

שטראוס עלית

12.1.06

בני (בנג'מין) שרביט

מנהל מחלקת המחקר

☎ 03 611 1597

bennysh@gih.co.il

בשנת 2006 אנו צופים המשך צמיחה נאה (בעיקר בפעילות בחו"ל) ואולי גם הנפקה בחו"ל. אנו ממשיכים בהמלצת קניה.

- מניית שטראוס עלית סוף סוף "התעוררה", בשל מספר רב של סיבות: אפשרות להנפקה בחו"ל, רכישות של בעלי עניין, ומספר מיזוגים ורכישות של חברות כולל מיזוג גדול בברזיל.
- לגבי הפעילות בישראל (כ-2/3 מההכנסות) איננו צופים הפתעות מיוחדות. החברה תמשיך להציג צמיחה איטית, הן ברבעון הרביעי של 2005 והן בשנת 2006 (ראו מודל P&L בעמוד 5).
- לגבי הפעילות בחו"ל (כ-1/3 מההכנסות) אנו צופים המשך צמיחה נאה בשיעורים דו ספרתיים, הן ברבעון הרביעי של 2005 והן בשנת 2006.
- החברה הגדירה לעצמה יעד להגדיל את פעילותה בחו"ל כך שבשנת 2009 פעילות זו תהווה מעל ל-50% מההכנסות (לעומת תחזיתנו לכ-29% מההכנסות בשנת 2005) והחברה תהפוך לחברת הקפה ה-7 (!) בגודלה בעולם (אחרי נסטלה, קראפט, שרה לי, P&G, Tchibo ו-Segafredo).
- נזכיר כי הפעילות בחו"ל **מאופיינת בסיכון גבוה**. כפי שראינו בעבר, החברה אמנם הצליחה בחלק מהפעילויות שלה בחו"ל, אך גם נכוותה בחלק מהן (תוך שהיא משלמת "שכר לימוד" לא קטן). להערכתנו הכיוון האסטרטגי של החברה הוא נכון. הצמיחה הצפויה בשוק המזון בארץ לא גבוהה, ואילו בחו"ל היא מצליחה לצמוח בשיעור הרבה יותר גבוה, ולכן **כל עוד היא תימנע מלעשות טעויות אסטרטגיות** (שכבר ראינו שהמחיר עליהן הוא גבוה) הרי שזו הדרך הנכונה.
- המניה נסחרת היום במכפיל רווח של כ-19 על רווחי 2006 הצפויים.
- בהשוואה למכפילים של יצרניות מזון בינלאומיות לכאורה לא מדובר במכפיל זול בהכרח. אך יש לזכור כי החברה צפויה להציג **שיעורי צמיחה גבוהים** (גידול של 21% בהכנסות, 31% ברווח התפעולי ו-37% ברווח הנקי בשנת 2006) בהשוואה לאותן חברות, כך שבהשוואת מכפיל PEG (מכפיל רווח המתחשב בצמיחה הצפויה) מדובר במכפיל סביר עד זול.
- בהשוואה למניות אחרות בענף המזון (יצרניות ורשתות שיווק), כגון: אסם, שופרסל ורבע כחול, אנו מעריכים כי שטראוס עלית הינה האטרקטיבית ביותר להשקעה כיום.
- גם בהשוואה לחברות אחרות במדד ת"א 25 (מענפים שונים), נראה כי קשה למצוא היום הרבה חברות הצפויות להציג שיעורי צמיחה כה גבוהים.
- **המלצתנו נותרת קניה ואנו מעלים את מחיר היעד שלנו מ-48.4 שקל ל-50 שקל למניה, לעומת מחיר מניה של 43 שקל כיום.**

מה קורה עם ההנפקה בחו"ל?

- לפני זמן מה החלו שמועות בשוק על הנפקה אפשרית שהחברה מתכננת בחו"ל. החברה אף הוציאה תגובה רשמית ובה אמרה שהיא שוקלת אפשרויות שונות להנפקה גם בחו"ל.
- ככל הנראה, מדובר על האפשרות לבצע הנפקה של מניות בבורסה בלונדון.
- השאלה הגדולה היא האם יבצעו הנפקה של שטראוס עלית או הנפקה של חברת הבת הפרטית עלית אינטרנשיונל, שדרכה מתבצעת כל הפעילות בחו"ל.
- להערכתנו עדיף (גם לחברה וגם למשקיעים במניותיה) שההנפקה תתבצע בחברת הבת, בשל מספר סיבות:
 - הפעילות בחו"ל מציגה שיעורי צמיחה גבוהים מאוד, גם בשורת ההכנסות (צמיחה אורגנית ומיזוגים ורכישות) וגם בשורת הרווח התפעולי, בשל רה ארגון מקיף שהחברה ערכה בפעילות זו, תוך קיצוץ בהוצאות במדינות השונות, מעבר לפעילות באשכולות של מדינות וסגירת פעילויות שלא היה סביר להעבירן לרווחיות תוך תקופת זמן סבירה.
 - הפעילות בחו"ל נמצאת בחו"ל (זה נשמע משפט מטומטם, ולכן אנא קראו אותו שוב), בעיקר באירופה, ויש הגיון להנפיק אותה בבורסת לונדון. לעומת זאת, לא ברור מה יקרה אם ינפיקו את פעילות כל החברה בלונדון (ויתכן וגם פה, כמו במקרים קודמים שראינו בעבר, נקבל חברה ישראלית, שנסחרת בת"א, ואמנם רשומה למסחר בלונדון אך מחזורי המסחר שם יהיו אפסיים).
 - הנפקה בחו"ל תתבצע לאחר שהחתמים הזרים יבצעו הערכות שווי וישוו את החברה לחברות הדומות לה (ה-peers). אם יבדקו את שטראוס עלית, יקבלו שהיא לא זולה יותר מה-peers, אך צומחת יותר מהר (כך שבמונחי PEG היא עדיין במחיר סביר עד זול). אך אם יבדקו רק את הפעילות בחו"ל, יראו שם שיעורי צמיחה ממש גבוהים שיאפשרו תמחור נדיב יותר בהנפקה. במילים אחרות, הנפקת הפעילות בחו"ל תוכל, להערכתנו, להתבצע לפי תמחור גבוה יותר לעומת הנפקת שטראוס עלית כולה.
 - הנפקת שטראוס עלית עשויה לגרור אחריה overhang על המניה, שכן המשקיעים יחששו שמי שקנה בהנפקה "זרוק" לאחר מכן את הסחורה בבורסה ויגרום ללחץ שלילי על המניה.
 - אך גם אם ההנפקה תתבצע בחברה עצמה, מדובר להערכתנו במהלך מבורך, הן בשל הסיקור האנליסטי שהחברה תקבל באנגלית שיחשוף אותה יותר למשקיעים זרים, הן בשל ההון הצף שיגדל ויגדיל את הסחירות במניה וההתעניינות בה והן בשל ההנחה הסבירה כי ההנפקה תתבצע במחיר הגבוה מהמחיר בשוק כיום (במיוחד לאחר העסקה בברזיל: מדובר במדינה עם פוטנציאל צמיחה גבוה שבטח ילקח בחשבון בהערכות השווי ומדובר במיזוג שהופך את שטראוס עלית לחברת הקפה ה-7 בגודלה בעולם).

מיזגים ורכישות

- העסקה הגדולה ביותר היא זו שבוצעה לאחרונה בברזיל:
- שטראוס עלית מיזגה את חברת שלושת הלבבות (tres coracoes) שבבעלותה בברזיל עם חברת סנטה קלרה של האחים לימה (ואף הזרימה לחברה הממוזגת 60 מ' \$). לחברה הממוזגת יהיה נתח שוק של כ-11% בברזיל והיא תהפוך להיות שחקן הקפה הקלוי והטחון השני בגודלו בברזיל (כשמובילה בשוק חברת שרה לי עם נתח שוק של כ-13%). מחזור המכירות של החברה הממוזגת יהיה כ-1 מיליארד שקל בשנת 2005, מתוכם כ-150 מ' ש מכירות של קפה ירוק (חומר הגלם לקפה). שטראוס עלית מחזיקה 50% מהחברה הממוזגת והיא תאחד אותה (באיחוד יחסי) כנראה החל מהרבעון הראשון של 2006.
- שוק הקפה בברזיל הינו ענק (ורק השוק בארה"ב גדול יותר) והוא מאופיין במספר רב של שחקנים. נזכיר כי ברזיל היא אחת המדינות הצפויות לצמוח בשיעורים הגבוהים בעולם (בדומה לסין, הודו ורוסיה).
- רכישת 51% מסלטי סברה בארה"ב. מדובר בחברה עם היקף מכירות לא גדול במונחי שטראוס עלית, אך עם שיעורי צמיחה גבוהים מאוד. החברה מאחדת את סלטי סברה בדוחותיה החל מהרבעון השלישי של 2005.
- רכישת MK בפולין. MK הינו מותג פרימיום (פלח השוק העליון, המאופיין ברווחיות גבוהה) בתחום הקפה הקפה ולאחר הרכישה החברה הפכה להיות שחקן הקפה השני בגודלו בפולין. החברה מאחדת את MK בדוחותיה החל מ-3Q05 אבל ההשפעה המלאה תהיה ב-1Q06.
- החברה רכשה במהלך 2005 את חלקו של השותף (60%) בחברת Doncafe ומבצעת איחוד מלא בדוחות מאז הרבעון השני של 2005. דונקפה הינה חברת הקפה הקלוי והטחון השניה בגודלה בסרביה ומונטנגרו (מדינות יוגוסלביה לשעבר), עם נתח שוק של כ-30%.

מה עוד קורה בחברה?

- בחודש האחרון ראינו מספר רכישות של בעלי עניין במניה: עפרה שטראוס (16 מ' ש'), ארז ויגודמן (19 מ' ש') ומיכאל שטראוס (10 מ' ש').
- פרשת קלאבמרקט: מצד אחד, החברה כבר ביצעה הפרשה (ברבעון השני) ורשמה את ההכנסה הצפויה מקופת הפירוק (ברבעון השלישי), כך שמבחינת הדוחות או שלא נראה השפעה נוספת או שנראה הכנסה נוספת. אך מצד שני, ברור שלפרשה תהיה השפעה על השוק, בעיקר לאחר ששופרסל רכשה את קלאבמרקט ותהיה כעת יותר חזקה במסגרת היחסים שלה עם יצרניות המזון (יחסי אהבה-שנאה קלאסיים...).

- פרשת סלטי שמיר: להערכתנו, לא סביר ששטראוס עלית תתמודד על רכישת סלטי שמיר שקרסה, ולכן ישנם כרגע 2 תסריטים:
 - התסריט הסביר הוא שמישהו אחר יקנה את סלטי שמיר (סלטי מיקי, אסם, קוקה קולה או מתמודדים אחרים) מה שאומר ששטראוס עלית לא תוכל להגדיל את נתח השוק שלה בתחום הסלטים בשיעור מהותי בעקבות הפרשה.
 - התסריט הפחות סביר הוא שאף אחד לא יקנה את סלטי שמיר, ואז סביר שנתח השוק שלה בתחום הסלטים (כ-10%) יתחלק בין 2 השחקניות הגדולות – אסם (נתח שוק של כ-43%) ושטראוס עלית (נתח שוק של כ-33%).
- פרשת קדבורי (חשדות שהחברה נקטה בצעדים לא חוקיים למניעת החדרת שוקולד קדבורי לארץ על ידי כרמית) עדיין לא הסתיימה, ולא ברור עדיין מה יהיו כל השלכותיה. כיוון שמתכננים להגיש נגד החברה כתבי אישום בפרשה, היא כבר ביצעה הפרשה של סכום להוצאות הצפויות שלה.
- מחירי חומרי הגלם ומחירי המוצרים: במצב התחרות בשוק היום והכוח של רשתות השיווק (שמתנגדות להעלאות מחירים) אנו לא מעריכים כי החברה יכולה לגלגל את מלוא עליות מחירי חומרי הגלם על הצרכנים, ואת הביטוי לכך רואים בשולי הרווח הגולמי שנשחקים. נזכיר שוב כי החברה אמנם מגינה על עצמה מעליות מחירי חומרי הגלם (על ידי הדג'ינג) אך לא באופן מלא, וגם אז כאשר מחירי חומרי הגלם עולים לאורך זמן זה פוגע בחברה, שכן היא צריכה לבצע הדג'ינג לתקופה קדימה במחיר יותר יקר. יחד עם זאת, במהלך הרבעון השני של 2005 ראינו העלאת מחירים בחלק ממוצרי החברה, ובמהלך הרבעון השלישי ראינו ירידה מסויימת במחירי חומרי הגלם של החברה כך שברבעון הרביעי של 2005 נוכל לראות השפעה חיובית של 2 גורמים אלו. במהלך 2006 צפויה ירידה במחירי חומרי הגלם.
- החברה מתכננת לפתוח סניפים של מקס ברנר בניו יורק ואולי אף לבצע הנפקה של מקס ברנר.
- לגבי מכירת הנדל"ן בצומת עלית ברמת גן, עדיין אין חדש. נזכיר כי בתחילת 2005 נחתמה עסקה למכירת 80%-100% מהנדל"ן לפי שווי של 44 מ' \$ לקבוצת משקיעים אמריקאיים, אך העסקה בוטלה לאחר שהרוכשים לא עמדו בתנאי התשלום. החברה עדיין מחפשת קונים חדשים. אין דרך להעריך מתי עסקה כזו תחתם, אך נזכיר רק שבעקבות עסקה כזו תוכל החברה לרשום רווח הון די גבוה של כ-100 מ' ש'. למען השמרנות, המודל שלנו אינו לוקח בחשבון מכירה כזו.

Strauss Elite P&L Model

(In ILS '000, except EPS)	3Q04A	4Q04A	FY04A	1Q05A	2Q05A	3Q05A	4Q05E	FY05E	1Q06E	2Q06E	3Q06E	4Q06E	FY06E
Revenues - Israel	742,979	671,684	2,785,950	719,255	722,600	810,719	699,000	2,951,574	748,000	761,000	841,000	726,000	3,076,000
Δ YoY						9.1%	4.1%	5.9%	4.0%	5.3%	3.7%	3.9%	4.2%
Δ QoQ		-9.6%		7.1%	0.5%	12.2%	-13.8%		7.0%	1.7%	10.5%	-13.7%	
% of Total Revenues	75.8%	74.1%	75.5%	75.4%	70.7%	72.7%	67.5%	71.5%	65.7%	63.4%	62.7%	54.8%	61.4%
Revenues - ROW	237,390	234,535	905,350	234,938	298,900	303,772	337,000	1,174,610	390,000	440,000	500,000	600,000	1,930,000
Δ YoY						28.0%	43.7%	29.7%	66.0%	47.2%	64.6%	78.0%	64.3%
Δ QoQ		-1.2%		0.2%	27.2%	1.6%	10.9%		15.7%	12.8%	13.6%	20.0%	
% of Total Revenues	24.2%	25.9%	24.5%	24.6%	29.3%	27.3%	32.5%	28.5%	34.3%	36.6%	37.3%	45.2%	38.6%
Total Revenues	980,369	906,219	3,691,300	954,193	1,021,500	1,114,491	1,036,000	4,126,184	1,138,000	1,201,000	1,341,000	1,326,000	5,006,000
Δ YoY						13.7%	14.3%	11.8%	19.3%	17.6%	20.3%	25.2%	21.3%
Δ QoQ		-7.6%		5.3%	7.1%	9.1%	-7.0%		9.8%	5.5%	11.7%	-1.1%	
Cost of Revenues	591,077	539,464	2,186,000	555,780	616,994	680,833	626,000	2,479,607	671,420	715,796	799,236	788,970	2,975,422
Gross Profit	389,292	366,755	1,505,300	398,413	404,506	433,658	410,000	1,646,577	466,580	485,204	541,764	537,030	2,030,578
Δ YoY						11.4%	11.8%	9.4%	17.1%	19.9%	24.9%	31.1%	23.3%
Δ QoQ		-5.8%		8.6%	1.5%	7.2%	-5.5%		13.8%	4.0%	11.7%	-0.9%	
Gross Margin	39.7%	40.5%	40.8%	41.8%	39.6%	38.9%	39.6%	39.9%	41.0%	40.4%	40.4%	40.5%	40.6%
Operating Expenses	305,601	305,653	1,197,500	302,236	359,517	317,936	326,000	1,305,689	367,574	384,320	404,982	427,502	1,584,378
Δ YoY						4.0%	6.7%	9.0%	21.6%	6.9%	27.4%	31.1%	21.3%
Δ QoQ		0.0%		-1.1%	19.0%	-11.6%	2.5%		12.8%	4.6%	5.4%	5.6%	
Selling & Marketing	238,675	233,293	918,300	239,858	248,657	249,323	255,000	992,838	294,742	303,373	313,258	334,152	1,245,524
% of Revenues	24.3%	25.7%	24.9%	25.1%	24.3%	22.4%	24.6%	24.1%	25.9%	25.3%	23.4%	25.2%	24.9%
G & A	66,926	72,360	279,200	62,378	69,910	75,278	71,000	278,566	72,832	80,947	91,724	93,350	338,854
% of Revenues	6.8%	8.0%	7.6%	6.5%	6.8%	6.8%	6.9%	6.8%	6.4%	6.7%	6.8%	7.0%	6.8%
Doubtful Debts	0	0	0	0	40,950	(6,665)	0	34,285	0	0	0	0	0
Operating Profit	83,691	61,102	307,800	96,177	44,989	115,722	84,000	340,888	99,006	100,884	136,782	109,528	446,200
Δ YoY						38.3%	37.5%	10.7%	2.9%	124.2%	18.2%	30.4%	30.9%
Δ QoQ		-27.0%		57.4%	-53.2%	157.2%	-27.4%		17.9%	1.9%	35.6%	-19.9%	
Operating Margin	8.5%	6.7%	8.3%	10.1%	4.4%	10.4%	8.1%	8.3%	8.7%	8.4%	10.2%	8.3%	8.9%
Financial Income (Expenses)	(5,421)	(4,904)	(18,500)	(4,077)	(7,199)	(14,355)	(10,250)	(35,881)	(10,000)	(13,000)	(13,000)	(13,000)	(49,000)
Other Income (Expenses)	(12)	(2,963)	(8,400)	(1,164)	(988)	(6,188)	6,400	(1,940)	0	0	0	0	0
Pre-Tax Income	78,258	53,235	280,900	90,936	36,802	95,179	80,150	303,067	89,006	87,884	123,782	96,528	397,200
Income Tax	30,860	19,271	99,100	31,319	10,512	25,681	27,411	94,923	27,503	27,332	38,744	30,310	123,888
Tax Rate	39.4%	36.2%	35.3%	34.4%	28.6%	27.0%	34.2%	31.3%	30.9%	31.1%	31.3%	31.4%	31.2%
Post-Tax Income	47,398	33,964	181,800	59,617	26,290	69,498	52,739	208,144	61,503	60,552	85,038	66,218	273,311
Share in Profits of Affiliates	369	(477)	1,900	1,003	211	127	0	1,341	0	0	0	0	0
Minority Interests in Profits	9,581	6,934	31,100	7,707	7,020	13,116	9,800	37,643	9,000	10,000	10,000	10,000	39,000
Extraordinary & Discort. Oper.	(613)	505	(2,200)	(697)	0	0	0	(697)	0	0	0	0	0
Net Income	37,573	27,058	150,400	52,216	19,481	56,509	42,939	171,145	52,503	50,552	75,038	56,218	234,311
Δ YoY						50.4%	58.7%	13.8%	0.5%	159.5%	32.8%	30.9%	36.9%
Δ QoQ		-28.0%		93.0%	-62.7%	190.1%	-24.0%		22.3%	-3.7%	48.4%	-25.1%	
Net Margin	3.8%	3.0%	4.1%	5.5%	1.9%	5.1%	4.1%	4.1%	4.6%	4.2%	5.6%	4.2%	4.7%
EPS, ILS	0.38	0.26	1.49	0.50	0.19	0.54	0.41	1.63	0.50	0.48	0.72	0.54	2.24
Δ YoY						42.8%	60.0%	9.5%	1.3%	159.5%	32.8%	30.9%	37.2%
Δ QoQ		-32.2%		93.0%	-62.4%	190.1%	-24.0%		22.3%	-3.7%	48.4%	-25.1%	

Source: Company data and Gaon Investment House estimates.

Rating Key:

- BUY:** The stock is expected to outperform the market over the next 12 months.
HOLD: The stock is expected to perform in line with the market over the next 12 months.
SELL: The stock is expected to underperform the market over the next 12 months.

Disclaimer:

This report has been prepared by Gaon Investment House, a member of the Tel Aviv Stock Exchange. This report is for informational purposes only, and the information herein is obtained from sources that we believe to be reliable, but its accuracy and completeness, and that of the opinions based thereon, are not guaranteed. Gaon Investment House or its affiliated companies, shareholders, directors, officers and/or employees ("Gaon Investment House") is under no obligation to update or keep current the information contained herein. This report is not an offer to buy or sell any security or to participate in any trading strategy. Opinions expressed are subject to change without notice and do not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual investors. Gaon Investment House accepts no liability for any loss or damage of any kind arising from the use of the material presented in this report. The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Gaon Investment House and its affiliate companies do business that relates to companies covered in its research reports, including market making and specialized trading, risk arbitrage and other proprietary trading, fund management, investment services and investment banking.
 © Copyright Gaon Investment House. All rights reserved. No part of this report may be reproduced, copied, sold or redistributed without the prior written permission of Gaon Investment House.

דף קשר

גאון בית השקעות

רחוב היצירה 29, רמת גן 52521

טלפון: 03-611-1555

פקס: 03-612-5577

www.gih.co.il

מחקר

- בני (בנג'מין) שרביט, מנהל מחלקת המחקר ומנהל השווקים הבינלאומיים
טלפון: 03-611-1597 נייד: 054-611-1597
bennysh@gih.co.il
- מיקו מור, אנליסט
טלפון: 03-611-1598 נייד: 054-443-6466
mikomo@gih.co.il

מסחר ומכירות ללקוחות מוסדיים בישראל ובחו"ל

- אמיר שגב, סמנכ"ל מסחר
טלפון: 03-611-1527 נייד: 054-432-3423
amirse@gih.co.il
- אושר טובול, מסחר
טלפון: 03-611-1540 נייד: 054-611-1540
oshertu@gih.co.il
- יוסי אפרתי, מסחר
טלפון: 03-611-1531 נייד: 054-611-1531
yossie@gih.co.il
- רוני משיח, מסחר
טלפון: 03-611-1585 נייד: 050-747-9415
ronnima@gih.co.il
- שי ספורטס, מסחר
טלפון: 03-611-1596 נייד: 054-611-1596
shaisa@gih.co.il
- מיכל אולשטיין, שיווק
טלפון: 03-611-1533 נייד: 054-611-1533
michalol@gih.co.il