

תעודת סיום בהצטיינות לשנת 2010 החזקת עוגן גם לשנת 2011. תשואת יתר 56 ש"ח

עדכונים בדו"ח

- שינוי המלצה
- שינוי מחיר יעד
- שינוי תחזית

נתונים עיקריים

ת. יתר	המלצה
56.0	מחיר יעד
49.4	מחיר מניה
4,500	שווי שוק (מ' ש"ח)
49.4	גבוה 12 ח' (ש"ח)
38.9	נמוך 12 ח' (ש"ח)
28	שינוי 12 חודשים
14%	שינוי ת"א 100 ח' 12
4.9	מחזור יומי (מ' ש"ח)
27%	סחורה צפה
10.0	P/E 10E
10.5	P/E 11E
ת. יתר	המלצה קודמת
50.0	מחיר יעד קודם

בתחילת 2010 כללנו את דלק רכב כאחת מ-7 מניות העוגן בתיק המניות לטווח הארוך. בהגיענו לסוף 2010 אנו סבורים דלק רכב הוכיחה במהלך השנה האחרונה כי היא ראוייה להיחשב ככזו ולא רק בזכות תשואה של 28% אותה רשמה מנית החברה השנה.

1. צפי לרווח נקי של כ-430-450 מ' ש"ח

להערכתנו דלק רכב תסיים את רבעון 4/10 עם רווח נקי של כ-120-140 מ' ש"ח אשר יביאו את החברה לרווח נקי של 430-450 מ' ש"ח בשנת 2010. עם רווח כזה תהיה זו השנה השנייה בטובה עבור דלק רכב בכל הזמנים. הרווח הנקי כולל בתוכו תרומה של עשרות מ' ש"ח מעליית ערך מניית פורד, אבל גם ללא תרומה זו מדובר בתוצאות טובות למדי.

2. התוצאות למרות רוח נגדית משע"ח. אין ספק כי בשנת 2010 התמודדה דלק רכב עם סביבת שערי חליפין לא נוחה, כמפורט בטבלה להלן:

ממוצע 2008	ממוצע 2009	ממוצע 2010	24.12.10	100 יין/ש"ח
3.49	4.20	4.26	4.30	
103.5	93.6	87.8	83.7	דולר/יין
152.5	130.4	116.7	109.7	יורו/יין

בשנתיים האחרונות התחזק היין היפני בשיעור ניכר ביחס ליורו וביחס לדולר. בעוד שבשנת 2008 נהנו יבואני הרכב היפניים משסיבבה נוחה שאפשרה להם להגדיל נתחי שוק ורווחיות, הרי ששנת 2010 היתה שעתם של יבואני הרכב המייבאים ביורו אשר נהנו מיתרון תחרותי ברור. פולקסווגן, רנו ופג'ו הגדילו מכירות בכ-50% השנה ויונדאיי המייבאת את דגמי ה-i20 וה-i30 ביורו השכילה לנצל את שע"ח לטובתה וצמצמה את הפער ביחס למאזדה עד לכ-4% בלבד (38% הפרש אשתקד).

על רקע שערי חליפין אלו אפשר להעריך עד כמה גדול ההישג של דלק רכב השנה.

3. לקראת קפיצת מדרגה לרווח ממוצע של 450 מ' ש"ח. בחמש

השנים האחרונות (2006-10) הסתכם הרווח הנקי הממוצע של דלק רכב בכ-407 מ' ש"ח. להערכתנו בחמש השנים הבאות תרשום דלק רכב רווח שנתי של 400-500 מ' ש"ח לשנה.

בחמש השנים 2006-2010 נמכרו בישראל כ-184 אלף מכוניות לשנה בממוצע. בשנת 2010 היינו עדים לקפיצת מדרגה לרמה של כ-215 אלף מכוניות. להערכתנו, בחמש השנים הבאות יסתכמו המכירות השנתיות בשוק הרכב בכ-210-230 אלף מכוניות בממוצע. לצד הביקוש הכללי בשוק תהנה דלק מהרחבת מגוון הדגמים ומחידוש הדגמים המובילים.

4. כעת המניות ב"ידיים חזקות". בתחילת 2010 חששנו מעודף היצע

במניות דלק רכב. בסוף 2010 התהפכה התמונה והמניות ב"ידיים חזקות": גיל אגמון לא ימכור כיוון שבמסגרת הסכם מימון הרכישה הוגדרו המניות כ"מניות שליטה"; קבוצת דלק לא תמכור כיוון שבזכות נפלאות ה-IFRS תכיר ברבעון 4/10 ברווח בגין כל המניות כאילו אלו נמכרו וקרן לאזארד שהחזיקה כ-14% מהחברה מכרה את החזקותיה בתחילת השנה.

במכפיל רווח מייצג של 10 עם דיבידנד של 10% אנו ממליצים על דלק רכב בתשואת יתר ומעלים את מחיר היעד ל-56 ש"ח.



תחזית לרבעון 4/10 ושנת 2010

הטבלה להלן מציגה את עיקרי הערכותינו לתוצאות החברה ברבעון 4/10 ולשנת 2010 כולה. מדובר בהערכה ראשונית שכן עדיין ייתכנו השפעות לא מבוטלות על סעיף המימון בשבוע הקרוב עד לתום הרבעון.

2010E	Q4/10E	Q3/10	Q4/09	2009A	
42,427	11,800	9,699	12,713	44,174	מכוניות (יח')
4,230	1,168	969	1,207	939	מכירת מכוניות
403	102	100	92	94	הכנסה מחלפים
4,633	1,270	1,069	1,300	4,744	סך הכנסות
649.9	152.4	135.3	137.2	525.2	רווח גולמי
14.0%	12.0%	12.7%	10.6%	11.1%	אחוז מההכנסות
596.7	183.4	123.1	169.1	564.3	רווח לפני מס
12.9%	14.4%	11.5%	13.0%	11.9%	אחוז מההכנסות
450.9	138.0	91.8	129.0	433.7	רווח נקי
4.93	1.54	1.03	1.40	4.71	EPS

התוצאות הטובות ברבעון 4/10 צפויות להיות מושפעות לטובה מהכנסות מימון של 50-60 מ' ש לפני מס שינבעו מהיחלשות היין היפני ביחס לשקל (תוספת של כ- 20-30 מ' ש לאחר השפעת הגנות על שערי מט"ח) וכן תוספת של כ- 30-35 מ' ש מעליית ערך מניית פורד ברבעון 4/10.

תמצית מודל הערכת השווי

סיכום מודל הערכת השווי				
	Rf	4.1%	ריבית חסרת סיכון	
	B	1.1	בטא	
	Rf-Rm	5.5%	פרמיית השוק	
	Re	10.1%	מחיר הון עצמי	
	G	2.0%	צמיחה פרמננטית	
		12.3	מכפיל רווח נגזר	
	מבטא ממוצע של תקופות שונות	414	רווח ממוצע 2006-10 (מ' ש)	
	מכפיל 12.3	5,081	שווי חברה לפי מכפיל (מ' ש)	
		4,521	שווי שוק	
		55.6	שווי למניה - מחיר יעד	
		49.4	מחיר מניה בשוק	
		12.4%	פער - מחיר יעד/מחיר מניה	
		91,440,708	מניות	

בהתאם לכך קבענו את מחיר היעד לדלק רכב על 56 ש, אבל אנו ממליצים לכם להמשיך לעמוד הבא להסתכל על הדברים בדרך התומכת במסקנות.

דלק רכב במודל הדיבידנדים

הטבלה להלן מציגה את דלק רכב דרך המספרים בעשור האחרון ובחמש השנים האחרונות:

		מחיר מניה	49.4	4,521	שווי שוק (מ' ₪)
				36,933	מכרית מכונית ממוצע 2002-10
		מכפיל רווח	13.6	331	רווח נקי ממוצע 2002-2010
7.4%	תשואת דיבידנד ביחס למחיר היום	אחוז מהרווח	101%	334	דיבידנד ממוצע 2002-2010
				41,397	מכרית מכונית ממוצע 2006-10
		מכפיל רווח	11.1	407	רווח נקי ממוצע 2006-2010
8.9%	תשואת דיבידנד ביחס למחיר היום	אחוז מהרווח	98%	401	דיבידנד ממוצע 2006-2010
				42,427	מכרית מכונית צפי 2010
		מכפיל רווח	11.3	400	רווח צפוי 2010
7.1%	תשואת דיבידנד ביחס למחיר היום	אחוז מהרווח	80%	320	דיבידנד צפוי 2010
				47,500	מכרית מכונית ממוצע 2011-15E
		מכפיל רווח	10.0	450	רווח ממוצע צפוי 2011-2015
10.0%	תשואת דיבידנד ביחס למחיר היום	אחוז מהרווח	100%	450	דיבידנד ממוצע צפוי 2011-2012

להערכתנו, השקעה במניית דלק רכב במחירה הנוכחי (49.4 ₪) תניב למשקיע תשואה ממוצעת של 9%-11% לשנה בחמש השנים הקרובות.



כלל פיננסים ברוקראז' בע"מ

דסק ישראלי

רונן ויסרברג מנכ"ל 03-5653546 ronen@clal-fin.co.il	נאור אל חי 03-5653552 neor@clal-fin.co.il	משה בן אסאייג מנהל חדר מסחר 03-5653550 mosheba@clal-fin.co.il	אריה לנצברג 03-5653541 ariehl@clal-fin.co.il	חגית דלאל 03-5653543 hagitd@clal-fin.co.il	אסף קרפה 03-7611985 asafk@clal-fin.co.il	מעוז הראל 03-7611913 maozh@clal-fin.co.il	לי ברט טלמור 03-6251080 leeb@clal-fin.co.il
---	--	--	---	---	--	---	--

אג"ח

בני סימון 03-7611988 benis@clal-fin.co.il	אסף לוינסון 03-7613702 traasafi@clal-fin.co.il	דרור וסרמן 03-7611905 drorw@clal-fin.co.il	גל בר 03-5653548 galba@clal-fin.co.il
---	---	--	---

דסק בינלאומי

סער גולן 03-7611987 saarg@clal-fin.co.il	אבי ויינרב 03-5653556 aviwe@clal-fin.co.il	אלה מוריס 03-5653540 ellam@clal-fin.co.il	אירן אליהו 03-5653646 eliran@clal-fin.co.il	מריסה בנדר 03-6251014 marisab@clal-fin.co.il
--	--	---	--	--

אג"ח בינלאומי

יסכה ארז 03-6251024 yisca@clal-fin.co.il	גיא מגן 03-5652565 guyma@clal-fin.co.il
--	---

מחקר

יובל בן זאב מנהל מחקר פיננסים, החזקות, נדל"ן 03-5653559 yualb@clal-fin.co.il	צחי אברהם תקשורת, מזון וטכנולוגיה 03-5652510 tsahiv@clal-fin.co.il	ירון זר אנרגיה 03-5652546 yaronze@clal-fin.co.il	יונתן קרייזמן כימיה, פרמצבטיקה 03-6274883 jonathank@clal-fin.co.il	נדב אופיר אג"ח חו"ל 03-6251039 nadavo@clal-fin.co.il
---	---	---	---	--

נגזרים

צחי סוקול 03-7616450 tzahis@clal-fin.co.il	טיראן מאיר 03-5653560 tiranm@clal-fin.co.il	נדב קליק 03-7611990 nadavk@clal-fin.co.il	בטי מזרחי 03-5653537 betty@clal-fin.co.il	אתי סאבך 03-7613732 etisa@clal-fin.co.il
---	--	--	---	--

מנהלה

סימה דקל 03-5653557 simade@clal-fin.co.il	יעל זומר 03-7613654 yaelzo@clal-fin.co.il
--	--

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראז' מהווה הפרה של זכויות היוצרים

ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראז'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 73, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



הערות אזהרה וגילוי נאות בנוגע לעבודת האנליזה

א. פרטי מכין האנליזה

יובל בן זאב
ת.ז. 024181976
רשיון משווק השקעות מספר 5380
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
השכלה - מוסמך (MA) בכלכלת עסקים, אוניברסיטת תל אביב; בוגר (BA) בכלכלה וניהול, אוניברסיטת תל אביב.
נסיון - תפקידי מחקר ואנליזה בשנים 1995-היום (16 השנים האחרונות) בחברות הבאות: כלל פיננסים ניהול השקעות, לידר ושות' בית השקעות, דן טהורי ייעוץ כלכלי, ברייטמן שרותי ניהול.

התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה:
כלל פיננסים ניהול השקעות בע"מ
רחוב מנחם בגין 37, תל אביב
טלפון: 03 5653557

ב. גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

להלן גילוי על ניגוד עניינים של מכין האנליזה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, המועד הפרסום של האנליזה.

אין למכין האנליזה ניגוד עניינים עליו הוא יודע בעת פרסום האנליזה.

ג. הערות לאנליזה

1. סולם המלצות

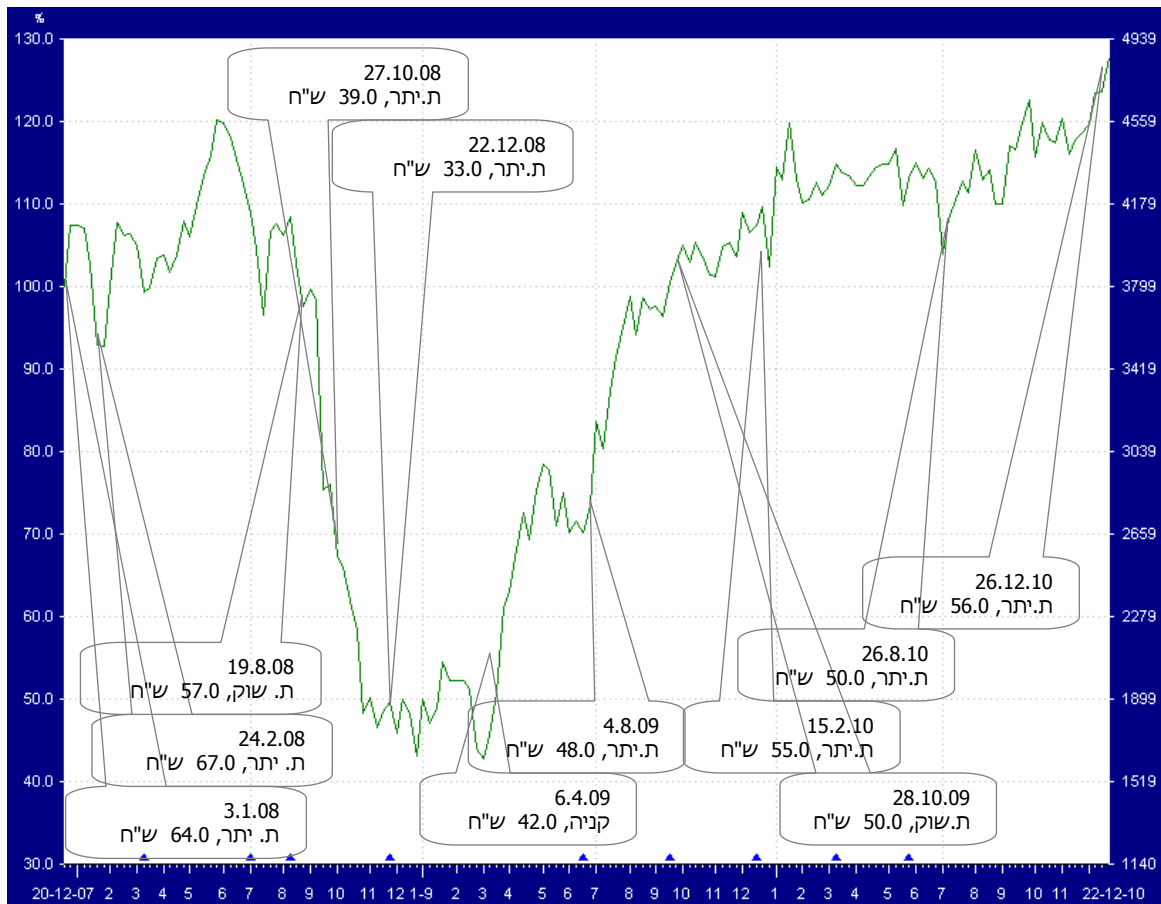
- **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין ת. יתר של 10% לת. חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **תשואת חסר** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.
- **מכירה** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב- 12 החודשים הבאים.

2. גישת הערכת דלק רכב וקביעת מחיר היעד בוצעה לפי מכפיל רווחיות מייצגת במודל גורדון, המביא לידי ביטוי צמיחה לטווח הארוך.

3. סיכונים עיקריים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד של דלק רכב:

- האטה כלכלית בישראל.
- שינוי בשערי חליפין של היין היפני והיורו ביחס לשקל וביחס לדולר האמריקאי. התחזקות היין היפני, המהווה את מטבע הייבוא העיקרי של החברה עלול לפגוע ברווחיות החברה ובשוויה;
- המשך העסקתו של מנכ"ל החברה מר גיל אגמון. להערכתנו, אגמון מהווה דמות מפתח בחברה;
- תלות ביצרני המכונות מאזדה ופורד. שינוי לרעה בהסכמי הייבוא בכלל ובתנאים המסחריים בפרט עלול לפגוע בחברה;
- שינוי בטעמי הלקוחות בישראל.

4. גרף מנית דלק רכב תעשיות ושינוי המלצות בשלוש השנים האחרונות. מחירי היעד למניות מתייחסים לתקופה של 12 חודשים מיום מתן ההמלצה.



* הערה – גרף המניה מוצג כשהוא מתואם לחלוקת דיבידנד, בעוד שההמלצות אינן מתואמת רטרואקטיבית לתשלומי הדיבידנד ומתייחסים למצב כפי שהיא בעת ההמלצה.

ד. עצמאות שיקול הדעת

אני, יובל בן זאב, בעל רשיון מספר 5380, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

יובל בן זאב

העברת דו"ח זה לצדדים שלישיים ללא אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים ברוקראד' מהווה הפרה של זכויות היוצרים
ראה הערת אזהרה בסוף המסמך

כלל פיננסים ברוקראד'

בית רובינשטיין, דרך מנחם בגין 73, ת"א. טל': 03-5653557, פקס: 03-6251017



ה. גילוי נאות מטעם כלל פיננסים ניהול השקעות בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה") להלן גילוי על ניגוד עניינים של התאגיד המורשה, ככל שידוע לו או שיש חשש לקיומו, במועד הפרסום של האנליזה.

1. התקיימו הנפקות פרטיות והצעות לציבור של ניירות ערך של קבוצת דלק, בעלת השליטה בדלק רכב, שהתאגיד המורשה או תאגיד קשור שלו ניהל או ייעץ להם, בין לבדו ובין ביחד עם אחרים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של האנליזה.
2. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה או, למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור אליו, החזיקו, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות המנוהלים על ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של דלק רכב.
3. מועד פרסום האנליזה: דוח זה פורסם ביום ראשון 26.12.2010.

ג. הערות ואזהרות כלליות מטעם כלל פיננסים ניהול השקעות בע"מ

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשוא דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת.

דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

חברת כלל פיננסים, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה.

כלל פיננסים נמנית על קבוצת חברות אי.די.בי.

קבוצת כלל פיננסים עוסקת, בין היתר, בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, שיווק השקעות, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות.

כמו כן, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים או עשויים להחזיק, מעת לעת, במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו.

כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים, חברות בשליטתה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתמים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים.

בנוסף, כלל פיננסים משמשת כעושה שוק בניירות ערך של חברות שונות, על פי אישור הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, ועשויה לשמש במועד כלשהו כעושה שוק בניירות הערך של החברה נשוא דו"ח זה.

יובל בן זאב, מנהל המחקר של כלל פיננסים ברוקראז', חברת הבת של כלל פיננסים, הינו בעל ענין בכלל פיננסים ברוקראז'.

דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת.