בתחום המשקאות הקלים, לעומת שני מותגים בלבד למתחרה המרכזי ושלושה מותגים למתחרה הנוסף.

אסטרטגיה של ריבוי מותגים

התפתחויות עסקיות בחברה

- **הסכם הפצת מי עדן בבקבוקים** – במחצית 2004 נחתם הסכם הפצה בין יפאורה למי עדן, ולפיו יפאורה-תבורי תשווק באופן בלעדי את מוצרי מי עדן בבקבוקים. הסכם ההפצה משפר משמעותית את מעמדה של החברה בשוק המים המינרליים, היות ולאחריו שולטת החברה בשני הקצוות של שוק המים המינרליים (בפלא הפרמיים – באמצעות מי עדן, ובפלא הערך (Value) – באמצעות עין גדי).
- **הגדלת ההחזקה ביפאורה-תבורי** – חברת יפאורה הגדילה את שיעור ההחזקה שלה ביפאורה-תבורי ע"י רכישת 11% ממניות השותפה במפעל – תשלובת תבורי.

עונת נדידת הרווחיות

**הנפגעים הגדולים =
הספקים הקטנים**

לאחר שיחות מרובות עם גורמים שונים הן בענף המזון והן ברשתות השיווק אנו מעריכים כי התקופה הקרובה תעמוד בסימן התחזקותה של שופרסל בפרט (בעקבות עסקת קלאבמרקט) והרשתות הגדולות בכלל. במקביל לתהליך זה אנו מעריכים כי נראה נדידה של רווחיות מדוחות יצרני המזון והספקים, לדוחות רשתות השיווק. להערכתנו הנפגעים המרכזיים מהשינוי במאזן הכוחות בין הרשתות לספקים יהיו יצרני המזון הקטנים, שכן בעוד שהיצרנים הגדולים מסוגלים ליצור "מאזן אימה" בינם לבין הרשתות, הספקים הקטנים אינם מסוגלים לכך, והרשתות לא יהססו להפעיל את כל כוחן במטרה לשפר את תנאי הסחר שלהן.

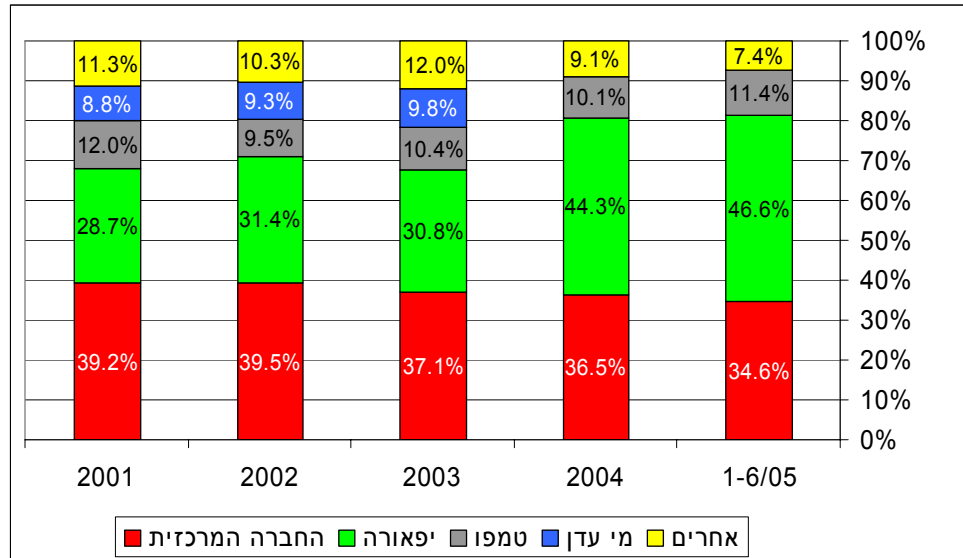
אמנם גם הספקים הגדולים לא יימלטו משיפור תנאי הסחר של הרשתות, אך כוחם ויכולתם להעמיד מאזן אימה מול איומי הרשתות בסילוק מוצריהן צפוי לגרום להרעה מינורית בלבד בתנאי הסחר.

לדעתנו הפרמטרים המרכזיים לקביעת כוחו של ספק הינם נתח השוק והיקף המכירות שלו, עוצמת המותגים בהם הוא פועל, מגוון המוצרים שלו ומידת מרכזיותם בסל הקניות.

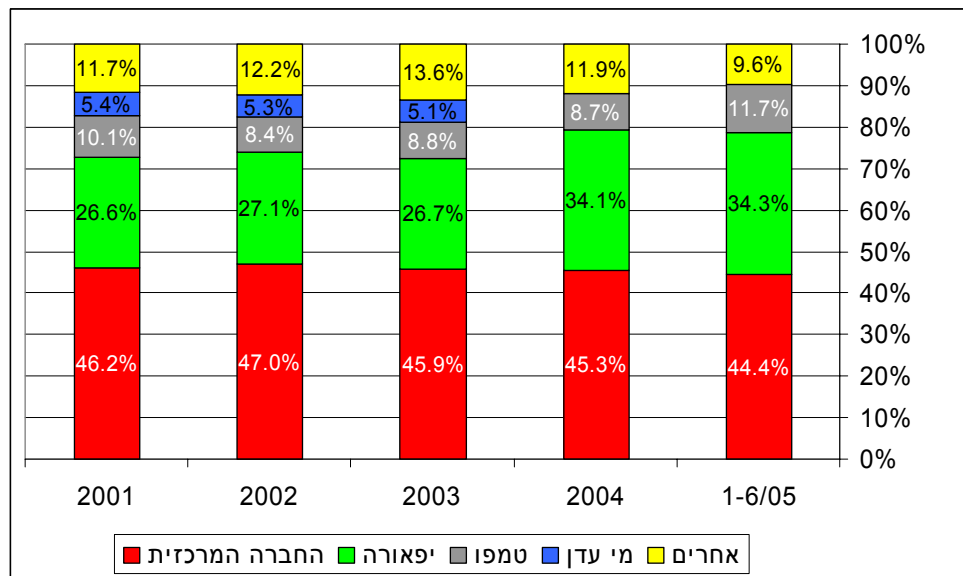
יפאורה נהנית מנתח שוק משמעותי בתחום המשקאות הקלים והמוגזים ובתחום המים (ראו בהמשך בפרק נתח שוק), ובבעלותה מותגים חזקים. כמו כן העובדה שהחברה שולטת על שוק המים, עם שני מותגים חזקים (מי עדן ועין גדי) הופכת את מוצריה למרכזיים בסל הקניות. לאור זאת אנו מעריכים כי יפאורה מסוגלת ליצור מאזן אימה מול הרשתות, ולפיכך יש לסווג את עמידותה ללחצי מחיר ותנאים מצד הרשתות כדומה לעמידותן של חברות המזון הגדולות (תנובה, שטראוס-עלית, אסם והחברה המרכזית למשקאות). לפיכך אנו מעריכים כי הפגיעה בדוחות החברה כתוצאה מהמתרחש בענף הרשתות תהיה שולית.

נתח שוק

בשוק המשקאות (כולל מים) החברה נמצאת במקום הראשון מבחינת נתח שוק בליטרים ובמקום השני מבחינת נתח השוק בש"ח.



התפלגות שוק המשקאות המבורקד (כולל מים) בליטרים



התפלגות שוק המשקאות המבורקד (כולל מים) בש"ח

מקור: AC Nielsen

נעיר כי החל ממחצית 2004 מפיצה יפאורה את מי עדן, ולפיכך מי עדן נעלמת מהתרשים וחלקה של יפאורה מזנק בכ- 10%.

מהתרשים עולה כי החברה המרכזית נהנית ממותג חזק, המאפשר לה לגבות פרמיית מחיר עבור מוצריה. עם זאת כוחה של יפאורה כשחקנית שנייה חזקה בשוק איננו מוטל בספק.

במבנה השוק המתפתח בארץ קיימת משמעות רבה לגודל הספקים, כמו גם לעוצמת מותגיהם, וזאת כמשקל נגד לגודל הרשתות, ובעיקר לגודלה של רשת שופרסל. רק יצרנים בעלי מטריות מוצרים רחבה ונתח שוק משמעותי יוכלו להתמודד עם עוצמתן הגוברת של שתי הרשתות הגדולות בעידן שלאחר קלאבמרקט.

URB – פעילות בירה ברומניה

יפאורה הינה הבעלים של 19.9% מחברת URB הפועלת ברומניה והעוסקת בייצור ושיווק בירה תחת זיכיון של קרלסברג העולמית. השותפים במיזם URB פועלים להרחבת איזור הזיכיון ליתר ארצות הבלקן ואולי אף למדינות נוספות במזרח אירופה.

אנו מעריכים כי קיים סיכוי טוב שזיכיון הייצור של URB אכן יורחב ויכלול מדינות נוספות בבלקן. לאור זאת אנו מעריכים כי בעתיד URB תהווה מקור ערך משמעותי ביפאורה.

אנו מעריכים כי מבשלת הבירה צפויה לייצר EBITDA שנתי של כ- 15 מ' דולר, וזאת כתוצאה מפעילות ברומניה בלבד. במידה והחברה אכן תקבל אישור לשימוש במוטג קרלסברג גם במדינות נוספות בבלקן ובמזרח אירופה עשוי ה- EBITDA לגדול משמעותית.

תפוגג

תפוגג עוסקת בייצור ושיווק של טוגנים (צ'יפס) קפואים. בחודש יוני 2005 נחתם הסכם למיזוג תפוגג עם המתחרה המרכזית שלה, תופאפ. החברה הממוזגת צפויה לשלוט על קרוב ל-70% מכלל השוק (ממותג ולא ממותג), כאשר שחקניות נוספות הן מילוטל ופרי גליל. הנדונה המרכזית שהביאה עימה תופאפ היא הזיכיון למכירת טוגנים לסניפי מקדונלד'ס בישראל. כמו-כן הטכנולוגיה שמביאה עימה תופאפ יכולה לאפשר בעתיד כניסה למוצרים נוספים.

בעקבות המיזוג ירד חלקה של קרור בתפוגג לכ- 38%, ולפיכך החל מדוחות הרבעון הראשון של 2006 לא תוסיף קרור לאחד את דוחותיה של תפוגג.

נציין כי מוצרי חברת תפוגג מופצים באמצעות "אסם סחר", חברת בת של קונצרן אסם. מחד החברה עם קונצרן גדול בעל יכולות שיווק והפצה כשל אסם פועלת לטובת החברה מבחינה שיווקית ומשפרת את יעילותה (לעומת הפצה עצמית), אך מאידך הדבר יוצר תלות בין תפוגג לאסם. בהסכם ההפצה החדש, אשר נחתם לאחר המיזוג, שופרו התנאים עבור תפוגג.

אנו מעריכים כי החברה הממוזגת צפויה לייצר בשנת 2006 EBITDA בגובה של 11.5 מ' ש"ח.

תוכניות לעתיד

הנהלת קרור והספקה מעוניינת לנצל את תזרים המזומנים היציב שמייצרת יפאורה, את העובדה שהחברה לא ממונפת פיננסית, ואת הניסיון והידע הניהולי של שלמה רודב ורוני גת לצורך ביצוע השקעה ריאלית (להבדיל מפיננסית) משמעותית (בסדר גודל של 20 מ' דולר הון עצמי ומעלה). השקעה כזו יכולה להיות בתחום הפעילות של יפאורה או בתחומים אחרים. חברה אטרקטיבית מבחינת קרור הינה חברה המצויה במשבר או בנקודת מפנה, ובמצב בו ניסיונם של מנהלי קרור יוכל להביא שינוי לחברה הנרכשת ולייצור ערך מהעסקה. מימוש הכוונות של הנהלת החברה יבסס אותה על שני תחומי פעילות גדולים (בניגוד למצב הקיים, בו מבוססת החברה על יפאורה בלבד) ויגדיל את שיעור התשואה להון.

עוד בכוונת החברה להוסיף ולצמוח פנימית, הן ביפאורה והן בתפוגג. חלק מהצמיחה ביפאורה צפוי להגיע מפעילות בחו"ל, כאשר מזכיר כי יפאורה שותפה ב- 20% במבשלת בירה ברומניה. הנהלת החברה מתכננת לממש את נכסי הנדל"ן המצויים בבעלותה, אם כי ביצוע מהלך זה מותנה בתנאי שוק מתאימים, ואיננו עומד כעת בראש סדר העדיפויות.

מודל הערכת השווי

הערכנו את שווייה של קרור והספקה ע"י שימוש במודל DCF בהנחות שמרניות יחסית ליפאורה. יתר ההחזקות הוערכו בנפרד, כמפורט להלן. מודל הערכת השווי שביצענו איננו מתחשב בתוכנית האסטרטגית של החברה לביצוע רכישה. לכשתוכנית זו תתגבש לכלל עיסקה מוגדרת נכניס אותה למודל, בהתאם לנתונים שיהיו רלוונטיים.

יפאורה-תבורי

- הנחנו כי בשנת 2006 יצמחו מכירות יפאורה בכ- 7%. עם זאת נציין כי בעקבות הפסקת איחוד דוחות תפוגן ע"י קרור (עקב הירידה בשיעור ההחזקה מתחת ל-50%), יראו הדוחות הנומינליים של קרור יציבות בשורה העליונה. הערכנו כי קצב הגידול השנתי הממוצע בהכנסות יפאורה יעמוד על כ- 4.5% לשנה במהלך חמש השנים הקרובות. נציין כי גידול זה מתעלם מהצמיחה הצפויה כתוצאה מפעילות הבירה ברומניה, אשר מוערכת בשלב זה לפי שווי החברה במסגרת הסדר עם מס הכנסה (ראו להלן).
- אנו מעריכים כי הרווחיות התפעולית בשנת 2006 תהיה דומה לרווחיות התפעולית שהושגה השנה, וזאת למרות שהרווח התפעולי בשנת 2005 הושפע לרעה מקריסת קלאבמרקט. הערכה זו נשענת על חשש ממהלכים אגרסיביים של הרשתות הגדולות מול הספקים, מהלכים שתכליתם שיפור רווחיות הרשתות (על חשבון הספקים, כמובן). עם זאת בטווח הארוך אנו מניחים שנראה שיפור מתון ברווחיות התפעולית.
- הערכנו כי בשנתיים הקרובות תשקיע החברה כ- 70 מ' ש"ח בציוד ובמתקני ייצור. אנו מעריכים כי בטווח הארוך רמת ההשקעות של החברה נמוכה במעט מהפחת החשבונאי, וזאת בהתאם להיסטוריה של החברה.
- לתזרים המזומנים החופשי ביצענו היוון במחיר הון של 8.75%.

URB

מתוך שמרנות הערכנו את חלקה של יפאורה בפעילות הבירה ברומניה בהתאם לשווי הפעילות כפי שהוערכה ע"י החברה במסגרת הסדר עם מס הכנסה. לפי ההסדר הוערכה URB בשווי של 20 מ' דולר, ותשלום המס בוצע לפי שווי זה. להערכתנו נכונותה של החברה לשלם מס לפי שווי זה מעידה על כך ששווי המיזם הינו לפחות השווי האמור. נציין כי אנו מעריכים שפעילות זו הינה בעלת פוטנציאל גדול, בעיקר במידה וקרלסברג תרחיב את זיכיון החברה למכירת בירה למדינות נוספות בבלקן ובמזרח אירופה. אנו מעריכים שבמהלך 2006 ניתן יהיה לאמוד את התוצאות הצפויות מהמיזם ולהוסיף אותן למודל ה-DCF.

בהתאם לאמור לעיל אנו מעריכים את שווי ההחזקה של יפאורה ב- URB בסך של 65.4 מ' ש"ח.

תפוגן

אנו מעריכים כי תפוגן תייצר בשנת 2006 תזרים EBITDA של 11.5 מ' ש"ח. לאור זאת הערכנו את שווייה של תפוגן לפי מכפיל 7 על תזרים ה- EBITDA הצפוי וניכינו חוב פיננסי בגובה 30 מ' ש"ח. נציין כי הסיבה לשימוש במכפיל הנמוך יחסית נובעת מירידת שיעור ההחזקה של קרור בתפוגן ומאי הוודאות הקיימת סביב מהלך המיזוג (אי וודאות הקיימת בכל מיזוג באשר הוא). לדעתנו מכפיל ראוי לפעילות החברה צריך לעמוד על 9-10 ולא מן הנמנע כי במידה ובמהלך 2006 יתברר כי המיזוג אכן מצליח נעלה את שווייה של תפוגן במודל הערכת השווי של קרור.

מהחישוב האמור עולה כי שווייה של תפוגן עומד על 50.5 מ' ש"ח.

נדל"ן

שווי הנדל"ן הוערך בסך של 42 מ' ש"ח, בהתאם למפורט בנספח הנדל"ן.

ריכוז מרכיבי הערכת השווי

הערות	שווי (מ' ש"ח)	שיעור החזקה	מרכיב
לפי מודל DCF	910.6		שווי יפאורה-תבורי
ראו תרשים ההחזקות		69.6%	שיעור החזקת קרור ביפאורה
		85.0%	שיעור החזקת יפאורה ביפאורה-תבורי
	538.7		שווי חלקה של קרור ביפאורה
לפי הערכת החברה במסגרת הסדר עם מ"ה	65.4		שווי חלקה של קרור ב- URB
לפי מכפיל 7 על EBITDA צפוי ל- 2006	50.5	37.7%	שווי תפוגן
	19.0		שווי חלקה של קרור בתפוגן
מטעמי שמרנות, ראו בהערות	0.0		שווי ההשקעה באוורגרין
ראו נספח נדל"ן	41.7		שווי נדל"ן נטו
לפני התחייבויות פיננסיות	664.9		סה"כ שווי פעילות
מתואם לחלוקת דיבידנד ב- 13.1.06	(102.2)		עודף התחייבויות פיננסיות
	562.6		שווי פעילות נטו
שער מנייה: 33.30 ש"ח למנייה	418.3		שווי שוק

הערות לטבלה:

1. **מס:** לא ביצענו הפחתה בגין מס רווחי הון עבור ההחזקה ביפאורה, וזאת עקב ההערכה שמכירת יפאורה איננה עומדת כרגע על הפרק. עסקה למכירת יפאורה, אם תתרחש, תתבצע לפי שווי הגבוה משמעותית מהשווי הנקוב בהערכתנו. בגין ההחזקה בתפוגן לא נוצרו רווחי הון משמעותיים.
2. **אוורגרין:** החברה השקיעה בעבר סך של כ- 4 מ' ש"ח בקרן הון הסיכון **אוורגרין III**. עקב אי בהירות באשר לגובה החזר ההשקעה ועיתוי החזר התעלמנו ממנה בעת חישוב שווייה של קרור.

לקביעת מחיר היעד הפחתנו 5% משווי הפעילות נטו, וזאת בעיקר עקב סחירותה הנמוכה של המנייה. שיקול נוסף לביצוע ההפחתה היה על מנת להתחשב במבנה החברה, הפועלת כחברת החזקות.

סיכום

אנו מעריכים כי בנוסף להשקעות חברות הבנות בתחומי פעילותן, קרור והספקה יכולה להפוך לפלטפורמה לביצוע השקעות בתחומים שונים, וזאת לאור תזרים המזומנים היציב אותו מייצרת יפאורה. לדעתנו החברה לא תיפגע באופן משמעותי מהגדלת הריכוזיות בענף רשתות השיווק. בהתבסס על מודל DCF ליפאורה ועל הערכת יתר מרכיבי החברה כמפורט לעיל, אנו קובעים למניית קרור והספקה מחיר יעד של 42 ש"ח למנייה, זאת לעומת מחיר שוק של 33.12 ש"ח למנייה.

נספח א': תמצית מודל DCF לקרור

2009E	2008E	2007E	2006E	2005E	2004A	Q1/06E	Q4/05E	Q4/04A	
1,047	988	928	867	866	693	168.6	198.3	166.6	הכנסות
5.0%	5.5%	6.0%	0.1%	24.9%		1.2%	19.0%		שיעור גידול YoY
106	96	88	79	80	59	10.3	17.8	13.2	רווח תפעולי
10.1%	9.7%	9.5%	9.1%	9.2%	8.5%	6.1%	9.0%	7.9%	רווחיות תפעולית
32	35	36	40	44	35				השקעות
67.6	56.6	48.2	39.0	37.6	20.8				תזרים מזומנים חופשי

נספח ב': נדל"ן

37.4	שטח (בדונם)	חולון
300.0	מחיר לדונם (א' דולר)	
52.3	שווי שטח (מ' ש"ח)	
-10.0	עלויות העתקת פעילות קיימת	
42.2	שווי שטח (מ' ש"ח) – נטו	
30.5	שטח	נשר - תל חנן
100.0	מחיר לדונם (א' דולר)	
14.2	שווי שטח (מ' ש"ח) – נטו	
4.0	שטח	חיפה
250.0	מחיר לדונם (א' דולר)	
4.6	שווי שטח (מ' ש"ח) – נטו	
61.2		סה"כ שווי נדל"ן
-15.3	בהנחה של 25% מס על כלל התמורה	מס רווח הון
45.9		שווי נדל"ן לאחר מס

הערות:

1. מחירי הקרקע נמסרו ע"י החברה.
2. הנכס היחיד המשמש את החברה הינה הקרקע בחולון, ולאור זאת בנכס זה בלבד התחשבנו בהפסד ההכנסות מהפעילות הקיימת במידה והנכס יימכר.
3. הנחנו מס רווחי הון בשיעור של 25% על כלל התמורה המתקבלת.
4. משווי הנדל"ן אשר התקבל (לאחר מס) הפחתנו 10%, וזאת על מנת להתחשב בכך שהנדל"ן איננו צפוי להימכר בתקופה הקרובה, ועל כן יש להתחשב בעייתי המכירה (וקבלת התמורה) ולא ניתן להוסיף את מלוא שווי הנדל"ן כנכס עודף בזמן אפס.

דסק מסחר					
דסק אג"ח		דסק מניות			תיקי חדד מנהלת דסק מסחר 03-5193454 tiki@ibi.co.il
גיל חן 03-5193474 gil@ibi.co.il	טובי פפר 03-5193486 tuvi@ibi.co.il	עינת ניניו 03-5193450 einat@ibi.co.il	דודו מנגן 03-5193451 dudu@ibi.co.il	נבות גסול 03-5193449 navot@ibi.co.il	
Backoffice	דסק לקוחות זרים		דסק אופציות		
עמית גוריון 03-5193457 amit@ibi.co.il	גיל שילה 03-5193453 gils@ibi.co.il	ליטל קוסט 03-5193452 lital@ibi.co.il	אייל בצלאל 03-5193491 eyal@ibi.co.il		
מחלקת בינלאומית					
יאן טויטש 03-5193453 jan@ibi.co.il	עופר לב 03-5193488 oper@ibi.co.il	רון וייסברג 03-5193466 ron@ibi.co.il	עדו קוק 03-5193446 ido@ibi.co.il		
היחידה לאסטרטגית השקעות		מחלקת כלכלית			
ד"ר גד אריוביץ 03-5193238 gad@ibi.co.il		דן אקס כלכלן 03-5193476 dan@ibi.co.il		איילת ניר כלכלנית ראשית 03-5193458 ayelet@ibi.co.il	
מחלקת מחקר					
אורי וויסבורד 03-5193436 uri@ibi.co.il	יובל זעירא 03-5193427 yuval@ibi.co.il	טל סירוטה 03-5193430 tal@ibi.co.il	רוונה סמט 03-5193429 ruwena@ibi.co.il	אלה אלקלעי מנהלת מח' מחקר 03-5193459 elah@ibi.co.il	