



# דלק רכב, קרסו מוטורס

עדכון Q1-11

שוק הרכב בישראל צמח בחמשת החודשים הראשונים של השנה בקצב שנתי של כ- 12% אולם להערכתנו, אנו לפני תיקון כלפי מטה, זאת עם השפעה של רעש האדמה ביפן שתבוא לידי ביטוי בחודשי הקיץ. אנו סבורים כי כתוצאה מכך תמשיך חברת דלק רכב לרדת בנתחי השוק אך תשמור על מדיניות דיבידנד נאה, לעומת זאת חברת קרסו, שנמצאת בשיא מבחינת רווחיות, צפויה לעלות בנתחי השוק אולם לרדת בשיעורי הרווח. אנו סבורים כי השפעת רעש האדמה ביפן תורגש בחודשים יולי ואוגוסט ותיתכן אף השפעה רחבה יותר על יצרנים מחוץ ליפן. למרות פערים בדיסקאונט החברות, החדשות הרעות בדלק רכב עדיין לפניו וקרסו ניצבת בפני אתגרים בשוק תחרותי זה ועל כן לדעתנו אין העדפה בין המניות. במבט על כלל השוק אנו סבורים כי אין זה הזמן להשקיע בשוק הרכב וממליצים להחזיקו מתחת למשקל השוק.

אנו מורידים את מחיר היעד של דלק רכב ל- 43 ₪ ומשמרים המלצת החזק. מחיר היעד של קרסו מוטורס עומד על 15 ₪ בהמלצת החזק.

## שוק הרכב בישראל בצמיחה מואצת אך לקראת תיקון

קצב המסירות בחמשת החודשים הראשונים של שנת 2011 משקף צמיחה שנתי של כ- 12% לעומת אשתקד עם שיא מסירות של כ- 242,000 כלי רכב בשנת 2011. אנו מעריכים כי לאור הירידה בייצוא ביפן יתמתן קצב זה בחודשים הקרובים והצמיחה השנתית תסתכם עם מסירות של כ- 230 עד 235 אלף כלי רכב, המשקפים שיעור צמיחה של כ- 7%. בהתאם לכך אנו מעריכים כי נתח השוק של מזדה יעמוד בסוף השנה על כ- 14.5% עם סך של כ- 33.5 אלף מסירות ונתח השוק של קרסו יעמוד על כ- 8% עם סך מסירות של כ- 18.5 אלף כלי רכב. העלייה בקרסו מגיעה עם הירידה בייצור ביפן, שער אירו נוח ועלייה בקצב המסירות של ניסן ג'וק.

## רעש האדמה ביפן יורגש בישראל ביולי-אוגוסט

בטווח הקרוב אנו נושפע לשלילה מהירידה בייצור הרכבים ביפן. בחודש אפריל מדווחות יצרניות הרכבים על ירידה של כ- 60% בייצור הרכבים לעומת אפריל אשתקד כאשר הנפגעת העיקרית היא טויוטה עם ירידה של כ- 78% בייצור, ומזדה עם ירידה של כ- 50% בייצור הרכבים.

התמונה מעט שונה בכל הקשור לייצוא רכבים. ייצוא רכבים מיפן (לכל העולם) ירד בכ- 67% באפריל זה לעומת אפריל אשתקד וייצוא רכבי מזדה (לכל העולם) ירד בשיעור של כ- 62% בתקופה זו. הייצוא מיפן לישראל (כלל היצרנים) ירד בתקופה זו בשיעור של כ- 72%. נתונים אלו מובילים לשתי מסקנות. האחת, עיקר ייצור הרכבים ביפן מופנה כרגע לצריכה מקומית, השנייה, הייצוא לישראל ירד בשיעור גבוה יותר מהייצוא למדינות אחרות. על כן אנו מעריכים כי נהיה עדים לירידה חדה בהיצע הרכבים מיפן בחודשים הקרובים דבר שעשוי להביא להמשך איבוד נתחי שוק לטובת יצרנים שאינם יפנים. נזכיר כי תעשיית הרכב נשענת על מספר רב מאוד של ספקי משנה ותיתכן פגיעה רחבה יותר גם ביצרנים שאינם יפנים, אולם להערכתנו במידה פחותה יותר.

חברה	המלצה	המלצה קודמת	שער	מחיר יעד	דיסקאונט	Ev/Ebitda	Ev/Ebitda	תשואת
						11E	12E	דיבידנד
דלק רכב	החזק	החזק	38.3	43	11%	10.4	8.7	12.5%
קרסו מוטורס	החזק	NR	15.3	15	0%	5.6	6.3	4.5%

	2013E	2012E	2011E	2010A	2009A
<b>מסירות רכבים</b>					
דלק רכב	42,578	38,454	33,579	42,082	43,053
קרסו	20,194	19,464	18,526	16,114	11,155
<b>נתח שוק</b>					
דלק רכב	17.5%	16.2%	14.5%	20.0%	24.9%
קרסו	8.3%	8.2%	8.0%	6.8%	5.5%

הגילוי הנדרש על פי דין בנוגע לניגוד עניינים של מכין עבודת אנליזה זו ו/או של מגדל שירותי בורסה (נ.ע.) בע"מ מופיע בסופה של עבודה זו.

מגדל ניהול תיקי השקעות (1998) בע"מ | מגדל שרותי בורסה (נ.ע.) בע"מ | מקבוצת מגדל שוקי הון

רח' סעדיה גאון 26, תל-אביב 67135, טל. 03-5194111 או \*5699, פקס. 03-5106708, [www.money-talks.co.il](http://www.money-talks.co.il), [www.msh.co.il](http://www.msh.co.il)

## דלק רכב

החברה הציגה רבעון חלש עם ירידה ברווח ובנתחי השוק כתוצאה מהתחזקות הין והיצע דל של רכבים. יחד עם זאת החברה ממשיכה להציג תשואת דיבידנד נאה של כ- 3% (רבעונית).

### מכירות ורווח

דלק רכב מאבדת נתחי שוק ומציגה ירידה ברווחיות כתוצאה משני גורמים עיקריים: עליית שער הין והיצע דל של דגמים. איבוד האחיזה בשוק הליסינג

שוק הליסינג מהווה את עיקר המכירות של יבואנית מזדה ופורד, על כן, עליית שער הין מקשה על החברה במתן הנחות לחברות הליסינג ועל כן אנו עדים לירידה הניכרת בנתחי השוק. חיזוק נוסף לקושי זה אנו מקבלים מעליית המתחרים על חשבון החברה כשאת מקום הרכבים במטבע היפני תופסים הרכבים הקוריאנים (בעיקר יונדאי) המיובאים באירו ובדולר.

### היצע דל של דגמים לשוק הפרטי

בחודשים האחרונים אנו עדים לצמיחתן של קטגוריות הביניים דוגמת מכוניות מיני, מיקרו-וואנים ואף רכבי פנאי "זולים". רכבים אלה כמעט ואינם נמכרים לחברות הליסינג אלא בעיקר לשוק הפרטי. מותגי החברה נעדרים לחלוטין מקטגוריות אלו ואנו סבורים כי הדבר מביא להדרת רגליהן מהשוק הפרטי.

### האם העתיד נראה אחרת?

דלק רכב תחל את שיווקה של הפורד פוקוס החדשה בחודשי הקיץ אולם אנו סבורים כי הדבר לא יביא למפנה המיוחל בנתחי השוק. בדיקה של היצע הדגמים אצל היצרניות, מזדה ופורד, אינה משנה את התמונה בעתיד ואינה שופכת אור על קטגוריות חדשות. למעט רכב אחד של מזדה העשוי להתברג לקטגוריית רכבי הפנאי ורכב אחד של פורד אשר עשוי להיות משווק בחו"ל רק בשלהי 2012, אין היצרניות מציעות מענה לקטגוריות המתפתחות בישראל. על כן אנו מעריכים כי נקודת המפנה תבוא רק עם הירידה בשער הין וחזרה למכירות לשוק הליסינג.

## קרוסו מוטורס

חברת קרוסו מוטורס השלימה השבוע את הנפקתה לבורסה ובהמשך לסקירה והערכת השווי טרם ההנפקה (פורסמה ב 30.5.11) אנו מתחילים בסיקור החברה.

דו"ח הרבעון הראשון של החברה היה טוב עם עלייה בנתחי השוק, במכירות וברווח, לעומת זאת ניכרת הירידה במחיר לרכב וזאת משינוי תמהיל הרכבים עם העלייה במכירות ניסאן מיקרה אקו וירידה במכירות הג'וק עקב עיכובי אספקה. אנו סבורים כי לחברה שתי נקודות חוזקה עיקריות: תמהיל מותגים יקר וסינרגיה עם פעילויות משלימות כדוגמת ליסינג, טרייד-אין וביטוח. אולם נקודות אלו מהוות גם אתגר בפני החברה – היעדר רכבים בקטגוריות הנפוצות (מנהלים ומשפחתיות) מותירות נתחי שוק נמוכים וחטיבות הליסינג והטרייד-אין יטו את מרווחי החברה כלפי מטה. החברה צפויה להתחיל לייבא מארה"ב לישראל רכבים לקטגוריית המנהלים והמשפחתיות ודבר זה בא לידי ביטוי בעלייה במכירות במודל הערכת השווי אולם קיימת סבירות מסוימת כי תחילת השיווק תתעכב ולא תשתקף במלואה בנתוני שנת 2012 ועל כן אנו נוקטים מידה של שמרנות. אנו סבורים כי בטווח הקצר תושפע החברה לחיוב מהכניסה למדד ת"א 100 (3.7.11) אולם אנו סבורים כי החברה נמצאת בתהליך בנייה של חטיבת הליסינג והשלמת ארסנל הדגמים אשר צפויים להוריד את רמת המרווחים.

נתח השוק של החברה עמד ברבעון הראשון על כ- 7% ואנו מעריכים כי נתח השוק של החברה לשנת 2011 יעמוד על כ- 8% עם סך מסירות של כ- 18.5 אלף כלי רכב. עלייה זו בנתח השוק נובעת מהפגיעה בייצוא רכבים מיפן כמו גם השלמת חוסרים של דגמי הג'וק בהיקף של כ- 400 רכבים בחודש. מרבית הדגמים המיובאים ע"י חברת קרוסו אינם מיוצרים ביפן ועל כן מלבד מותג אינפיניטי ודגם הג'וק (כ- 12% מהמכירות) לא ניכרת השפעה לרעה כתוצאה מרעש האדמה, אלא להיפך. שער אירו נמוך ממשיך לתמוך במכירות החברה.

אנו מעריכים את שווי החברה בכ- 1.1 מיליארד ₪, המשקף שווי למניה של 15 ₪. אנו סבורים כי שיעורי הרווח של החברה צפויים להתמתן זאת בעיקר בשל כניסה מאסיבית לפעילות ליסינג וכן כתוצאה משינוי תמהיל המותגים.

## דלק רכב

2014E	2013E	2012E	2011E	2010A	2009A	דלק רכב - מיל"ש
<b>46,136</b>	<b>42,578</b>	<b>38,454</b>	<b>33,579</b>	<b>42,082</b>	<b>43,053</b>	<b>מסירות רכב</b>
18.5%	17.5%	16.2%	14.5%	20.0%	24.9%	נתח שוק
4,706	4,343	3,922	3,425	4,191	4,361	מכירות רכבים
415	383	346	302	419	383	מכירות חלקי חילוף
<b>5,121</b>	<b>4,726</b>	<b>4,268</b>	<b>3,727</b>	<b>4,610</b>	<b>4,744</b>	<b>סה"כ מכירות</b>
<b>629</b>	<b>568</b>	<b>527</b>	<b>454</b>	<b>624</b>	<b>525</b>	<b>רווח גולמי</b>
12.3%	12.0%	12.4%	12.2%	13.5%	11.1%	שיעור רווח גולמי
48	47	47	46	45	40	הוצאות מכירה ושיווק
33	32	31	30	30	28	הוצאות הנהלה
<b>548</b>	<b>488</b>	<b>449</b>	<b>378</b>	<b>550</b>	<b>457</b>	<b>רווח תפעולי</b>
10.7%	10.3%	10.5%	10.1%	11.9%	9.6%	שיעור רווח תפעולי
563	503	462	389	564	469	EBITDA
11.0%	10.6%	10.8%	10.4%	12.2%	9.9%	שיעור Ebitda
94	92	93	84	142	132	מיסים
59	41	41	-13			הון חוזר
0	9	17	23			עודף השקעה על הפחת
<b>395</b>	<b>346</b>	<b>299</b>	<b>283</b>			<b>תזרים תפעולי נקי</b>

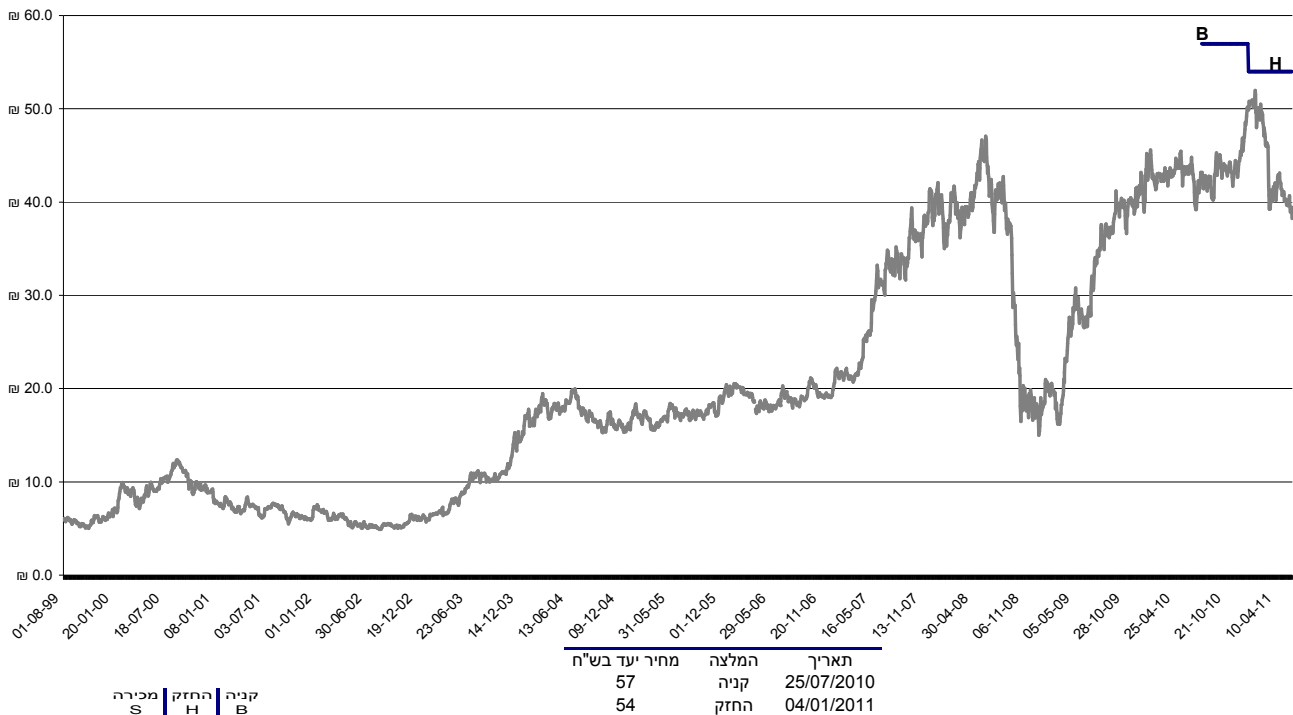
**קרוס מוטורס**

2015E	2014E	2013E	2012E	2011E	2010A	2009A	קרוס מוטורס מסירות רכב נתח שוק
21,472 8.4%	20,699 8.3%	20,194 8.3%	19,464 8.2%	18,526 8.0%	16,114 6.8%	11,155 5.5%	
2,083 3.2%	2,018 2.0%	1,979 3.7%	1,908 5.1%	1,816 15.4%	1,574 52.1%	1,035	מכירות רכבים YOY
544 3.2%	527 2.0%	517 3.7%	498 5.1%	474 15.4%	411 17.6%	349	מכירות שירותים נלווים YOY
590 3.2%	572 2.4%	558 3.7%	538 4.6%	515 60.0%	322 141.2%	133	הכנסות מליסינג YOY
<b>3,220</b> 3.2%	<b>3,120</b> 2.0%	<b>3,058</b> 3.7%	<b>2,947</b> 5.0%	<b>2,808</b> 20.2%	<b>2,336</b> 49.1%	<b>1,567</b>	סה"כ מכירות YOY
264 12.7%	263 13.0%	267 13.5%	269 14.1%	269 14.8%	240 15.2%	77 7.4%	רווח גולמי רכבים מרווח גולמי
46 8.4%	43 8.2%	41 8.0%	40 8.0%	36 7.5%	30 7.3%	30 8.7%	רווח גולמי שירותים נלווים מרווח גולמי
102 17.3%	98 17.2%	95 17.1%	91 17.0%	103 20.0%	68 21.0%	33 24.7%	רווח גולמי ליסינג מרווח גולמי
<b>412</b> 12.8%	<b>404</b> 13.0%	<b>403</b> 13.2%	<b>400</b> 13.6%	<b>407</b> 14.5%	<b>367</b> 15.7%	<b>189</b> 12.1%	רווח גולמי שיעור רווח גולמי
128 74	126 72	124 70	120 71	115 67	95 59	83 42	הוצאות מכירה ושיווק הוצאות הנהלה
<b>210</b> 6.5%	<b>207</b> 6.6%	<b>209</b> 6.8%	<b>209</b> 7.1%	<b>225</b> 8.0%	<b>212</b> 9.1%	<b>64</b> 4.1%	רווח תפעולי שיעור רווח תפעולי
290 9.0%	297 9.5%	299 9.8%	309 10.5%	345 12.3%			EBITDA % Ebitda
31	34	34	37	43			מיסים
23	14	25	32	108			הון חוזר
0	-40	-40	-60	-82			עודף השקעה על הפחת
<b>155</b>	<b>199</b>	<b>189</b>	<b>199</b>	<b>156</b>			תזרים תפעולי נקי

דלק רכב וקרוסו נספח גילוי נאות

פרטי מכין עבודת האנליזה	
שם:	ערן יונגר
מספר רישיון:	רישיון לניהול השקעות מספר 8047
פרטי השכלה:	לימודי כלכלה וניהול האוניברסיטה הפתוחה
כתובת:	סעדיה גאון 26, תל אביב 67135
ניסיון:	מעל 5 שנים
פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין עבודת האנליזה	
שם התאגיד:	מגדל ניהול תיקי השקעות (1998) בע"מ
כתובת:	סעדיה גאון 26, תל-אביב 67135
מס' טלפון:	03-5194111
גילוי נאות מטעם מכין עבודת האנליזה	
בעת פרסום עבודת אנליזה זו, לא ידוע למכין העבודה על ניגוד עניינים שלו.	
גילוי נאות מטעם התאגיד המורשה	
במועד הפרסום וכן ב-30 הימים שקדמו למועד הפרסום, התאגיד המורשה או תאגיד קשור אליו החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים.	
גרף מחירי המניה	
קרוסו - התאגיד לא סיקר את החברות במהלך 12 החודשים האחרונים.	

דלק רכב



שיטות הערכה לקביעת מחיר היעד, סולם הדירוג והסיכונים העשויים להשפיע על מחיר היעד

אנו מעריכים את חברת דלק רכב לפי שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF).

**סוגי ההמלצות**

קניה - המניה צפויה להשיג תשואה עודפת של 10% ומעלה לעומת מדד ת"א 100 ב-12 החודשים הקרובים.  
 החזק - המניה צפויה להשיג תשואה של 10% +/- לעומת מדד ת"א 100 ב-12 החודשים הקרובים.  
 מכירה - המניה צפויה להשיג תשואת חסר של 10% ומעלה לעומת מדד ת"א 100 ב-12 החודשים הקרובים.

**סיכונים עיקריים**

**דלק רכב –**

עליית שע"ח תביא לירידה ברווחיות החברה.

כניסה של מתחרים חזקים.

ירידה שוויו מניית פורד.

תקלה טכנית גורפת ברכבים.

הפסקת ייצור או פשיטת רגל של אחד או שני היצרנים.

**קרסו מוטורס –**

עליית שער האירו תפגע בתוצאות החברה.

עליית ריבית תביא להוצאות מימון גבוהות

הפסקת ייצור ע"י אחד היצרנים תביא לירידה בהכנסות.

ריבוי תקלות בדגמי יצרן עלולות לפגוע בערך המותג.

הצהרה בדבר עצמאות שיקול הדעת של מכין העבודה

אני, ערן יונגר, בעל רישיון מס' 8047, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

ערן יונגר

פרטי עבודת האנליזה

מועד עריכת העבודה:	14/06/2011
מועד פרסום העבודה:	14/06/2011

תנאים כלליים:

עבודת אנליזה זו הינה רכושה של מגדל ניהול תיקי השקעות (1998) בע"מ ("מגדל"). אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם את העבודה, או כל חלק הימנה, בכל אופן או דרך שהיא, אלא לאחר קבלת אישור מגדל לכך מראש ובכתב. אין להעביר עבודה זו לצד ג' כלשהו ללא הסכמה מראש ובכתב של מגדל.

עבודת אנליזה זו מתבססת על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי התאגיד הנסקר בו, בתשקיפים, דוחות כספיים, דוחות מיידיים, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענף בו פועל התאגיד הנסקר, וכן על הערכות ואומדנים שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. מגדל מניחה, כי המידע, הפרסומים והנתונים המפורטים לעיל הינם נכונים ומהימנים, וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לבדיקת מהימנות המידע. מודגש כי אין מגדל ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בעבודה זו, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בה או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בה.

המידע המופיע בעבודת אנליזה זו מעודכן למועד פרסומה לראשונה, ועבודה זו משקפת את הבנתנו נכון למועד פרסומה. עבודה זו אינה מתיימרת להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בה, אינה מתיימרת להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, והדעות האמורות בה עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת.

עבודת אנליזה זו מהווה חומר מסייע בלבד, ואין לקבל על פיה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין לראות בעבודת אנליזה זו משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח. עבודת אנליזה זו אינה מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בה. לפיכך, אין להסתמך על המידע ו/או ההמלצות הכלולות בעבודה זו, ואין בה כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ/משווק השקעות, אשר ייעוץ מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. מגדל אינה מתחייבת כי שימוש בעבודה זו ייצור רווחים כלשהם בידי הקורא. מגדל לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש ו/או הסתמכות על עבודה זו, אם

יגרמו.

מגדל, עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, חברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת מגדל") עשויים להחזיק בניירות הערך המתוארים בעבודת אנליזה זו ("ניירות הערך") ו/או עשויים לשמש כחתם לניירות הערך, ו/או לפעול מעת לעת למכירת/רכישת ניירות הערך, כולם או חלקם, לרבות אם מחירם יעלה או ירד (לפי העניין), וזאת למרות האמור בעבודת אנליזה זו, הן לפני פרסומה והן לאחריה.