

המלצה: קניה

בורסה: ת"א 100

דלק מערכות רכב בע"מ

תשואות:	מכפילים (היסט):	חברה (מש"ח):	מניה (ש"ח):
מתחילת השנה: 13%	מכפיל רווח: 7.7	שווי כלכלי: 2,898	שווי כלכלי: 35.52
שנת 2004: 1%	מכפיל הון: 6.71	שווי שוק: 2,333	שווי שוק: 28.59
שנת 2003: 209%			% פער מעל השוק: 24%

נקודות מרכזיות:

- שווי מניה מוערך בסך של 35.52 ש"ח, הגבוה בשיעור של 24% ממחירה הנוכחי.
- צפי להמשך תשואות גבוהות מדיבידנדים (בשנתיים וחצי חולק כ-833 מיליון ש"ח).
- צפי לצמיחה של כ-11% במכירות במחצית השניה השנה לעומת המקבילה הקודמת הודות להשקת מאזדה 5, פורד פוקוס חדשה, מאזדה 6 חדשה וצמיחת השוק.
- צפי להמשך שליטת החברה בסגמנט השוק המרכזי בו בממוצע מתשעה מכוניות משפחותיות הנמכרות בארץ נמכרות 2 מכוניות מאזדה 3 ואחת פורד פוקוס.
- השקת מאזדה 5 זוכה להצלחה (לליסינג ולפרטיים) תוך צפי מכירות של כ-2,000 רכבים בשנה.
- הפחתת מסי הקניה על רכבים חדשים תתרום לרווחיות החברה משנת 2007 ואילך.
- עלייה במספר הרכבים בישראל שמדגמי החברה מגדילה את מכירותיה מחלפים ושירותי מוסך, שהן בעלות רווחיות גבוהה (שיעור רווח גולמי פי 3 מאשר בפעילות של מכירת רכבים).
- דלק רכב תמשיך להוביל את השוק הודות למותגים חזקים, איכות הרכבים, חוזק בקרב לקוחות מוסדיים, יחסי עבודה טובים עם יצרני הרכב, והנהלת החברה.
- שוק הרכב העולמי מושפע מזמני פיתוח ארוכים וצבירת ידע תוך שיפור מתמיד, עובדה המקטינה את סיכון החברות. בקבוצות הגדולות מתחזק מעמד היפניות לאור יכולתן לתכנן רכבים, כשבמקביל מעמדה של מאזדה מתחזק בקבוצת פורד. בעולם (ואף בצרפת) חלה עלייה במכירת מכוניות יפניות. היפניות החדשות מובילות הודות לעיצוב, נוחות והתנהגות בנוסף ליתרונותיהן בעבר של אמינות ומחיר.
- לחברה שני סיכונים עיקריים. האחד, הצפת שוק המשומשות ברכבים מדגמי מאזדה תפגע בחוזק המותג. השני, תרחיש קיצוני של עלייה חדה ומתמשכת בשער היין היפני. תמהיל יצרני החברה ביין יפני ובאירו מפחית את סיכון המטבע. לחברה סיכונים נוספים פחות מהותיים, כגון, תלות בספקים, תלות בלקוחות עיקריים, תלות בדגם מרכזי, תרחיש של קבלת המלצות ועדת סופר לאישור יבוא מקביל, וגידול באפליית המיסוי בעיקר של רכבים יפניים (מדינות ללא הסכם סחר) לאור ירידת מסי הקניה.

בעלי מניות:

דלק השקעות	61.48%	* סה"כ בעלי עניין מחזיקים בשיעור של 68.2%.
גיל אגמון	6.44%	גיל אגמון הינו מנכ"ל החברה.
אסי ברטפלד	0.14%	החזקות הציבור כוללות את החזקת לאומי גמל בשיעור של 5.63%.
גבריאל לסט	0.14%	החזקת לאומי קרנות נאמנות בשיעור של 1.11%.
הציבור	31.80%	
סה"כ	100.00%	

תמצית העבודה:

תוכן העניינים

- 1. החברה ופעילותה.....3
- 2. סביבה עסקית.....7
- 3. דוחות כספיים.....8
- 4. הערכת שווי.....18

דלק רכב יבואנית הרכב הגדולה בארץ, נשלטת ע"י קבוצת דלק שבשליטת מר יצחק תשובה, והינה הזכינית בארץ של יצרניות הרכב: מאזדה ופורד.



החברה מפיצה בלעדית בארץ של רכבי מאזדה ומפיצה מורשית של רכבי פורד. הדגמים העיקריים שמשוקות החברה כיום הם: מאזדה 3 (משפחתית שהושקה לפרטיים בספטמבר 2003 ובהמשך לליסינג במאי 2004), פורד פוקוס החדשה (משפחתית שהושקה במאי השנה), מאזדה 6 החדשה (משפחתית גדולה שהושקה בספטמבר 2005), מאזדה 5 (מיניוואן קומפקטי שהושק במאי השנה-מעין רכב סטיישן גדול מעוצב, המתאים ל-6 נוסעים וקטנטן), פורד קונקט (מסחרית שהושקה במאי 2003), פורד מונדיאו, מאזדה MPV ופורד טרנזיט. בשנת 2004 מכירות החברה של שלושת דגמיה המובילים, מאזדה 3, פורד פוקוס (הגרסה הראשונה) ומאזדה 6 (הגרסה הראשונה) היוו כ-70% מסך מכירותיה. בשנת 2004 מכרה החברה 35,792 כלי רכב תוך נתח של כ-24% מהשוק, ובשמונת החודשים הראשונים של שנת 2005 מסרה החברה 24,255 כלי רכב תוך נתח של כ-23% מהשוק (סה"כ קצב חודשי של כ-3,000 רכבים).

החברה עוסקת בשני תחומי פעילות מכירת רכבים וכן מכירת חלפים ושירותי מוסך. בשנת 2004 המכירות מחלפים ושירותי מוסך היוו כ-6% מסך המכירות אך כ-18% מסך הרווח הגולמי. הרווח הנקי של החברה הסתכם בשנת 2004 בסך של כ-261 מיליון ש"ח, ובמחצית הראשונה של שנת 2005 הסתכם בסך של כ-182 מיליון ש"ח.

הערכת שווי החברה בוצעה בגישת "עסק חי" במודל של D.C.F המניח עלייה בסך השוק (בשיעורים שנתיים של 4.5%-3.5%) תוך ירידה הדרגתית בנתח השוק של החברה (22% בשנת 2008) כך שצפויה עלייה במספר הרכבים שתמכור החברה: כ-35.2 אלף רכבים בשנת 2005, כ-36.2 אלף רכבים בשנת 2006, כ-37.0 אלף רכבים בשנת 2007 וכ-37.4 אלף רכבים בשנת 2008. בנוסף, הונחה צמיחה בטווח הארוך בשיעור של 2.5% ושיעור היוון של 11%. לשווי התפעולי בסך של כ-3,711 מיליון ש"ח נוספו השקעות אחרות בסך של כ-61 מיליון ש"ח (עפ"י היתרה במאזן) והופחת החוב נטו בסך של כ-873 מיליון ש"ח.

מסמך זה הוכן על ידי אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ מקבוצת אקסלנס-נשואה (להלן: "קבוצת אקסלנס נשואה"). הוא הוכן בהסתמך על מידע הנגיש לכלל הציבור, על נתונים שפותחו בקבוצת אקסלנס נשואה ועל מקורות אחרים הנחשבים למהימנים. על אף שנקטנו בכל כללי הזהירות הסבירים על מנת לוודא כי העובדות המובאות להלן מדויקות וכי הדעות המובאות סבירות והגייוניות בזמן פרסומן, אין הדירקטורים, המנהלים והעובדים אחראים בכל דרך שהיא לתוכן.

מסמך זה אינו מהווה הזמנה לקנות או למכור ניירות ערך.

כל העושה שימוש באמור במסמך זה עושה זאת על אחריותו הבלעדית!

מסמך זה מובא אך ורק לידיעתם של משקיעים מקצועיים ומונסים, האמורים לבצע את החלטתם בנוגע להשקעות בלי להסתמך שלא לצורך על מסמך זה, או על כל תיעוד אחר הקשור אליו. חברות מקבוצת אקסלנס נשואה, הדירקטורים שלה, מנהליה ועובדיה אינם לוקחים על עצמם כל אחריות שהיא לכל הפסד ישיר או נסיבתי הנובע משימוש במסמך זה או מסמכים אחרים הקשורים אליו.

קבוצת אקסלנס נשואה ו/או חברות קשורות לה, הדירקטורים שלה ו/או מנהליה עשויים, בהתאם למגבלות החוק, להחזיק, למכור ו/או לרכוש ו/או להתעניין במסחר בניירות ערך או סחורות, הקשורים בצורה ישירה או עקיפה לנושא דוח זה או דוחות אחרים, שהופצו ע"י קבוצת אקסלנס נשואה. כמו כן, אקסלנס נשואה עשויה להתקשר בעסקאות ו/או להעניק שירותים לחברות המוזכרות בדוח זה, ו/או לחברת האם ו/או לחברות קשורות לחברה הנסקרת, ו/או לכל חברת אחרת הנזכרת במסמך התיעוד הקשורים לדוח. נכון למועד זה, חברות מקבוצת אקסלנס נשואה העוסקות בניהול השקעות עבור לקוחות מחזיקות במסגרת פעילותן השוטפת במניות של החברה הנסקרת וחברות קשורות לה וכן רכשו ני"ע בהנפקה פרטית שביצעה חברת האם.

אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ היא בעלת רשיון למתן שירותי יעוץ מטעם הרשות לניירות ערך וחברה בבורסה לני"ע בת"א בע"מ.

מסמך זה הוא בבעלות קבוצת אקסלנס נשואה כמו גם זכויות היוצרים עליו.

מובהר ומודגש כי אין להעתיק, להעביר, להפיץ מסמך זה או כל חלק ממנו בשום אמצעי שהוא, לכל גורם אחר, ללא אישור מפורש מראש ובכתב מאת קבוצת אקסלנס נשואה.

מסמך זה נסקר ע"י מר רון סירני.

© אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ

1. החברה ופעילותה

1.1 כללי

דלק רכב הינה יבואנית הרכב הגדולה בישראל, בעיקר הודות למאזדה מותג הרכב המוביל בארץ. החברה עוסקת, באמצעות חברת דלק מוטורס שבבעלותה המלאה, ביבוא ובשיווק בישראל של כלי רכב וחלקי חילוף מתוצרת מאזדה ופורד. יצרנית הרכב מאזדה הינה חברה יפנית מקבוצת פורד האמריקאית, שהינה מבין קבוצות הרכב המובילות בעולם (פורד מדורגת שנייה בעולם, במונחי מכירות). כמו כן, יצוין כי יצרנית הרכב מאזדה הפכה בשנים האחרונות למתכננת המכוניות החשובה בקבוצת פורד כאשר דגמי מאזדה משמשים בסיס לדגמי פורד.

דלק רכב בעלת זיכיונות הפצה מתוקף הסכמים עם יצרניות הרכב מאזדה ופורד. דלק רכב הינה המפיצה הבלעדית של רכבי מאזדה בארץ (תוך סייגים כגון גופים ממשלתיים, נציגויות דיפלומטיות וכד') ומפיצה מורשית של רכבי פורד בארץ. ההסכם עם מאזדה מתחדש אחת לשלוש שנים (התחדש לאחרונה ביום 1/4/2005) וההסכם עם פורד הינו בתוקף ממועד חתימתו ועד לסיומו על ידי מי מהצדדים בהתאם להוראותיו. ככלל, ההסכמים קובעים תנאים מסחריים ומשפטיים כגון, ביצוע פעולות שיווק והפצה, סטנדרטים של מערך השירות, הדרכת כוח אדם, שימוש בשמות וסימני מסחר וכד'. יצוין כי עפ"י ההסכם עם מאזדה מחויבת החברה לרכישת כמות מינימלית של רכבים בשנה. עפ"י ההסכם עם פורד כל שינוי בשליטה בדלק מוטורס או כל שינוי בהנהלת דלק מוטורס לפיו גיל אגמון לא ינהל את דלק מוטורס יהא טעון הסכמה מראש ובכתב.

הודות לתלות המשותפת של היצרנים (באשר לשוק בארץ) עם החברה ולמערכת היחסים ביניהם ניתן להניח בהסתברות גבוהה את המשכיות הזיכיונות. כמו כן, גם בתרחיש קיצוני של שינוי מבני בקבוצת פורד העולמית תוך הפרדת מאזדה מקבוצת פורד, לא בהכרח ייפרדו דרכי החברה והיצרנים.

1.2 מכירת רכבים

פעילותה העיקרית של החברה הינה מכירת רכבים התורמת מעל ל-90% ממכירותיה. מתחילת פעילותה מכרה החברה כ-268 אלף כלי רכב מהם כ-216 אלף רכבים מסוג מאזדה וכ-52 אלף כלי רכב מסוג פורד. להלן תמצית המאפיינים והתפתחות מכירות רכבי החברה:

- ◆ בשנת 1992 קיבלה החברה זיכיון בלעדי ממאזדה ובשנת 1999 קיבלה את זיכיון מפורד. בהקשר זה יוזכר כי יצרנית הרכב מאזדה הינה חברה מקבוצת פורד.
- ◆ מאזדה לנטיס הייתה בזמנה לאורך שנים המכונית המובילה בארץ. מאזדה לנטיס הגיעה לארץ באוקטובר 1994 ובמשך כ-4 שנים נמכרו ממנה כ-27 אלפי רכבים. באוגוסט 1998 הושקה גרסת המשך לנטיס 323 ממנה נמכרו כ-73 אלף כלי רכב, כך שבסה"כ מדגמי המאזדה לנטיס נמכרו בארץ כ-100 אלף רכב. בשנים 2002 ו-2003 מכירות של מאזדה לנטיס היוו שיעורים של כ-38% וכ-29% מסך מכירות החברה של כלי רכב.

- ◆ בשנים 2000-2001 שהיו שנות הצמיחה המשמעותית בשוק הליסינג התפעולי בארץ מיצבה החברה את עצמה כשחקנית מובילה בקרב חברות הליסינג (במהלך שנתיים אלה שוק הליסינג התפעולי הכפיל את עצמו פי 3 מהיקף של כ-20 אלף כלי רכב בתחילת שנת 2000 עד לכ-60 אלף כלי רכב בסוף שנת 2001, וכן הגיע לכ-100 אלף כלי רכב בסוף שנת 2004).
- ◆ ביוני 2002 הושקה מכונית המנהלים המאזדה 6 (מחליפת 626). בשנת 2004 הסתכמו מכירות מאזדה 6 בסך של כ-487 מיליון ש"ח שהיוו כ-13% מסך מכירות רכבי החברה. בספטמבר 2005 הושקה מאזדה 6 החדשה.
- ◆ מכונית מאזדה 3 החליפה בהדרגה בשנים 2003-2004 את מכונית מאזדה לנטיס. בשנת 2004 מכירות מאזדה 3 הסתכמו בסך של כ-1,674 מיליון ש"ח שהיוו שיעור של כ-46% מסך מכירות רכבי החברה ושיעור של כ-43% מהסך הכולל של מכירות החברה.
- ◆ בשנת 2003 חלה עליית מדרגה במכירות רכבי החברה הן מתוצרת מאזדה הודות להשקה של מאזדה 3 ללקוחות פרטיים (כהשקה ראשונה בעולם של דגם זה), והן מתוצרת פורד הודות להשקה של פורד קונקט (מכונית מסחרית קלה).
- ◆ במאי 2004 החלה מסירת מאזדה 3 לציי רכב, שהביאה לגידול במכירות של מאזדה ולתמיכה במכירות של פורד (ע"י מכירת רכבים לציי רכב בחבילות משולבות מתוצרת מאזדה ופורד).
- ◆ בשנת 2004 מכרה החברה 35,792 כלי רכב (קצב חודשי של כ-3,000 רכבים) והחזיקה בנתח של מעל ל-24% מהשוק (במונחי מספר רכבים).
- ◆ בשמונת החודשים הראשונים של שנת 2005 מסרה החברה 24,255 כלי רכב (קצב חודשי של כ-3,000 רכבים) והחזיקה בנתח של מעל ל-23% מהשוק (במונחי מספר רכבים).
- ◆ באוגוסט 2005 מסרה החברה 3,665 כלי רכב והחזיקה בנתח של מעל ל-26% מהשוק.
- ◆ החברה חזקה בעיקר בסגמנט המכוניות המשפחתיות, באמצעות הדגמים מאזדה 3 וכן פורד פוקוס החדשה, אשר הושקה בחודש מאי השנה (5/2005). יודגש כי רכבים אלו מציגים ביצועים גבוהים במסגרת מבחני דרכים וכי פורד פוקוס החדשה בעלת פלטפורמה דומה למאזדה 3 (וכן לדגם וולוו S40).
- ◆ הדגמים העיקריים המשווקים כיום על ידי החברה הינם: מאזדה 3, פורד פוקוס החדשה, מאזדה 6 החדשה, מאזדה 5 (דגם של מיניוואן קומפקטי ל-7 נוסעים שהושק במאי השנה), פורד קונקט, פורד מונדיאו, מאזדה MPV ופורד טרנזיט. יחד עם זאת, בשנת 2004 מכירות החברה של שלושת הדגמים המובילים, מאזדה 3, פורד פוקוס (הקודמת) ומאזדה 6 (הקודמת) מתוך סך מכירות רכבי החברה היוו שיעורים של כ-46%, כ-16% וכ-13%, בהתאמה, וביחד היוו שיעור של כ-75% מסך מכירות רכבי החברה (וכ-70% מסך מכירות החברה).

- ◆ תמהיל מכירות החברה כיום הינו בסביבות שני שליש של מכירות רכבים מתוצרת מאזדה וכשליש מתוצרת פורד.
- ◆ התפלגות מכירות רכבי החברה לפי סיווג הרכב בשנת 2004 הייתה כ-94% רכבים פרטיים ורק כ-6% רכבים מסחריים לעומת התפלגות השוק של כ-82% פרטי וכ-18% מסחרי.
- ◆ התפלגות מכירות רכבי החברה לפי לקוחות הינה מעל ל-50% ללקוחות מוסדיים (בעיקר חברות ליסינג) ומתחת ל-50% ללקוחות פרטיים לעומת התפלגות השוק של כ-40% לקוחות מוסדיים וכ-60% לקוחות פרטיים. בשנת 2004 הסתכמו מכירות החברה לשלושת לקוחותיה העיקריים בשיעור של כ-37% מסך מכירות החברה.

1.3 חלפים ושירותי מוסך

דלק רכב הינה יבואנית ומשווקת בישראל של חלקי חילוף מתוצרת מאזדה (משנת 1994) ומתוצרת פורד (משנת 1999). בנוסף לחברה זיכיון לשיווק, הפצה ומכירה בישראל של חלקי חילוף מתוצרת לינקולן, אך בפועל החברה אינה מוכרת חלקי חילוף מתוצרת זו.

החברה מפעילה מוסך מרכזי (המצוי בהעברה מחולון למרכז הלוגיסטי החדש בניר צבי) וכן העניקה הרשאה ומפקחת על רשת של מוסכים מורשים בפיזור ארצי למתן שרות למכוניות מאזדה ופורד. בנוסף, החברה מוכרת חלקי חילוף לסוחרים שהינם מפיצים של חלקי חילוף. מפיצים אלו מוכרים החלפים למוסכים מורשים ושאינם מורשים וכן לחנויות לחלקי חילוף.

יצוין כי אמנם תרומת פעילות זו למכירות החברה נמוכה ביחס לסך המכירות אך התרומה לרווח הגולמי הינה משמעותית. בשנת 2004 הסתכמו מכירות החברה מחלפים ושירותי מוסך בסך של כ-252 מיליון ש"ח, כ-6.4% מסך המכירות, והרווח הגולמי מחלפים ושירותי מוסך הסתכם בכ-82.6 מיליון ש"ח, כ-17.7% מסך הרווח הגולמי. בשנה זו הרווח הגולמי מחלפים ושירותי מוסך היווה שיעור של כ-32.7% ממכירות חלפים ושירותי מוסך, בעוד שהרווח הגולמי ממכירת רכבים היווה שיעור של כ-10.4% ממכירות רכבים.

1.4 מקרקעין

החברה התקשרה בפברואר 2005 בהסכם למכירת המגרש והמבנים של המוסך המרכזי בחולון. מועד מסירת המגרש נקבע לסוף השנה והתמורה תהא סך של 1.6 מיליון \$. המוסך המרכזי יעבור למרכז הלוגיסטי החדש. בשנת 2004 הושלמה בניית המרכז הלוגיסטי הכולל שטחי אחסנה ומשרדים בשטח בנוי כולל של כ-85,000 מ"ר. המרכז הלוגיסטי ממוקם ליד מושב ניר צבי על קרקע שנרכשה (זכויות חכירה עד שנת 2045) בשנת 2000 ע"י חברת הבת נכסי ד.מ.ר. המרכז החדש כולל את מרכז החלפים (פעילות שיווק ומכירת חלקי חילוף), מתחם אחסנת רכב (פעילות אחסנה, הכנה ומסירה ללקוח של כלי רכב) ומשרדי הנהלת החברה. המעבר למרכז הלוגיסטי תורם לייעול התהליכים הפנימיים ולחסכון בעלויות אחסנה.

בנוסף, לנכסי ד.מ.ר קרקעות בשטח כולל של כ-78 דונם הממוקמות בסמוך למרכז הלוגיסטי. מהם, זכויות החכירה של כ-63 דונם הסתיימו בשנים 2002-2003 ועד כה לא הוארכו. זכויות החכירה ביתרת השטח של כ-15 דונם הינן לשנת 2042 עם זכות להארכה ב-49 שנים נוספות.

1.5 שגריר

החברה מחזיקה בכ-33% ממניות "החזקות עד"ך", לשעבר שגריר שרותי גרירה. בחודש פברואר 2005 הושלמה עסקה למכירת החזקת החברה בשגריר (הפעילות, המוניטין וההתחייבויות), למעט: שלושה נכסי מקרקעין, מזומנים ושווי מזומנים ונכסים נוספים.

1.6 מדיניות דיבידנדים

בשנת 2003 ביצעה החברה שתי חלוקות דיבידנד בסך כולל של כ-303 מיליון ש"ח. בשנת 2004 ביצעה החברה שתי חלוקות דיבידנד בסך כולל של כ-326 מיליון ש"ח. במאי 2005 החליטה החברה על חלוקת דיבידנד (אשר שולם ביולי 2005) בסך של כ-204 מיליון ש"ח. במצטבר במהלך השנתיים וחצי האחרונות חילקה החברה דיבידנדים בסך של כ-833 מיליון ש"ח.

1.7 דירוג אשראי

בפברואר 2004 חברת הדירוג מעלות קבעה להתחייבויות חברת דלק רכב דירוג של AA.

1.8 ההשפעה על הפחתת מסי הקניה

ביום 13/9/2005 פורסם כי שר האוצר חתם על צווים המפחיתים בהדרגה את מס הקניה המשולם למדינה בקניית רכב חדש, כדלהלן:

סוג רכב	תאריך הפחתה	שיעור מס קניה	זיכוי בגין אביזרי בטיחות בש"ח (קיזוז מסך מס הקניה)			
			ABS+ 2AB	4AB	יותר מ-4 AB	מערכת בקרת יציבות
פרטי	כיום	95%	4,200	-	-	-
	1/12/05	89%	2,100	600	600	800
	1/1/07	84%	1,200	600	600	900
	1/1/08	78%	-	600	600	1,000
	1/1/09	75%	-	400	800	1,100
	1/1/10	72%	-	400	800	1,200
מסחרי	כיום	75%	3,350	-	-	-
	1/12/05	73%	1,700	400	400	400
	1/1/07	72%	1,000	500	500	500
	1/1/08	72%	-	600	600	600
	1/1/09	72%	-	400	800	800
	1/1/10	72%	-	400	800	1,200

עפ"י הרפורמה תבוטל בהדרגה אפליית המיסוי בין רכב פרטי לרכב מסחרי (הנהנה כיום ממס מופחת). המס על רכב פרטי חדש יופחת בהדרגה משיעור של 95% לשיעור של 72% בשנת 2010. מנגד, תקטן במקביל ההטבה לפיה ניתן לקזז מסך מס הקניה זיכוי בגין אביזרי בטיחות. כיום ברכישת רכב פרטי ניתנת הטבה בסך של 4,200 ש"ח בגין אבזור בטיחות של מערכת ABS ושתי כריות אוויר. בשנת 2010 תינתן הטבה בסך של 2,000 ש"ח בגין אבזור בטיחות שיכלול מערכת ABS + מעל 4 כריות + מערכת בקרת יציבות, כאשר אבזור חלקי מזה יקנה חלק מההטבה.

ככלל, רפורמה זו תעודד רכישת מכוניות חדשות ובטוחות יותר תוך יצירת סטנדרט גבוה של אבזור בטיחות, ותביא לקיצור משך החיים של כלי הרכב בארץ. להערכת הנהלת החברה, בטווח הקצר למרות ההנחה במס לא צפויה השפעה מהותית על החברה לאור הקטנת הטבת הזיכוי בגין אביזרי הבטיחות, ובטווח הארוך צפוי גידול במכירות הרכבים החדשים.

להערכתנו רפורמה זו לא תגרום שינויים משמעותיים בשוק הרכב מלבד הגדלת סטנדרט האבזור של מערכות בטיחות. הרפורמה צפויה להשפיע על החברה באופן הבא:

+ עלייה בטווח הארוך - בטווח הארוך יגדלו היקף שוק הרכבים החדשים בארץ ומכירות החברה, במונחי מספר רכבים. למעשה זוהי ההשפעה העיקרית של הרפורמה על החברה. לדעתנו יתכן כי בהמשך יוחלט על העמקת הרפורמה כפי שקרה למס החברות. לפי הרפורמה הנוכחית אמנם מחירי הרכבים החדשים יופחתו באלפי ש"ח אך עדיין יהיו יקרים (במונחי מספר משכורות ממוצעות שתידרשנה לרכישת רכב חדש).

+ הנחה לרכבים יקרים - היקף ההשפעה גדל ככל שהרכב יקר יותר, זאת מאחר שהנחת המס הינה יחסית למחיר הרכב (שיעור מס) בעוד שקיזוז ההטבה בגין חבילת האבזור היא סכום קבוע. לפיכך כבר בטווח הקצר צפויה ירידה במחירי הרכבים היקרים. יחד עם זאת, ניתן להניח שרוכשי רכבים יקרים הם בדרך כלל בעלי איתנות פיננסית כך שההנחה הצפויה בטווח הקצר תהווה עבורם שיקול משני בלבד ברכישת רכב חדש. כאמור, מהותיות היקף ההנחה בש"ח בגין רכב יקר תהא בטווח הזמן הארוך.

+ עלייה ברווח הגולמי - החברה תהנה מכך שאמנם מרבית ההנחה תגיע לרוכשי הרכבים אך לא מלוא ההנחה. בנוסף, החברה תמכור יותר חבילות אבזור בטיחות אשר ניתן להניח כי יגלמו בתוכן רווח גולמי כלשהו לחברה. למעשה, עפ"י הרפורמה בטווח הקצר תינתן לרוכשי הרכבים יותר תמורה במחיר דומה וכן היבואנים יגזרו רווח נוסף, כאשר המדינה תשא בעלויות אלה (ירידה בהכנסותיה ממיסוי רכבים).

+ עלייה בשיעור הרווח הגולמי - הירידה במחיר המכירה לא תלווה בירידה דומה ברווח הגולמי ולפיכך שיעור הרווח הגולמי יגדל.

- הגדלת אפליית רכבים יפנים - הרפורמה מגדילה את האפליה לרעה של יבוא רכבים ממדינות שלישאל אין עמן הסכמי סחר, כגון יפן וקוריאה, זאת לאור מכס בשיעור של 7% המוטל על רכבים ממדינות אלה. רכישת רכב ממדינות אלה מחויבת במכס בנוסף למס קניה ולכן ירידה

בשיעור מס קניה מגדילה את השפעת שיעור המכס על המחיר הכולל (פשוט כי 7/79 גדול מ-7/102). עובדה זו לדעתנו הינה ההשפעה השלילית העיקרית של הרפורמה על החברה מאחר שהינה פוגעת בכושר התחרות של מאזדה. מנגד, המשך התחזקות מותגי המכוניות היפניות יקטין השפעה זו. בטווח הארוך לא מן הנמנע כי שיעור המכס יופחת או לחילופין ייחתם הסכם סחר עם יפן שיתקנו האפליה. להערכת הנהלת החברה, במידה שאפליה זו תביא לפגיעה במכירות מאזדה ניתן להניח כי היצרנית תגדיל את היקף ההנחות הניתנות לחברה.

ירידה במכירות בטווח המידי – להערכת הנהלת החברה בטווח הקצר הרפורמה לא צפויה לגרום לשינויים מהותיים. ההפחתה של מס הקניה על רכב חדש בשנתיים הראשונות לרפורמה, עתידה להתקזז ברובה בשל ביטול הדרגתי של הפטורים לאביזרי בטיחות ברכב. יצוין כי מועד ההכרה במכירה הינו במועד רישוי הרכב (שחרור מהבונדד כחודשיים לאחר ההזמנה). הזמנות שיבוצעו לאחר 1/12/2005 ירשמו כמכירות בשנת 2006. לדעתנו, יתכן כי החברה תבצע הזמנות כבר כיום שיסופקו ויעברו רישוי רק לאחר 1/12/2005. יחד עם זאת, עצם פרסום הרפורמה יביא לדחייה מסוימת של רכישות בטווח המידי עד לתחילת דצמבר 2005. עפ"י דוח מידי של דן רכב מבין הגדולות בתחום הליסינג, "כתוצאה מאי הודאות הנובעת מן הרפורמה האמורה, צפוי כי בטווח הקצר תצומצם הפעילות בשוק הרכב בכללותו לרבות מכירות רכב משומש ע"י החברה וביצוע עסקאות ליסינג תפעולי חדשות על ידה".

אי ודאות עד שנת 2010 – שיעור המס הפוחת בהדרגה עד לשנת 2010 מגביר את אי הודאות בתקופה זו. עד להתייצבות שיעור המס יתכן שיצטברו "ביקושים כבושים". רוכשים פוטנציאליים של רכב חדש אפשר שמשיקולים כלכליים יעדיפו להאריך את משך החזקתם ברכב משומש (לאו דווקא עד 2010 אלא עד כמה שניתן מבחינתם). אמנם משנים 2007-2008 מחיר הרכבים החדשים יהא זול מבעבר אך המשך מגמת ההפחתה מעלה סיכון של ירידת ערך הרכב. יחד עם זאת, צפוי כי במקביל תחול ירידה במחירי המכוניות המשומשות אשר תקזז חלקית השפעה זו. בנוסף, בסה"כ משנים אלה צפויה עלייה ברמת המכירות שכן רכישת רכב חדש מושפעת משיקולים נוספים.

עונתיות – מועדי הפחתת המס יגרמו לדחיית רכישות מסופי שנה לתחילת השנה הבאה בכדי ליהנות מהפחתה מוגדלת. עובדה זו תגביר את העונתיות בפעילות ותחייב הערכות לוגיסטיות מתאימה.

מלאי – ההפחתה העתידית במס הקניה מקטינה כבר כיום את שווי מלאי הרכבים של החברה.

פגיעה בחברות הליסינג – הרפורמה מקטינה את שווי ציי הרכב הנוכחיים של חברות הליסינג שהינם לקוחות עיקריים של החברה. יחד עם זאת, איתנות חברות אלה לא תפגע משמעותית, בין היתר, מאחר שאת הרכישות העתידיות הן תבצענה במחירים נמוכים יותר.

2. סביבה עסקית

2.1 מתחרים בשוק הרכב העולמי

הקבוצות העיקריות בשוק הרכב העולמי הינן:

- א. גינרל מוטורס – קבוצת הרכב גינרל מוטורס האמריקאית כוללת את יצרני הרכב הבאים: שברולט, פונטיאק, ביואיק, קאדילק, גיי.אם.סי, אולדסמוסיל, סאטורן, האמר, סאאב, ווקסול, אופל והולדן. לקבוצה שותפויות עסקיות עם פיאט, דיימלר-קרייזלר, וכן עם היצרניות היפניות איסוזו וסוזוקי. החברה הינה קבוצת הרכב הגדולה בעולם במונחי מחזור מכירות (כ-191 מיליארד \$) אך נסחרת (NYSE: GM) בשווי שוק של כ-19 מיליארד \$ בלבד (כ-14% בלבד משווי השוק של טויוטה, קבוצת הרכב הגדולה בעולם במונחי שווי שוק).
- ב. פורד – קבוצת הרכב פורד האמריקאית כוללת את יצרני הרכב הבאים: פורד, לינקולן, מרקורי, מאזדה, וולוו, יגואר, לאנד-רובר ואסטון מרטין. החברה הינה קבוצת הרכב השניה בגודלה בעולם במונחי מחזור מכירות (כ-174 מיליארד \$) אך נסחרת (NYSE: F) בשווי שוק של כ-18 מיליארד \$, במכפיל רווח של כ-7.7.
- ג. דיימלר-קרייזלר – קבוצת הרכב דיימלר-קרייזלר הגרמנית כוללת את יצרני הרכב הבאים: מרצדס, דודג', קרייזלר, גיפ ואחרים. לקבוצה שותפות אסטרטגית עם גינרל מוטורס וכן עם היצרניות היפניות הונדה (הנסחרת, NYSE: HMC), בשווי שוק של כ-50 מיליארד \$). החברה הינה קבוצת הרכב השלישית בגודלה בעולם במונחי מחזור מכירות ונסחרת (NYSE: DCX) בשווי שוק של כ-51 מיליארד \$, במכפיל רווח של כ-16.4.
- ד. טויוטה – יצרנית הרכב היפנית טויוטה (הנהלתה ממוקמת בעיר טויוטה ביפן) היא קבוצת הרכב הגדולה בעולם במונחי שווי שוק. החברה מוכרת את רכבי טויוטה בכ-140 מדינות בעיקר ביפן, בצפון אמריקה ובאירופה ובעלת מחזור מכירות של כ-173 מיליארד \$. טויוטה נסחרת (NYSE: TM) בשווי שוק של כ-134 מיליארד \$, במכפיל רווח של כ-12.8.
- ה. פולקסוואגן – קבוצה גרמנית (אינה סחירה) הכוללת את היצרנים הבאים: פולקסוואגן (המובילה באירופה), אאודי, למבורגיני, בנטלי, סיאט וסקודה.
- ו. אחרים – יצרני רכב אחרים מובילים בעולם במונחי מחזור מכירות הינם: ניסאן, הונדה, פגיו, פיאט ורנו.

דירוג קבוצות הרכב לפי שווי שוק מציב את טויוטה ראשונה (כ-134 מיליארד \$), ובהפרש ניכר את הקבוצות הבאות: דיימלר-קרייזלר (כ-51 מיליארד \$), הונדה (כ-50 מיליארד \$), גינרל מוטורס (כ-19 מיליארד \$), פורד (כ-18 מיליארד \$), פיאט (כ-8 מיליארד \$) וטאטא (כ-4 מיליארד \$). האחרונה הינה יצרנית רכבים הודית המוכרת בעיקר בהודו ומציגה את הביצועים הטובים ביותר במונחי עליית שווי השוק.

ככלל, בשנים האחרונות חלה בעולם התחזקות של יצרניות הרכב היפניות. בנוסף, גדלה ההכרה בקרב קבוצות הרכב הגדולות בעולם, באשר ליכולות הגבוהות של היצרניות היפניות בתכנון כלי רכב (איכותיים, אמינים וזולים לייצור). עובדה זו העלתה את קרנן של היצרניות היפניות בעולם.

2.2 מאפייני שוק הרכב בישראל

שוק הרכב בישראל נבדל ממרבית שווקי הרכב בעולם עקב בידודו הגיאוגרפי ומכסי היבוא הגבוהים השוררים בארץ. רמת המינוע בישראל הינה נמוכה יחסית למדינות מערביות שונות ומחירי הרכב גבוהים יחסית כתוצאה ממכסי היבוא הגבוהים. יחד עם זאת, מספר כלי הרכב לנפש עלה באופן רציף מאז שנות ה-50 ועומד כיום על כ-0.3 רכב לנפש. מצבת כלי הרכב בישראל כיום הינה כ-2 מיליון כלי רכב מהן כ-1.6 מיליון מכוניות פרטיות, כ-345 אלף משאיות והיתרה כוללת אופנועים, אוטובוסים וכו'. למרות העלייה במצבת כלי הרכב ובאוכלוסיה בארץ לא חל גידול מהותי בהיקפי המכירות השנתיות של רכבים חדשים. עובדה זו מצביעה על עלייה באורך החיים הממוצע של כלי רכב בישראל העומד כיום על כ-6 שנים (המקסימלי מגיע לכ-15 שנה).

שוק הרכב בישראל מאופיין בתחרות גבוהה המתבטאת במגוון רחב של מכוניות המיובאות מאזורים שונים בעולם: מזרח אסיה, אירופה וארה"ב. התחרות מתבססת בעיקר על מיתוג, דגמים, מחירים, תנאי תשלום, איכות השירות ושמירת ערך המכונית בשוק המכוניות המשומשות. הגורמים המשפיעים על התחרות בענף הינם גורמים חיצוניים, כגון: התחרות בשוק הרכב העולמי, יצרני הרכב, שערי מטבעות חוץ בהם נרכשים כלי הרכב מהיצרן, וגורמים פנימיים, כגון: פעולות היבואנים האחרים בשוק הרכב הישראלי.

שוק הרכבים החדשים בארץ מושפע משוק הליסינג התפעולי. חברות הליסינג חיזקו את מעמדן כאוליגופסון בעל השפעה רבה על יבואני הרכב (השפעה הדדית לאור ההשפעה על שווי ציי הרכב של חברות הליסינג). בשנת 2004 חברות הליסינג רכשו כ-40% מהרכבים שנמכרו בארץ וזאת בהשוואה לכ-25% בשנת 2003. להלן אומדן התפתחות סך הרכבים בשוק הליסינג התפעולי בישראל: כ-5 אלף רכבים בשנת 1997, כ-10 אלף רכבים בשנת 1998, כ-19 אלף רכבים בשנת 1999, כ-45 אלף רכבים בשנת 2000, כ-60 אלף רכבים בשנת 2001, כ-72 אלף רכבים בשנת 2002, כ-85 אלף רכבים בשנת 2003 וכ-100 אלף כלי רכב בסוף שנת 2004. ראוי לציין כי חלקם של הרכבים שנרכשו בשנות שיא הצמיחה, 2000-2001 שוחלפו ע"י חברות הליסינג (לפני המועד המקובל של 3.5 שנים בעסקת ליסינג). בהקשר זה, יצוין כי תמחור הרכבים הנמכרים לחברות ליסינג מושפע מהמחירים של רמות שווי השימוש הנקבעים לצורכי מס הכנסה (רף רמה 2 הינו 122 אלף ש"ח במסגרתו נכללים דגמי מאזדה 3, פורד פוקוס, טויוטה קורולה, רנו מגאן וכד').

הממשלה בוחנת רפורמה בשוק הרכב במסגרתה יתכן ויורשה יבוא מקביל. הגורמים העיקריים שיתכן ויבצעו יבוא מקביל הן חברות הליסינג והשכרת רכב. יחד עם זאת, בהתחשב בקשרים של היבואנים עם היצרנים, מחירי עלות נמוכים ליבואנים הקיימים, עלויות השינוע ומערכי שיווק ושירות, לא צפויה פגיעה במעמדם של מרבית היבואנים הקיימים. הנהלת דלק רכב מעריכה כי אין כדאיות כלכלית ליבוא מקביל למעט לגבי מכוניות יוקרה ומכוניות נישא.

2.3 התפתחות שוק הרכב בישראל

בשנים 1997-1999 שמר שוק הרכב בארץ על רמת מכירות יציבה של כ- 136-138 אלף כלי רכב בשנה. בשנת 2000 חל גידול של כ-35% בהיקף המכירות ונמכרו כ-175 אלף כלי רכב, בעיקר בעקבות הגאות הכלכלית והתפתחות ענף הליסינג. בשנים 2001-2003 לאור המיתון והמצב הביטחוני-מדיני חלה ירידה בכל שנה בהיקף המכירות עד לרמת שפל של כ-123 אלף כלי רכב בשנת 2003. מגמת הירידה בהיקפי המכירות חלה בקרב לקוחות פרטיים במקביל ליציבות במכירות ללקוחות מוסדיים (בעיקר ליסינג).

שנת 2004 הייתה שנה מוצלחת ליבואני הרכב. בשנה זו יובאו לישראל כלי רכב, חלקי רכב וציוד תשתית בסך של כ-16 מיליארד ש"ח. כמות מסירות כלי הרכב עלתה בכ-19% והסתכמה בכ-146.8 אלף כלי רכב. כ-82% מהרכבים שנמסרו הם פרטיים והשאר רכבים מסחריים. בשנת 2005 בשמנת החודשים הראשונים חלה עלייה בשיעור של כמעט 7% ביחס לתקופה המקבילה הקודמת.

2.4 מתחרים בשוק הרכב בישראל

שוק הרכב בישראל מפורז יחסית וכולל מספר רב יחסית של יבואני רכב המייבאים כלי רכב המיוצרים במקומות שונים בעולם, אשר מרביתם מייבאים כשניים עד שלושה מותגים בלבד. בשוק הרכב בישראל פועלים כיום כ-14 יבואנים המייבאים כ-35 מותגים שונים.

החברה המובילה בארץ הינה מאיר חברה למכונות ומשאיות המובילה בתחום המשאיות באמצעות וולוו (וכן יבואנית של רכבי נוסעים מדגמי הונדה, וולוו ויגואר). בתחום של רכבי נוסעים בלבד דלק רכב הינה החברה המובילה בארץ.

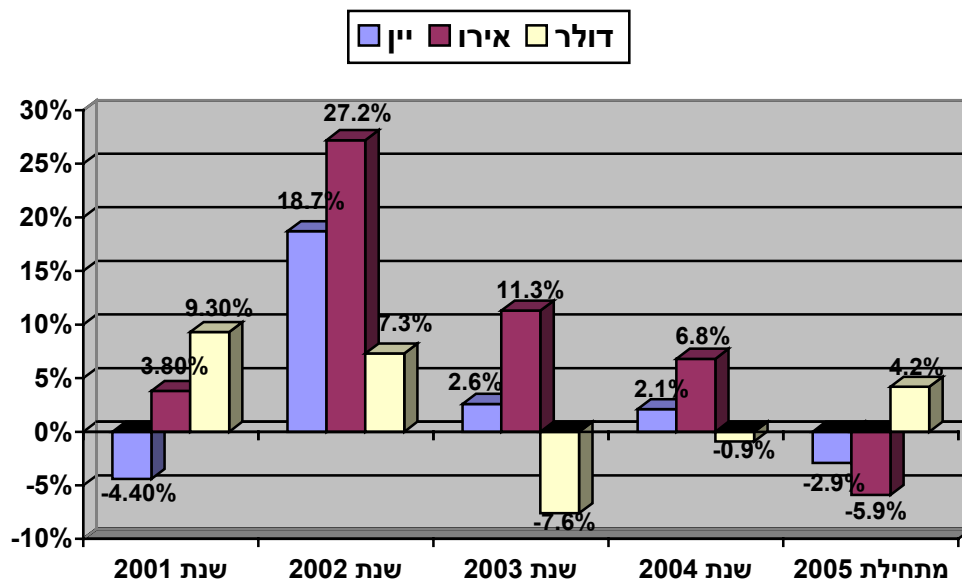
להלן החברות המתחרות העיקריות (בסוגריים רשום דירוג המותג בשנת 2004 במונחי מספר רכבים שנמכרו):

- א. דלק מוטורס - יבואנית מאזדה (1) ופורד (4).
- ב. כלמוביל-כלמוטור – יבואנית יונדאי (2), מיצובישי (8), מרצדס (19), וסמארט.
- ג. יוניון מוטורס – יבואנית טויוטה (3).
- ד. יו.אם.איי – יבואנית שברולט (5), איסוזו (16), אופל (22), ביואיק (28), קאדילאק (30), וסאאב (34).
- ה. דוד לובינסקי – יבואנית סיטרואן (7) ופיגיו (9).
- ו. בני משה קרסו – יבואנית רנו (6) וניסאן (17).
- ז. צ'מפיון מוטורס – יבואנית פולקסווגן (12), סקודה (14), סיאט (20), ואאודי (24).

- ח. מאיר חב' למכונות ומשאיות – יבואנית הונדה (10), וולוו (25), ויגואר (32).
- ט. מכשירי תנועה – יבואנית סוזוקי (13), קרייזלר (27), ופורשה.
- י. יפנאוטו – יבואנית סובארו (11).
- יא. סוכנות מכונות לים התיכון (סמליית) - יבואנית של פיאט (15), קאיה (18), אלפא רומיאו (33), ולנציה (36).
- יב. טלקאר – יבואנית דיהטסו (21) וסאניאג (26).
- יג. חב' המזרח לשיווק מכונות – יבואנית לנד רובר (29) ושל רובר שדעך.
- יד. קמור רכב – יבואנית ב.מ.וו (23).

בשנים 2003-2004 גם לאור חולשת היין היפני למול האירו חל גידול במכירות הרכבים המיובאים מיפן (רכב יפני המיוצר באירופה אינו נכלל בהגדרה מיובא מיפן). בשנת 2005 חלה התחזקות של הדולר למול המטבעות האחרים עובדה הפוגעת במותגי הרכבים הנרכשים מהיצרנים במחירים דולרים (כגון יונדאי). בהקשר לשערי מטיח יצוין כי יבואני הרכב מושפעים בעיקר מהרמה הממוצעת של שערי המטבעות במהלך כל תקופה יותר מאשר מהשינוי מנקודת זמן בתחילת תקופה לעומת סוף התקופה.

התרשים הבא מציג את התפתחות שערי החליפין:



להלן דו"ח מסירות היבואנים עפ"י איגוד יבואני הרכב:

1-8/2005			8/2005		
% שינוי	% מהשוק	מספר רכבים	% מהשוק	מספר רכבים	
					לפי יבואנים:
-2.3%	23.3%	24,255	26.4%	3,665	דלק מוטורס
13.7%	19.6%	20,374	19.6%	2,721	כלמוביל-כלמוטור
33.2%	11.1%	11,580	11.9%	1,657	יוניון מוטורס
13.2%	9.5%	9,898	6.8%	943	יו.אם.איי
10.9%	7.9%	8,275	6.3%	872	דוד לובינסקי
-18.2%	6.4%	6,671	6.6%	915	בני משה קרסו
0.6%	5.8%	6,050	6.6%	920	צ'מפיון מוטורס
23.2%	4.0%	4,162	3.3%	462	מכשירי תנועה
2.8%	4.0%	4,127	3.9%	540	מאיר
12.3%	3.7%	3,815	4.7%	658	יפנאוטו
-3.2%	4.7%	4,910	4.0%	553	אחרים
6.6%	100.0%	104,117	100.0%	13,906	סה"כ
7/2005			8/2005		
% מהשוק	מספר רכבים	% מהשוק	מספר רכבים		
					לפי יצרנים:
13.4%	2,015	17.6%	2,446		מאזדה
15.7%	2,367	14.4%	2,005		יונדאי
12.3%	1,857	11.9%	1,657		טויוטה
7.6%	1,150	8.8%	1,219		פורד
7.8%	1,173	5.2%	717		שברולט
4.1%	615	4.7%	658		סובארו
4.6%	688	4.4%	609		רנו
3.2%	480	3.8%	528		פולקסווגן
4.7%	701	3.7%	509		הונדה
4.0%	608	3.6%	506		מיצובישי
2.8%	420	3.4%	476		סיטרואן
3.8%	572	3.0%	416		סוזוקי
3.7%	550	2.8%	396		פיגו
2.4%	360	2.2%	306		ניסאן
<u>9.9%</u>	<u>1,486</u>	<u>10.5%</u>	<u>1,458</u>		אחרים
100.0%	15,042	100.0%	13,906		סה"כ

2.5 רכבים מונעי גפ"מ

מספר כלי הרכב בעולם המונעים ע"י גפ"מ (במצב נוזלי) הינו כיום כ-10 מיליון רכבים, כ-1.6 מיליון רכבים בדרום קוריאה, כ-1.4 מיליון רכבים באוסטרליה, כ-1.3 מיליון רכבים באיטליה, כ-1 מיליון רכבים בטורקיה, כ-90% מהמוניות ביפן ועוד, רוב התחבורה הציבורית בדרום קוריאה, בטורקיה וביפן. הגפ"מ, גז פחממני מעובה (הגז הביתי) נחשב ידידותי לסביבה, זול אמין וחסכוני. ישנם כלי רכב בהם יכול בעל הרכב באמצעות מתג לבחור בין מערכת הבנזין למערכת הגפ"מ. בארץ הגפ"מ זול משמעותית לאור פערי המיסוי לעומת מוצרי אנרגיה אחרים (ישנה כוונה להעלות את המיסוי על הגפ"מ וסולר לרמה של מיסוי הבנזין). בחודש ספטמבר השנה (2005) נחנכה תחנת תדלוק ראשונה למילוי גפ"מ בשכונת תלפיות בירושלים. לאחרונה פורסם בתקשורת כי חברות ליסינג בארץ שוקלות רכישת רכבים מונעי גפ"מ. ניתן להניח כי מגמה זו תהא בתהליך הדרגתי איטי לאורך שנים רבות.

3. דוחות כספיים

ממצאי ניתוח הדוחות מוצגים בהערכת השווי ולהלן מוצגים הדוחות המאוחדים של החברה.

3.1 דו"חות רווח והפסד

להלן דוחות רווח והפסד מאוחדים של חברת דלק רכב:

אלפי ש"ח					
2002	2003	2004	1-6/2004	1-6/2005	
					מכירות:
2,115,496	2,987,292	3,671,426	1,898,285	1,707,297	מכירת כלי רכב
-5.4%	41.2%	22.9%	N.A	-10.1%	% צמיחה
187,548	224,740	252,143	119,428	141,048	מכירת חלפים ושירותי מוסך
2.0%	19.8%	12.2%	N.A	18.1%	% צמיחה
2,303,044	3,212,032	3,923,569	2,017,713	1,848,345	סה"כ המכירות
-4.8%	39.5%	22.2%	38.7%	-8.4%	% צמיחה
2,048,950	2,766,983	3,458,021	1,773,202	1,636,396	עלות המכירות
89.0%	86.1%	88.1%	87.9%	88.5%	% מסך המכירות
254,094	445,049	465,548	244,511	211,949	רווח גולמי
11.0%	13.9%	11.9%	12.1%	11.5%	% מסך המכירות
37,210	43,603	34,111	16,694	19,719	הוצאות מכירה ושיווק
1.6%	1.4%	0.9%	0.8%	1.1%	% מסך המכירות
31,720	31,604	29,459	15,507	12,881	הוצאות הנהלה וכלליות
1.4%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	% מסך המכירות
185,164	369,842	401,978	212,310	179,349	רווח תפעולי
8.0%	11.5%	10.2%	10.5%	9.7%	% מסך המכירות
11,810	8,108	(22,018)	4,301	28,474	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
0.5%	0.3%	-0.6%	0.2%	1.5%	% מסך המכירות
(120)	(1,533)	0	0	0	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	% מסך המכירות
196,854	376,417	379,960	216,611	207,823	רווח לפני מסים
72,106	136,088	124,416	76,800	69,835	מסים על ההכנסה
36.6%	36.2%	32.7%	35.5%	33.6%	% מס אפקטיבי
124,748	240,329	255,544	139,811	137,988	רווח לאחר מסים
<u>5,057</u>	<u>5,861</u>	<u>5,862</u>	<u>2,720</u>	<u>44,304</u>	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברה כלולה ושותפות, נטו
129,805	246,190	261,406	142,531	182,292	רווח נקי
5.6%	7.7%	6.7%	7.1%	9.9%	% מסך המכירות

פעילותה העיקרית של דלק רכב הינה מכירת כלי רכב. במחצית הראשונה של השנה היו המכירות מפעילות זו שיעור של כ-92% מסך מכירות החברה. מכירות החברה של כלי רכב נובעות משני משתנים: מספר כלי הרכב הנמכרים ע"י החברה (הנגזר מסך שוק הרכבים החדשים ונתח השוק של החברה) וכן המחיר הממוצע לרכב (לפני מע"מ).

להלן ביאור הכנסות החברה ממכירת כלי רכב בשנים האחרונות:

1999	2000	2001	2002	2003	2004	1-6/ 2004	1-6/ 2005	
מכירות של כלי רכב בישראל (ביחידות):								
136,152	175,325	160,435	132,129	123,189	146,826	70,276	75,169	סה"כ השוק בישראל
0.1%	28.8%	-8.5%	-17.6%	-6.8%	19.2%	25.8%	7.0%	% גידול
נתח שוק החברה מסך השוק בארץ:								
15.0%	14.1%	10.9%	12.2%	16.5%	16.8%	19.6%	14.3%	מאזדה
0.4%	5.1%	5.0%	5.4%	9.1%	7.6%	7.0%	7.6%	פורד
15.4%	19.2%	15.9%	17.6%	25.6%	24.4%	26.7%	21.8%	סה"כ החברה
מכירות החברה של כלי רכב (ביחידות):								
20,467	24,723	17,452	16,184	20,291	24,600	13,807	10,733	מאזדה
511	8,892	8,002	7,077	11,232	11,192	4,939	5,687	פורד
20,978	33,615	25,454	23,261	31,523	35,792	18,746	16,420	סה"כ מספר רכבים נמכרים ע"י החברה
N.A.	60.2%	-24.3%	-8.6%	35.5%	13.5%	24.3%	-12.4%	% גידול
מחיר רכב (אלף ש"ח):								
94.2	91.5	87.8	90.9	94.8	102.6	101.3	104.0	מחיר ממוצע לרכב
N.A.	-2.9%	-4.0%	3.5%	4.2%	8.2%	N.A.	2.7%	% שינוי במחיר לרכב
סיכום:								
20,978	33,615	25,454	23,261	31,523	35,792	18,746	16,420	מספר רכבים נמכרים ע"י החברה
94.2	91.5	87.8	90.9	94.8	102.6	101.3	104.0	מחיר ממוצע לרכב (אלף ש"ח)
1,977	3,075	2,236	2,115	2,987	3,671	1,898	1,707	סה"כ מכירת כלי רכב (מיליון ש"ח)

הערה: יצוין כי נתוני סך השוק משנת 2003 ואילך המוצגים לעיל הינם עפ"י דוחות איגוד יבואני הרכב. נתונים אלו גבוהים מהנתונים המוצגים ע"י החברה ולפיכך גוזרים לחברה נתח שוק נמוך במעט מהמוצג ע"י החברה. בהקשר זה יצוין כי נתוני האיגוד מתבססים על מסירות רכבים. ברור כי נתוני האיגוד אינם מצביעים על סך המכירות במדויק (יש פער בין מועד המכירה למועד המסירה) אך ישנו פער קל בלבד בין היקף המסירות של רכבים מתוצרת מאזדה ופורד עפ"י דוחות האיגוד לעומת מספר הרכבים הנמכרים על ידי החברה עפ"י הדוחות הכספיים של החברה.

3.2 מאזנים

להלן מאזנים מאוחדים של חברת דלק רכב:

אלפי ש"ח				
31/12/2003	31/12/2004	30/6/2005		
				רכוש שוטף:
76,556	3,818	0.3%	4,800	מזומנים ושווי מזומנים
527,552	549,314	49.8%	870,180	לקוחות
23,231	28,150	1.4%	24,865	חייבים ויתרות חובה
<u>455,876</u>	<u>514,293</u>	<u>32.3%</u>	<u>564,719</u>	מלאי
1,083,215	1,095,575	83.8%	1,464,564	סה"כ רכוש שוטף
				השקעות לזמן ארוך:
29,089	35,817	2.1%	37,111	השקעות בחברה כלולה ובשותפויות
<u>23,432</u>	<u>23,432</u>	<u>1.3%</u>	<u>23,432</u>	השקעה בחברה אחרת
52,521	59,249	3.5%	60,543	סה"כ השקעות
				רכוש קבוע:
254,937	260,594	15.6%	272,898	עלות
<u>57,412</u>	<u>50,314</u>	<u>2.9%</u>	<u>51,190</u>	בניכוי - פחת שנצבר
197,525	210,280	12.7%	221,708	רכוש קבוע, נטו
3,170	2,025	0.1%	1,675	מסים נדחים
1,336,431	1,367,129	100.0%	1,748,490	סה"כ נכסים
				התחייבויות שוטפות:
334,622	477,910	33.7%	589,197	אשראי מתאגידים בנקאיים
453,092	421,880	27.3%	478,170	ספקים ונותני שירותים
41,534	52,324	2.6%	44,924	זכאים ויתרות זכות
<u>0</u>	<u>0</u>	<u>11.7%</u>	<u>204,002</u>	דיבידנד שהוכרז
829,248	952,114	75.3%	1,316,293	סה"כ התחייבויות שוטפות
				התחייבויות לזמן ארוך:
68,389	42,579	4.7%	81,471	הלוואות מתאגידים בנקאיים
5,022	3,217	0.2%	3,217	התחייבויות בגין סיום יחסי עובד-מעביד
73,411	45,796	4.8%	84,688	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך
433,772	369,219	19.9%	347,509	הון עצמי
1,336,431	1,367,129	100.0%	1,748,490	סה"כ התחייבויות והון עצמי

יתרת הלקוחות ביום 30/6/2005 גדלה לסך של כ-870 מיליון ש"ח לעומת סך של כ-549 מיליון ש"ח בסוף שנת 2004. אמנם העלייה ביתרת הלקוחות במחצית השנה נובעת בעיקר מעונתיות אך גם לעומת יתרת הלקוחות ביום 30/6/2004 (סך של כ-711 מיליון ש"ח) חלה עליה בשיעור של כ-22%. יחד עם זאת חלה עלייה במלאי בשיעור של כ-32% לעומת המועד המקביל הקודם. נתונים אלו מצביעים על עלייה במספר הרכבים הממתינים למסירה ללקוחות ועל צפי לגידול ניכר בהכנסות. צפי זה התממש בפועל עפ"י נתוני מסירות כלי רכב בחודשים יולי ואוגוסט.

4. הערכת שווי

4.1 מתודולוגיה

הערכת השווי התפעולי של החברה בוצעה בגישת "עסק חי" עפ"י תזרים המזומנים החזויים של החברה (D.C.F), כך ששנת 2008 נלקחה כשנה מייצגת (יחד עם זאת, יצוין כי בשל מס החברות הפוחת בהדרגה עד לשנת 2010 לצורך התחשיב נלקחו זרמי שנים 2009-2010 ואילך עפ"י המס הרלוונטי). שווי החברה הינו השווי התפעולי המתקבל בתוספת השקעות עודפות ובניכוי התחייבויות פיננסיות נטו.

4.2 תחזית מכירת כלי רכב

מכירות החברה כוללות מכירת מכוניות (עיקר המכירות) ומכירת חלפים ושירותי מוסך. להלן תחזית מכירות החברה של מכוניות. מכירות אלה נגזרות מהמשתנים הבאים:

- ◆ צמיחת השוק הרלוונטי⁽¹⁾ בארץ של מסירות כלי רכב.
- ◆ נתח השוק של החברה, במונחי מספר רכבים.
- ◆ מחיר ממוצע לרכב, לפני מע"מ.

גוזרים את מספר כלי הרכב שתמכור החברה.

(1) רכבים פרטיים ומסחריים, ללא משאיות.

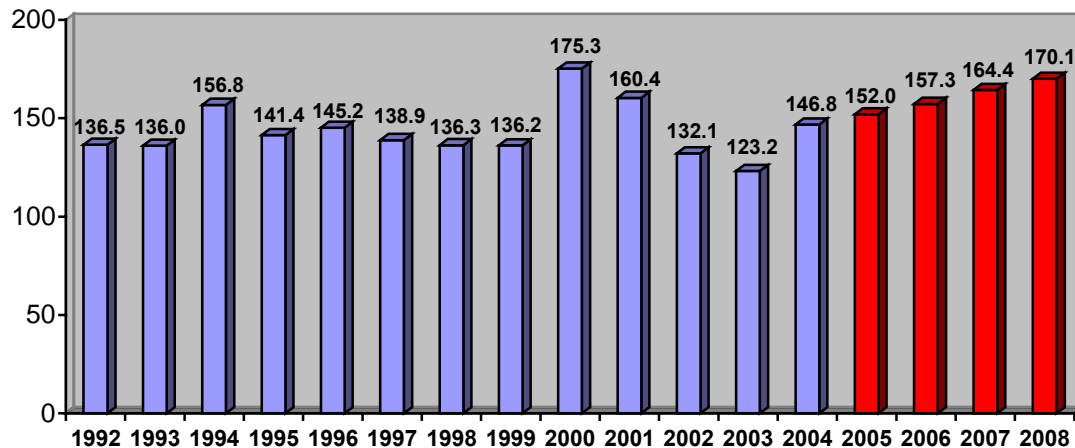
היקף השוק בארץ

הביקוש לרכבים חדשים בעל רגישות גבוהה למצב המשק, זאת מאחר שרכב חדש הינו מוצר מותרות יקר ובנוסף הביקוש לרכבים בליסינג מושפע מהתוצר העסקי. מאז שנת 2000, שהייתה שנה חריגה מעלה, בה נמכרו כ-175 אלף כלי רכב חלה עד שנת 2003 ירידה רציפה בהיקף השוק. בשנים אלה חל גידול משמעותי בהיקף ציי הליסינג בארץ במקביל לירידה חדה במכירות ללקוחות פרטיים. דהיינו, הצרכנים הפרטיים דחו רכישת רכב בכלל ורכב חדש בפרט. תופעה זו ניכרה אף בשוק המשומשות כאשר רכבים "טובים" נמכרו מתחת למחירי מחירון. בשנת 2003 נמכרו בארץ כ-123 אלף כלי רכב חדשים, רמת שפל שהייתה הנמוכה ביותר לאורך לפחות העשור האחרון. נתון זה הנמוך משמעותית מבעבר שיקף את המיתון שחל בארץ גם לאור המלחמה בעיראק בתחילת השנה. בשנת 2004 חלה התאוששות במשק ולאור זאת חלה בשוק הרכבים החדשים עלייה של כ-19% לרמה של כ-147 אלף כלי רכב. במחצית הראשונה של שנת 2005 נמשכה ההתאוששות במכירות רכבים חדשים תוך עלייה של כ-7% לעומת התקופה המקבילה הקודמת.

בהערכת השווי הונח כי קצב העלייה יתמתן כך שבכל שנת 2005 תחול צמיחה בשיעור של 3.5% (מגולמת צמיחה בשיעור של 0.3% במחצית השניה של 2005 לעומת התקופה המקבילה הקודמת). בשנים הקרובות צפוי המשך צמיחת המשק בארץ (בשיעורים שבין 3%-5%) וגידול בציי הליסינג. בשנים 2006-2008 הונחה צמיחה בשיעורים שנתיים של 3.5%-4.5% כך שבשנת 2008 צפויות מכירות של כ-170 אלף כלי רכב.

להלן תחזית התפתחות מכירות שוק הרכבים החדשים בארץ:

מספר מסירות רכבים בארץ (באלפים)



נתח שוק החברה

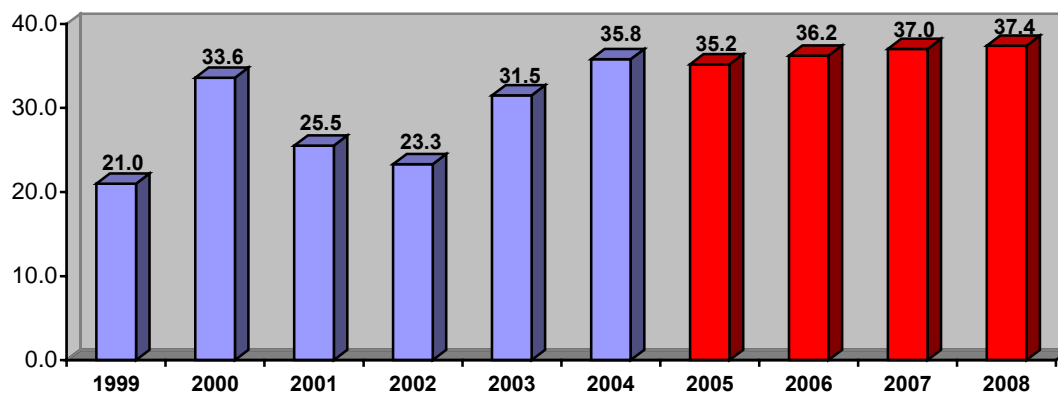
דלק רכב מובילה הודות למותגים חזקים (מתבטא בביקוש לחדשות ובמחירי המשומשות), איכות הרכבים (עפ"י מבחני דרכים, למשל מאזדה 3 זכתה כמכונת השנה לשנת 2004), קצב השקת סדרות חדשות, מחירים, חוזק בקרב לקוחות מוסדיים, יחסי עבודה טובים עם יצרני הרכב (מחירים טובים מהיצרנים מחזקים את כושר התחרות), והנהלת החברה (מדיניות ארוכת טווח לבניית המותג מאזדה, התאמת רכבים לדרישות השוק, ומינוף המותג מאזדה לדחיפת מכירות פורד). יחד עם זאת, לשערי החליפין של מטבעות היבוא השפעה רבה על שוק הרכבים הן על נתחי השוק והמכירות והן על הרווחיות. מטבעות היבוא העיקריים הינם היין היפני, האירו והדולר. ליחס מטבעות היבוא למול השקל השפעה בעיקר על רמת המכירות בשוק. ליחסים בין מטבעות היבוא השונים השפעה בעיקר על התחרות ונתחי השוק. הסיכון העיקרי של החברה הינו התנהגות לא צפויה של שערי החליפין של מטבעות היבוא. סל הרכבים של החברה מאוזן יחסית לשוק. תמהיל המותגים של החברה במטבעות שונים כך שרכבי מאזדה מתומחרים ביין יפני בעוד שרכבי פורד מתומחרים באירו מפחית את סיכון המטבעות. למרות זאת, מאחר שמרבית מכירות החברה הן מתוצרת מאזדה עלייה חדה של שער היין היפני תפגע בחברה. יצוין כי התנהגות שערי החליפין בתקופה האחרונה מצביעה על מגמה הפוכה מתרחיש זה. בנוסף, בתרחיש קיצוני שבו תחול עלייה חדה ומתמשכת בשער היין היפני ניתן להניח כי בפיגור בזמן תבצע היצרנית נידוד של מפעלי הייצור למדינות אחרות (כפי שביצעו יצרניות רכב אחרות). לסיכום, התחרות העיקרית של מאזדה הינה מצד רכבים אשר מחירים נקוב באירו (רכבים אירופאים וכן טויוטה ופורד). התחרות למול יונדאי פחות משמעותית בעיקר בשל הבדלי נישות הפעילות (מאזדה חזקה במשפחתיות בעוד שיונדאי חזקה בקטנות). בהקשר זה יצוין כי יונדאי נהנתה בתחילת השנה מחולשה של שער הדולר אשר באמצע השנה עלה מדרגה.

החברה החזיקה בשנת 2004 נתח של מעל ל-24% משוק הרכבים החדשים בארץ (מכירות של כ-35.8 אלף כלי רכב). במחצית הראשונה של שנת 2005 ירד נתח השוק של החברה מתחת ל-22%. יחד עם זאת, יתרות הלקוחות והמלאי ליום 30/6/05 מצביעים על צפי להתאוששות במכירות החברה. בחודש אוגוסט השנה אכן חל גידול במכירות החברה תוך עליה לנתח של מעל ל-26%. המשך הביקוש לדגם מאזדה 3, השקה במאי השנה של דגמי פורד פוקוס החדשה ומאזדה 5 (הזמנות של כ-950 רכבי מאזדה 5 למוסדיים ופרטיים בחודשיים שלאחר ההשקה), והשקה בספטמבר השנה של מאזדה 6 החדשה יתמכו בשמירת נתח החברה. בשנים הקרובות צפויה החברה להשיק דגמים חדשים (כגון מתיחת פנים למאזדה 3, פורד טורנאו קונקט ואחרים) שיתרמו לשמירה על רמת נתח השוק של החברה. בנוסף, מכרז הליסינג עבור משרד הביטחון במסגרתו יסופקו בשלוש השנים הקרובות (באמצעות ניו-קופל ואלבר) כ-9,000 רכבים פרטיים, שביניהם דגמי מאזדה 6 ופורד מונדיאו לדרגות אל"מ, יתרום למכירות החברה.

בהערכת השווי הונח כי במחצית השנייה של שנת 2005 תשיג החברה נתח של 24.5% מהשוק, כך שבכל שנת 2005 נתח החברה יהא כ-23.2%. בשנים 2006-2008 יקטן נתח השוק של החברה משיעור של 23% לשיעור של 22% תוך עלייה קלה במספר הרכבים שתמכור החברה.

להלן תחזית התפתחות מספר הרכבים שתמכור החברה:

מספר כלי רכב הנמכרים ע"י החברה (באלפים)



מחיר ממוצע לרכב, לפני מע"מ

לאורך השנים חלה עלייה הדרגתית במחיר הממוצע לרכב ובמחצית הראשונה של השנה הגיע לרמה של כ-104 אלף ש"ח. המחיר הממוצע נגזר מסל דגמי הרכבים של החברה, מתמהיל הלקוחות, מרמות שווי השימוש למס, מהתחרות וכד'. העלייה הריאלית ברמות מדרגות המחיר של שווי שימוש למס, גידול במכירות של רכבים מדגמים יקרים מהממוצע (כגון מאזדה 5 הנמכרת במחיר של כ-140 אלף ש"ח לפני מע"מ ומאזדה 6) ועלייה במכירות ללקוחות פרטיים מסך המכירות, יביאו לעליית ממוצע המחיר לרכב הנמכר ע"י החברה. מנגד הרפורמה במס תביא להוזלת הרכבים. בהערכת השווי הונחה ירידה הדרגתית כך שבשנת 2008 המחיר הממוצע ירד לסך של 102 אלף ש"ח.

סיכום תחזית המכירות ממכירת רכבים

להלן סיכום תחזית המכירות ממכירת רכבים:

תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	בפועל	בפועל	
2008E	2007E	2006E	2005E	7-12/ 2005E	1-6/ 2005	2004	
							מכירות של כלי רכב בישראל (ביחידות):
170,114	164,361	157,284	151,965	76,796	75,169	146,826	סה"כ השוק בישראל
3.5%	4.5%	3.5%	3.5%	0.3%	7.0%	19.2%	% גידול
							נתח שוק החברה מסך השוק בארץ:
22.0%	22.5%	23.0%	23.2%	24.5%	21.8%	24.4%	סה"כ החברה
							מכירות החברה של כלי רכב (ביחידות):
37,425	36,981	36,175	35,235	18,815	16,420	35,792	סה"כ מספר רכבים נמכרים ע"י החברה
1.2%	2.2%	2.7%	-1.6%	10.4%	-12.4%	13.5%	% גידול
							מחיר רכב (אלף ש"ח):
102.0	103.5	105.0	104.5	105.0	104.0	102.6	מחיר ממוצע לרכב
-1.4%	-1.4%	0.5%	1.9%	0.9%	2.7%	8.2%	% שינוי במחיר לרכב
							סיכום:
37,425	36,981	36,175	35,235	18,815	16,420	35,792	מספר רכבים נמכרים ע"י החברה
102.0	103.5	105.0	104.5	105.0	104.0	102.6	מחיר ממוצע לרכב (אלף ש"ח)
3,817	3,828	3,798	3,683	1,976	1,707	3,671	סה"כ מכירת כלי רכב (מיליון ש"ח)
-0.3%	0.8%	3.1%	0.3%	11.4%	-10.1%	22.9%	% גידול

הערה: שיעורי הצמיחה המוצגים הינם ביחס לתקופה המקבילה הקודמת.

4.3 תחזית מכירת חלפים ושירותי מוסך

מכירות החברה מחלפים ושירותי מוסך צמחו בשנים 2003 ו-2004 בשיעורים של כ-20% וכ-12%, בהתאמה. צמיחה זו נבעה בין היתר הודות להסכם עם משרד הביטחון לאספקת שרות תחזוקה לכלי רכב, הנרכשים ע"י משרד הביטחון ישירות מהיצרן פורד. ההסכם הינו משנת 2003 ותוקפו למשך 6 שנים. בנוסף, הגידול במצבת הכלי רכב בארץ מתוצרת מאזדה או פורד מגדיל את הצריכה של חלפי החברה.

מגמה זו התמשכה במחצית הראשונה של שנת 2005 תוך צמיחה בשיעור של כ-18% לעומת התקופה המקבילה הקודמת. במחצית הראשונה של השנה הסתכמו המכירות מחלפים ושירותי מוסך בסך של כ-141 מיליון ש"ח. בהערכת השווי הונח כי במחצית השניה השנה תסתכמה המכירות בסך דומה של כ-141 מיליון ש"ח גידול של כ-6.3% לעומת התקופה המקבילה הקודמת, וגידול של כ-12% בשנת 2005 לעומת השנה הקודמת. בשנים 2006-2008 הונחה צמיחה בשיעור של 3% בשנה.

4.4 עלות המכירות

עלות הכלי רכב שנמכרים מהווה כ-95% מסך עלות המכירות של החברה. העלויות הנותרות הכלולות בעלות המכירות הינן עלות חלפים ושירותי מוסך המהווה כ-4% מעלות המכירות ועלויות אחרות (שכר, אחרות ופחת) המהוות כ-1% בלבד מסך המכירות.

ככלל, מחיר הרכב ליבואן שהינו מחיר הבסיס (נקרא C.I.F) כולל את עלות היצרן וכן ביטוח והובלה. מסי הקניה בארץ על רכבים (לפני הרפורמה) הינם בשיעור של כ-95% ממחיר הבסיס, ובגין רכבים המיובאים מהמזרח הרחוק מוטל מכס בשיעור של 7%. לפיכך, המחיר לצרכן (לפני מע"מ) לרכב יפני מהווה כ-102% מעל מחיר הבסיס ובתוספת רווח היבואן. רווח היבואן נע בשיעורים של כ-10%-15% מהמחיר לצרכן לפני מע"מ. מכאן שבתחשיב גס: רכב שמחירו לצרכן לפני מע"מ הינו כ-105 אלף ש"ח, נרכש ע"י היבואן במחיר בסיס של כ-46 אלף ש"ח, משולם מס בסך של כ-47 אלף ש"ח, ונותר רווח גולמי של כ-12 אלף ש"ח בידי היבואן.

עלות המכירות הסתכמה בשנים 2003 ו-2004 בשיעורים מסך המכירות של כ-86% וכ-88%, בהתאמה. במחצית הראשונה של שנת 2005 הסתכמה עלות המכירות בשיעור של כ-88.5% מסך המכירות.

הצפי הינו כי לאור צמיחת המשק תחול עלייה במכירות ללקוחות פרטיים מתוך סך המכירות. עלייה זו תתרום לשיפור ברווחיות הגולמית של החברה. בנוסף, המעבר למרכז הלוגיסטי החדש יתרום לחסכון בעלויות. כמו כן, הרפורמה של מיסוי הרכבים החדשים בארץ תביא לעליית הרווח הגולמי ולשיעור הרווח הגולמי (כמפורט בסעיף 1.8). יצוין כי צפויה יציבות בהתפלגות המכירות לפי תחומי פעילות. מנגד, מטעמי שמרנות יש להביא בשקלול אפשרות פגיעה ברווח הגולמי כתוצאה מתרחיש של עליית שער היין היפני. בהערכת השווי הונח כי עלות המכירות תתכנס בשנים הקרובות לשיעור של 88% מסך המכירות.

4.5 הוצאות מכירה ושיווק

הוצאות המכירה ושיווק של החברה מהוות שיעור של כ-1% מסך המכירות. הוצאות אלה במחצית הראשונה של שנת 2005 הסתכמו ברמה גבוהה לעומת העבר (בסך של כ-20 מיליון ש"ח) לאור גידול בהוצאות פרסום. בהערכת השווי נשמרה רמה זו והונח כי כמחצית מההוצאה משתנה בהתאם לשינויים במכירות החברה. בשנים הקרובות תסתכמה הוצאות המכירה ושיווק בסך של כ-40 מיליון ש"ח בשנה.

4.6 הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות של החברה מסך מכירותיה מהוות שיעור הנמוך מ-1%. במחצית הראשונה של שנת 2005 הסתכמו הוצאות אלה בסך של כ-13 מיליון ש"ח. בהערכת השווי הונח כי כמחצית מההוצאה משתנה בהתאם לשינויים במכירות החברה. בשנים הקרובות תסתכמה

הוצאות ההנהלה וכלליות בסך של כ-26 מיליון ש"ח בשנה (כולל דמי ניהול לחברת האם בסך של כ-3 מיליון ש"ח).

מס 4.7

הונח מס בהתאם לשיעור מס החברות: 33% ביתרת שנת 2005, 31% בשנת 2006, 29% בשנת 2007, 27% בשנת 2008, 26% בשנת 2009, ו-25% משנת 2010 ואילך. לפיכך, לצורך התחשיב נלקחו בחשבון זרמי המזומנים בשנים 2009-2010 ואילך בהתאם לשיעורי המס המתאימים.

התאמת פחת 4.8

הונח כי הפחת הכלכלי דומה לפחת החשבונאי, דהיינו, לא נדרשת התאמה לתזרים בגין הפרשי הפחת. יחד עם זאת, יצוין כי סך הפחת של החברה אינו מהותי.

גידול בהון חוזר 4.9

ליום 30/6/2005 יתרת הלקוחות של החברה הייתה גבוהה משמעותית לעומת יתרה זו בעבר (מעבר לעונתיות) ומשקפת יתרה עודפת גבוהה של הון חוזר. מטעמי שמרנות הונח כי השינוי בהון חוזר אינו מהותי.

4.10 תחזית תזרים מזומנים תפעולי נקי

להלן זרמי המזומנים התפעוליים נטו החזויים לחברה בשנים הקרובות:

מיליון ש"ח							
תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	בפועל	בפועל	
2008E	2007E	2006E	2005E	7-12/ 2005E	1-6/ 2005	2004	
							מכירות:
3,817	3,828	3,798	3,683	1,976	1,707	3,671	מכירת כלי רכב
-0.3%	0.8%	3.1%	0.3%	11.4%	-10.1%	22.9%	% צמיחה
308	299	291	282	141	141	252	מכירת חלפים ושירותי מוסך
3.0%	3.0%	3.0%	11.9%	6.3%	18.1%	12.2%	% צמיחה
4,126	4,127	4,089	3,965	2,117	1,848	3,924	סה"כ המכירות
0.0%	0.9%	3.1%	1.1%	11.1%	-8.4%	22.2%	% צמיחה
3,631	3,636	3,606	3,510	1,873	1,636	3,458	עלות המכירות
88.0%	88.1%	88.2%	88.5%	88.5%	88.5%	88.1%	% מסך המכירות
495	491	482	455	243	212	466	סה"כ רווח גולמי
12.0%	11.9%	11.8%	11.5%	11.5%	11.5%	11.9%	% מסך המכירות
40	40	40	39	20	20	34	הוצאות מכירה ושיווק
1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.1%	0.9%	% מסך המכירות
26	26	26	26	13	13	29	הוצאות הנהלה וכלליות
0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	% מסך המכירות
429	425	416	390	211	179	402	רווח תפעולי
10.4%	10.3%	10.2%	9.8%	10.0%	9.7%	10.2%	% מסך המכירות
116	123	129	-	70	-	-	מס
27.0%	29.0%	31.0%	-	33.0%	-	-	% מס
313	301	287	-	141	-	-	תזרים תפעולי נקי

4.11 צמיחה בטווח ארוך

הונחה צמיחה שנתית בטווח ארוך בשיעור של 2.5% (בין השאר הודות להפחתת מסי הקניה בשנים 2009-2010).

4.12 שיעור היוון

הונח שיעור היוון של 11%.

4.13 השקעות אחרות

ההשקעות האחרות מוערכות עפ"י ערכן בספרים בסך של כ-61 מיליון ש"ח.

4.14 מכירת המוסך בחולון

לאור חוסר המהותיות לא נלקחה בחשבון התמורה נטו הצפויה להתקבל ממכירת המוסך בחולון.

4.15 התחייבויות פיננסיות, נטו

להלן סיכום ההתחייבויות הפיננסיות נטו של החברה:

מיליון ש"ח	
	<u>התחייבויות פיננסיות:</u>
589	אשראי מתאגידים בנקאיים
204	דיבידנד שהוכרז
81	הלוואות מתאגידים בנקאיים
3	התחייבויות בגין סיום יחסי עובד-מעביד
878	סה"כ התחייבויות פיננסיות
	<u>נכסים פיננסיים:</u>
5	מזומנים ושווי מזומנים
5	סה"כ נכסים פיננסיים
873	התחייבויות פיננסיות, נטו

4.16 סיכום שווי החברה

להלן סיכום שווי החברה:

פרטים	מיליון ש"ח	
		<u>שווי החברה:</u>
D.C.F בהנחה של ירידה בהדרגה של נתח השוק ל-22% תוך עלייה במספר הרכבים הנמכרים לכ-37 אלף בשנה	3,711	שווי תפעולי
יתרה במאזן ליום 30/6/05	61	השקעות אחרות
יתרה במאזן ליום 30/6/05	(873)	התחייבויות פיננסיות, נטו
	2,898	סה"כ שווי החברה
	2,333	שווי שוק
	24%	% פער לעומת השוק
		<u>שווי למניה (ש"ח):</u>
	81,601	הון נפרע (אלפי ש"ח ע.ג.)
	35.52	שווי מניה
	28.59	שווי שוק מניה

4.17 ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות של שווי החברה, שווי מניית החברה ושיעור הפער בין השווי הכלכלי לשווי השוק, לפי שיעור ההיוון ושיעור הצמיחה בטווח הארוך (משנת 2009 ואילך).

ניתוח רגישות לשווי החברה (מיליון ש"ח):					
שיעור היוון					שיעור צמיחה בטווח ארוך
12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.0%	
2,258	2,406	2,571	2,753	2,957	1.5%
2,382	2,544	2,725	2,928	3,155	2.0%
2,518	2,698	2,898	3,124	3,380	2.5%
2,671	2,869	3,093	3,346	3,636	3.0%
2,841	3,062	3,313	3,600	3,932	3.5%
ניתוח רגישות לשווי מניה (ש"ח):					
שיעור היוון					שיעור צמיחה בטווח ארוך
12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.0%	
27.67	29.49	31.50	33.74	36.24	1.5%
29.18	31.18	33.40	35.88	38.67	2.0%
30.86	33.06	35.52	38.28	41.42	2.5%
32.73	35.16	37.90	41.01	44.56	3.0%
34.81	37.53	40.60	44.12	48.18	3.5%
% פער לעומת השוק:					
שיעור היוון					שיעור צמיחה בטווח ארוך
12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.0%	
-3%	3%	10%	18%	27%	1.5%
2%	9%	17%	25%	35%	2.0%
8%	16%	24%	34%	45%	2.5%
14%	23%	33%	43%	56%	3.0%
22%	31%	42%	54%	69%	3.5%