

הערכת שווי חברת טיב טעם הולדינגס בע"מ



16/10/2013

תמצית מנהלים

- זוהי תמצית מנהלים של ניתוח דוחותיה הכספיים, והערכת השווי של חברת "טיב טעם הולדינגס בע"מ".
- מפרופיל החברה ניתן ללמוד שמדובר בחברה קמעונית מבודלת משאר הענף וזאת מכיוון שסניפיה פועלים בשבתות וחגים ושיווק מוצרים לא כשרים. החברה משווקת מוצרים בתחום המזון ובתחום ה-NONFOOD (כלי בישול ואירוח, ספרי בישול, אביזרי אפייה וכיוצא ב') שמהווה חלק מתוך מגזר פעילות הקמעונאית. לחברה קיימים 2 מגזרי פעילות – מגזר הקמעונאות וייצור ומגזר יבוא ושיווק מוצרי מזון.
- ניתחנו את נתוניה ההיסטוריים של החברה על פני שלוש שנים אחרונות, 2011, 2012, 2010. ניתוח החברה נעשה ללא אבחנה בין 2 מגזרי הפעילות, אלא במאוחד, וזאת מאחר כי לא קיים שוני מהותי בין המגזרים ואילו היינו מפרידים אנו סבורים שלא היינו מקבלים תוצאות שונות. מניתוח הנתונים אלו, עלה כי מדובר בחברה עם שיעורי צמיחה נמוכים, שנובע בין היתר מעליה בחומרי גלם וירידה בביקושים.
- ניתחנו את החברה ע"י מודל חמשת הכוחות של פורטר וראינו כי כוח המיקוח של הלקוחות הינו כוח שמשפיע על החברה. הוכחנו זאת באמצעות המחאה החברתית שאירעה בשנת 2011.
- בחנו את היתרון התחרותי על פני מתחריה, בנוגע לפתיחת סניפים בשבתות וחגים ומכירת מזון לא כשר. ראינו כי המתחרים הקיימים מהווים איום במידה מועטה על החברה בנוגע לפלחי שוק מסויימים, למשל החברה מוכרת את מוצריה לפלח שוק שונה (יוצאי חבר העמים). ראינו כי החברה חשופה לסיכוני שער מאחר והיא קונה במט"ח ומוכרת בש"ח.
- ביצענו הערכת השווי באמצעות מודל ה-DCF. הערכת השווי שבוצעה נעשתה ללא הפרדה בין 2 המגזרים וזאת מאותן סיבות שפורטו לעיל. תחזית זירמי המזומנים בוצע לכל שנה בנפרד משנת 2013 ועד לשנת 2016 כאשר שנת 2017 היא השנה הטרמינלית. כחלק מהערכת השווי הסתמכנו על נתונים ענפיים ונתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. תוצאת הערכת השווי הראתה כי ישנו פער של 2% ביחס לשווי הבורסאי של החברה נכון ליום 24.9.2013.
- ביצענו הערכת שווי באמצעות שימוש במכפילים. בחנו את הפונדמנטל של המשתנים המשפיעים על המכפילים. סקרנו את נתוניה של חברת "ויקטורי" מאחר ומדובר בחברת ההשוואה שלנו. בחרנו את חברת ההשוואה זו מאחר ומדובר בחברה שדומה יחסית לחברת טיב טעם מבחינת השווי ומבחינת היקף הפעילות. יחד עם זאת חברת ההשוואה יצגה עבורנו את כלל השוק אף על פי שרצוי להתייחס למגוון רחב יותר של חברות בכדי לאמוד את נתוני השוק. ראינו כי מכפיל המכירות הינו המכפיל שהכי קרוב ביחס לשווי החברה הבורסאי של החברה וכי התקבל פער של 5% בפרמיה. ביצענו מכפיל מ"ר שבאמצעותו קיבלנו פער של כ- 40% בפרמיה. ממכפיל ה-EBIT המתואם התקבל פער של 16.7% בפרמיה.

תוכן

2	פרק ראשון - פרופיל החברה.....
4	פרק שני - ניתוח נתונים היסטוריים (אש"ח).....
11	פרק שלישי – ניתוח 5 כוחות של פורטר ומה היתרון התחרותי של החברה
14	פרק רביעי – הערכת שווי
21	פרק חמישי – הערכת שווי בשיטת המכפילים.....

פרק ראשון - פרופיל החברה

טיב טעם הולדינגס 1 בע"מ ("החברה") נתאגדה בישראל כחברה פרטית ביום 21 באפריל 1965 בשם סופר אמיל בע"מ. ביום 22 במאי 1997 נרשמה החברה לראשונה למסחר בבורסה וביום 17 במאי 2007 שינתה את שמה לטיב טעם. החברה עוסקת ב-2 מגזרי פעילות: תחום הקמעונאות ותחום ייצור, ייבוא ושיווק מוצרי מזון.

תחום הקמעונאות: בתחום זה מפעילה החברה באמצעות חברת הבת טיב טעם רשתות בע"מ (מוחזקת 100%) רשת מרכולים המונה 30 סניפים ברחבי הארץ. כמו כן באמצעות חברת הבת דומו אם בע"מ (מוחזקת ב-73.75%) מפעילה החברה 8 סניפי DOMO (רשת בתחום כלי בישול ואירוח המוכרת ספרי בישול, כלי בישול, אביזרי אפייה, כלי אירוח וכו') מהם 6 בתוך מרכולי החברה ו-2 בקניונים בת"א והרצליה. **מוצרים עיקריים** בתחום זה הינם: בשר טרי וקפוא, שתייה, מאפים, מוצרי חלב, אוכל מוכן, מצוננים וקפואים, חומרי ניקוי ומוצרי NON-FOOD (NF).

תחום ייצור, יבוא ושיווק מוצרי מזון: בתחום זה עוסקת החברה, באמצעות מעדני מזרע תעשיות מזון בע"מ, ישרקו שיווק מותגי מזון בינלאומיים בע"מ ובאמצעות סנפיר ים ייבוא ושיווק דגים ומעדני ים (2004) בע"מ בייצור, בייבוא, בשיווק ובמכירת מגוון **מוצרים עיקריים כגון:** בשר, נקניקים, עוף, דגים, חזיר, פירות ים יינות, גבינות ומגוון מוצרי מזון יבשים, מצוננים וקפואים.

רגולציה: החברה כפופה לחוקים הבאים: חוק האחריות למוצרים פגומים, חוק הגנת הצרכן וצו הגנת הצרכן, חוק שכר מינימום, חוק שעות העבודה ומנוחה (החברה מקבלת קנסות לא מהותיים עקב העסקת עובדים ועבודה בשבת, במידה ותידרש החברה לסגור את הסניפים בימי שבת ובחגים אזי הדבר עלול להביא לפגיעה מהותית בהכנסות מתחום הקמעונאות וכתוצאה מכך לפגיעה מהותית בתוצאות העסקיות), חוק הזכות לעבודה בשיבה, חוק העסקת עובדים ע"י קבלני כוח אדם, חוק פיצויי פיטורים, חוק הפקדון על מיכלי משקה, חוקי עזר של מספר רשויות אוסרות על מכירת בשר חזיר בתחומי הרשויות אלא באזורים מיוחדים שהוגדרו בחוקי העזר וחוקים ותקנות נוספות רגולטוריות שהחברה כפופה אליהם (הרחבה לכלל החוקים הללו ניתן לראות בתיאור עסקי התאגיד של החברה).

לקוחות: הלקוחות ברובם הם הציבור הפרטי בישראל כאשר החברה מתמקדת בקהלי מטרות מוגדרים כגון קהל רגיש למחיר, יוצאי חבר העמים וכו'. היא מוכרת את המוצרים למספר רב של לקוחות בפריסה ארצית ואינה תלויה בלקוח בודד או מספר מצומצם של לקוחות. החברה ורשתות הדומו מפעילות כל אחת מועדון לקוחות המקנים הנחות, זיכויים והטבות בקניית מוצרים ברשתות תמורת דמי הצטרפות שנתיים. מועדון הלקוחות של טיב טעם רשתות מונה כ-183,000 חברי מועדון פעילים המהווים כ-66% משיעור המכירות לשנת 2012. מועדון הלקוחות של דומו מונה כ-5000 חברים המהווים 8.2% משיעור המכירות של דומו לשנת 12. ישנם גם לקוחות שהם מסעדות, שירותי קייטרינג, מעדניות, קיבוצים, וגופים סיטונאיים.

ספקים: החברה רוכשת מוצרים ממאות ספקים שונים (חיצוניים וחברות בקבוצת טיב טעם) הכוללים יצרנים, יבואנים ומפיצים. 10 הספקים הגדולים מהווים 55% מרכישות החברה בתחום הקמעונאות ו-47.1% בתחום הייצור, יבוא ושיווק מוצרי מזון. החברה נמנעת ככל האפשר מקיום תלות בספק אחד ופועלת ליצירת גיוון בספקים. עיקר המוצרים שרוכשת החברה קיימים להם תחליפים המסופקים ע"י ספקים אחרים בתנאים דומים. עם זאת קיימים מספר מותגים בעלי נאמנות לקוחות גבוהה אשר נרכשים מספקים שהוגדרו כמונופולין לגבי אותם מוצרים קיימת תלות באותם ספקים (כגון ספקי החזיר-מעילי הלבנה בע"מ) והפסקת אספקה ע"י אותם ספקים עלולה לגרום לפגיעה זמנית בתוצאות החברה.

מצבת עובדים: החברה מעסיקה 1,316 עובדים (966 בחטיבה הקמעונאית, 288 בחטיבת התעשיות והייבוא, 62 מטה, אגף הכספים ומערכות מידע).

מתחרים עיקריים: טיב טעם פועלת בשוק תחרותי במיוחד, המאופיין בריבוי מתחרים ביניהם רשתות בינלאומיות, מקומיות וחנויות עצמאיות. תחרות זו מחייבת את טיב טעם למבצעים, קידומי מכירות ומחירים תחרותיים, בידול ומיתוג מוצריה והשקעות בשיווק ובפרסום. ההיצע הגדול יכול לגרום להחרפת התחרות ולשחיקת מחירים. המתחרים הם: שופרסל, ריבוע כחול, רמי לוי, קו-אופ ישראל, חצי חינם, יוחננוף, אבא ויקטורי, מחסני להב, אושר עד, 365COST, צים שיווק (יינות ביתן) וכן חנויות מכולת, חנויות נוחות בתחנות תדלוק (מנטה, אלוגית, SO GOOD, YELLOW) שווקים פתוחים, מעדניות, דראגסטור, איטליזים, ומאפיות.

נכסים עודפים מהותיים: השקעות לז"ק (אג"ח) בשווי 25 אלפי ש"ח, מיסים נדחים 12,882 אלפי ש"ח.

תיאור החובות הכספיים: אשראי מתאגידים בנקאיים (208,523 אלפי ש"ח), התחייבות לספקים ונותני שירותים (164,282 אלפי ש"ח), זכאים ויתרות זכות (45,054 אלפי ש"ח), הלוואה מבעל שליטה (32,000 אלפי ש"ח).

תיאור מבנה הבעלות: בעלת השליטה בחברה הינה חברת "הארגז השקעות בע"מ" עם 52.97% בהון המניות ובזכויות ההצבעה גם בדילול מלא. בעל עניין הינו קובי טריביטש שהינו בעש"ט לשעבר ובעל עניין מהותי כיום עם 12.15% בהון המניות ובזכויות ההצבעה גם בדילול מלא. לגבי מבנה האחזקות בחברה ראה נספח.

שווי שוק בבורסה ליום 24.9.13: 275,573 אלפי ש"ח. 122,373 אלפי ש"ח ליום 31.12.12.

¹להלן גרף תשואת המניה ב- 5 השנים האחרונות בהשוואה למדד ת"א 100



¹ נלקח מאתר הבורסה <http://www.tase.co.il>

פרק שני - ניתוח נתונים היסטוריים (אש"ח)

על מנת לנתח את החברה ועל מנת לאמוד את שוויה לקחנו את ההכנסות שלה **במאוחד** וללא פיצול בין 2 המגזרים שהיא מבצעת בדוחותיה הכספיים. לקחנו את ההכנסות במאוחד (חיצוניים) משום שלדעתנו רק הכנסות אלו משקפות הכנסות "אמיתיות" אשר צפויות לזרום לחברה וזהו הכושר התפעולי האמיתי של החברה.

הכנסות מחברות קבוצה נתונות לכל מיני משחקים חשבונאיים וההנהלה יכולה לתת לגביהן צפי מסויים כי בידיה הכוח לשלוט על חלוקת וזרימת ההכנסות לחברה מחברות קבוצה. עלול להיווצר מצב כי הכנסות שלא מחברות קבוצה ירדו ולשם כך החברה תגדיל את הכנסותיה מחברות קבוצה על מנת לא להראות פגיעה בהכנסות לצורך הערכת השווי.

לא ביצענו חלוקה מגזרית משום ש-2 המגזרים של החברה לדעתנו דומים במהותן ושניהן עוסקות במכירת מזון (חלק מן המזון גם זהה) והן משתלבות אחת עם השנייה (כמו מכירת החזיר) ולא ראינו ערך מוסף עבור הערכת השווי לפצל את הערכת השווי ל-2 מגזרים ולהעריך כל מגזר בנפרד.

נוסף על כן החברה שוכרת את רוב נכסיה בחכירה תפעולית. מכיוון שהנכסים שהיא שוכרת הם מחסנים, חנויות מכירה, ומטה הנהלה לניהול שוטף אזי מדובר בנכסים שמהווים חלק עיקרי בפעילות התפעולית של החברה ועבור ניתוח הדוחות, המגמות והערכת השווי הווננו הוצאות השכירות, נטו של החברה לכדי נכס בחכירה מימונית במאזן התפעולי של החברה.

הונח על ידנו כי נכס בגין חכירה שווה להתחייבות בגין חכירה בכל סוף שנה. הנחנו בנוסף כי 98% מהמזומנים אינם משמשים לפעילות השוטפת ומהווים נכס פיננסי אשר קוזז מחוב פיננסי. עבור הנכסים הבלתי מוחשיים (ללא המוניטין) מכיוון שמדובר במותג וקשרי לקוחות קבענו כי הם מהווים חלק מהקפיטל משום שהינם חיוניים לפעילות התפעולית של החברה ושם המותג וקשרי הלקוחות הם קריטיים ליצירת הכנסות (כמו חברי מועדון למשל) ומהווים חלק בלתי נפרד מהפעילות התפעולית היומיומית.

עבור המוניטין קבענו כי מהווה נכס עודף משום שאין לנו דרך לדעת מה המוניטין כולל והאם דווקא הוא מהווה חלק מהפעילות התפעולית. לגבי המיסים הנדחים, נטו הנחנו כי הינם נכס עודף משום שאינם מהווים חלק מפעילות הליבה והתפעול של החברה.

<u>מאוחד</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>
<u>מכירות</u>	1,038,665	1,049,033	1,038,346
<u>EBITDA (ביאור 2)</u>	52,193	62,211	51,110
<u>פחת</u>	27,373	26,801	23,300
<u>EBIT ביאור 3</u>	24,820	35,410	27,810
<u>CAPEX</u>	9,284	15,607	24,150

מגמות: אנו רואים מגמת עלייה במכירות של 0.99% בשנת 2011 לעומת שנה קודמת וירידה של 1.01% בשנת 2012 לעומת שנה קודמת. לגבי ה-EBITDA אנו רואים עלייה של 19.19% בשנת 11 לעומת שנה קודמת וירידה של 17.84% בשנת 12 לעומת אשתקד. ב-EBIT חלה עלייה של 28.44% בשנת 11 לעומת שנת 10 וישנה ירידה של 21.46% בשנת 12 לעומת שנת 11. נוסף על כן אנו רואים מגמת קיטון באופן עקבי בפחת בכל שנה. עבור ה-CAPEX ישנה עליה עקבית בכל שנה, עלייה של כ-68.1% בשנת 11 לעומת שנת 10 ועלייה של כ-54.73% בשנת 12 לעומת אשתקד. מדובר בגידול משמעותי בהשקעות ההוניות של החברה בצידוד ומכונות, בפתחת סניפים ברשת ומשיפוף סניפים קיימים.

תמצית מאזן תפעולי לשנים 2011-2012 (אלפי ₪)

2012	2011	2012	2011	שנים
חוב פיננסי		נכסים עודפים		
76,358	85,646			אשראי מתאגידים בנקאיים
132,165	129,410	6,655	14,475	מזומנים (98%)
32,000	32,000	25	25	השקעות לזמן קצר
921	429	118,430	118,430	מוניטין (לא מוקצה)
399,841	360,473	9,417	11,094	נכסי מיסים נדחים, נטו
641,285	607,958	134,527	144,024	סה"כ נכסים עודפים
התחביוות שוטפות תפעוליות		נכסים שוטפים תפעוליים		
164,282	157,387	136	295	מזומנים (2%)
44,222	73,297	135,525	134,363	לקוחות
		14,485	18,771	חייבים ויתרות חובה
		92,753	92,405	מלאי
סה"כ התחביוות שוטפות תפעוליות		סה"כ נכסים שוטפים תפעוליים		
208,504	230,684	242,899	245,834	קפיטל
111,331	96,320	170,325	169,562	רכוש קבוע
416	1,040	13,944	16,109	נכסים בלתי מוחשיים
		399,841	360,473	נכסים בגין חכירה מימונית
111,747	97,360	584,110	546,144	סה"כ קפיטל
961,536	936,002	961,536	936,002	סה"כ צד אקטיב
* הלוואה מבעל שליטה הינה בתנאי שוק ביאור 16 לדוחות הכספיים				
2012	2011	2012	2011	חישוב הון חוזר תפעולי
641,285	607,958	136	295	מזומן (2%)
-6,655	-14,475	135,525	134,363	לקוחות
-25	-25	14,485	18,771	חייבים ויתרות חובה
		92,753	92,405	מלאי
		-164,282	-157,387	ספקים
		-45,054	-73,920	זכאים
634,605	593,458	33,563	14,527	עודף הון חוזר תפעולי

²**ניתוח מגמות:** אנו רואים ירידה מהותית של כ-54% במזומנים של החברה (המהווים כ-1.2% ו-2.54% מהמאזן בשנים 12 ו-11, בהתאמה) בעיקר עקב פרעון אשראי לתאגידים בנקאיים. ישנה ירידה של כ-3% גם באשראי והלוואות מתאגידים בנקאיים לעומת אשתקד בעיקר עקב פרעון אשראי לתאגידים הבנקאים, נוסף על כן חלה ירידה של כ-39% בזכאים ויתרות זכות בעיקר עקב תשלום מס לשלטונות המס עקב הסכם שומה.

יחס מינוף והון זר עפ"י מאזן תפעולי בהשוואה לדוחות הכספיים שפורסמו

מאזן תפעולי

מינוף פיננסי: שנת 12 - חוב פיננסי נטו/הון עצמי = $634,605 / 110,915 = 5.72$

שנת 11 - חוב פיננסי נטו/הון עצמי = $593,458 / 97,360 = 6.09$

יחס הון זר: שנת 12- חוב פיננסי נטו/סה"כ מאזן=634,605/961,536=66%

שנת 11- חוב פיננסי נטו/סה"כ המאזן=593,458/936,002=63.4%

אנו רואים ירידה במינוף הפיננסי בעיקר עקב פרעון הלוואות ואשראי לתאגידים בנקאיים בסה"כ של כ- 6 מיליון ש"ח בשנת 2012 וגידול בהון העצמי עקב גידול במלאי והלקוחות.

תמצית דוח רו"ה (אש"ח)-מאוחד	2010	2011	2012
מכירות	1,038,665	1,049,033	1,038,346
עלות מכר	(723,334)	(712,776)	(707,921)
הוצ' מכירה עם פחת	(236,365)	(256,169)	(258,232)
אחוז ממכירות	22.75%	24.41%	24.86%
הוצ' הנה"כ עם פחת	(54,146)	(44,678)	(44,383)
אחוז ממכירות	5.21%	4.25%	4.27%
רווח תפעולי	34,394	36,384	27,736
אחוז ממכירות	3.31%	3.46%	2.67%
EBITDA	52,193	62,211	51,110
אחוז ממכירות	5.03%	5.93%	4.92%
פחת	27,373	26,801	23,300
EBIT	24,820	35,410	27,810
אחוז ממכירות	2.38%	3.37%	2.67%
הכני'/(הוצ') אחרות, נטו	9574	974	(74)
רווח לפני מס	19,274	20,281	14,985
(הוצ')/הכני' מס	(686)	(7,036)	1,016
רווח נקי מתואם (בנטרול חד פעמיות) ביאור 9	11,407	12,505	16,057
אחוז ממכירות	1.09%	1.19%	1.54%

מגמות עיקריות מדוח כספי ביאורים: אנו רואים ירידה עקבית בעלות המכר הנובעת בעיקר מירידה

עקבית בקניות של 0.94% ו- 1.73% בשנים 11 ו-12 לעומת אשתקד, בהתאמה. חלה גם ירידה בשכר העבודה של 14.11% בשנת 12 לעומת שנת 11. נוסף על כך חלו תנודות גדולות בשינויים במלאי של 567% - ועלייה של 104%. המגמה מראה שהחברה קונה פחות. בנוסף מגמה נוספת היא גידול עקבי בהוצאות המכירה בעיקר עקב גידול בשכר העבודה והנלוות של כ-2.5% לעומת שנת 11 וגידול בהוצאות תפעול של כ-12% המעידים על ניסיונות השיווק של החברה להגדלת מכירותיה. בניגוד להוצאות המכירה אנו רואים ירידה עקבית בהוצאות הנהלה וכלליות, בעיקר עקב ירידה מהותית בעלויות אחזקת הרכב של כ-82% בשנים 12 ו-11 בהשוואה לשנת 2010. הירידות נובעות גם מירידה בדמי ניהול של כ-30% השנה אל מול שנת 11 וירידה בפחת של כ-17% לעומת אשתקד וזאת אל מול עלייה בשכר העבודה והנלוות של כ-12% השנה לעומת שנת 11. נוסף על כך ישנה ירידה בשנת 12 לעומת 11 בשיעורי הרווח התפעולי, ה EBITDA וה EBIT וזאת בניגוד לעלייה עקבית בשיעור הרווח הנקי המתואם.

יחסים פיננסיים (מאוחד)³

יחסים של סה"כ החברה (במאוחד)	2010	2011	2012
יחס שוטף	0.76	0.81	0.86
יחס מהיר	0.5	0.52	0.54
שיעור רווח גולמי	30.36%	32.05%	31.82%
שיעור EBIT	2.39%	3.38%	2.68%
שיעור EBITDA	5.03%	5.93%	4.92%
שיעור רווח נקי בנטרול חד פעמיות	1.09%	1.19%	1.54%
יחס כיסוי ריבית	1.46	1.61	2.81
יחס הון זר	41.7%	40.2%	41.5%
יחס מינוף D/E	2.9	2.39	2.11

מגמות ביחסים פיננסיים – ניתן לראות כי יש עלייה עקבית ביחס השוטף והמהיר, הדבר מצביע על מגמה חיובית הנובעת בעיקר מפרעון אשראי המקטין את ההתחייבויות. שיעור הרווח הגולמי, EBITDA וה- EBIT מראים על ירידה לעומת אשתקד ומנגד שיעור הרווח הנקי מראה על עלייה לעומת השנתיים האחרונות. יחס כיסוי הריבית במגמת עלייה עקבית המעיד על מגמה חיובית ועל כך שהחברה מכניסה בשוטף מספיק כסף על מנת לשלם את המימון שלה. יחס המינוף יורד באופן עקבי, כלומר החברה מקטינה את החוב שלה בעיקר עקב פרעון אשראי. יחס ההון הזר גדל לעומת אשתקד וזאת עקב קיטון בנכסי החברה אל מול שנת 11.

רכישות מהותיות – השנה היו רכישות מהותיות במהלך השנה של כ- 24,150 אש"ח של ציוד ומכונות (כ- 11,445 אש"ח) ובגין שיפורים במושכר (כ- 12,580 אש"ח) על מנת להגדיל את היקף הפעילות ולשפר את התוצאות העסקיות, ולהגדיל את המכירות. עלויות אלו השלימו את התשתית המאפשרת פתיחת חנויות חדשות (בשנת 12 פתחה סניף חדש במודיעין ומתעתדת לפתוח כ- 3 חנויות נוספות בשנת 13). נוסף על כן החברה התמקדה בשנת 12 בשיפור במערך הייבוא, המכירות וההפצה, לרבות הרחבת פעילות הדגים שלה באמצעות מכירת דגים טריים כשרים, החברה מעריכה כי עלויות אלו יניבו פירות החל משנת 13 ואילך. נוסף על כן עקב הפסדי "דומו" החברה ביצעה שינויים ארגוניים רבים כולל סגירת 3 סניפי "דומו" שהיו מפסידים, ושינויים במוצרי ה"דומו". החברה השקיעה כ- שבעה מיליון ש"ח בשנת 12 במיזוג מפעל מעדני המזרע עם המפעל בעמק חפר על מנת לצמצם כפילות באתרי ייצור ומערכי ייצור, המכירות וההפצה. החברה גם החלה בתכנון הקמת מרכז לוגיסטי באתר בעמק חפר אשר עלות הקמתו מוערכת בכ- 4 מיליון ש"ח ואשר צפוי לחסוך עלויות שכ"ד ותפעול באתר "כנות" וכפילויות במערך הלוגיסטי. הדבר מתיישר עם הגידול ב CAPEX שחל משנה לשנה באופן עקבי המעיד על ניסיון התפתחות, גדילה והתרחבות של החברה.

³ ביאור 7 באקסל.

חישוב היוון הוצאות שכירות לחכירה (במאוחד)-

<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	
170,325	169,562	182,235	185,954	ר"ק
13,944	16,109	19,079	19,285	נב"מ
399,841	360,473	369,600	341,033	המרת הוצ' שכירות לחכירה מהוונת-ביאור 3
574,426	546,144	570,914	546,272	CAPITAL י.ס

חישוב ROC (במאוחד)

<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	שנים
36,065	42,712	32,619	NOPLAT ביאור 4
546,144	570,914	546,272	CAPITAL י.פ
6.60%	7.48%	5.97%	ROC

הון חוזר (במאוחד)

<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	
136	295	217	84	מזומן 2%
135,525	134,363	140,448	94,078	לקוחות
14,485	18,771	16,741	18,180	חייבים
92,753	92,405	85,213	74,490	מלאי
-164,282	-157,387	-182,360	-130,902	ספקים
-45,054	-73,920	-61,153	-68,757	זכאים
33,563	14,527	-894	-12,827	הון חוזר
19,036	15,421	11,933		שינוי בהון חוזר

חישוב RR (השקעות נטו)=(CAPEX-פחת+שינוי בהון חוזר)/NOPLAT (במאוחד)

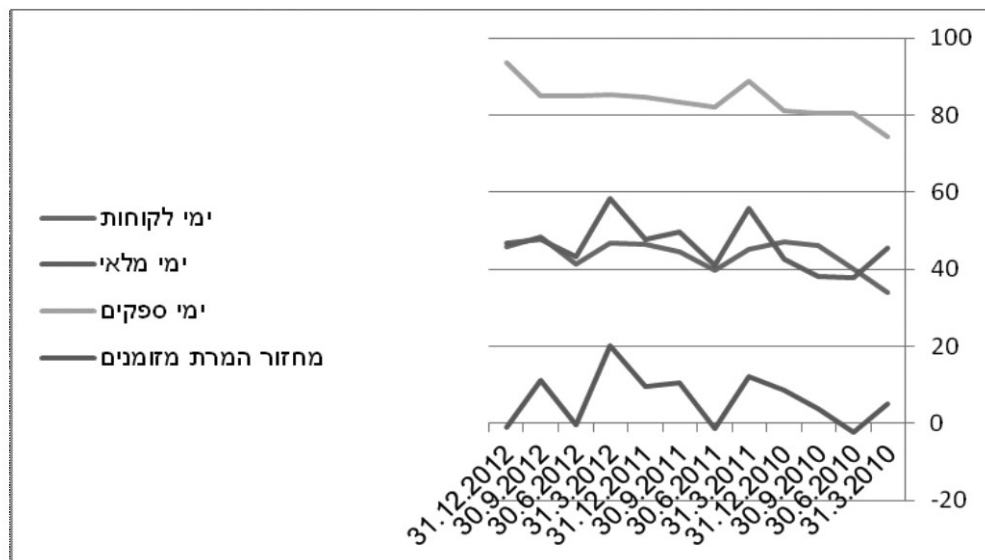
<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	
24,150	15,607	9,284	CAPEX
(23,300)	(26,801)	(27,373)	פחת
19036	15,421	11,933	גידול בהון חוזר
19886	4,227	(6,156)	סה"כ (מונה)
36,065	42,712	32,619	NOPLAT (מכנה)
55.13%	9.8%	(18.88%)	RR שיעור

פיצול ROC (מאוחד)-ביאור 9

<u>12</u>	<u>11</u>	<u>10</u>	
3.5%	4.1%	3.1%	רווחיות תפעולית
190.1%	183.7%	190.1%	תשואה על ההון
6.60%	7.48%	5.97%	ROC

מגמות: אנו רואים עלייה ב-CAPEX כל שנה, כלומר החברה משקיעה עוד ועוד כסף על מנת לצמוח ולגדול. אנו רואים ירידה בפחת כל שנה. נוסף על כן ניתן לראות מגמת גידול בהון החוזר משנה לשנה המעיד על מגמה חיובית בהון החוזר. אנו רואים קיטון ב-ROC משנת 11 לשנת 12 וכי החברה מתקשה לשמור על שיעור הרווח התפעולי לאחר מס. עיקר הירידה נובע מירידה בשיעור הרווח התפעולי לאחר מס כלומר החברה יורדת ברווחיות התפעולית שלה. אנו רואים גידול בשיעור התשואה על ההון בשנת 12 לעומת 11 מה שתואם למגמה שהחברה מנסה לצמוח עוד ועוד ומשקיעה בפתיחת סניפים חדשים על מנת לשמור על ה-ROC שלה.

חישוב ימי לקוחות, מלאי, ספקים-ביאור 8



מגמות הון חוזר לפי שנים עשר רבעונים אחרונים

לצורך בחינה של המחזור התפעולי נלקחו שנים עשר הרבעונים האחרונים של החברה

ימי מלאי: אנו לא רואים שינוי מהותי בימי המלאי במהלך השנים הרלוונטיות למעט בשנת 2011. בשנה זו מסתמנת עליה בימי המלאי שזה יושב בקנה אחד עם המחאה החברתית שהייתה בשנת 2011. ימי המלאי עלו דבר שעולה בקנה אחד עם ירידה ניכרת בביקושים. יחד עם זאת בשנת 2012 אנו רואים שיפור בימי המלאי לעומת אשתקד. בנוסף כאשר בחנו את ממוצע ימי המלאי בחברות השוואה⁴ בשנת 2012 ראינו כי ימי המלאי גבוהים בתשעה ימים לעומת חברות ההשוואה. בחברות מזון מדובר בפער יחסית בינוני עד גדול מאחר ומרבית הסחורה בעלת אורך חיים קצר. לאור זאת על החברה להמשיך ולנסות להקטין את ימי המלאי שלה עד לרמה מינמלית. שכן ככל שימי המלאי מתקצרים יש תחלופה של סחורה גדולה יותר מה שמוביל לטריות הסחורה.

ימי לקוחות: אנו רואים עליה מגמתית בימי הלקוחות של החברה במהלך השנים הרלבנטיות. יש לבחון מדוע ימי הלקוחות עלו. בין היתר יש לבחון את תפקודה של מחלקת הגביה של החברה והקריטריונים שנקבעים לצורך מתן אשראי ללקוח והסנקציות המופעלות על הלקוח בנוגע לחובות מסופקים.

⁴ חברת שופרסל, מגה קמעונאות, רמי לוי וחברת ויקטורי.

ימי ספקים: אנו רואים עליה ניכרת בימי הספקים של החברה במהלך השנים הלבנות. עליה זו עולה בקנה אחד עם הקיטון במזומנים ושווי מזומנים בשלושת השנים האחרונות וקיטון בתזרים מזומנים מפעולות מימון. דבר שעשוי ליצור גידול בימי הספקים מכיוון שהספקים הופכים להיות מקור האשראי של החברה. מצד שני יכולה להיות סברה אחרת שהספקים סומכים יותר על החברה ונותנת לה אשראי גדול יותר. סברה זו פחות הגיונית מאחר וממוצע ימי הספקים בענף נמוכים יותר (76 לעומת 94 בחברה) וכן מרבית הספקים שעובדים עם חברת טיב טעם אלו ספקים שעובדים עם חברות ההשוואה. שכן ימי ספקים גבוהים פוגע במוניטין של החברה מול הספקים ופחות ספקים ירצו לעבוד עם החברה.

מחזור תפעולי: המחזור התפעולי של חברת טיב טעם לסוף שנת 2012 הינו שלילי מה שמראה על עליה בימי הספקים ניכרת בימי הספקים. משמעותו של מחזור תפעולי שלילי הינה שהספקים מממנים את הלקוחות של החברה דבר אשר צריך להדליק לנו בתור משקיעים נורת אזהרה.

ראוי לציין כי החברה עצמה מפצלת את פעילותה ל-2 מגזרי פעילות (קמעונאות וייצור, יבוא ושיווק מוצרי מזון) ואם מודדים את ימי המלאי הלקוחות, הספקים והמחזור התפעולי רק בתחום הקמעונאות אנו רואים קיטון בימי המלאי, הלקוחות, הספקים והמחזור התפעולי. עקב ההפרדה הנ"ל נובעים הבדלים בין הימים אשר חושבו לעיל על ידנו לבין האמור בדוחות הכספיים של חברת טיב טעם לשנת 2012. לדעתנו אין שוני מהותי בין 2 המגזרים וההפרדה לצורך הערכת השווי אינה נחוצה משום שבשני המגזרים מדובר במזון שמיובא ונמכר לבסוף בסניפים ללא הבדל מהותי.

נטרול הכנסות/הוצאות חד פעמיות

לחברה סעיף הוצאות/הכנסות אחרות בדוח רווח והפסד לשנים 10-12 אשר כוללות הכנסות והוצאות חד פעמיות שאינן קשורות לפעילות השוטפת של החברה כגון רווח/(הפסד) ממכירת רכוש קבוע בשה"כ של כ- (138 אש"ח), 4,295 אש"ח, 7,589 אש"ח לשנים 2010, 2011, 2012, בהתאמה. רווח מעלייה בשיעור אחזקה מאיחוד יחסי לאיחוד, איחוד לראשונה ואחרות. הוצאות והכנסות אלו נוטרלו על ידנו מכיוון שאינן חלק מהפעילות השוטפת של החברה. נטרול הכנסות והוצאות אלו משפיע על שיעור הרווחיות התפעולית, ROC, והרווח הנקי של החברה. המספרים לעיל הינם בנטרול הכנסות והוצאות אלו.

פרק שלישי – ניתוח 5 כוחות של פורטר ומה היתרון התחרותי של החברה מובא להלן ניתוח החברה באמצעות מודל חמשת הכוחות של פורטר.

כוח המיקוח של הלקוחות – החברה מוכרת את מוצריה למספר רב של לקוחות בפריסה ארצית. בין היתר מתמקדת בקהלי מטרה מוגדרים בעלי צרכים ייחודיים כגון קהל רגיש מחיר וקהל יוצא חבר העמים. כוח מיקוח הלקוחות משפיע בצורה ישירה על תוצאות הפעילות והרווחיות של החברה. הוכחה ניכרת לכך הינה המחאה החברתית שנתגלתה בחודש אוגוסט 2011 בקרב הצרכנים אשר השפיעה באופן ישיר על תוצאות פעילותה של הענף כולו לרבות החברה. הדבר הביא להורדת מחירי המכירה ופגיעה קשה ברווחיות הגולמית של החברה. לאור זאת כוח המיקוח של הלקוחות הינו חזק ביחס לחברה.

כוח המיקוח של הספקים – בשוק קמעונאות המזון קיימת ריכוזיות של הספקים, בין היתר, כתוצאה מהמגמה של תהליכי מיזוג בין ספקים בשנים האחרונות. כוחם של הספקים נובע גם מחוזקת המותגים המסופקים על ידם והנאמנות הגבוהה של הצרכנים לאותם מותגים. מגמה זו מעניקה לספקים כוח מיקוח מסחרי שביכולתו להשפיע על תנאי ההתקשרות של החברה עימם.

איום חדירה של מתחרים חדשים – ישנו איום הולך וגובר של כניסת מתחרים חדשים לתוך ענף הקמעונאות. כדי להיכנס לענף זה על המתחרה החדש לקחת בחשבון את החסמים שלהלן לצורך הפעלת רשת בפריסה ארצית בתחום קמעונאות המזון: חסמי כניסה: (1) מבנה השוק הנשלט ע"י מספר מצומצם של רשתות גדולות הפועלות לשימור נתחי השוק שלהן, כגון: שופרסל ומגה קמעונאות. (2) היקפו המוגבל של שוק המזון הישראלי ואופיו התחרותי של השוק, אשר גורמת לשחיקה במחירי המוצרים. (3) קושי ליצירת בידול בשוק קמעונאות המזון למול מתחרים. (4) קושי במציאת מיקומים מתאימים להפעלת סופרמרקט והשגת ההיתרים הנדרשים מהרשויות המתאימות. (5) ההשקעה הדרושה להקמת מטה מקצועי ופתיחת סניפים, וכן עלויות שיווק ופרסום. (6) קושי בקבלת היתרים מהמדינה למכור מוצרים לא כשרים וכן קושי בקבלת היתר לפתוח סניפים בשבתות וחגים. חסמי יציאה: (1) התקשרות בהסכמי שכירות ארוכי טווח ביחס לסניפי הרשת. (2) קושי בהחזר ההשקעה הראשונית המבוצעת בנכסים המושכרים לשם התאמתם לצרכי הפעילות.

מוצרים תחליפיים – שוק קמעונאות המזון כולל עשרות אלפי מוצרים המיוצרים ע"י יצרנים רבים תחת אלפי שמות מותג. למרבית המוצרים האמורים קיימים תחליפים, אולם חלקם של המוצרים מתאפיין ברמת נאמנות גבוהה של הלקוח המגבילה תחליפיות. יצוין כי חלק ממוצרים אלה משווקים ע"י ספקים שהוכרו כמנופולים לעניין המוצרים האמורים, ולכן יכולתם להפסיק ולספק את המוצרים מוגבלת והפסקת אספקתם תתייכן רק במסגרת הפסקת שיווק המוצרים לכלל השוק הקמעונאות, וככל הנראה ההשפעה תהיה אחידה לכלל השוק. מכך נובע שכוח מוצרים תחליפיים משפיע על השוק בכללותו ולכן מדובר בכוח חלש ביחס לחברה באופן ספציפי.

תחרות ויריבות בין מתחרים קיימים – שוק קמעונאות המזון הינו שוק המאופיין בתחרות רבה, כאשר טיב טעם מתחרה עם שתי רשתות השיווק הגדולות: שופרסל ומגה קמעונאות, וכן רשתות בינוניות: רמי לוי, יינות ביתן (שרכשה את מחסני כמעט חיים), COST365, אושר עד, ומחוצה להן, שווקים פתוחים, מעדניות, אטלזים, מאפיות וכיוצב'. מגמה של התגברות התחרות בשוק הקמעונאות המזון, עלול להגביר את תחרות המחירים בענף וכתוצאה מכך עלול להשפיע לרעה על שיעור הרווח הגולמי של החברה ולכן מדובר בכוח חזק המשפיע על החברה. לאור זאת החברה מתמודדת בתופעה במספר אמצעים הכוללים: ייחוד ובידול הרשת באמצעות מגוון מוצרים רחב, שחלקו ייחודי, תוך הדגשת חווית

הקנייה (בכך שהחברה משקיעה בסניפים יפים יותר) והבידול הקולינארי, כגון מזון שהוא לא כשר, ותוך שימת דגש על איכות וטריות המוצרים, שעות פתיחה וימי פעילות ארוכים לרבות פתיחת הסניפים בשבתות וחגים וכן ברמת השירות הניתן ללקוחותיה השונים, שיפור קטגוריות מוצרים קיימות וכניסה לקטגוריות מוצרים חדשות, הגברת יבוא עצמי של מוצרים איכותיים, השקעה בבינוי ותחזוקה של סניפי הרשת, פיתוח חנויות חדשות, פיתוח מועדון הלקוחות של טיב טעם במטרה לחזק את נאמנותם, תדירות הקנייה וכוח הקנייה של החברים במועדון הלקוחות.

סיכונים עסקיים של החברה – סיכונים מדד המחירים לצרכן: מרבית ההכנסות, ההוצאות, הנכסים וההתחייבויות הנין בש"ח. על כן, שינויים במדד המחירים לצרכן עלולים להשפיע על תוצאות העסקיות של החברה; עליה בשכר מינימום: מרבית העובדים הפוקדים את החברה משתכרים בשכר מינימום ועל כן עליה בשכר המינימום עלולה להשפיעה על תוצאות העסקיות של החברה; שינויים בשערי הריבית: החברה נטלה אשראי ומימון בנקאי למימון פעילותה. שינויים בשערי הריבית עלולים להשפיע על עלויות המימון וזמינותו ועלולות להיות על כך השפעה על תוצאות החברה; תנודתיות בשערי המט"ח: פעילות היבוא של טיב טעם מבוצעות במט"ח בעוד שהמכירות מבוצעות בש"ח, בשל כך חשופה לשינויים בשערי החליפין של המטבעות השונים מול השקל.

הזדמנויות העסקיות של החברה – התרחבות רב-גונית של החברה באמצעות רכישת חברות נוספות כדוגמת "דומו בע"מ"; התרחבות החברה ע"י הקמת סניפים חדשים; התרחבות החברה בתחום המותג הפרטי; התרחבות החברה בתחום מועדון הלקוחות; התרחבות החברה לתחום המזון הכשר ע"י רכישת חברת סנפיר ים, בעלת תעודת הכשר.

השפעת הצמיחה האורגנית בהכנסות החברה ועל רווחיות החברה – כאמור לעיל, הגברת התחרות בשוק קמעונאות המזון הינו מרכיב משמעותי אשר עלול לגרום להורדת המחירים לצרכן למול מחירי הקניה מספקיה של החברה ללא שינוי. דבר שעשוי לגרום לפגיעה ישירה ברווחיות הגולמית של החברה. ולכן ככל שתגבר התחרות הצמיחה האורגנית תקטן ועל החברה לבצע מקדמי הגנה על מנת למזער את נזקיה בשל כך.

היתרונות התחרותיים של החברה – החברה משווקת מוצרים לא כשרים ובכך נכנסת לפלח שוק ייחודי ומבודל, בנוסף שעות פעילותה ארוכות מחברות קמעונאיות אחרות לרבות עבודה בשבתות וחגים. החברה תצליח לשמר את יתרון זה בכך שתמתיג את עצמה בדגש על טריות וחוויית קניה טובה לקהל לקוחותיה. אנו יכולים להסיק כי לחברת טיב טעם קיים רוחב חפיר רחב מאחר שחברות גדולות כמו שופרסל, מגה ורמי לוי לא יוכלו להתחרות בה, מאחר שהפלח שוק הדתי יפסיק לרכוש אצלם אם ימכרו מוצרים לא כשרים גם אם אותן חברות ישנו את השם לסניף ספיציפי שהוא לא כשר. בנוסף בגלל שהסניפים שלה פתוחים בשבת החברה מתחרה עם אלוניות של תחנות דלק, ומכולות קטנות בזמן שחברות הקמעונאות הגדולות סגורות בשבת, דבר שמהווה יתרון יחסי על פני החברות הקמעונאיות הגדולות שהן להבדיל מטיב טעם סגורות בשבת. ראוי לציין כי חברות חדשות שממותגות כבר לא כשרות כגון קרלברג יכולות להוות לטיב טעם איום בכך שהן מוכרות לאותו פלח שוק, והן מקטינות את רוחב החפיר במידה מועטה מאחר ומדובר בחברות חדשות וקטנות יותר ביחס לטיב טעם. נוסף על כך, כידוע במדינתנו יש חוק לאיסור גידול חזירים ופתיחת עסקים בשבת, ובכלל המגמה למכור מוצרים כשרים ולכן מאוד קשה להוציא היתרים לפתיחת סניפים בשבתות וחגים. אולם, חברת טיב טעם קיבלה

מעמד של חברה לא כשרה והיא מורשית למכור מוצרים לא כשרים ולפתוח את סניפיה בשבתות וחגים, דבר שיהווה מכשול לחברות חדשות שירצו למכור לא כשר ולפתוח בשבת.

לאור זאת התשואה על ההשקעה מבחינה היסטורית היא כ- 6.68% בממוצע משנת 10-12, שכן ככל שהחברה תמשיך לשמר את היתרונות הללו היא תמשיך להיות רווחית יותר, דבר שיוביל לתשואה על השקעה גבוהה יותר מעלות גיוס ההון. התשואה על ההשקעה בשנת 2012 (ROC) של החברה היא 6.6% בעוד שמחיר ההון (WACC) הוא כ- 8.19%. פירוש הדבר שנכון לכרגע מדובר בחברה שהיא לא רווחית מאחר שעלות גיוס ההון גבוהה יותר מהתשואה על ההשקעה. ככל הנראה החברה לא מספיק מנצלת את היתרון היחסי שלה על פני החברות המתחרות, וכך מפסיקה להיות אטרקטיבית למשקיעים. כדי להגדיל התשואה על ההשקעה, החברה תדרש להרחיב את המיתוג העצמי שלה כחברה ששומרת על טריות המוצרים, תפישת בעיני הלקוח שהיא מוכרת במחירים הוגנים ולהשקיע בחווית הקניה של הלקוח, ע"י השקעה בסניפיה מבחינה ויזואלית.

פרק רביעי – הערכת שווי
להלן חישוב DCF של החברה

2012	2013	2014	2015	2016	2017-טרמינלית	
1,038,346	1,171,073	1,103,899	1,145,831	1,192,033	1,185,119	הכנסות
-1.01%	13%	-6%	3.8%	4%	3.4%	שיעור צמיחה
707,921	796,330	761,690	779,165	827,271	829,583	עלות מכר כולל פחת
330,425	374,743	342,209	366,666	364,762	355,536	רווח גולמי
32%	32%	31%	32%	31%	30%	שיעור רווח גולמי
244,288	281,058	275,975	263,541	286,088	272,577	הוצאות מכירה ללא פחת
23.5%	24%	25%	23%	24%	23%	אחוז מהכנסות
38,063	45,672	44,156	45,833	47,681	47,405	הוצאות הנה"כ ללא פחת
3.7%	3.9%	4%	4%	4%	4%	אחוז מהכנסות
13,944	14,053	12,143	12,604	13,112	14,221	פחת מכירה
1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	אחוז מההכנסות
6,320	9,369	8,831	9,167	9,536	9,481	פחת הנה"כ
0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	אחוז מההכנסות
27,810	24,593	1,104	35,521	8,344	11,851	רווח תפעולי לפני מס
20,277	22,491	21,201	21,201	22,894	21,653	נטרול רכיב הוצאות ריבית בעלויות חכירה שהוונן
48,087	47,084	22,305	56,722	31,238	33,504	רווח תפעולי לפני מס מתואם
-12,022	-11,771	-5,911	-15,031	-8,278	-8,879	הוצאות מס (26.5%)
36,065	35,313	16,394	41,690	22,960	24,625	adjusted NOPLAT
23,300	26,607	24,021	24,887	25,958	17,934	נטרול פחת
-24,150	-26,607	-24,021	-24,887	-25,958	17,934	CapEx
25,569	10,938	-4,760	7,239	3,086		שינוי בהון חוזר
60,784	46,250	11,634	48,929	26,046	42,560	FCF

שוק הסופרמרקטים ורשתות שיווק המזון נאמד בכ-56 מיליארד ש"ח בשנת 2012 וכ-64 מיליארד ש"ח בשנת 2013 (עפ"י חברת צ'מנסקי בן שחר חברת ייעוץ כלכלי המתמחה בענף הקמעונאות בישראל). טיב טעם (להלן ה"החברה") מדורגת כרשת שיווק המזון השמינית בגודלה בישראל עם נתח שוק של 3.1% משוק הקמעונאות בישראל (נתוני BDI-CODE).

טיב טעם פועלת בשוק תחרותי במיוחד, המאופיין בריבוי מתחרים, ביניהם רשתות בינלאומיות, מקומיות וחנויות עצמאיות. תחרות זו מחייבת את טיב טעם למבצעים, קידומי מכירות ומחירים תחרותיים, בידול ומיתוג מוצריה והשקעות בשיווק ובפרסום. ההיצע הגדול יכול לגרום להחרפת התחרות ולשחיקת מחירים.

עפ"י "מעלות" (STANDARD & POOR'S MAALOT) המחאה החברתית והתחרות האגרסיבית בענף משפיעה לרעה על רווחיות כל קמעונאיות המזון כאשר המגמה צפויה להימשך גם בעתיד. הצרכן העתידי מחפש את החלופה הזולה ביותר כאשר במחקר הנערך ע"י חברת צ'מנסקי בן שחר נמצא כי הסיבה העיקרית לבחירת מקום הקנייה היא מחירים זולים (49%-ראה נספח). נוסף על כן "מעלות" צופה גידול בנתח השוק של רשתות שיווק המזון הקטנות על חשבון הגדולות וצפוי גידול בשימוש בערוצי הפצה אינטרנטיים (קנייה באינטרנט). נוסף על כן צפויה המשך מגמת עליית מחירים של חומרי הגלם. החברה צופה החרפת התחרות ונגיסה בנתח השוק שלה, עלייה במחירי הספקים, וירידה בשיעור הרווח הגולמי לשנת 2013 עקב התחרות בענף. ביוני 2013 התקבל פס"ד בבהימ"ש העליון (להלן: "פס"ד")

המחייב את עיריית תל אביב לאכוף את חוק העזר העירוני האוסר על הפעלת עסקים בשבת. לפס"ד עלולות להיות השלכות מהותיות על ההכנסות והתוצאות העסקיות של החברה ועלולות להביא לפגיעה מהותית בחברה אם לא תפעל בשבתות וחגים (החברה מפעילה 11 סניפים בת"א) וזאת במידה ועיריית ת"א תאכוף את הפסיקה. עפ"י הערכות בשוק נתח ההכנסות בשבת וחגים מסה"כ ההכנסות של החברה הוא יותר מ-20% (גלובס 26.6.13). יחד עם זאת פורסמה כתבה נוספת (3.09.2013) שעיריית ת"א תפעל בעתיד אחרי הבחירות לשינוי חוק העזר העירוני. בנוסף באוקטובר 2012 אישרה ממשלת ישראל את המלצות ועדת קדמי הנוגעות למחירי הצריכה והמזון. ההצעה מטילה רגולציה כבדה על מגזר רשתות השיווק ומקילה באופן משמעותי על ייבוא מזון לישראל בכדי לעודד את התחרות בענף ולהביא להוזלת מחירים. הגבלות הועדה כוללות הגבלה על המשך התרחבות רשתות גדולות וזכות לממונה על ההגבלים העסקיים להגביל פתיחת סניפים חדשים וצמצום סניפים קיימים לפי אזורים, אכיפת צווים בין ספקים לרשתות ובחינת איסורים נוספים.

בצד החיובי עקב סגירת חלק מסניפי הדומו והרה-ארגון שביצעה החברה, היא צופה צמיחה וכי ההפסדים שנגרמו מסניפי הדומו לא ישפיעו עוד ואף יהפכו לרווחים. החברה צופה מגמת שיפור והתפתחות ופועלת להרחבת הפעילות ע"י פתיחת סניפים חדשים כאשר ב-2013 יקומו 3 סניפים חדשים נוספים והשקעות בסניפים הקיימים.

מגמות בשוק המוצרים: החברה צופה עלייה במחירי הספקים וחומרי הגלם. עקב ועדת קדמי והתחרות. לדעתנו גם עלולה להיווצר הוזלת מחירים בשנים הקרובות אך קשה לאמוד את שיעור הירידה במחיר ולכן לא התחשבנו בכך מכיוון שאין לנו אומדן מהימן.

אסטרטגיית החברה: החברה מבדלת עצמה מהמתחרים (מוצרים לא כשרים וסניפי DOMO) ופותחת את סניפיה בשעות לא שגרתיות (שבת וחגים). היא משקיעה כספים על מנת להקים סניפים חדשים ולהתעיל על מנת לצמוח, הגדלת סל הקנייה באמצעות הגדלת רכישות מוצרי הסופרמרקט המסורתיים בסניפי הרשת, הגדלת המגוון במוצרים האמורים, שינוי רצפת המכירה בסניפים ותצוגת המדף, פיתוח והרחבה של פורמטים ומודלים חדשים כדוגמת המותג הפרטי, ה-NON FOOD, הרחבת ייבוא של מוצרים איכותיים, הגדלת סל קנייה, תדירות הקנייה ונאמנות לקוחות באמצעות חיזוק מועדון הלקוחות, הרחבת פעילות קמעונאית לתחום כלי הבית.

סביבה תחרותית: טיב טעם פועלת בשוק תחרותי במיוחד, המאופיין בריבוי מתחרים ביניהם רשתות בינלאומיות, מקומיות וחנויות עצמאיות. תחרות זו מחייבת את טיב טעם למבצעים, קידומי מכירות ומחירים תחרותיים, בידול ומיתוג מוצריה והשקעות בשיווק ובפרסום. ההיצע הגדול יכול לגרום להחרפת התחרות ולשחיקת מחירים. המתחרים הם: שופרסל, מנה קמעונאות, רמי לוי, קו-אופ ישראל, חצי חינם, יוחננוף, אבא ויקטורי, מחסני להב, אושר עד, COST365, צים שיווק (יינות ביתן) וכן חנויות מכולת, חנויות נוחות בתחנות תדלוק (מנטה, אלונית, YELLOW, SO GOOD) שווקים פתוחים, מעדניות, דראגסטור, איטליזים, ומאפיות.

יתרונות תחרותיים: היתרונות הגדולים הם שעות הפתיחה והנגישות ללקוחות (שבתות וחגים) ותמהיל מוצרים מבודל (כמו המוצרים הלא כשרים).

הסברים לתחזית

מכירות: תחזית המכירות ניתנה לשנים 13, 14, 15 ו-16 באופן פרטני והחל משנת 17 צפויה צמיחה בקצב קבוע. שכן שיעור הצמיחה משנת 17 ואילך חושב ע"י מכפלת שיעור עליית המדד בשנת 2012 בשיעור צמיחת האוכלוסיה בישראל (נתון שנלקח מהלמ"ס).

המכירות לשנת 13- כדי לחזות את המכירות לקחנו את המכירות השנתיות לכל שנת 2012 וחילקנו למכירות החצי שנתיות לשנת 2012, כך שקיבלנו מפתח, שאותו כפלנו במכירות החצי שנתיות של שנת 2013. ביצענו זאת מאחר שע"פ ניתוח מכירות היסטורי ראינו שהמכירות החצי שנתיות אינן מהוות חצי בדיוק מהמכירות השנתיות.

אליהן הוספנו צפי מפתחת 2 חנויות חדשות בחולון והרצליה בשטח של 1,246 מ"ר. הצפי מהכנסות 2 החנויות החדשות נאמד ע"י חלוקת סה"כ המכירות של שנת 12 ל-רבעונים (חלקי 4), קיבלנו הכנסה ממוצעת לרבעון. את זה חלקי סה"כ השטח הכולל של טיב טעם מכל הסניפים יחד ($68,186^6$ מ"ר) נתן לנו את הפדיון הממוצע ברבעון למ"ר ואותו הכפלנו בשטח 2 החנויות החדשות (סה"כ 4,744 אש"ח). נוסף על כן התעלמנו מפסיקת ביהמ"ש העליון לגבי אכיפת החוק לסגירת החנויות בשבת וחגים משום שההחלטה ניתנה לקראת סוף יוני 13 וניתנה לעיריית ת"א 60 יום לקבוע את מדיוניותה ולבחון את הפסיקה.

המכירות לשנת 14- לקחנו את המכירות המתואמות של שנת 2013 כולל הסכום של החנויות החדשות שנפתחו בסך 4,774, וכפלנו בשיעור צמיחה של שנת 2014. שיעור הצמיחה של שנת 2014 חושב ע"י שיעור צמיחה ממוצע על פני השנים 2009-2013 ואותו כפלנו בשיעור הגידול באוכלוסיה ע"פ נתוני הלמ"ס. לסכום זה הוספנו את פתיחת 2 החנויות שצפויות להיפתח בשנת 2014. הצפי מהכנסות 2 חנויות אלו נאמד ע"י אומדן ההכנסות לשנת 13 (1,217,184) לחלק לסה"כ השטח הקיים ליום 31.12.13 (69,432 מ"ר) וזאת כפלנו ב-500 מ"ר כצפי הכנסות מ-2 הסניפים בממוצע (8,433 אש"ח). נוסף על כן מחקר דש ברוקראז' בע"מ משנת 2011 קובע כי היקף שוק המזון צפוי לצמוח ב-7%-5.5% בשנים הבאות. להערכתנו מדובר באחוזי צמיחה שאינם משקפים את הצפי עבור טיב טעם. הערכתנו נתמכת בכך שלאחר בחינת ההכנסות של טיב טעם ב-4 השנים האחרונות (9-12) ראינו כי שיעור הצמיחה הממוצע הינו 0.75%- עם זאת עפ"י התחזית לשנת 13 ראינו כי הצמיחה הצפויה הינה כ-13% לעומת שנת 12 וממוצע שיעור הצמיחה ב-5 השנים האחרונות (כולל תחזית 13) הינו 2%.

יחד עם זאת בשנה זו התחשבנו גם בפסיקת ביהמ"ש העליון מיום 25.6.13 לגבי סגירת עסקים בשבת וחגים בת"א אשר לדעתנו יבואו לידי ביטוי בצורה מהותית בשנה זו ואשר החברה תיאלץ להתמודד עם ירידה מהותית בהכנסותיה ולשקול צעדי צמיחה בעתיד. פגיעה זו תבוא לידי ביטוי גם בקיטון בנתח השוק של החברה. החברה מחזיקה 11 סניפים בת"א מתוך 32 (ליום 31.12.13). על מנת לאמוד את אחוז הקיטון בהכנסות התבססנו על כתבה מגלובס מיום 26.6.13 בה גורמים בענף מציינים כי הכנסות בשבתות וחגים מהוות יותר מ-20% מכלל ההכנסות של טיב טעם (החברה סירבה לחשוף את המספרים), הדבר הגיוני משום שהפעילות בשבתות וחגים הינה אחד היתרונות הגדולים של הרשת מול מתחרותיה. אולם כתבה נוספת מעיתון הארץ מיום 3.09.2013 ששם נרשם כי עיריית ת"א הודיעה על כוונתה לשנות את חוק העזר העירוני לאחר הבחירות באוקטובר. לאור מכלול הנסיבות וחוסר יכולת לאמוד באופן מהימן, עקב מחסור בנתונים, הנחנו ירידה של 10% בהכנסות החברה וזאת מכיוון

5 חישוב מפורט ניתן לראות באקסל בציור 6

6 כפי שפורסם בדוחות הכספיים של החברה נכון ליום 31.12.2012

שלערכתנו קיימת הסתברות של 50% שאכן החוק יקבע. במקביל הנחנו צמיחה של 2% (ע"י ממוצע שיעור הצמיחה מ-2009 ועד 2013 כולל) וגידול באוכלוסיה של 1.8% בממוצע עפ"י הלמ"ס.

מכירות לשנת 2015 - מכיוון שהנהלת החברה כל הזמן מחפשת להתפתח ומעוניינת להגדיל את נתח השוק וצופה איתור נכסים גם בעתיד ופתיחת סניפים חדשים הנחנו כי שיעור צמיחה של 3.8%. נקבנו בשיעור צמיחה זו מכיוון ששיעור הצמיחה בשנת 14 נבע עקב צפי צמיחה של 13% משנת 12 לשנת 13 וללא התחשבות בפס"ד של ביהמ"ש העליון לגבי עסקים בשבת. לדעתנו פס"ד זה עשוי לפגוע בצמיחה בהסתברות של 50% מכיוון שקיימים סיכויים גבוהים שיצא חוק עזר עירוני שישלול את עמדת בית המשפט העליון אך זה דבר שאינו מוחלט. יחד עם זאת אנו צופים כי בשנה זו החברה כבר תדע להגדיל הכנסותיה לעומת שנת 14 ללא מכירות בשבת וחגים ותהיה ערוכה ומאורגנת לשינוי הגדול אם וכאשר תיושם החלטת ביהמ"ש. ולכן תהיה לה צמיחה חיובית. נוסף על כן צמיחה באוכלוסיה תהיה 1.8% (עפ"י הלמ"ס).

מכירות 16 ואילך - אנו צופים צמיחה של 4.03% במכירות מאותן סיבות של שנת 2015, החברה תמשיך להתפתח באופן הדרגתי וכתוצאה מגידול באוכלוסיה של 1.6% בממוצע (נתונים מהלמ"ס).

שיעור רווח גולמי - בשנת 2013 שיעור הרווח הגולמי חושב ע"י ממוצע שיעור הרווח הגולמי לשנים 2010-2012 עקב פס"ד ביהמ"ש העליון ועקב צפי החברה לעליית מחירי הספקים ועפ"י המחקרים של "מעלות" ו"דש ברוקראז" כי צפויה עליית מחירים בחומרי הגלם וכי צפוי גידול בתחרות בענף וכי המחאה החברתית תשפיע לרעה גם בעתיד על רווחיות קמעונאיות המזון. אנו צופים ירידה לשיעור רווח גולמי של 31% בשנת 14 ואח"כ יעלה ל- 32% בשנת 15 ו-31% בשנת 16 משום שלדעתנו החברה תצליח להתמודד עם השינויים שחלו בשנים קודמות אך לא באופן מוחלט ולכן אנו צופים שאחוז הרווח הגולמי יתייצב לאורך השנים הבאות (החל משנת 17) ברווחיות גולמית של 30%.

הוצאות מכירה (ללא פחת) - עבור שנת 13 עקב המאמצים שהחברה תצטרך להשקיע בשיווק ומכירה בגלל התחרות הקשה בענף ומניעת ירידה בנתח השוק ופתיחת סניפים חדשים לדעתנו שיעור הוצאות המכירה מסה"כ ההכנסות יעלה ל-24%. בשנת 14 עקב השפעת פס"ד בה החברה תצטרך למצוא דרכים חדשות להניב הכנסות (ללא שבתות וחגים), החברה תצטרך להוציא עלויות מכירה ושיווק גבוהות יותר מאשתקד ופתיחת 2 סניפים חדשים אשר לדעתנו יגיעו ל-25% מההכנסות בשנה זו. בשנת 2015 לדעתנו החברה תרד עקב הפקת הלקחים מפס"ד ותשקיע פחות עלויות לעומת שנת 14, לדעתנו עלויות המכירה יעמדו על 23% מהמכירות. לגבי שנת 16 אנו צופים עליה של 1% מאשתקד עקב החרפת התחרות בשוק. ומשנת 17 ואילך אנו צופים כי שיעור עלויות מכירה ושיווק יהיו 23% מכיוון שאנו צופים שתהיה התכנסות מסוימת ותתאים את עצמה לכלל המשק.

הוצאות הנה"כ (ללא פחת) - עבור שנת 13 לדעתנו הוצאות הנהלה וכלליות יגדלו ל-3.9% מההכנסות בעיקר עקב גידול בהוצאות התפעול עבור פתיחת 2 הסניפים החדשים. עבור שנת 14 לדעתנו הן יהיו 4% מסה"כ ההכנסות וזאת עקב פתיחת 2 סניפים נוספים אשר יגדילו את הוצאות התפעול. החל משנת 2015 ואילך לדעתנו שיעור הוצאות הנהלה וכלליות מההכנסות יעמוד על 4% מההכנסות.

פחת הוצאות מכירה - עבור שנת 13 ואילך לדעתנו הפחת ינוע סביב השיעור של בין 1.1%-1.2% מההכנסות וזאת עקב פתיחת סניפים חדשים אל מול סגירת סניפים ישנים.

פחת הוצאות הנה"כ - החל משנת 13 ואילך לדעתנו שיעור הפחת יעמוד על 0.8% (ממוצע 3 שנים אחרונות).

פחת ע.מכר- לדעתנו החל משנת 13 ואילך יעמוד על 0.4% מעלות המכר בכל שנה באופן זהה לשנת 12.

CAPEX- עבור שנת 13 עפ"י דוחותיה הכספיים של החברה מתוכננת השקעה של 8000 אש"ח בהקמת 2 סניפים בחולון והרצליה בספטמבר 13, בנוסף צפוי 2000 אש"ח בהעתקת מרכז עמק חפר (צפוי 4000 אש"ח בשנים 13 ו-14 ולכן חילקנו שווה בשווה), צפוי 5000 אש"ח לביצוע איחוד מפעלי מזרע+עמק חפר, צפוי עוד 4000 אש"ח השקעה להקמת מרכז לוגיסטי בעמק חפר ואיחוד מרכז כנות. בנוסף עפ"י דוחותיה התקופתיים החברה פועלת לשיפורים טכנולוגיים נוספים וצופה איתור נכסים גם בשנת 13 אך מכיוון שלא מצויינים סכומים אנו מניחים כי ה CAPEX יהיה בגובה הפחת השנתי.

עבור שנת 14 עפ"י הדוחות הכספיים לשנת 12 מתוכננות ההשקעות הבאות: 2000 אש"ח בהעתקת מרכז עמק חפר, 3000 אש"ח עבור ביצוע איחוד מפעלי מזרע+עמק חפר. נוסף על כן החברה עפ"י הדוחות החצי שנתיים לשנת 13 התקשרה בהסכמי שכירות לפתיחת 2 סניפים נוספים החל משנת 2014 ועד 2016 היא צופה השקעות נוספות בשיפורים טכנולוגיים ועל מנת לצמוח אך השקעות אלו אינן מוערכות בסכומים ואין לנו דרך לאמדם מהימן עבורן ולכן אנו נניח כי סה"כ ה CAPEX יהיה שווה לפחת השנתי.

⁷**הון החוזר-** השינוי בהון החוזר בממוצע 4 השנים האחרונות גדל בכ- 1.5%. מכיוון שאין בידנו מידע מהימן אחר הנחנו כי ההון החוזר ירד מעט בשנת 2014 מאחר והחברה תרכוש פחות מלאים עקב הירידה שהיא צופה בשנת 14 ולאחר מכן ההון החוזר יגדל באופן הדרגתי עד שיגיע ל-4.2% מהמכירות.

מציאת ה capex, פחת, שינוי בהון החוזר בשנת 2017

סכום שחושב כמקשה אחת וללא כל הפרדה בין הסכומים. כדי לחשב זאת השתמשנו בנוסחא $g=RR*RONIC$ כאשר שיעור ה- RR הוא משתנה נעלם. את שיעור הצמיחה חישבנו כמכפלת שיעור עליית המדד בשנת 2012 בשיעור צמיחת האוכלוסייה. את ה- RONIC חישבנו כ- NOPLAT מתואם לחלק ל קפיטל יתרת פתיחה של שנת 2017. ולבסוף לקחנו את ה NOPLAT וכפלנו אותו בשיעור ה- RR שמצאנו.

הוצאות מס- בשנת 2013 אנו מניחים ששיעור המס ישאר ללא שינוי, והחל משנת 2014 הנחנו שיעור מס חברות בשיעור של 26.5% וזאת מאחר שהוחלט כי שיעור מס חברות יעמוד על 26.5%.

שיעור רווחיות תפעולית- שיעור זה נגזר משיעורים אחרים שלקחנו כגון שיעור רווח גולמי, שיעור הוצאות מכירה והנה"כ, שיעור הפחת, ולא אמדנו את שיעור הרווחיות התפעולית בפני עצמה.

דמי שכירות, נטו-ביאור 16 מכיוון שאין לנו נתונים לדמי שכירות עתידיים לקחנו את ממוצע 3 השנים האחרונות (4.77%) והנחנו שדמי השכירות יהיו 4.77% מההכנסות לאורך כל שנות התחזית.

רכוש קבוע-ביאור 17 לקחנו את הממוצע ב-3 השנים האחרונות של סה"כ הרכוש הקבוע מההכנסות (16.7%) והנחנו כי הר"ק יהווה 16.7% מסה"כ ההכנסות לאורך כל שנות התחזית מכיוון שאין לנו מידע זמין אחר.

⁷ חושב בהרחבה בביאור 12 לקובץ אקסל

היוון חכירה תפעולית לנכס ביאור 17- הנחנו כי ה RD לאורך כל שנות התחזית ישאר 5.62% (הסבר לכך ניתן בהמשך) וזאת עפ"י דוחותיה הכספיים של החברה (עשינו ממוצע טווח ערכים לריבית על אשראי לזמן ארוך). כמו כן מספר שנות החכירה עומד על 12 שנה בממוצע (ראה ביאור 7). ולכן לכל שנה בתחזית לקחנו דמי שכירות, נטו צפוי חלקי ה RD + מספר שנות החכירה הממוצע וקיבלנו נכס חכירה מהוון י.פ.

מציאת WACC (מחיר ההון) - לצורך מציאת מחיר ההון ביצענו מספר שלבים: (1) מצאנו את ה β ; (2) מצאנו את ה Re ; (3) מציאת ה-Rd (4) מצאנו את מחיר ההון.

פירוט השלבים – (1) מציאת ה β - נעזרנו במאגרו של דמודרן כדי לקבל את הביטא הלא ממונפת לענף הקמעונאות. ובאמצעות זו מצאנו את הביטא הממונפת של חברת טיב טעם באמצעות הנוסחה הבאה :

$$\beta_{\text{ממונפת}} = \beta * \left(1 + \frac{D}{E}\right)$$

נתון	ערך	הסבר
β לא ממונפת	0.58	מתוך דמודרן
שווי חוב	634,605	מתוך מאזן התפעולי
שווי הון עצמי	275,573	מתוך אתר הבורסא נכון ליום 24.9.2013

מכך נובע שהביטא הממונפת – 1.92

(2) מציאת ה Re - לצורך מציאת ה Re השתמשנו בנוסחה הבאה : $Re = Rf + \beta[E(Rm) - Rf]$

נתון	ערך	הסבר
Rf	3.97%	אג"ח ממשלתי שחר ל - 10 שנים
β	1.92	כפי שחושב בשלב הקודם
E(RM)-Rf	7.08%	מתוך מאגרו של דמודרן

מכך נובע ש ה-Re הינו 17.54%.

(3) חישוב מחיר החוב (Rd) - את מחיר החוב מצאנו ב- 2 דרכים שונות: (א) דירוג אשראי סינטטי (ב)

ממוצע טווח ערכים לריבית על אשראי לזמן ארוך. **להלן החישוב עפ"י דרך (א)**

שווי החוב *	מרווח	Rf	Rd הוצאות מימון רווח תפעולי **	יחס כיסוי ריבית
234,764	הנחה	15%	35,215	0.79
234,764	9.50%	3.97%	31,623	0.88
234,764	8.75%	3.97%	29,862	0.93
234,764	8.75%	3.97%	29,862	0.93

* שווי החוב חושב ללא התחייבות בגין חכירה מימונית

** הרווח התפעולי חושב לפי הרווח התפעולי בשנת 2012 ללא נטרול הוצאות המימון בגין החכירה מימונית

דרך (ב) - חושב תוך הסתמכות על נתוני החברה במסגרת פרק א' (עמ' 70 לדוחות הכספיים). ושם חישובנו את הממוצע של שיעור הריבית על הלוואות שהינם ממקורות בנקאיים. עפ"י החישוב קיבלנו R_d של 5.625%.

לצורך הערכת השווי לקחנו את הריבית כפי שחושבה ב**דרך (ב)** לעיל ולא לפי דירוג אשראי סינטטי וזאת מאחר כי הסתמכות על מידע אמיתי שנמסר ממקורות בנקאיים והחברה מהימנה יותר מאשר דרך (א).
(4) מציאת WACC – חושב ע"י הצבת הנתונים של השלבים הקודמים מתקבל WACC של 8.19%, עפ"י מודל ה-CAPM. ראוי לציין כי היה ניתן להוסיף למחיר ההון לפי מודל ה-CAPM פרמיית גודל אולם מכיוון שחברת טיב טעם לא נמצאת בעשירון התחתון מבחינת שווי השוק שלה לפרמיית הגודל לא תהיה השפעה וכן מסקנתנו לא תשתנה אילו היה מתווסף פרמיית גודל.

$$WACC = r_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{D+E} + r_e \cdot \frac{E}{D+E}$$

להלן נוסחת מחיר ההון :

מכך נובע שמחיר ההון הינו 8.19%.

שווי כלכלי ראוי להון העצמי – שווי החברה עפ"י תוצאת ה-DCF הינו, 281,867 אלפי ₪ לעומת שווי בבורסה של 275,573 אלפי ₪. הפער בין תוצאת ה-DCF לשווי בפועל הינו 2%.

להלן טבלת רגישות WACC ושיעור צמיחה:

WACC							
10.00%	9.50%	9.00%	8.19%	8.00%	7.50%	7.00%	
-142,726	-135,889	-92,173	-2,042	-35,579	12,527	324	0.00%
-62,861	-52,952	-5,747	23,595	59,523	113,145	107,568	0.50%
-92,185	-80,551	-31,146	52,796	40,540	98,819	99,317	1%
-35,996	-20,900	32,594	86,361	115,132	180,786	190,604	1.50%
-86,620	-69,263	-12,753	125,347	79,174	152,068	171,768	2.00%
11,346	38,569	107,295	225,846	234,484	333,604	389,005	3.00%
86,535	119,750	195,981	281,867	345,498	461,938	541,927	3.4%
79,035	113,034	190,334	278,897	343,417	462,875	547,393	3.50%
75,787	117,037	204,052	316,650	389,156	535,923	662,167	4%
121,597	173,021	273,741	421,032	505,362	693,767	887,307	4.50%
176,570	241,445	360,851	558,117	660,302	914,747	1,225,017	5.00%
243,759	326,976	472,850	746,128	877,219	1,246,218	1,787,867	6%

שיעור צמיחה

פרק חמישי – הערכת שווי בשיטת המכפילים

5.1 חישוב המכפילים ע"פ חברת ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ
 כמייצגים עבור כלל הענף

מאזן חברת ויקטורי (כלל השוק)		31.12.2012	
חוב (נכס) ,			
EV	256,605	נטו	-23,247
		נכסים עודפים	3,624
		מרקט קאפ	283,476
מאזן	256,605	מאזן	256,605
		שווי מניות	283,476
רווח נקי	17,365	חוב (נכס) , נט	-23,247
		נכסים עודפים	3,624
מכפיל רווח	15.8	EBIT	21,375
מכפיל		מכפיל EBIT	
		רווח נקי	
(מתואם)		16.3	
		12	

* בחברת ויקטורי אין הכנסות/הוצאות אחרות וחד פעמיות שיש
 לנטרל לכן אין צורך לתאם את מכפיל ה- EBIT

שימוש במכפילים שהתקבלו לביצוע הערכת שווי לחברת טיב טעם:

מאזן חברת טיב טעם		31.12.2012	
EV	382,490	חוב	241,444
		מרקט קאפ	275,573
		נכסים עודפים	134,527
מאזן	382,490	מאזן	382,490
לפי מכפיל רווח נקי		מתואם	לא מתואם
רווח נקי	19,659		19,549
מכפיל	16.3		15.8
שווי חברה	320,924		309,383
לפי מכפיל			
מכירות	EBIT	EBIT	EBIT
	מתואם	מתואם	לא
(לא מתואם)			
מכירות/EBIT	1,100,782	35,700	35,553
מכפיל	0.36	12	12.98
EV	395,513	428,575	426,810
חוב	241,444	241,444	241,444
נכסים עודפים	134,527	134,527	134,527
שווי הון עצמי	288,596	321,658	319,893
			354,561

5.2 פונדמנטלס

ראוי לציין כי חברת ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ אינה מייצגת את כלל הענף ולכן התוצאות שקיבלנו לא מבוססות במידה ראויה. למרות זאת אנו נניח כי חברת ויקטורי מייצגת את כלל הענף. לאחר מציאת המכפילים ביצענו להם התאמות על פי הפונדמנטלס המפורט להלן:

מינוף D/E - בכדי לבחון מינוף של חברה יש לנתח את יחס ההון לחוב שלה. חברת טיב טעם ממונפת יותר ביחס לענף כולו. מינוף חברת טיב טעם (212%) למול (18%-) לחברת ויקטורי. ככל שחברה ממונפת יותר, כך הדבר מקטין את הרווח הנקי של החברה ולכן יש להקטין את מכפיל הרווח הנקי. **שיעור הצמיחה** – נתון זה משפיע הן על מכפיל המכירות, מכפיל הרווח התפעולי ועל מכפיל הרווח הנקי. ככל שהצמיחה גבוהה יותר כך המכפילים יגדלו. חברת טיב טעם רשמה צמיחה חיובית של כ- 15% במוצע בשנים 2010-2012, לעומת זאת חברת ויקטורי רשמה צמיחה חיובית של כ- 15% במוצע בשנים 2010-2012. לאור זאת אנו נדרשים לתאם את המכפילים על ידי הגדלתם.

שיעור השקעה (RR) – ככל ששיעור ההשקעה מה- NOPLAT של חברה גבוה יותר המכפיל יהיה נמוך יותר. שיעור ההשקעה של טיב טעם מהווה כ- 115% במוצע בשנים 2010-2012 לעומת זאת שיעור ההשקעה של חברת ויקטורי מהווה כ- 63% במוצע בשנים 2010-2012. ולכן יש לבצע התאמה ע"י הקטנתו של מכפיל ההכנסות, מכפיל ה- NOPLAT ומכפילי הרווח התפעולי.

מרווח התפעולי – המרווח התפעולי משפיע על מכפיל ההכנסות שכן ככל שהמרווח התפעולי גבוה יותר מכפיל ההכנסות גדול יותר. המרווח התפעולי במוצע השנים 2010-2012 הינו כ-3.2% יחד עם זאת המרווח התפעולי של חברת ויקטורי במוצע 2010-2012 הינו כ-3% גם כן. אנו רואים שהחברה היחס לחברת ההשוואה אין שוני מהותי ולכן אין צורך לתאם את מכפיל ההכנסות בגין כך.

מחיר ההון – ככל שמחיר ההון של חברה גבוה יותר המכפיל יהיה נמוך יותר. ככלל ל 2 חברות קיימים סיכונים זהים בשוק למעט סיכון רגולטורי מפני סגירת סניפים בשבת שכן חברת ויקטורי הינה רשת סופרמרקטים כשרה ולכן סיכון זה לא קיים אצלה. אולם מאחר ומדובר בסיכון ספציפי ולא שיטתי אין אנו מתאמים את מחיר ההון שכן אם איום זה היה משפיע על כל הענף היה צורך לתאם את מכפילים שמבוססים על שווי הפעילות.

CAPEX - חברת טיב טעם צמחה עד לשנת 2012 באמצעות קניית רכוש קבוע, רכשה סניפים חדשים, הוסיפה תחומי פעילות נוספים כגון מכירת כלי מטבח ומוצרי NONFOOD. שכן צמיחת החברה נבעה בעיקר מהשקעה בעצמה ולא בהשקעה ברכישת חברות. ועל כן אין צורך לתאם את המכפילים. **שיעור המס** – שיעור המס שנלקח הינו שיעור המס לשנת 2013 כפי שנקבע כיום. ראוי לציין כי ישנו צפי להעלאת שיעור המס ב-1.5% אך מאחר ואנו עושים הערכת שווי באמצעות מכפילים והיות והאינפורמציה של העלאת שיעור המס אינה נלקחה בחשבון בתוך שווי המניות הבורסאי לקחנו את שיעור המס הנוכחי קרי 25%.

לסיכום יש להקטין את מכפיל הרווח הנקי בשל המינוף הגבוהה יחסית לענף (עפ"י הנתונים משתנה המינוף גובר על משתנה הצמיחה). בנוסף יש להקטין את מכפיל הרווח התפעולי, מכפיל המכירות וזאת לאור הסיבה שה-RR של החברה גבוה יותר מחברת ההשוואה דבר שגובר באופן משמעותי על משתנה הצמיחה.

5.3 להלן הערכת שווי ע"י המכפילים השונים

שיטה	שווי הון עצמי של החברה לפי חברת ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ (מתואם)	פרמיה/דיס קאונט	שווי ההון העצמי לפי נתונים ענפיים (דמודרן) (לא מתואם)	פרמיה/דיס קאונט	
מכפיל רווח נקי	320,924	16%			
מכפיל רווח נקי (לא מתואם)	309,383	12%			
מכפיל הון עצמי	256,088	-7%			
מכפיל EBITDA	456,402	66%	411,099	49%	
מכפיל EBITDA (לא מתואם)	455,083	65%			
מכפיל EBIT	321,658	16.7%	354,561	29%	
מכפיל EBIT (לא מתואם)	319,893	16.1%			
מכפיל NOPLAT	321,658	16.7%	405,580	47%	
מכפיל NOPLAT (לא מתואם)	319,893	16.1%			
מכפיל מכירות	288,596	5%			
מכפיל מ"ר	386,077	40%			
DCF	281,867	2%			
שווי שוק בפועל	275,573	0%			

אנו רואים כי המכפיל הקרוב ביותר לשווי השוק הינו מכפיל המכירות כ-5% מעל השווי בבורסה. כאשר השונו את מכפיל המכירות למול הערכת השווי באמצעות ה- DCF ראינו, שתוצאת מכפיל המכירות מקבל תוקף חזק יותר מאחר ומחירי המכירה של החברה הינם בעלי משמעות רבה וניתן לראות כי התחרות ענפית באה לידי ביטוי במחירי המכירה של החברה.

להלן חישוב המכפילים השונים:

מכפילי ע"פ מאגר המידע של דמודרן	חברת ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ (כמעט חנים)	חברת טיב טעם הולדינגס בע"מ	
			<u>מכפילי equity</u>
	16.32	14.02	מכפיל רווח נקי מתואם
	15.83	14.10	מכפיל רווח נקי
	2.31	2.48	מכפיל הון עצמי
			<u>מכפילי EV</u>
	8.97	6.09	מכפיל EBITDA (מתואם)
8.27	8.97	6.11	מכפיל EBITDA
	12	10.71	מכפיל EBIT (מתואם)
12.98	12	10.76	מכפיל EBIT
	16.01	14.29	מכפיל EBIT*(1-t) (מתואם)
19.22	16.01	14.34	מכפיל EBIT*(1-t)
	0.36	0.35	מכפיל מכירות
	7.23	5.61	מכפיל מ"ר

נספחים

DCF

17	16	15	14	13	12	
1,232,905	1,192,033	1,145,831	1,103,899	1,171,073	1,038,346	הכנסות
3.42880%	4.03216%	3.799%	-6%	13%	-1.01%	שיעור צמיחה
863,034	827,271	779,165	761,690	796,330	707,921	עלות מכר כולל פחת
369,872	364,762	366,666	342,209	374,743	330,425	רווח גולמי
30%	31%	32%	31%	32%	32%	שיעור רווח גולמי
283,568	286,088	263,541	275,975	281,058	244,288	הוצאות מכירה ללא פחת
23%	24%	23%	25%	24%	23.5%	אחוז מהכנסות
49,316	47,681	45,833	44,156	45,672	38,063	הוצאות הנה"כ ללא פחת
4%	4%	4%	4%	3.9%	3.7%	אחוז מהכנסות
14,795	13,112	12,604	12,143	14,053	13,944	פחת מכירה
1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	אחוז מההכנסות
9,863	9,536	9,167	8,831	9,369	6,320	פחת הנה"כ
0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	אחוז מההכנסות
12,329	8,344	35,521	1,104	24,593	27,810	רווח תפעולי לפני מס
22,526	22,894	21,201	21,201	22,491	20,277	נטרול רכיב הוצאות ריבית בעלויות חכירה שהווננו
34,855	31,238	56,722	22,305	47,084	48,087	רווח תפעולי לפני מס מתואם
-9,237	-8,278	-15,031	-5,911	-11,771	-12,022	26.5% הוצאות/הכנסות מס
25,618	22,960	41,690	16,394	35,313	36,065	adjusted NOPLAT
	25,958	24,887	24,021	26,607	23,300	נטרול פחת
	-25,958	-24,887	-24,021	-26,607	-24,150	CapEx
18,649	3,086	7,239	-4,760	10,938	25,569	שינוי בהון חוזר
44,267	26,046	48,929	11,634	46,250	60,784	FCF
678,294	19,009	38,635	9,939	42,749		חישוב EV של החברה
						<u>התחייבויות פיננסיות, נטו</u>
						מזומנים ושווי מזומנים חופשיים
						-6,655
						נכס פיננסי זמין למכירה
						-25
						אשראי מתאגידים בנקאיים
						76,358
						הלוואות מתאגידים בנקאיים
						132,165
						הלוואה מבעל שליטה
						32,000
						התחייבויות בשל הטבות לעובדים
						921
						התחייבות בגין חכירה מימונית
						399,841
						סך התחייבויות פיננסיות, נטו
						634,605
						<u>נכסים עודפים</u>
						מוניטין (לא מוקצה)
						118,430
						מיסים נדחים, נטו
						9,417
						127,847
						שווי ההון העצמי
						281,867
1.0%	0.7%	3.1%	0.1%	2.1%	2.7%	שיעור רווחיות תפעולית
	599,578	598,398	561,302	572,523	570,166	קפיטל י.ס
4.2%	3.8%	7.3%	2.8%	6.0%	6.60%	ROC

עברית | English

חיפוש נתונים

חיפוש טקסט

כיר ערך

חיפוש מתקדם

עמוד הבית



הבורסה לניירות ערך

מאיה מערכת אינטרנט להודעות

כניסה לתיק האישי

- נתוני מסחר
- מוצרים
- מסחר וסליקה
- הרישום למסחר
- חדשות ואירועים
- סטטיסטיקה
- פרסומים והדרכה
- תקנון והנחיות
- אודות הבורסה

כל מה שרצית לדעת על השקעה בבורסה

- הנפקה בבורסה
- חברי הבורסה
- הבורסה למתחילים

מידע נוסף

- לחברות ציבוריות
- לעיתונאים
- מדדי הבורסה
- שוק הנגזרים
- ניוט באתר

טיב טעם הולדינגס 1 בע"מ

דיווחי החברות ממאיה

נתוני סחירות

נתונים היסטוריים

גרפים

פרטי החברה

נתונים עיקריים

www.tivtaam.co.il

שווי שוק

ני"ע החברה נכללים במדדים

מדד ת"א יתר-מאגר, מדד ת"א-מאגר, מדדים נוספים

268,849 אלפי ש"ח (17/10/2013)

פרטי נייר הערך

שם

סימול

מס' ני"ע

סוג ני"ע

טיב טעם

טטעמ

103010

מניה

+

i

פרטי ני"ע לחברה

<

>

נתונים יומיים

נחני עסקאות תוך יומיים

עסקאות מחוץ לבורסה

שאליות נוספות

בחרו תקופת זמן

יום מסחר אחרון

3 חודשים

שנה

5 שנים

חודש אחרון

חצי שנה

3 שנים

מתאריך

24/09/2013

עד תאריך

24/09/2013

בחר תדירות הנתונים

יומי

שבועי

חודשי

שנתי

בחר נתונים להצגה

מתואם לדיבדנדים והטבות

לא מתואם

שער נעילה (באגורות) ושינוי(%)

שער נמוך

שער פתיחה

שער בסיס

שער גבוה

הון רשום למסחר

שוי שוק (אלפי ש"ח)

מחזור מסחר(ש"ח)

מחזור ביחידות

מספר עסקאות

סוג האקס *

מקדם

מחזור ביחידות

מחזור מסחר(ש"ח)

שוי שוק (אלפי ש"ח)

הון רשום למסחר

שער נמוך

שער גבוה

שער בסיס

שער פתיחה

שינוי(%)

שער נעילה מעילה (באגורות)

שער מתואם

תאריך

24/09/2013

266.40

266.40

263.70

263.70

263.70

268

265.90

103,443,289

275,573

120,145

45,007

16

103,023,289

35%

למדד

החזקות

ממו"מ

מועד עדכון

17/06/2012

הצג נתונים

נתונים יומיים

תאריך

שער נעילה מעילה (באגורות)

שער מתואם

שינוי(%)

שער פתיחה

שער בסיס

שער גבוה

שער נמוך

הון רשום למסחר

שוי שוק (אלפי ש"ח)

מחזור מסחר(ש"ח)

מחזור ביחידות

מספר עסקאות

סוג האקס *

מקדם

מחזור ביחידות

מחזור מסחר(ש"ח)

שוי שוק (אלפי ש"ח)

הון רשום למסחר

שער נמוך

שער גבוה

שער בסיס

שער פתיחה

שינוי(%)

שער נעילה מעילה (באגורות)

שער מתואם

תאריך

24/09/2013

266.40

266.40

263.70

263.70

263.70

268

265.90

103,443,289

275,573

120,145

45,007

16

103,023,289

35%

למדד

החזקות

ממו"מ

מועד עדכון

17/06/2012

ייצוא נתונים מהטבלה

מדדי הבורסה	נתוני מסחר	סטטיסטיקה	מידע נוסף	אודות הבורסה
נתוני מסחר	מניות	יומית	מכירת בחסר	המוצרים הנסחרים
פרמטרים למדדים	תעודות סל	שבועית	החברות הבורסאיות	המסחר בבורסה
מאגר המניות	המירים	חודשית	קישורים	הרישום למסחר
שאלות ותשובות	אג"ח קונצרניות	שנתית	מפיצי מידע	מסלוקות הבורסה
	אג"ח ממשלתיות	מאמרים	דוחשים	חברי הבורסה
	שוק הנגזרים	לוחות נתונים		תקנון והנחיות



מאיה
מערכת אינטרנט להודעות

כניסה לתיק
האישי

גתוני מסחר
מוצרים
מסחר וסליקה
הרישום למסחר
חדשות ואירועים
סטטיסטיקה
פרסומים והדרכה
תקנון והנהיות
אודות הבורסה

כל מה שרצית לדעת על

השקעה בבורסה
הנפקה בבורסה
חברי הבורסה
הבורסה למתחילים

מידע נוסף

לחברות ציבוריות
לעיתונאים
מדדי הבורסה
שוק הנגזרים
ניווט באתר

חיפוש מתקדם

חיפוש נתונים

ויר ערך

2

חיפוש טקסט

עמוד הבית

יקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

נתונים עיקריים

פרטי החברה

גרפים

נתונים היסטוריים

נתוני סחירות

דיווחי החברות ממא"ה

שוי שוק

288,490 (17/10/2013) אלפי ש"ח

מדידים נוספים

ני"ע החברה נכללים במדדים

פרטי נייר הערך

שם

סימול

מס' ני"ע

סוג ני"ע

שם

יקטורי

ע"ש

וקטר

1123777

מפה

+

i

פרטי ני"ע לחברה

נתונים יומיים

נתוני עסקאות תוך יומיים

עסקאות מחוץ לבורסה

שאלות נוספות

בחר תקופת זמן

יום מסחר אחרון

3 חודשים

שנה

5 שנים

חודש אחרון

חצי שנה

3 שנים

מתאריך

24/09/2013

עד תאריך

24/09/2013

בחר תדירות הנתונים

יומי

שבועי

חודשי

שנתי

בחר נתונים להצגה

מתאם לדיבידנדים והטבות

לא מתאם

שער נעילה (באגורות) ושינוי (%)

שער נמוך

שער פתיחה

שער בסיס

שער גבוה

הון רשום למסחר

מספר עסקאות

אחוז החזקות הציבור למדד

שוי שוק (אלפי ש"ח)

סוג האקס *

מועד עדכון ממ"מ אחרון

מחזור ביחידות

מספר עסקאות

מחזור מסחר (ש"ח)

מחזור ביחידות

שוי שוק (אלפי ש"ח)

הון רשום למסחר

שער נמוך

שער גבוה

שער בסיס

שער פתיחה

שער נעילה (באגורות)

שער נעילה מתאם

תאריך

הצג נתונים

נתונים יומיים

תאריך

שער נעילה מתאם

שער נעילה (באגורות)

שינוי (%)

שער פתיחה

שער בסיס

שער גבוה

שער נמוך

הון רשום למסחר

שוי שוק (אלפי ש"ח)

מחזור מסחר (ש"ח)

מחזור ביחידות

מספר עסקאות

סוג האקס *

מקדם

ממ"מ

אחוז החזקות

מועד עדכון

ייצוא נתונים מהטבלה

מדדי הבורסה	נתוני מסחר	סטטיסטיקה	מידע נוסף	אזרחות הבורסה
נתוני מסחר	מניות	יומית	מכירות בחסר	המוצרים הנסחרים
פרמטרים למדדים	תעודות סל	שבועית	החברות הבורסאיות	המסחר בבורסה
מאגר המניות	המירים	חודשית	קישורים	הרישום למסחר
שאלות ותשובות	אג"ח קונצרניות	שנתית	מפצי מידע	מסקלות הבורסה
	אג"ח ממשלתיות	מאמרים	דוחשים	חברי הבורסה
	שוק הנגזרים	לוחות נתונים	תקנון והנחיות	

שוק ההון	וול סטריט	נתח שוק וצרכנות	דין וחשבון	היי טק	גז ונפט	פנאי	בחירות לעיריות	תיק אישי	חיפוש
----------	-----------	-----------------	------------	--------	---------	------	----------------	----------	-------

עמוד הבית < שוק ההון

טיב טעם: סגירת הסניפים בשבת עלולה לפגוע מהותית

טיב טעם am:pm מסרבות לחשוף מהו נתח המכירות בשבתות ובחגים מכלל מכירותיהן, אך לפי ההערכות, מדובר בכ-20% מכלל המכירות ברשתות אלה

10:35, 26/06/2013 חן מענת אילנית חיות

Recommend 4

AM:PM בית המשפט העליון טיב טעם עיריית תל אביב שבת נושאים למעקב <<



סניף טיב טעם / צילום: תמר מצפ

שתיים מהרשתות המרכזיות שעלולות להיפגע מיישום פסיקת בית המשפט העליון, המחייבת את עיריית תל-אביב לאכוף את חוק העזר העירוני האוסר על הפעלת עסקים בשבת, הן רשתות המרכולים טיב טעם am:pm של קבוצת אלון.

הבידול והיתרון של רשתות אלה על פני המתחרים הם שעות הפתיחה, ובטיב טעם מדובר גם בתמהיל מוצרים מבדל. הרשתות מסרבות אמנם לחשוף מהו נתח המכירות בשבתות ובחגים מכלל מכירותיהן, אולם לפי הערכות בשוק, מדובר בסכומים ניכרים שעשויים להגיע ליותר מ-20% מכלל המכירות.

בטיב טעם מודים כי אם החברה תיאלץ לסגור את סניפיה בשבתות ובחגים, הדבר עלול להביא לפגיעה מהותית בהכנסותיה ובתוצאות העסקיות שלה.

בדוחות החברה מציגת טיב טעם (259.9 ₪ -2.51%) כי החקיקה והרגולציה בעניין פתיחת עסקים בשבת מהוות סיכון ייחודי לרשת. עם זאת, ברשת אומרים כי לא ניתן לאמוד את היקף הפגיעה בהכנסות, בשל הזליגה הצפויה מהקניות בסוף השבוע לקניות בימי חול.

אבל אם עד כה נהנתה טיב טעם מהיתרון של פתיחת סניפיה בסופי שבוע, הרי שאם הסניפים ייסגרו בסופי שבוע, היא עלולה לאבד מכירות גם לטובת רשתות אחרות. בדוחות החברה מציגת טיב טעם כי סכומי הקנסות המוטלים עליה בגין הפעלת סניפים בשבתות אינם מהותיים.

רשת טיב טעם מונה 30 סניפים, 11 מהם מהם פועלים בעיר תל-אביב. רשת am:pm מונה 45 סניפים, ש-39 מתוכם הם בעיר תל-אביב.

פסיקת בית המשפט העליון מגיעה לאחר שטיב טעם הצליחה לשפר מהותית את תוצאותיה העסקיות ודיווחה על הרבעון הטוב ביותר שהיה לרשת מאז רכש איש העסקים חגי שלום את השליטה בחברה.

ברבעון הראשון השנה נסקו מכירות טיב טעם ב-24% ועלו ל-234.3 מיליון שקל, קצב מכירות שנתי של 937 מיליון שקל. שיעור הגידול בחנויות זהות עמד על 17.6%. בתקופה זו הסתכם הרווח הגולמי ב-70 מיליון שקל, שהיוו 29.9% מהמכירות, ואילו הרווח התפעולי עלה ל-9.3 מיליון שקל, שיעור של



ערוץ השקעות נדל"ן בניו יורק
כל החדשות והעדכונים >>



החברות המובילות במשק

SPONSER שוק ההון הישראלי של

מריצה את פלוריסטם

בת גוריון 22:22:12 17/10/2013

מגן מס

שביט 22:02:27 17/10/2013

טבע מסחר מעניין (למי שבפנים)

benyy 22:01:21 17/10/2013

פופולרי במדור	פופולרי באתר
לפי נולם לילך טופילסקי - מועמדת מובילה למנכ"לית דיסקונט 52 	הבורסה סגרה במגמה מעורבת; בזן זינקה 11.5%, מזור 7% 76 
נעילה חיובית בבורסה; אופקו הוסיפה 3.7%, כלי ירדה 1.5% 76 	נחשף ב"גלובס": לילך אשר-טופילסקי - מנכ"לית דיסקונט 33 

4% מהמכירות.

לצד פעילות הסופרמרקטים, לטיב טעם יש גם פעילות תעשייתית, ולכן החברה אינה מדווחת בנפרד על הרווח הנקי של רשת הסופרמרקטים.

מנכ"ל טיב טעם, עדי כהן, אמר היום (ד') ל"גלובס": "אנחנו עדיין לומדים את פסק הדין. הכדור נמצא בידיה של עיריית תל-אביב, שצריכה לקבוע מדיניות. אני בטוח שהיא תקבע מדיניות שתשמור על כלל האינטרסים של תושבי העיר".

ב-8:00am סירבו לחשוף מה היקף מכירות הרשת בשבתות וחגים ומסרו כי הרשת לומדת את פסק הדין.

בעיריית תל-אביב קיבלו את החלטת העליון בהפתעה. מהעירייה נמסר בתגובה כי "תל-אביב-יפו תמשיך להיות עיר חופשית. נלמד את פסק הדין ונמצא פתרון שיאזן בין המנוחה בשבת לבין החופש שהעיר מאפשרת כפי שעשויים עד היום".

הכדור הועבר אם כן, ליועצים המשפטיים של עיריית תל-אביב, שינסו למצוא את שביל הזהב המשפטי שיאפשר לעיר העברית הראשונה להמשיך להיות עיר ללא הפסקה - תוך ציות לחוק ולפסיקת העליון.

גלבס לחודש היכרות - כל הכתבות, המאמרים וטורי הדעה אצלך מדי ערב <<
גם בסין הבינו את חשיבות המעבר לבנייה היוקרה >>

קראו עוד בפורום שוק ההון הישראלי של SPONSER

כתבות נוספות



הורביץ לא ציפה לזה: מרצ בעימות עם הסטודנטים (Mako)



איך החוויח חיים ליבוביץ' 77 מיליון שקל... (גלבס - שוק ההון)



אמסלם: מה הקשר בין הרפורמה בחברת חשמל... (קריירה וזמנות)



האישה שלא מותרת: הכירו את מירב בן ארי (גלבס-תרבות)

Recommended by



כשמשבר משפחתי משפיע גם על העסק



הופכים קרקעות לנכסים 399 אלף ש"ח ויש לך זכות לירה בחולון לפרטים



רק 3 שאלות מפרדות בינך לבין ערכת המסחר הייחודית לפרטים לחץ <<



הונדה אופנועים עוברת סניף! הפנינג מכירות של הונדה אופנועים hondabike

פירסומי



החברות המובילות במשק

לאתר וואלה!

אחיו של המחבל ביצע פיגוע טרור בשנת 2009

יהושע בריינר ואמיר בוחבוט, מערכת וואלה! חדשות



רעידת אדמה בעוצמה 3.5 הורגשה באזור הכנרת

עדי חשמונאי, מערכת וואלה! חדשות



"כך השתלט ארגון אברג'יל על הקזינו בטאבה"

המהדורה



גלובס מציג



תוצאות סקר יועצי ההשקעות של "המקום"

מיזם המנטורינג של חברי ה-CFO

עסק משפחתי-כשהעסק הוא מובן מאליו

ניו יורק- הפארק קרוב מתמיד

קבלו טעימה מהעוגה היקרה בעולם

ארה"ב נושמת לרווחה - ומה עכשיו?

המקום CFO TV דיסקונט HAP Lounge

המומלצים של גלובס TV

חם ברשת: תעלול הנהיגה המפחיד שעבר את הגבול



צפו: הפיתוח הישראלי שיחולל מהפכה בתחום האנרגיה



הסרטון הפרובוקטיבי שעורר סערה גדולה והורד מהאוויר



היכן מחזיקים את החסכונות? (יתר)



Recommended by



Add a comment...

Comment using...

Facebook social plugin

טוקבים

נושא

רען

38 תגובות ב-25 דיונים לקריאת כל התגובות ברצף

תצוגה: שרשור ללא שרשור מומלצות גולשים

38 רק מטומטם הולך לקניות עגבניות ב9.90 בשבת. (לה)

3/7/13 15:37 חיים (לא רשום)

37 גם תשלום מס הכנסה (לה)

27/6/13 14:33 אדרח (לא רשום)

36 טיב טעם הכי יקרה בארץ. הכל כפול 2

	TheMarker Café	עכבר העיר	TheMarker	הארץ	Haaretz.com
	פני הארץ איך מלמדים אנשים לא לכלוך	לימוד למידת תיחש הקציצות שייגרמו לילדים לחייך כל החיים			
	חפש באתר				
	יום חמישי י"ג חשוון תשע"ד, 17.10.2013				
	חדשות	דעות	גלריה	ספורט	סוף שבוע
	פרטים	קפטן אינטרנט			
	22:29	תל אביב	20°-27°		

משבר החוב בארה"ב	הגרעין האיראני	דוח המבקר	פיטורים בטבע	מדלן מקאן	פרס נובל 2013	בחירות מקומיות
------------------	----------------	-----------	--------------	-----------	---------------	----------------

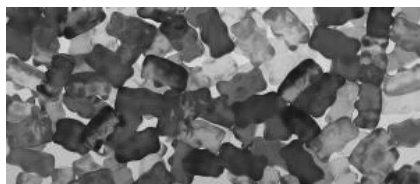
חדשות חינוך וחברה

קנה מנוי דיגיטלי

קנה מנוי לעיתון

פרסם אצלנו

מהדורה מודפסת



ללמה דובוני הגומי מרכינים ראש?
דפנה ארד 21:26 17.10.2013

במעריב חוששים ממריחואנה, גראס וגם מחשיש
אסף לבנון // וגם אוסף בולים

למה עייפות כרונית לא חולפת ואיך ניתן לרפאה

העירייה הודיעה על כוונתה לשנות את חוק העזר העירוני לאחר הבחירות באוקטובר. נציגי המרכולים הקטנים: "תל אביב הפכה את ישראל בלוק למדינות"

אילן ליאור, רויטל חובל 03.09.2013 23:55 19 הוסף תגובה

—

Recommend

Send

26 people recommend this. Sign Up
to see what your friends
recommend.

הורד עכשיו ללא תשלום הארץ android

הורד עכשיו ללא תשלום הארץ iPhone

לתגובות (19)

09Ti

שלח לחבר

שתף בטוויטר

שתף בטוויטר

שתף בפייסבוק

שתף בפייסבוק

שתף

הוסף לרשימת קריאה



עיריית תל אביב הודיעה הערב (שלישי) כי בכונתה לשנות את חוק העזר העירוני באופן שיאפשר פתיחת עסקים מסוימים בשבת. עד לשני חוק העזר, לאחר הבהירות לרשויות המקומיות, החליטה העירייה לא להטיל קנסות על עסקים שפעלו עד כה בשבת וימשיכו להיות פתוחים. לעומת זאת, העירייה הבהירה כי תטיל קנסות על עסקים חדשים שיפעלו בשבת בניגוד לחוק העזר העירוני החדש.

עוד הוסיפה העירייה, בהודעה שהגישה בהתאם
להתחיית בית המשפט העליון, כי נגד עסקים שיהוו
מגמדר או יפריעו לסדר הציבורי יבוצעו פעולות אכיפה.
ראש עיריית תל אביב-יפו, רון חולדאי, הנהח את היועץ
שמתחשב לעיתים לגבש הצעה לתקן את העדר
השתחשפות במציאות הקיימת בעיר: "אביב יפו"

יתישאר עיר חופשית, פתוחה וידידותית לכל תושביה. יש בכוונתנו למצוא את הדרך המשפטית הנכונה להגדיר בחוק את המציאות התל אביבית המאוזנת, שרובם המכריע של תושבי העיר חיים עימה בשלום. מציאות המאפשרת את קיום יום המנחה לצד החופש של כל אחת ואחד להנות ממנו".

עורכי הדין דוד שוב ועברי פינגולד, שיצגו את בעלי העסקים בבית המשפט מסרו בתגובה כי "עמדתה החדשה של עיריית תל אביב אינה מתיישבת משום בחינה עם פסק דינו של בית המשפט העליון, לא עם רוחו של פסק הדין ולא עם הוראותיו המפורשות. לא מדובר במדיניות איפשהי, כי אם בהפיכת העבריינות לנורמה. מה שכינה בית המשפט העליון 'ישראלולף' יקרא מעתה 'מדיניות'". עורכי הדין הוסיפו כי "עמדתה החדשה של העירייה כפי שהוצגה הינה בלתי חוקית ובלתי מוסרית בעליל ואין אפשרות שלא לעמוד בשום פסק דין מוספטי".



הצעות מיוחדות

עוד כתבות נקראות



עוברים לברלין? חפשו את הזהב על הרצפה
 אסתר זנדברג 17.10.2013 12:03 33

לימודי שואה מכיתה א': האם פירון השתגע
 אורי משגב 141

לשכת נתניהו המציאה 3 נשיאים חדשים לישראל
 מיכל סלע

מלך הדבקה מסוריה עוזב את המזרח התיכון
 בן אליעד, קול הקמפוס 9

נושאים

בית המשפט העליון תל אביב-יפו חן חולדאי



HOTmobile ללא הגבלה ₪49.9

HOTmobile.co.il

כולל שיחות לחו"ל למשך 5 חודשים
 למניידים היום באתר. הצטרפו למהפכה!

הוצאת ויזה לארה"ב מ 85 ₪

אופנת סתיו-חורף 2014

חדש: 10 הנצפות ישירות למייל

רוצים להתעדכן במה שמתרחש ולקבל המלצות קריאה?
 הירשמו לניוזלטר החדשים של הארץ

הרשמה

הכנס אימייל

☐ אני מאשר/ת קבלת דיוררים, מידע שיווקי והטבות
 דיוררים נוספים מהארץ

חשיפה: בלוג הצילום של הארץ



בדיאלוג בין החיים להתרחשויות
 מוטי מילרד 09:19

עושים עסקים בת"א - יפו
 מחפשים נכס? בדקו מראש מחירי
 שכירות



פחיקטים מיוחדים

עוד בחינוך וחברה

עוד בחינוך וחברה

שב"ס מתנגד להפעלת מתקני שהייה פתוחים למהגרים אפריקאים

לאחר פרסום התוכנית ל"פתחנות שהייה" למהגרים, טוענים
 בשירות כי לאנשי און הידע והניסיון הדחשים כדי להפעיל מתקנים



סוף טיב טעם בתל אביב. צילום: חזק בכר

עוד כתבות בנושא

דרושה תל אביב חילונית 27.06.2013 00:01 |

ח"כ ניצן הורוביץ, מועמד לראשות העיר תל אביב-יפו, ביקר את החלטת ראש העיר
 המכהן לשנות את חוק העזר העירוני רק לאחר הבחירות. "חולדאי מסכן את תרבות
 הפנאי של תל אביב בגלל החשש מהבחירות. אך יש לומר לתושבים את האמת כפי
 שהיא עוד לפני כן, זו מהות הדמוקרטיה. יש לאפשר פעילות שמשרתת את הציבור גם
 בסופי שבוע. אם חולדאי לא יעשה זאת, הרי לאחר שבחר לראשות העיר אשנה את
 חוק העזר העירוני כך שיאפשר לפיצוציות ומרכולים לפעול בסופי שבוע, כחוק, וכלי
 להסתכן בקנסות מידי פקחי העירייה, כפי שקורה כעת."

פרסומת: עוד פלוס + מלאומי קארד לפרטים נוספים <<

כתבות נוספות שעשויות לעניין אותך



מרחב הרשת

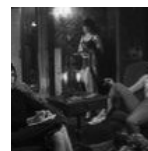
Nana10
 חולסת על קצר
 נוכחות הוליוודיות



חדשות
 50 אלף דולר כדי
 להשלים מניין
 באלבמה



חדשות
 כעס ביש עתיד:
 השעיית של עדי
 קול עדיין בתוקף



גלריה
 חוקרי המין ששים
 את אמריקה

Powered by

הוספת תגובה

שם: להוספת תגובה מזהה לחץ כאן

שם:

נושא:

תגובה:

בשליחת תגובה זו הנני מצהיר שאני מסכים עם תנאי השימוש של אתר הארץ

הצג לפי דירוג

מהאחרונה לראשונה

מהראשונה לאחרונה

הצג לפי פופולריות

הצג את כל התגובות פתוחות

01 חולדאי, היה עסוק בשנים האחרונות, לך רק לאחר
 הבחירות יתפנה לעסוק בנושאים החשובים באמת.
 חולדאי, על מי בדיוק אתה עובד? (לת)

יפה 00:18 04.09.13

6 9