



17 נובמבר, 2003

שופרסל בע"מ

עדכון הערכת שווי בהתבסס על הדוחות הכספיים לרבעון השלישי של שנת 2003

החזק
מחיר יעד:
11.3 ש"ח

שנה	מכירות		רווח גולמי		רווח תפעולי		רווח נקי	
	מיל' ש"ח	%	מיל' ש"ח	%	מיל' ש"ח	%	מיל' ש"ח	%
2002 בפועל	6670	26.7	1763	3.1	204	-0.2	-14	-0.2
2003 תחזית	6353	25.1	1581	-0.2	-13	-1.8	-113	-1.8
2004 תחזית	6252	25.7	1592	1.5	95	0.7	45	0.7

בעלי עניין

שם	%
דסק"ש	50.5
שופרסל נכסים (חברת בת)	4.2
לאומי קופות גמל	4.2
כלל ביטוח	1.8
לאומי קרנות נאמנות	1.3
ציבור ואחרים	38.0

נתוני שוק (16.11.2003)

שווי שוק (מיליוני ₪)*	2080
הון עצמי (מיליוני ש"ח)	1549
מכפיל הון	1.34
שער מניה נוכחי (בש"ח)	10.24
שער נמוך (12 חודשים בש"ח)	6.44
שער גבוה (12 חודשים בש"ח)	10.80
מכפיל רווח (4 רבעונים)	NA

* בנטרול מניות באוצר

נקודות עיקריות:

- למרות שחברת שופרסל עקפה את תחזית המכירות שלנו, הרי שבשורה התחתונה דוחות החברה לרבעון השלישי היו מאכזבים הודות להוצאות הפעלה גבוהות מהחזוי.
- ירידת ההכנסה הפנויה והעלייה באבטלה על רקע המיתון במשק וירידת מחירים ריאלית על רקע החרפת התחרות, המיתון המתמשך ושינוי תמהיל המכירות של החברה, המשיכו ללחוץ את מכירות החברה כלפי מטה.
- לאחר שני רבעונים בהם שיעור הרווח הגולמי של החברה לא הצליח לחצות את רף ה- 25% הרי שברבעון השלישי עמד שיעור זה על 25.7%. עם זאת, שיפור זה נובע בעיקר מאירועים חד פעמיים בגין תיאום המלאי לאינפלציה השלילית והכרה רטרואקטיבית בגין בונוסי ספקים.
- את ההפתעה השלילית ספקו הרבעון ההוצאות התפעוליות של החברה, אשר גם בקיזוז הוצאות חד פעמיות בסך 13 מיליון ₪ בגין שינוי אומדן אורך חיים של חלק מהציוד, היו גבוהות מהתחזית שלנו.
- תהליך ההתייעלות עליו הודיעה הנהלת החברה הנו רק צעד ראשון מתבקש, כאשר הגורם המכריע לגבי עתידה של הרשת יהיה יכולתה של התכנית האסטרטגית, עליה שוקדת כרגע הנהלת החברה, לתת מענה הולם לתנאי השוק המשתנים, תוך שיפור שיעורי הרווחיות הגולמית של הרשת.
- היוון תזרים המזומנים העתידי של החברה במחיר היוון של 7.8% בניכוי ההתחייבויות פיננסיות נטו של החברה מבטא מחיר יעד של 11.3 ₪ למניית שופרסל. מחיר יעד זה הנו גבוה ב- 10% ממחיר המנייה בבורסה. בהתאם, אנו מעריכים כי בשלב זה פרופיל הסיכוי מול סיכון בהשקעה במניות אינו אטרקטיבי דיו כדי להצדיק את רכישת המנייה.

תיאור החברה

שופרסל הנה החברה המובילה בארץ בתחום שיווק המזון הקמעונאי, עם נתח שוק של כ- 43% מסך מכירות השוק המאורגן ב- 2002. החברה הנה בעלת 173 חניות הפזורים ברחבי הארץ על פני שטח כולל של 387.7 אלף מ"ר. כמו כן, בבעלות החברה שתי חברות בת הפעילות בתחום המזון: חברת קטיף בע"מ וחברת גדרון תעשיות בע"מ. החברה נסחרת בבורסה החל משנת 1981.

ניתוח תוצאות עסקיות

נתוני רוו"ה עיקריים במיליוני ש"ח

%	Q302	%	Q303	
99.1%	1,681	99.3%	1,620	מכירות
0.9%	15	0.7%	12	דמי שכירות והפעלת קניונים
100.0%	1,696	100.0%	1,632	הכנסות
73.1%	1,229	74.3%	1,203	עלות המכר
26.9%	452	25.7%	417	רווח גולמי
24.9%	421	26.9%	439	הוצאות הפעלה, מכירה והנהלה
2.7%	46	-0.6%	-10	רווח תפעולי
0.6%	10	0.7%	11	הוצאות מימון
-0.2%	-3	-6.0%	-98	הכנסות אחרות, נטו
1.9%	33	-7.3%	-119	רווח לפני מס
-0.7%	-12	1.9%	31	מס
1.2%	21	-5.4%	-88	רווח לאחר מס
-0.1%	-1	-0.1%	-1	חלק החברה ברווחי (הפסדי) כלולה
0.0%	0	0.0%	0	חלק המיעוט בהפסדי מאוחדת
1.2%	20	-5.5%	-89	רווח נקי

למרות שחברת שופרסל עקפה את תחזית המכירות שלנו, הרי בשורה התחתונה דוחות החברה לרבעון השלישי היו מאכזבים הודות להוצאות הפעלה גבוהות מהותית מהחזוי.

הכנסות החברה ברבעון השלישי הסתכמו ב- 1.62 מיליארד ש"ח, ירידה של 3.6%, כשמכירות החברה בחנויות זהות רושמות ירידה של 5.8%. ירידה זו במכירות נובעת מהירידה הנמשכת בהכנסה הפנויה והעלייה באבטלה של הצרכנים על רקע המשך המיתון במשק וכתוצאה מירידת מחירים ריאלית על רקע העמקת המיתון, החרפת התחרות ושינוי תמהיל המכירות של החברה לכיוון דיסקאונט בתגובה לשינוי טעמי הצרכנים. עם זאת, בסה"כ מכירות החברה היו גבוהות מהתחזית שלנו, כנראה על רקע פגיעה נמוכה מהחזוי אותה ספגה החברה מצד רשתות השיווק הפרטיות.

שיעור הרווח הגולמי (של פעילות מכירת המזון) של החברה ברבעון השלישי עמד על 25.7%, ירידה של 1.2 נקודות אחוז, לעומת שיעור רווח גולמי של 26.9% ברבעון המקביל. שחיקת הרווחיות הגולמית נובעת בעיקר מהמשך מגמת שחיקת המחירים הריאלית ממנה סובלת החברה, אשר קוזה על ידי שחיקת מלאי הפתיחה על ידי האינפלציה (תרומה של 4 מיליון ש"ח ברבעון הנוכחי לעומת פגיעה בסך של 3 מיליון ש"ח במקביל), הגדלת שיעור חדירת המותג הפרטי (11.4% בנוכחי לעומת 10.0% במקביל) והכרה רטרואקטיבית בבונוסי ספקים אשר סוכמו במהלך הרבעון עם מספר ניכר של ספקים בגין המחצית הראשונה של השנה.

השורה המאכזבת בתוצאות של החברה היתה **שורת הוצאות הפעלה, מכירה, הנהלה וכלליות** אשר היתה גבוהה מהתחזית שלנו. הוצאות אלה הסתכמו הרבעון בסך של 439 מיליון ש"ח, לעומת סך של 421 מיליון ש"ח ברבעון המקביל. גידול זה נובע מרישום הוצאה חד פעמית בסך של 13 מיליון בגין שינוי אומדן אורך החיים

הכלכלי של חלק מהציוד, גידול בהוצאות שכ"ד ופחת כתוצאה מגידול במספר הסניפים, גידול בהוצאות הביטחון על רקע יישום נהלי אבטחה חדשים אותם דרשה המשטרה ומגידול בהוצאות תחזוקת ושיפור הסניפים, אשר קוזזו על ידי קיטון בהוצאות השכר של החברה.

התוצאה הבלתי נמנעת של שחיקת הרווחיות הגולמית בשילוב העלייה בהוצאות התפעוליות של החברה הנה **הפסד תפעולי** נוסף בסך 10 מיליון ₪ אותו הציגה החברה ברבעון השלישי.

תרומת האינפלציה השלילית לרווחיות הגולמית של החברה קוזזה בשורת הוצאות המימון אשר הסתכמה בסך של 11 מיליון ₪. ירידת מדד המחירים לצרכן בשיעור של 1.0% במהלך הרבעון הביאה לתיסוף עודף ההתחייבויות הכספיות הלא צמודות נטו של החברה בסך של 6 מיליון ש"ח.

הוצאות אחרות של החברה הסתכמו ברבעון השלישי בסך של 98 מיליון ₪ (לפני מס) על רקע הפרשות חד פעמיות לירידת ערך נכסים, תשלומי שכר עתידיים ופיטורי עובדים בגין תהליך ההתייעלות עליו הודיעה החברה בחודש אוקטובר.

במהלך הרבעון השלישי נהנתה החברה מהכנסות מס בסך של 31 מיליון ₪ בעיקר עקב רישום הטבות מס לקבל, לעומת הוצאות מס בסך של 12 מיליון ₪ ברבעון המקביל.

ירידת הרווחיות התפעולית בתוספת ההפרשות בגין תהליך ההתייעלות של החברה גרמו לחברה להציג ברבעון השלישי **הפסד נקי** בסך של 89 מיליון ₪ לעומת רווח נקי בסך 20 מיליון ₪ ברבעון המקביל אשתקד. בקיזוז ההוצאה החד פעמית בגין התאמת אומדן אורך החיים הכלכלי של חלק מהציוד ובקיזוז ההפרשות בגין תהליך ההתייעלות של החברה, עמד ההפסד הנקי של החברה הרבעון על 12 מיליון ₪.

התפתחויות עיקריות

בסוף חודש אוקטובר הודיעה הנהלת שופרסל על תכנית התייעלות רחבה במסגרתה יסגרו 18 סניפים מפסידים ויפורטו כ- 480 עובדים. חסכון נוסף בהוצאות צפוי לאחר שהחברה תשלים את מהלך התייעלות המטה ובחינת תהליכי העבודה, אשר כעת היא נמצאת בעצומו.

כפי שצינו בעבר, תהליך התייעלות זה הנו בלתי נמנע והוא נועד להתאים את פרופיל ההוצאות של החברה לירידה ברמת ההכנסות של החברה. עם זאת, חשוב להדגיש כי תהליך זה, על כל החשיבות שבו, הנו רק צעד ראשון בחילוץ של שופרסל ממצבה הנוכחי, כאשר המבחן האמיתי של הרשת יהיה ביכולתה לחזור ולכבוש נתחי שוק תוך שיפור שיעורי הרווח הגולמי של החברה.

הצלחת הרשת במהלכים אלה תלויה בהתאמת התכנית האסטרטגית, עליה שוקדת כרגע הנהלת החברה, לשינוי טעמי הצרכנים ואופי הסביבה התחרותית (בייחוד בכל הקשור לחנויות השכונתיות) תוך עיצוב סביבת קמעונאות המזון העתידית. כך, לאחר שבשנתיים האחרונות נגררו רשתות השיווק למלחמות מחירים, כאשר מילת המפתח היתה דיסקאונט, אנו מעריכים כי הגיע הזמן שחברת שופרסל, שהנה הרשת השיווק המובילה בישראל, תחזור ותקבע את סדרי העדיפות בשוק זה, כיאה למעמדה, ולא תיגרר לתגובות מאוחרות אחרי מתחרות קטנות יותר.

במקביל לתכנית ההתייעלות פרטה הנהלת החברה את התכניות שלה לשיפור הרווחיות הגולמית. הנהלת

החברה הדגישה כי שיפור הרווחיות הגולמית אינו צפוי לבוא מהפעלת לחץ על ספקים להורדת מחירי קנייה של מוצרים בסיסיים אלא דרך הגדלת חלקו של מרכיב ה- Non food במכירות, שינוי תמהיל המכירות של הרשת לכיוון מוצרי פרימיום, המשך הגדלת שיעור החדירה של המותג הפרטי, קביעת שיטת תמחור חדשה המבוססת על מתחמי תחרות ושיפור במוצרי המזון הטרי (פירות, ירקות ובשר) המהווים כ- 20% מהמחזור של החברה. להערכתנו, תכנית זו אינה אגרסיבית דיה ובכל הנוגע לשינוי תמהיל המכירות והגדלת מרכיבי מוצרי הפרימיום וה- Non food, הרגישים למיתון, היא תלויה יותר מדי בהתאוששות כלכלית עתידית במשק הישראלי.

סיכום והערכת שווי

למרות תהליך ההתייעלות עליו הכריזה הנהלת שופרסל, תהליך ההתאוששות של הרשת אינו צפוי להיות מהיר, כאשר הדרך לכך היא עדיין רצופת סיכונים. לפיכך, כל עוד החברה לא תוכיח כי ביכולתה לתת תשובה הולמת לתנאי השוק המשתנים, ההשקעה במניות שופרסל ממשיכה להיות השקעה מסוכנת.

למרות זאת, אנו מעריכים כי רמת הסיכון הנגזרת משוק ההון (הבאה לידי ביטוי בביטא של 1.14 למנייה בשנה האחרונה) הנה גבוהה מדי ואינה משקפת עדיין את לקיחת המושכות על החברה על ידי ההנהלה החדשה ואת תהליך ההתייעלות אותו היא יזמה. לפיכך, אנו בחרנו להנמיך את הביטא המשמשת לחישוב מחיר ההון של החברה ל- 1.0. יש לציין כי ביטא זו היא עדיין גבוהה באופן מהותי מהביטא המסורתית של החברה הנעה סביב רמה של 0.75.

היוון תזרים המזומנים העתידי של החברה במחיר הון משוקלל של 7.8% (המשקף את ירידת הביטא ואת ירידת התשואה חסרת הסיכון) בניכוי עודף ההתחייבויות פיננסיות נטו של החברה מבטא מחיר יעד של 11.3 ₪ למניית שופרסל. מחיר יעד זה הנו גבוה ב- 10% ממחיר המנייה הנוכחי בבורסה. בהתאם, אנו מעריכים כי בשלב זה פרופיל הסיכוי מול סיכון בהשקעה במניות שופרסל אינו אטרקטיבי דיו כדי להצדיק את רכישת המנייה.

אנליסט : שי בן-עמר, טל': 03-755-9158

נספח: מודל היוון תזרים המזומנים

2008E	2007E	2006E	2005E	2004E	2003E	2002	2001	2000	1999	
7085	6865	6605	6351	6203	6304	6610	6684	6207	5669	מכירות
49	49	49	49	49	49	60	70	57	44	דמי שכירות והפעלת קניונים
7134	6914	6654	6400	6252	6353	6670	6754	6264	5713	סך הכנסות
3.2%	3.9%	4.0%	2.4%	-1.6%	-4.8%	-1.2%	7.8%	9.6%	3.2%	גידול בהכנסות
5191	5037	4856	4692	4611	4729	4847	4867	4544	4241	עלות המכירות
1894	1828	1749	1660	1592	1580	1763	1817	1663	1428	רווח גולמי ממכירות
26.7%	26.6%	26.5%	26.1%	25.7%	25.1%	26.7%	27.2%	26.8%	25.2%	%
1641	1600	1557	1531	1545	1638	1619	1549	1423	1274	הוצ' הפעלה, מכירה, הנהלה
23.0%	23.1%	23.4%	23.9%	24.7%	25.8%	24.3%	22.9%	22.7%	22.3%	%
302	277	240	177	95	-14	204	338	297	198	רווח תפעולי
4.2%	4.0%	3.6%	2.8%	1.5%	-0.2%	3.1%	5.0%	4.7%	3.5%	%
229	225	222	219	218	224	207	193	167	144	פחת
3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%	3.1%	2.9%	2.7%	2.5%	%
530	503	463	397	313	210	411	531	464	342	EBITDA
7.5%	7.3%	7.0%	6.2%	5.0%	3.3%	6.2%	7.9%	7.5%	6.0%	%
229	225	221	219	210	210	313	0	392	271	השקעה ברכוש
-3	-5	-6	-4	0	-106	57	34	-119	-122	גידול בהון חוזר תפעולי
112	103	89	66	35	-5	75	125	110	73	מס על הרווח התפעולי
193	181	159	116	67	111	-35	20	89	120	תזרים מזומנים תפעולי חופשי
2.7%	2.6%	2.4%	1.8%	1.1%	1.8%	-0.5%	0.3%	1.4%	2.1%	%

מיליוני ₪	סעיף
2,894	שווי תפעולי על פי מודל D.C.F
-616	התחייבויות פיננסיות נטו*
15	נכסים עודפים**
2,293	שווי כלכלי
203	מס' מניות (מיל')
₪ 11.3	מחיר יעד
₪ 10.24	מחיר נוכחי
10%	פרמייה

4.2%	Rf
1.0	ביטא
5%	פרמיית שוק
9.2%	Ke
6.2%	Rd
37%	Tax
7.8%	WACC
2.0%	צמיחה פרמנטית
2894	שווי פעילות (מיליוני ₪)

* לסך הנכסים הפיננסיים של החברה הוספו 150 מיליון ₪ בגין יתרת הלקוחות של החברה. סך זה משקף אומדן שמרני של הסכום המוערך מתוך יתרת הלקוחות (אשר החלק העיקרי שלה כולל תשלום בכרטיסי אשראי המתקבלים ב- 2 לחודש העוקב) אשר אינו משמש לצרכי הון חוזר תפעוליים ואותו יכולה החברה בכל עת למכור ולהפוך למזומן.

** לשווי החברה הוסף סך של 15 מיליון ₪ בגין נכסים עודפים המשקף הערכה שמרנית של שווי הנכסים בבעלות החברה אשר צפויים להתפנות בעקבות תהליך ההתייעלות של החברה.

ניתוח חברה זו הוא למטרות אינפורמציה בלבד, ובשום אופן לא ייחשב כהצעה לרכישה ו/או מכירה של ניירות ערך אליהם מתייחס הניתוח או המלצה ללקוח ספציפי לביצוע עסקה בני"ע אלו. הניתוח מסתמך על מידע גלוי ו/או מידע ממקורות אשר לפי מטיב ידיעתנו הינם מהימנים. מידע זה לא אומת ממקורות אחרים. לבנק המזרחי המאוחד בני"ע, לבעלי השליטה בבנק, לחברי הדירקטוריון ולחברות הקשורות עמו או לעובדיהם, יכולה הייתה להיות בעבר, וכן יכולה להיות בהווה החזקה במישרין או בעקיפין בניירות הערך אליהם מתייחס הניתוח. כמו כן חלק מבעלי השליטה בבנק, שולטים במישרין או בעקיפין בחברה. כל זעה או המלצה בנייתוח זה משקפים את דעתנו לפי מטיב הבנתנו נכון ליום כתיבת הניתוח. בנק המזרחי, עובדיו, חברי הדירקטוריון וחברות קשורות עמו או עובדיהן לא יהיו אחראיים בכל צורה שהיא לתביעות משפטיות שיגבעו מניתוח זה.