

שופרסל – העדר צמיחה ושחיקת המרווח הגולמי. התייחסות לתוצאות Q2/09

28 ליולי 2009

אנליסטית:
אלה פרילוצקי

המלצה ללא שינוי
החזק

מחיר יעד ללא שינוי
14.5

מחיר נוכחי (ש"ח)
15.02

שווי שוק
3,239 מיליון ש"ח

גבוה/נמוך
12 חודשים
16.5 - 11.7

מחזור שבועי
ממוצע (אלפי ש"ח)
4,797

הון עצמי (מיליון ש"ח)
1,345

מס מניות
למסחר (מ)
209

גורמי סיכון:

משבר פיננסי
והאטה כלכלית

תחרות ענפית
מתגברת

שינויים במדד
המחירים לצרכן

מאזן כוחות בין
ספקים לרשתות
שיווק

פועלים סהר
מחלקת המחקר
מגדל לוינסטיין
דרך מנחם בגין 23
תל-אביב 66184
טל: 7104500-03
פקס: 7104505-03

| מיליוני ש"ח | 2008A | Q2/08A | Q2/09A | Q2/09E | Q3/09E | Q4/09E | 2009E |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| הכנסות (ללא דמי שכירות) | 10,897 | 2,770 | 2,769 | 2,764 | 2,936 | 2,721 | 11,043 |
| % צמיחה שנתי | 10.5% | 18% | 0.0% | -0.2% | 2.0% | 1.4% | 1.3% |
| רווח גולמי | 2,930 | 740 | 714 | 708 | 752 | 699 | 2,840 |
| % מסך ההכנסות | 26.9% | 26.7% | 25.8% | 25.6% | 25.6% | 25.7% | 25.7% |
| רווח תפעולי | 570 | 191 | 133 | 115 | 117 | 114 | 456 |
| % מסך ההכנסות | 5.2% | 6.9% | 4.8% | 4% | 4% | 4.1% | 4.1% |
| EBITDA | 801 | 221 | 188 | | | | |
| % מסך ההכנסות | 7.3% | 7.9% | 6.8% | | | | |

שופרסל מפרסמת את תוצאות Q2/09 בסימן המשך התחזקות של שתי מגמות מרכזיות בעלות השפעה ניכרת על ענף המזון הישראלי – האטה בפעילות הכלכלית והתחרות המוגברת בתחום קמעונאות המזון. כפי שראינו ברבעון הקודם, גם ברבעון זה המדדים המרכזיים המושפעים ממגמות אלו הם שיעור צמיחה ומרווחים.

מהדו"ח הכספי עולה כי הכנסות החברה נשארו יציבות, ללא צמיחה בהשוואה לרבעון המקביל, זהה כמעט להערכתנו, לפיה הנחנו 0.2% ירידה בהיקף המכירות. נדגיש כי חג הפסח השנה קיבל ביטוי ב-Q1 לעומת שנה שעברה, אז תוצאות החג נרשמו ב-Q2. מכאן נובע כי החברה הצליחה לשמר רמת מכירות גבוהה ללא קשר לחג, אלא בעיקר בזכות הרחבת שטחי מסחר ופתיחת סניפים חדשים (כיום שופרסל מפעילה 241 סניפים לעומת 239 נכון ל-31/03/09). לעומת זאת, חל קיטון של 2.1% במדד המכירות בחנויות זהות אשר מהווה סממן ברור להאטה כלכלית והתחרות הגוברת בענף.

כאשר אנחנו מדברים על התחרות הגוברת, הכוונה שלנו כי כל אחד משחקי הענף מנסה להתרחב באמצעות פתיחת סניפים חדשים על מנת לשמר את היקף הפעילות ואף להבטיח צמיחה. בכך נוצר מצב בו ריבוי חנויות בכל האזורים הגיאוגרפיים מאפשר ללקוח לערוך השוואת מחירים בין הרשתות ובכך מאלץ את הרשתות להכנס למלחמת מחירים, אשר ביטוייה משתקפים בשחיקת מרווחים.

נתח השוק של שופרסל ממשיך להיות יציב – 36.7% ברבעון זה, מחזק את מעמדה המוביל של הרשת בענף:

נתחי שוק 2008-2009

| נתח שוק כספי רשתות | 2008 | 01-09 | 02-09 | 03-09 | ממוצע Q1 | 04-09 | 05-09 | 06-09 | ממוצע Q2 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|----------|
| קבוצת שופרסל | 36.7% | 37.2% | 36.0% | 37.5% | 36.9% | 37.3% | 36.5% | 36.7% | 36.8% |
| קבוצת רבוע כחול | 21.8% | 20.4% | 20.9% | 20.9% | 20.7% | 21.7% | 20.3% | 19.9% | 20.6% |
| רשתות עצמאיות אחרות | 19.5% | 19.4% | 20.2% | 18.9% | 19.5% | 18.6% | 19.0% | 19.3% | 19.0% |
| מינימרקטים פרטיים | 10.5% | 10.5% | 10.6% | 10.5% | 10.5% | 10.6% | 11.1% | 10.9% | 10.9% |
| חצי חינום | 5.5% | 5.2% | 5.9% | 5.0% | 5.4% | 5.2% | 5.3% | 5.2% | 5.2% |
| רמי לוי שיווק השקמה | 2.9% | 3.1% | 3.2% | 3.9% | 3.4% | 4.2% | 4.3% | 4.7% | 4.4% |

אנו מאמינים כי התחרות הגוברת תמשיך להכביד על תוצאות החברה אך מאמינים גם כי כל שיפור במצב הכלכלי במשק ישפיע לטובה על כוח הקניה של האוכלוסיה ועל תוצאות החברה. אנו צופים צמיחה נמוכה של כ- 1.3% בלבד ב-2009.

המרווח הגולמי – כאמור, המחיר האמיתי של התחרות משתקף במרווחים הגולמיים הנשחקים. השחיקה במרווח הגולמי ב-Q2/09 עומדת על כ- 3.5% מול Q2/08 ו- 5.8% בהשוואה לרבעון הקודם. נתונים אלה מקבלים משנה תוקף לאור העובדה כי מבצעי פסח אינם מגולמים בתוצאות Q2 – דבר המצביע על שחיקה ריאלית ברווחיות החברה.

- המרווח התפעולי (ללא פעילות הנדל"ן) הסתכם 133 מיליון ₪ ומהווה 4.8% לעומת 5.7% ברבעון המקביל אשתקד - צניחה של 16%. יחד עם זאת, נתון זה גבוה בכ- 16% מהערכתנו הפסימית ביחס למרווח התפעולי, בעקב בזכות יכולת החברה לצמצם עלויות שיווק ומכירות ולהביאם לרמה הזדה ל-Q2/08. אנו מניחים כי המרווח התפעולי יישאר קרוב ל- 4% מסך המכירות גם ברבעונים הקרובים. EBITDA של החברה עומד על 188 מיליון ₪ ומהווה 6.8%, גם כאן רואים ירידה בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד (223 מיליון ₪, 8%).

- תזרים המזומנים מפעילות שוטפת הסתכם ב- 76 מיליון ₪, ירידה חדה בהשוואה לרבעון המקביל (125 מיליון ₪), בין היתר כתוצאה מירידה ברווח התפעולי. הון עצמי למאזן מהווה 25%. סך החוב הפיננסי נאמד על 1.5 מיליארד ₪ ומהווה כ- 28% מהמאזן. נזכיר כי החברה הגישה תשקיף מדף, שמאפשר לה גיוס עד 500 מיליון ₪ באמצעות הנפקת אג"ח בטווח הזמן של השנתיים הקרובות. בהקשר זה נציין כי אגרות החוב החדשות של החברה (סדרה ג') דורגו על ידי מעלות בדירוג גבוה יחסית ilAA עם תחזית דירוג יציבה.

- חלוקת דיבידנד – הוחלט על חלוקת דיבידנד בסך 150 מיליון ₪, 0.69 אג' למניה, אשר ישולם ב- 08/09/09.

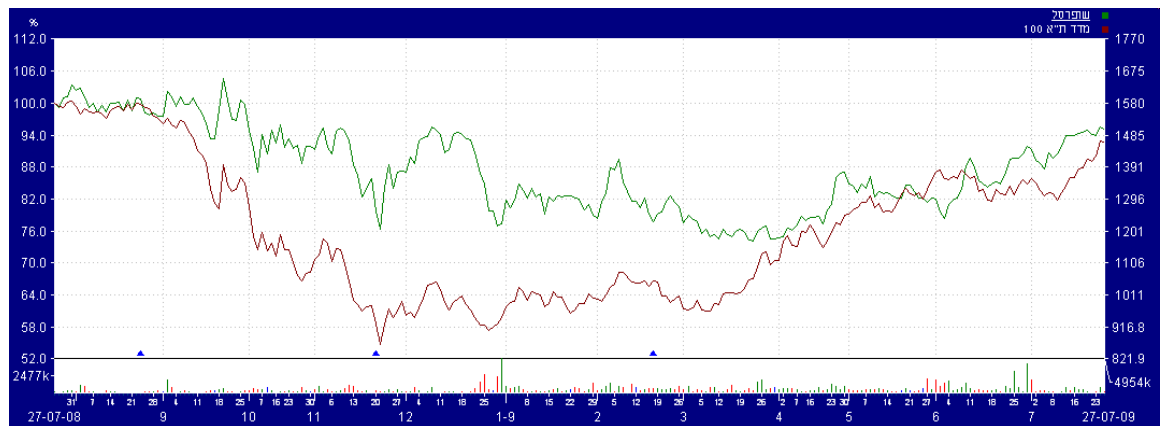
לסיכום, תוצאות הרבעון החלשות יחסית הן בהיעדר צמיחה והן בשחיקה מובהקת במרווחים הגולמיים מצביעה על מצב לא פשוט בענף המזון המקומי, הנאלץ להתמודד עם התגברות התחרות והאטה כלכלית במשק. מאידך, מדובר בחברה חזקה ויציבה, הנהנית מעמדה מובילה עם נתח שוק הגדול מבין כל השחקנים בענף.

בשל המגמות שתוארו לעיל, איננו צופים שיפור מהותי בפעילות החברה עד סוף שנת 2009. אנו מאמינים כי המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. כמו כן פוטנציאל חלוקת הדיבידנדים מחזק את עמדתנו כי המניה ראויה להשקעה. אנו מותירים מחיר יעד של 14.5 ₪, הנמוך ממחיר השוק הנוכחי העומד על 15.02 ₪ ומותרים לעת עתה המלצת "החזק". החברה צפויה לערוך כיום כנס משקיעים בעקבות פרסום הדו"ח. אנו נמשיך לעקוב אחר העדכונים ונעדכן בהתאם.

נספח א': מודל הערכת השווי

| במיליון ש"ח | 2012E | 2011E | 2010E | 2009E | 03-04:09E | 02:09A | 01:09A | 2008A | 2007 | 2006 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|
| מכירות (ללא דמי שכירות) | 12,154 | 11,915 | 11,625 | 11,043 | 5,656 | 2,769 | 2,618 | 10,897 | 9,861 | 8,960 |
| רווח גולמי (ללא דמי שכירות) | 3,196 | 3,134 | 3,057 | 2,960 | 1,451 | 714 | 675 | 2,930 | 2,608 | 2,370 |
| רווח תפעולי (ללא דמי שכירות) | 563 | 545 | 524 | 481 | 226 | 128 | 102 | 487 | 399 | 248 |
| EBITDA | 713 | 705 | 704 | 681 | 357 | 188 | 161 | 801 | 676 | 532 |
| צמיחה | 2.0% | 2.5% | 2.5% | 2.7% | -32.1% | 0.0% | 2.0% | 10.5% | 10.1% | 35.5% |
| שיעור רווח גולמי | 26.3% | 26.3% | 26.3% | 26.1% | 25.6% | 25.8% | 25.8% | 26.9% | 26.4% | 26.5% |
| שיעור הרווח התפעולי | 4.6% | 4.6% | 4.5% | 4.2% | 4.0% | 5% | 4% | 4.5% | 4.0% | 2.8% |
| שיעור ה-EBITDA | 5.9% | 5.9% | 6.1% | 6.0% | 6.3% | 6.8% | 6.1% | 7.4% | 6.9% | 5.9% |

גרף מניה



הערות, אזהרות וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

1. פרטי מכין עבודת האנליזה
שם: אלה פרילוצקי
מס'/סוג הרשיון: -
כתובת: הנגיד 11/17 ראשל"צ
השכלה: MA בכלכלה, התמחות במימון ובנקאות, BA בכלכלה.
ניסיון: כחמש שנים בתחום הייעוץ הכלכלי והערכות שווי חברות.
התאגיד המורשה אצלו מועסק מכין האנליזה:
פועלים סהר בע"מ
דרך מנחם בגין 23, תל אביב
טל' 03-7104555
 2. גילוי נאות מטעם עורך האנליזה
אין לעורך האנליזה ניגוד עניינים הידוע לו במועד פרסום עבודת האנליזה.
 3. גרף המנייה הנסקרת ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום פרסום עבודת האנליזה.
 4. שיטות הערכה בהן נעשה שימוש בעבודת האנליזה:
שיטת היוון תזרים מזומנים DCF
- הסיכונים העלולים להשפיע מהותית על מחיר היעד:
1. המשבר הפיננסי הנוכחי (נלקח בחשבון בעת בניית המודל)
5. גילוי מטעם פועלים סהר בע"מ
במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, החברה או, למיטב ידיעת החברה, תאגיד קשור לחברה, החזיקו בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות הערך של התאגיד הנסקר.
 6. הערות ואזהרות כלליות נוספות
האנליזה מבוססת על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור, לרבות מידע ונתונים שפורסמו ע"י החברה בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסה לני"ע בת"א או בכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהם פועלת החברה. הנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כמהימנים ונכונים, וזאת, מבלי שנבדקו עצמאית על ידי עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לשם ברור נכונות, דיוק ומהימנות המידע והנתונים, ואנליזה זו אינה מהווה אימות או אישור לנכונות, מהימנות או דיוק בנתונים האמורים ואין לעורך האנליזה או לפועלים סהר או למי מעובדיו אחריות לכל אי דיוק, שגיאה, השמטה או ליקוי אחר באנליזה.
הנתונים מאותם מקורות הונחו כנכונים ואין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. פועלים סהר ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל.
תוכנה של אנליזה זו מבוסס על חוות דעת סובייקטיבית, תוך התייחסות למידע ולנתונים הנ"ל ולהנחות שנעשו על בסיס מידע ונתונים אלה. המידע והנתונים המפורטים באנליזה זאת אינם מתיימרים להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא ומושלם של כל העובדות, הפרטים, המידע או הנתונים המופיעים בה ו/או הגלויים לציבור, והעמדות המובאות בה עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים.
האנליזה מהווה חומר מסייע בייעוץ, ואין לקבל על סמכה בלבד החלטות השקעה או ייעוץ כלשהן. עורך האנליזה ו/או פועלים סהר לא יהיו אחראים בכל אופן או צורה שהיא לנזק ו/או הפסד ו/או חסרון כס, שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה מהסתמכות ו/או שימוש באנליזה זו.

בכפוף לאמור לעיל ולהלן, אנליזה זאת הינה למטרת אינפורמציה בלבד, ואין לראות בה הצעה, ייעוץ כללי או ספציפי, הבעת דעה בדבר כדאיות להשקעה ו/או לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בה. אין האנליזה מתייחסת לאג"ח של החברה, אג"ח להמרה של החברה, כתב אופציה של החברה או כל מכשיר פיננסי נגזר של החברה אלא אם כן מתייחסת וקובעת כך האנליזה במפורש ובאופן חד משמעי.

בפעילות החברה/ות שניירות הערך שלהן נסקרות באנליזה זו ותוצאותיהן העסקיות וכדאיות הרכישה, המכירה, ההשקעה ו/או החזקה יתכנו שינויים מידיים או מתמשכים שיש בהם כדי

להשפיע ו/או לשנות את האמור באנליזה וזאת למרות שהתייחסות האנליזה הינה לטווח הארוך ולא למטרות ספקולטיביות לטווח קצר.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליו ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק בני"ע ו/או נכסים פיננסיים של מי מחברות הנזכרות באנליזה זו, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות/בניירות הערך אליהן מתייחסת האנליזה.

אין באנליזה זו כדי להוות תחליף לייעוץ והתאמה ספציפית ואישית ללקוח על ידי יועץ מורשה ואין היא באה במקומם.

אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בעבודה זו ללא קבלת אישור מפועלים סהר בכתב ומראש. אנליזה זו מיועדת אך ורק למי שהיא מופנית אליו ישירות, כמפורט לעיל, והעברה או פרסום, מלאים או חלקיים, בכל דרך או אופן שהוא, ללא קבלת אישור כאמור מאת העורך או מאת פועלים סהר, הינם אסורים בהחלט.

פועלים סהר ו/או חברות הקשורות אליה ו/או בעלי שליטה או בעלי עניין במי מהם עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות החברות הנזכרות באנליזה זו מניות של חברות הנסקרות באנליזה, כולן או חלקן ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין בחברות הנזכרות באנליזה זו. כמו כן עשויים מי מהנ"ל לפעול בהן על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן, חרף האמור באנליזה זו. כמו כן, עשויה חברה הקשורה לפועלים סהר או לבנק הפועלים לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מניירות הערך הנזכרים בסקירה זו, וכן עשוי להיות קשר מסחרי אחר בין פועלים סהר לכל אחת מהחברות שניירות הערך שלהן נזכרים באנליזה זו. אין לראות באמור באנליזה זו משום ייעוץ השקעות או תחליף לייעוץ המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על-פיה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע.

הסקירה, יכול שתתייחס לניירות ערך שלפועלים סהר או לבנק הפועלים יש זיקה אליהם בשל תמורה שקיבל ו/או יקבל פועלים סהר או בנק הפועלים או תאגיד אחר בקבוצת בנק הפועלים מאת מנפיקי ניירות ערך ו/או מוכריהם ו/או מפיצייהם במסגרת שירותים בשוק ההון, לרבות שירותי חיתום, החזקה של ניירות הערך ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידי מי מקבוצת הבנק, אשר יכול גם ויהיו לו קשרים עסקיים מסחריים עם מי מהחברות שניירות הערך שלהן נסקרות בעבודה זו. חברה בת של הבנק עשויה לשמש כמנהל קונסורציום ראשי או כחברה בקונסורציום של הנפקת אחת או יותר מהמניות הנזכרות באנליזה זו.

בנק הפועלים ו/או חברות הבנות ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע עסקאות בבורסה ובנקאות לסוגיה.

7. הצהרת האנליסט

אני, פרילוצקי אלה, מצהירה בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

חתימה: _____

פרי שחר

אנליסטית, מנהלת מח' מחקר
PERIS@SAHAR.CO.IL

לאה ברמן

אנליסטית בכירה
BERMAN@SAHAR.CO.IL

איתי מקמל

אנליסט
ITAYM@SAHAR.CO.IL

מתי אהרון

אנליסט
MATIA@SAHAR.CO.IL

אלה פרילוצקי

אנליסטית
ELAP@SAHAR.CO.IL

קרן אור גלדי

אנליסטית
KERENOR@SAHAR.CO.IL

דירוג השקעה: **קניה חזקה** – המניה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** – המניה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** – מחיר המניה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** – המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** – מחיר המניה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** – המניה נסחרת בתמחור חסר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר. אפיון סיכון: גבוה – רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה למוצע בשוק. נמוך – הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהמוצע בשוק.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר פועלים סהר בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין פועלים סהר בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוב למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לפועלים סהר בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עמה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עמן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.