

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

## חברת ג'ו קפה – הערכת שווי

### מבוא

הערכת שווי זו נכתבת על פי הזמנת דיוויד קליין ודב גולדפרב, שני המייסדים של רשת בתי הקפה ג'ו (להלן המייסדים). הערכת השווי מתייחסת לחברת ג'ו קפה גורמה בע"מ (להלן: החברה או חברת ג'ו קפה). לפני למעלה מחמש שנים, בספטמבר 2011, מכרו המייסדים את השליטה בחברה, 51% ממניותיה, לחברת "דלק" – חברת הדלק הישראלית בע"מ (להלן: חברת דלק או דלק). ונותרו בעלים של 49% ממניות החברה.<sup>1</sup> עכשיו, מתוקף הסכם המכירה משנת 2011, הם מבקשים לממש אופציה שניתנה להם למכור לחברת דלק את 49% הנותרים ולשם כך הם נדרשים להערכת שווי של החברה, ממנה ייגזר הסכום שישולם להם עבור מניותיהם בחברה.

כניסת דלק לחברה כבעלת השליטה נעשתה לפי שווי חברה של 23 מיליון ₪ (לאחר קיזוז פרמיית שליטה בסך מיליון ₪) ועל פי מכפיל של 9.2 על רווח תפעולי מייצג של 2.5 מיליון ₪. עלות רכישת 51% ממניות החברה הסתכמה, מבחינת דלק, בתשלום של כ- 12 מיליון ₪. 7.5 מיליון ₪ שולמו ישירות למייסדים בגין רכישה של מניותיהם וסכום של כ- 4.6 מיליון ₪ הוזרם לחברה כנגד הקצאת מניות לדלק. מכאן ששווי החברה, לאחר הזרמת הכסף, עלה ל- 27.6 מיליון ₪.

עתה אנו מתבקשים לבחון היכן שווי זה של 27.6 מיליון ₪, שווי היסטורי לאחר השלמת עסקת דלק, עומד כיום, לאור כל ההתפתחויות שהיו בחברה מאז, התפתחויות בשוק שבו היא פועלת והשינויים הכלכליים בכלל.

כדי לבצע הערכת שווי זו קיבלנו לידנו את המאזנים המבוקרים השנתיים של החברה לשנים 2010-2015, מאזן לא מבוקר ל- 30.9.16, תקציב ותכנית עבודה שהציגה הנהלת החברה בפני מועצת המנהלים שלה לשנת 2017. כן נפגשנו עם מנכ"ל החברה כיום, עם מנכ"ל החברה עד לשנת 2014, סיירנו במפעל, ביקרנו בסניפים שונים ובחנו חומר פומבי על חברות מתחרות ועל שוק בתי הקפה בישראל. ( נציין מסמך עדכני בשם "מי יביא את בשורת הקפה החדשה" שפרסמה חברת צ'מנסקי בן שחר ושות' בנובמבר 2016 שבוחן מקרוב את הענף). על בסיס לימוד החומר שנעשה בשבועות האחרונים אנו מציינים את מסמך הערכת השווי שלנו שבו חמישה פרקים :

<sup>1</sup> לצד המייסדים יש עוד כמה אנשים שמחזיקים בחלקים קטנים מאד בחברה.

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

**פרק א** – שבו תינתן סקירה היסטורית קצרה של החברה ושל הענף שבו היא פועלת ומתחרה מזה 20 שנה.

**פרק ב** - שיציג את עסקת דלק משנת 2011 ואת עיקר ההתפתחויות בחברה לאחר עסקת דלק, בשנים 2011-2015.

**פרק ג** - שיסכם את הפעילות העסקית בשנת 2016 ויציג את עיקרי תכנית העבודה והיעדים העסקיים של החברה בשנת 2017, שאושרו כאמור על ידי מועצת המנהלים של החברה לאחרונה.

**פרק ד** - שיציע הערכת שווי של פעילות החברה בשיטת המכפיל, כפי שנעשתה עסקת דלק בשנת 2011, בשיטת היוון תזרים מזומנים נטו, שיטת DCF שבניגוד לשיטת המכפיל היא צופה פני עתיד ובשיטת שווי השוק על בסיס מחירי עסקאות בשוק, כולל עסקת דלק מול המייסדים בשנת 2011.

**פרק ה** – שבו נסכם את עבודתנו ונטען כי שווי פעילות של 30 מיליון ש"ח, הנובע משלוש שיטות הערכת השווי הבלתי תלויות שהצגנו בפרק הקודם, הינו אומדן זהיר ושמרני של שווי הפעילות של החברה, שאנו סומכים עליו את ידינו.

### **פרק א – רשת קפה ג'ו: סקירה כללית ורקע היסטורי קצר**

בשנת 1997 הקים צמד עולים חדשים מארצות הברית, דיוויד קליין ודב גולדפרב, בית קפה ייחודי בתל אביב, קפה ג'ו. קליית הקפה, טחינתו ואריזתו התבצעו במקום. עד מהרה נודעו בית הקפה והקפה שנמכר בו באיכותם הגבוהה וצברו מוניטין רב. לפיכך החליטו המייסדים להקים רשת ארצית של סניפים בזכינות ובית הקפה התל אביבי הפך לסניף הראשון של רשת קפה ג'ו המונה כיום 28 בתי קפה<sup>2</sup>, 199 נקודות מכירה בחנויות הנוחות מנטה הפרוסות בתחנות התדלוק של חברת דלק בכל רחבי הארץ ו- 11 סניפים במכללות ובמקומות עבודה. בשנת 2000 הוקם מפעל חדשני לקליית קפה ובשנת 2014 נחנך קו ייצור לקפסולות למכונות קפה. לצד המפעל הממוקם בחולון וקולה מעל 300 טון קפה לשנה פועל מרכז לוגיסטי המשרת את הרשת הן באספקת קפה והן באספקת סוגי מזון מגוונים. הנה בתמצית תמונת הפריסה של רשת קפה ג'ו לראשית שנת 2017:

<sup>2</sup> שני סניפים הכלולים במניין זה, מודיעין וחשמונאים נמצאים בתהליך הקמה והקמה בעת כתיבת הערכת השווי.

דר' מאיר אמיר ושות'

ייזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

קפה ג'ו - פריסה ארצית ורשימת סניפים בזכיינות					
1	תל אביב	קניון עזריאלי	15	צומת יד מרדכי	מפגש יד מרדכי
2	תל אביב	רח' קיבוץ גלויות	16	חולון	קניון חולון
3	תל אביב	רח' אבן גבירול	17	גני תקווה	רח' רב און
4	רמת גן	מרומ סנטר	18	בת ים	קניון בת ים
5	רחובות	קניון רחובות	19	בת ים	טיילת בן גוריון
6	ראשון לציון	שד' רוטשילד	20	אשקלון	קניון גירון
7	קריית מלאכי	ביג קסטינה	21	אשדוד	סטאר סנטר
8	צומת ראם	דור אלון	22	אשדוד	מפגש עד הלום
9	פתח תקוה	קניון אבנת	23	כפר ויתקין	אם הדרך
10	נתניה	א. תעשיה פולג	24	אור יהודה	רח' היוצרים
11	מבשרת ציון	שד' הראל	25	נתב"ג	נתב"ג
12	כפר סבא	פארק כ"ס	26	מודיעין	שדרה מרכזית
13	כפר סבא	קניון ערים	27	תל אביב	חשמונאים
14	יהוד	קניון סביונים	28	אום אל פאחם	בניין העיריה
199 סניפים בתחנות דלק - מנטה בפריסה ארצית					
7 סניפים במקומות עבודה					
4 סניפים במכללות					

במהלך עשרים השנים שחלפו מאז הוקמה רשת קפה ג'ו חלו שינויים והתפתחויות אסטרטגיות שישוקרו כאן בקצרה.

הסניף הראשון של קפה ג'ו ברח' החשמונאים בתל אביב התאגד כחברת קפה ג'ו בע"מ. לאחר קבלת ההחלטה על הקמת רשת ארצית במודל זכיינות הוקמה החברה ג'ו קפה גורמה בע"מ, שהיא נשוא הערכת שווי זו.

החברה התקשרה עם זכיינים רבים והוקמו למעלה מ 55 סניפים, אך חלק מהם לא הציג רווחים ונסגר. כמו כן התברר כי לא כל הזכיינים עומדים בסטנדרט הרשתי ותדמית המותג נפגעה. עקב כך עברה הרשת תהליך של התייצבות שנועד להבטיח כי כל סניפי החברה יהיו סניפים מבוססים ורווחיים מבחינת הזכיינים והחברה, שישקפו נאמנה את רמת המיתוג והאיכות שהחברה הציבה לעצמה.

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

בשנת 2011 עברה השליטה בחברה ( 51% ) לידי "דלק"- חברת הדלק הישראלית בע"מ. העסקה בוצעה לפי שווי חברה של 23 מיליון ₪ ( בתוספת 1 מיליון ש"ח פרמיית שליטה). כחלק מהעסקה נחנכו בהדרגה 199 נקודות מכירה של קפה ג'ו ברשת מנטה של חברת דלק (חנות בתוך חנות). בשנת 2014 נכנסה החברה לתחום פעילות חדש כאשר רכשה מערך חדשני לייצור קפסולות קפה תואמות נספרסו ובעקבות זאת החברה החלה לעסוק במכירת קפסולות קפה לציבור ההולך וגדל של בעלי מכוונות קפה בבתיים ובמקומות העבודה. בשנת 2014 מותגה הרשת מחדש. במסגרת מהלך זה שונה הלוגו של החברה, הסניפים עברו 'מתיחת פנים' ובין השאר הוקמו אתר אינטרנט ומועדון חברים הן לעידוד קנייה ישירה של קפסולות והן לעידוד מכירת הקפה בבתי הקפה. מותגו שש תערובות ייחודיות לקפה ג'ו של קפסולות מסוג EVO תואמות נספרסו. בתחום המזון רועננו ועודכנו התפריטים כדי לתת מענה למגמות חברתיות הולכות וגדלות כגון טבעונות.

### הלוגו המחודש של רשת קפה ג'ו



בשנת 2016 נכלל המותג ג'ו ברשימת הסופרברנדס הנבחרת מדי שנה על ידי 130 מנכ"לים ומנהלי שיווק. ( ביחד עם הרשתות ארומה וקפה קפה). קפסולות הקפה של ג'ו זכו לפרס 'מוצר השנה' על פי מדד של חדשנות, אטרקטיביות ושביעות רצון.

דר' מאיר אמיר ושות'  
ייזום, תכנון, ניהול  
ויעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.  
Economic planning, management  
& consulting

**קפה ג'ו – עמוד ראשון בתפריט הרשת להדגמה**

A BEAUTIFUL PLACE  
TO GET LOST

**תפריט כשר**

**ראשונות**

**כרובית מטוננת**  
על סעוג לבנון, מתובלת כנענו כנענו ובעל ירוק

**חציל שרוף בלבנה**  
חציל שרוף על הגו עם שמן זית, סלט עגבניות, (טבעוני - טחנה גולמית במקום לבנה)

**סטריות בתנור**  
5 סטריות שומפיקין ממילוי גבינת חרם עגבניות מיובשות עם רכש תמרים, עליות תבואה

**חגיגת בריאות**  
ריצוי חמום, קיטאה, עשויים, חמוציות, כבול סוגל, פלרי, פלפל חרוף, עשבי חיבל, שמן זית ולימון על קרם חרקי, טחינה גולמית חרקי ציח (טבעוני - ללא חרקי)

**Super Food**

**סיבים תזונתיים בנפייבר**  
3 סיבים תזונתיים טבעיים ללא טעם וריח, המסייעים להפיק משרכה הפיכיל

**זרעי ציח**  
5 מקור טבעי משולה לחלבון, סידן, ורוקן, אבץ, ברזל, מנזיום, ויטמין B, סיבים תזונתיים וחומרים נוצרי המפזן

**גוגי ברי**  
5 פרי עשיר בנוגרי חמוץ, ויטמין B-1, C-1, חמוצות אמינו, ברזל, סידן, אשלגן ואבץ

**טוסטים**

מוגש עם סלט לכריזה וחוטב מלפים ירוקים

**גבינות**  
48 חציל ופלפל קלויים, גבינה בולגרית, סלטה עגבניות ובציליקום סוקריים במאריה, מושפ פטוח בלחמניה אטעלקית

**ים תיכוני**  
46 גבינה בולגרית, פסגו זעה, גבינת מוצרלה, עגבניות וחיטים (טבעוני - גבינה טבעונת במקום גבינה בולגרית ומוצרלה)

**סטריות**  
46 גבינת מוצרלה, סטריות, ביצה קשה, איילי, כבול מונגן ובציליקום

**אמריקאי**  
42 מוצרלה, עגבניה חמואה (טבעוני - גבינה עגבניות ופסן זית במקום מוצרלה חמואה)

מנה טבעונית אופאיה למנה טבעונית

**ארוחות בוקר**

מוגשות עד 12:00

**שקשוקות**

מוגש עם סלטת לחמים, סלט לכריזה וחמיה

**קלאסית**  
45 2 ביצים עשויות במחבת עם חוטב עגבניות פיקנטי

**חריפה אש**  
49 2 ביצים עשויות במחבת עם חוטב עגבניות פיקנטי, טונה, סלפל קלוי, סלפל חרוף ועשבי חיבל

**ים תיכונית**  
49 2 ביצים עשויות במחבת עם רוטב עגבניות פיקנטי, גבינה בולגרית, חציל קלוי וחידי קלמטה

**טבעונית**  
49 רוטב עגבניות פיקנטי, עגבי קטניות דרנים, נענע ומלמל קלוי

**עשיר בליקסון וחסמי C, כבש קרופו, ברזל, סידן, אשלגן וסיבים תזונתיים, נמולת כולסטרול וזלה כשמו רזוי**

**דיל בוקר**

**קפה ומאפה**  
22/25/27

**קפה וחצי כריך**  
29/32/34 אבוקדו/טונה/חביתה

**בוקר נשנוש**  
36 פוקציה וחיטה טבעיים לכריזה גבינת שמנת ססגו אגורה, גבינה בולגרית, אבוקדו, חיטים נחיתה מלפל קלוי, אייך, חציל ברוטב עגבניות/סלט עגבניות, קפה או מיץ

**ניו-יורק ביגל**  
32 ביגל אמריקאי קלוי, מושפ עם גבינת שמנת, חמואה, קנפיטורות פירות וקפה/מיץ

**מוחלי**  
32 יוגורט טבעי מושפ עם סלט פירות העונה, קוקוס קלוי, רכש תמרים, גרגרלה

**עשיר בליקסון C, כבש קרופו, סידן, אשלגן וסיבים תזונתיים**

**מאפה לכריזה**  
14

**בראונת**  
15

**צלחת עגונית הכית**  
14

**בוקר ג'ו זוגי**  
109 2 ביצים וסלט עשויים לכריזה, מושפ מטבלים הכליל חציל קלוי על לבנה פיקנטי, גבינת שמנת חיותים, אבוקדו סלטה, כרובית מטוננת, גבינה בולגרית ומלפל קלוי, סמבחה ביצה חמוץ, אייך וביצים שחררות, סלט טונה, סלטת לחמים עם חמואה, בראונט וקנפיטורות פירות, קפה ומיץ

**פריטנה אמלטיני** - אומלט מ-3 ביצים, חמ"א, מלח, חומו, סלפל חרוף, סכבה וכל סלל 8 (חוספת)

**פריטנה קסמפיה** - אומלט מ-3 ביצים, פטריות, מוצרלה וכל סלל 8 (חוספת)

**פריטנה יוונית** - אומלט מ-3 ביצים, בולגרית, זיתי קלמטה, סלטה ווסטו וותר 8 (חוספת)

**בוקר ספיישל זוגי**  
125 ארוחת בוקר ג'ו זוגית מפורזת הכללת פריטות קפואה, סלמון משוען והתייה מוגדלת (קפה/קפה ג'ו מיץ)

**בוקר ג'ו**  
59 2 ביצים וסלט עשויים לכריזה, מושפ מטבלים הכליל גבינת שמנת חיותים, אבוקדו סלטה, סלט טונה, גבינה בולגרית ומלפל קלוי, סמבחה ביצה וסמוק, סלטת לחמים עם חמואה, בראונט וקנפיטורות פירות, קפה ומיץ

**פריטנה אמלטיני/קסמפיה/יונית 8 (חוספת)**

**בוקר איכרים גלילי**  
59 פריטנה ירוקת קלויים עם גבינת מלחות חיותים, מושפ עם סלט איכרים, יוגורט מוחלבי כשביי ובליל, לחם וחמואה, פרי, קפה ומיץ סחוט מופחים אוימים

**בוקר ג'ו טבעוני**  
59 חביתה ירוק טבעונית מושפ עם סלט לכריזה, מושפ מטבלים הכליל אבוקדו, סמבחה וסמוק, חציל קלוי, חיטים, סלטה עגבניות, מלפים קלויים ומסאג, סלטת לחמים, קנפיטורות פירות, קפה ומיץ

**עשיר בליקסון C, כבש קרופו, ברזל, סידן, אשלגן וסיבים תזונתיים**

**סלמון קרוק**  
54 סלמון מושפ, ביצה עין וגבינת שמנת מוחים על ביגל קלוי עם סלט לכריזה, מושפ עם קפה/מיץ

**בוקר איטי**  
46 2 ביצים וסלט עשויים לכריזה, סלטת לחמים, חמואה, קנפיטורות פירות, קפה/מיץ

2 מטבלים לכריזה גבינת שמנת, חיטים, אבוקדו/טונה, גבינה בולגרית, מלפל קלוי, סמבחה ביצה וסמוק/חציל ברוטב עגבניות/אייך

**בוקר אמריקאי**  
44 2 ביצי עין ושפופי על ביגל קלוי עם חמואה, מושפ עם סלט לכריזה וגבינת שמנת, קפה/מיץ

**כריכים**

מוגש עם סלט לכריזה וחיטים מתובלים

**בוריטו סביח**  
39 רחן טורסיה פריך במילוי חציל קלוי, טחינה, כבול מונגן, נוגרי חמוץ, ביצה קשה, עגבנית, סטרודיה חמריא

**חביתה**  
39 חביתה, גבינת שמנת, עגבניות, מלפסן וכבול ירוק

**חביתה טבעונית**  
39 חביתה ירוק טבעונית, טחינה, עלי חסה, סלפל קלוי, כפטה, כבול סוגל ובציליקום

**סלמון**  
52 סלמון מושפ, גבינת שמנת, כבול ירוק וסרוסות מלפסן

**עשיר באומנה 8 וסידן**

**טונה**  
44 סלט טונה, ביצה קשה, עגבניות, חיטים, מחרח עגבניות מיובשות ונבסי חמיה

**עשיר בכרזל, ליקסון, סיבים תזונתיים וויטמיני C-1**

**ביגל אמריקאי**

ביגל אמריקאי סטנדרטי רזיל/היטה מלאה מושפ עם חיטים מתובלים

**ארוחת ביגל**  
41 כריך ביגל לכריזה עם סלט לכריזה וקפה/מיץ, סלמון 10 (חוספת)

**סלמון**  
39 סלמון, גבינת שמנת, כבול ירוק ומלפסן

**419 קלוריות עם גבינה רזה**

**חביתה**  
29 חביתה, גבינת שמנת, עגבניות ומלפסן

**419 קלוריות עם גבינה רזה**

**אבוקדו**  
29 סלט אבוקדו, ביצה קשה ועגבניות

**עשיר באומנה 8, מונטה 9, סידן, אבץ, אשלגן וויטמיני C-1 A**

**ארוחות ילדים**  
ארוחת ילדים כולל שתייה - שאל את המלצר

ת ל

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

### תתיאור תמציתי של פעילות החברה

ליבת הפעילות של החברה הינה מכירות של קפה ומוצרי מזון ומתן שירותים מקצועיים שונים לסניפי קפה ג'ו הנמצאים בבעלות זכיינים ולחנויות מנטה הפרוסות בתחנות הדלק. תערובות הקפה הייחודיות שפותחו במשך שנים רבות על ידי המייסדים מיוצרות במפעל החברה בחולון ואילו מוצרי המזון הממותגים, כגון כריכים, נרכשים מספקי משנה. החברה מוכרת גם מכוונות קפה ואביזרים שונים. החברה מפעילה מרכז לוגיסטי הכולל משאיות וכלי רכב אחרים ומשנעת את הקפה והמזון לכ- 240 נקודות המכירה. החברה עוסקת בכל ההיבטים של הסכמי הזכיינות כגון הקמת סניפים חדשים, הכשרה של הזכיינים החדשים, ליווי מקצועי ופיקוח. הזכיינים, שהם המשקיעים ובעלי הסניפים רוכשים את מוצרי החברה המסופקים להם באמצעות המרכז הלוגיסטי ומחויבים בתשלום על רכישת מוצרי החברה וכן תשלום תמלוגים כאחוז מהיקף המכירות הכולל בסניף. כמו כן, מוכרת החברה קפה וקפסולות קפה לציבור הרחב ומייצרת גם קפסולות עבור לקוחות עסקיים במעטפת של מותג פרטי. ( Private Label ).

בשנה האחרונה יצאה החברה מתחום ההפעלה הישירה של בתי קפה וכל סניפיה מופעלים על ידי זכיינים. עם זאת, החברה שותפה בחברת ארק המפעילה שני בתי קפה תחת המותג ג'ו בנמל התעופה בן גוריון.

הכנסות החברה לשנת 2015 עמדו על כ- 43 מיליון ₪.

נתונים אלה משקפים אך ורק את הכנסות החברה נשואת הערכת השווי ולא את פדיון הרשת. להמחשה: הכנסות החברה ממכירותיה לזכיינים עמדו על כ- 16 מיליון ₪ בהשוואה לסך מכירות סניפי רשת הזכיינים לציבור בסך של כ- 85 מיליון ₪. הכנסות החברה ממכירותיה לרשת מנטה עמדו על כ- 14 מיליון ₪ בהשוואה למכירות מוצרי ג'ו לציבור ברשת מנטה בסך של כ- 40 מיליון ₪ ( נתוני שנת 2015 ).

החברה מעסיקה 36 עובדים בחלוקה הבאה: 6 עובדים בניהול ופיתוח עסקי, 4 בשיווק ומכירות, 20 עובדים במפעל ובמערך הלוגיסטי ו- 6 עובדים בתמיכה וניהול רשת הזכיינות.

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

### ענף בתי הקפה בישראל – מבט כללי

לסיכום סקירה תמציתית זו נציג להלן בקצרה את מאפייני ענף בתי הקפה בישראל: ענף בתי הקפה בישראל נמצא בתהליך צמיחה מהיר ומתמשך. בשנת 2008 עמדו הכנסות הענף על 3.5 מיליארד ₪ ובשנת 2015 על סכום של 5.2 מיליארד ₪<sup>3</sup>. הגידול משקף את גידול האוכלוסייה בארץ, את העלייה ברמת החיים בכללה ושינויים בדפוסי ואופני הצריכה בחברה הישראלית.<sup>4</sup> השוק נחלק לארבעה סגמנטים עיקריים:

- א. רשתות בתי קפה- מסעדה (50%) דוגמת רשת בתי קפה ג'ו.
- ב. מוקדי קפה ומזון בדרכים (20%) דוגמת מנטה המוכרת את קפה ג'ו.
- ג. בתי קפה מסורתיים (20%).
- ד. קפה "לקחת" (10%) דוגמת קופיקס.

מספר נקודות המכירה לקפה בישראל עומד על 3,380 מהם 1,282 בתי קפה לא מסונפים ו- 880 בתי קפה המסונפים לרשתות. יתר נקודות המכירה הן בחנויות נוחות או עגלות ממכר בשטחים ציבורים.

מספר הרשתות הפועלות בשוק הינו 23. ארבע רשתות מונות מעל 100 סניפים והן: ארומה ישראל, קפה קפה, קפה גרג/ביגה וקופיקס. לקבוצה השנייה, רשתות שלהן מעל 25 סניפים, משתייכים, בין השאר, רולדין, לנדור, ארקפה, וקפה ג'ו (ללא הפעילות ברשת מנטה). ענף בתי הקפה נחשב כענף ברמת סיכון גבוהה מעל הממוצע במשק ומתאפיין בריבוי עסקים הנפתחים ונסגרים בחלוף פרק זמן קצר. מובן שקיימים הבדלים של ממש בין מיקומים שונים במחירי השכירות, ברמת התחרות ובגודל השוק.

אחד מכללי האצבע בשוק זה הינו כי בית קפה בשטח של 150 מ"ר באזור המרכז זקוק לפדיון (ללא מע"מ) של כ- 250,000 ₪ לחודש כדי לכסות את כל הוצאותיו ולהשאיר רווח סביר לזכיין. אלא שפדיון ברמה זו אינו קל להשגה ובמיוחד בעת שהתחרות באותו קניון או אזור גיאוגרפי הולכת וגדלה. מסיבה זו החליטה חברת ג'ו קפה להיפרד ממודל ההפעלה הישירה, ובכלל זה מהסניף המייסד שהועבר אף הוא לזכיין (סניף חשמונאים בתל אביב) ומתמקדת בזכינות ובפיתוח מרכזי רווח נוספים שבהם רמת הסיכון נמוכה והיתרון היחסי של החברה בתחום האיכות הוא מובהק.

<sup>3</sup> על פי דו"ח צ'מנסקי בן שחר ושות' לשנת 2016.

<sup>4</sup> ניתוח זה אינו חיוני להערכת השווי. מדובר בסדרה של שינויים סוציולוגיים החל מהיקף התעסוקה של נשים, עבור בשינויים בתרבות הפנאי וכלה במהפכת המובייל המאפשרת לקיים פגישות עסקים בבתי קפה בעזרת סמארטפון וטאבלט.

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

## פרק ב – עסקת הרכישה על ידי חברת דלק וסקירת השנים 2011 - 2015

### עסקת הרכישה על ידי חברת דלק

בספטמבר 2011, רכשה חברת דלק את השליטה בחברה. עסקה זו לא הייתה עסקת רכש רגילה שכן דלק היא שותף אסטרטגי וקיימת סינרגיה מהותית בין שתי החברות. עקרונות ההסכם שנחתם בין דלק למייסדים היו כדלהלן:

א. רכישת השליטה בחברה (51%) בתמורה לסכום של 12.1 מיליון ₪ על פי הפירוט הבא: רכישת 37% ממניות המייסדים תמורת סך של כ- 7.5 מיליון ₪ והקצאת מניות נוספות תמורת הזרמת כספים ישירה לחברה בסך של כ- 4.6 מיליון ש"ח<sup>5</sup>.

ב. המשך פעילותם של שני המייסדים בחברה לתקופה של ארבע שנים.

ג. חתימת הסכם זיכיון בין החברה לחברת דלק לפיו רשת חנויות הנוחות מנטה תשתמש במותג קפה ג'ו והחברה תהיה ספק הקפה היחיד לרשת זו. רשת מנטה תספק חוויית קנייה ואיכות מוצרים התואמת את הסטנדרטים של קפה ג'ו ותחליף את ציוד הכנת הקפה שברשותה. הציוד והקפה ירכשו מהחברה במחיר העלות המלאה לחברה. בנוסף תשלם מנטה תמלוגים לחברה בשיעור של 2% מכל מכירות המוצרים שנושאים את המותג ג'ו.

ד. דלק התחייבה לרכוש את יתר מניות המייסדים (משמע ניתנה להם אופציית Put) בחלון זמן שנקבע לאחר תום ארבע השנים, בהתאם לכללים שפורטו בהסכם הרכישה במידה והמייסדים יבקשו לממש אופציה זו.

ההתקשרות עם דלק הייתה והינה בעלת חשיבות אסטרטגית לחברה. הרכישות של רשת מנטה הינן מקור הכנסה משמעותי ויציב לטווח הארוך. אמנם המחירים שנקבעו לרשת מנטה נמוכים מהמחיר הנגבה מזכיינים רגילים אך עם זאת, המחיר המשולם על ידי מנטה משקף את העלות המלאה הכוללת הן את עלות החומרים והקלייה, הן את עלויות ההפצה והן את העלויות העקיפות כגון הנהלה, ייעוץ, הדרכה וכיו"ב. בנוסף לכך, תשלום תמלוגים מובטח בשיעור של 2% ממחזור המכירות של המותג ג'ו במנטה. כמו כן חשוב לציין כי העסקה העניקה לרשת קפה ג'ו חשיפה פרסומית גדולה בזכות השילוט הבולט שהוצב בכמאתיים תחנות דלק בארץ. גם תקציבי הפרסום של רשת מנטה המופנים

<sup>5</sup> הסכום המקורי עמד על 5.8 מיליון ₪ אך בשנת 2012 תוקן הסכום בהסכמת הצדדים.



דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

לרדיו ולטלוויזיה מתבססים על חוויית הקפה האיכותי, קפה ג'ו, המחכה לכל מבקר ברשת מנטה.

בכך ניתן פרסום רב ערך לא רק לחנויות הנוחות של מנטה אלא לכל מרכזי הרווח האחרים של רשת קפה ג'ו: בתי הקפה, הקפה, הקפסולות של ג'ו למכונות הקפה הביתיות וכיוב'.

### השנים 2011 - 2015

בשנים 2011 – 2015 התחוללה תפנית אסטרטגית בחברת ג'ו קפה והכנסות החברה עלו מ 27.1 מיליון ₪ בשנת 2011 ל 42.8 מיליון ₪ בשנת 2015. מדובר בגידול של 58% בתוך תקופה של ארבע שנים, גידול שנתי ממוצע של 12%.

גידול זה נבע משני מקורות:

א. הסכם הזכיינות עם חברת דלק שהגדילה בהדרגה את מספר הסניפים של קפה ג'ו בתוך רשת מנטה ל- 199 בשנת 2015. ההסכם יצר מקור הכנסה יציב בעל רווחיות מובטחת בהיקף מחזור כספי של כ- 14 מיליון ₪ בשנה זו.

ב. הקמת קו הייצור החדשני לקפסולות קפה שהגדיל את מכירות תערובות הקפה והקפסולות של ג'ו לסכום של כ- 7.7 מיליון ₪ בשנה. החברה השכילה לפעול במהירות עם פקיעת תוקף הפטנט שרשמה החברה העולמית נספרסו על הקפסולות המשמשות את מכונות הקפה שלה. במקביל לצעדי ההתרחבות ברשת מנטה ובמכירות הקפה, נעשו בשנים 2011 עד 2015 מהלכים לסגירת המוקדים שייצרו הפסדים לחברה בעיקר בתחום ההפעלה הישירה והסכמי שותפויות שהביאו להפסד עם זכיינים שונים.<sup>6</sup> מהלכי ייצוב אלה הביאו לקיטון בהיקף ההכנסות והסבו הפסדים חד פעמיים בשנים שבהם יצאו לפועל.

בנוסף לכך נסגר מספר משמעותי של סניפים בזכיינות רגילה. חלקם נוהל שלא כראוי על ידי הזכיינים וחלקם הוקם במיקומים לא מתאימים או בהתחייבות לתשלום דמי שכירות לא ריאליים.

סגירתם של סניפים אלה גרמה לקיטון בסעיף הכנסות החברה ממכירה לזכיינים.

בשלוש השנים 2012 עד 2014 עמדו ההכנסות השנתיות של החברה בממוצע על סכום של 41.5 מיליון ₪. הרווח הגולמי עמד על 8.4 מיליון ₪ והרווח התפעולי הממוצע הצטמצם ל – 0.4 מיליון ₪. בשנת 2015, בחלוף שלוש שנים לעסקת דלק, החלו מהלכי הייצוב והצמיחה לשאת פרי.

<sup>6</sup> מהלכי הייצוב, קרי יציאה מהפעלה עצמית וסגירת מוקדי ההפסד, הושלמו בשנת 2016 שתיסקר בפרק הבא.

דר' מאיר אמיר ושות'

ייזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

נשווה עתה בין דו"חות הרווח וההפסד המבוקרים של שנת 2011, שבמהלכה רכשה חברת דלק את השליטה בחברה, לדו"חות המבוקרים האחרונים שפורסמו<sup>7</sup> לשנת 2015:

א. הכנסות החברה בשנת 2015 עלו ב- 58% בהשוואה לשנת 2011 ועמדו על 42.8 מיליון ₪.

ב. הרווח התפעולי בשנת 2015 עלה ב- 231% בהשוואה לשנת 2011 ועמד על כ- 1.7 מיליון ₪.

ג. הרווח הנקי בשנת 2015 עמד על 966 אלף ₪ לעומת הפסד של 193 אלף ₪ בשנת 2011.

קפה ג'ו גורמה בע"מ - דו"ח רווח והפסד		
31/12/2011	31/12/2015	
אלפי ₪	אלפי ₪	
27,182	42,892	הכנסות
19,008	33,618	עלות המכירות והשרותים
8,173	9,211	רווח גולמי
7,666	7,528	הוצאות הנהלה וכלליות
507	1,683	רווח הפעלה
654	160	עלויות מימון
293	188	הוצאות אחרות
0	(40)	חלק החברה בהפסדי חברות כלולות
(442)	1,294	רווח (הפסד) לפני מסים
249	(327)	מסים על הכנסה
(193)	966	רווח (הפסד) לשנה

נשווה עתה את מאזן החברה לשנת 2015 למאזנה לשנת 2011:

א. סך הנכסים וההתחייבות לשנת 2015 עומד על סך של כ- 22 מיליון ₪ לעומת 13.6 מיליון ₪ בשנת 2011.

ב. ההון העצמי לשנת 2015 עומד על 5.3 מיליון ₪ לעומת כ- 4.3 מיליון ₪ בשנת 2011.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> בעת כתיבת הערכת שווי זו, בדצמבר 2016, הדו"חות המבוקרים האחרונים הינם משנת 2015.

<sup>8</sup> עקב טעות בעסקת הרכישה צומצמה ההשקעה של חברת דלק בחברה אך הטעות תוקנה רק במאזן 2012. הסכום של 4.3 הינו הסכום הנכון לשנת 2011 לאחר התיקון.

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

		קפה ג'ו גורמה בע"מ - מאזנים
<u>2011</u>	<u>2015</u>	
אלפי ₪	אלפי ₪	
		<u>נכסים</u>
9,708	16,810	רכוש שוטף
3,921	5,234	רכוש קבוע
<u>13,629</u>	<u>22,044</u>	ס"ה נכסים
		<u>התחייבויות</u>
		התחייבויות שוטפות
24	4,873	אשראי מתאגידים בנקאיים
6,515	9,123	ספקים
<u>1,145</u>	<u>1,829</u>	זכאים
7,684	15,825	ס"ה התחייבות שוטפות
		התחייבויות לזמן ארוך
535	599	התחייבויות לסיום יחסי עובד מעביד
	210	התחייבויות אחרות
	<u>40</u>	השתתפות בהפסדים של חברות כלולות
<u>535</u>	849	ס"ה התחייבויות לזמן ארוך
<u>5,410*</u>	<u>5,370</u>	<u>הון עצמי</u>
<u>13,629</u>	<u>22,044</u>	ס"ה
* ההון העצמי הנכון לשנת 2011 היה 4,280 אך התיקון לעסקת הרכש בוצע רק ב 2012		

פרק ג- ניתוח כמותי של פעילות החברה לשנת 2016 ותחזית לשנת 2017

דר' מאיר אמיר ושות'

ייזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

- ראינו בפרק הקודם כי בשנת 2015 רשמה החברה רווח תפעולי של כ- 1.7 מיליון ₪ ורווח נקי של כ- 1.0 מיליון ₪.
- מדובר במגמה שאמורה לאפיין את פעילות החברה בשנים הקרובות: ביטול פעילויות בלתי רווחיות, הרחבה והעמקת מוקדי פעילות רווחיים ויצירת מרכזי רווח חדשים בעלי פוטנציאל גידול שבהם בא לידי ביטוי היתרון היחסי של החברה: יצרנית קפה איכותי ממותג אשר נמכר בלמעלה מ- 240 נקודות מכירה ברחבי הארץ.
- לחברה חמשה מוקדי פעילות:
- פעילות מול הזכיינים של רשת בתני הקפה.
  - פעילות ברשת הנוחות מנטה בתחנות של חברת דלק.
  - פעילות בשני סניפי קפה גיו בנמל התעופה בן גוריון (ברוטנדה ובשרוול D, ממנו יוצאות טיסות אל-על).
  - פעילות שיווק ישירה ומכירת מותגים פרטיים של קפה וקפסולות קפה.
  - פיתוח פעילויות נוספות של מכירת מוצרי החברה במקומות עבודה ובקמפוסים אוניברסיטאיים.
- שנת 2016
- מחזור הפעילות של מוקדים אלו הצפוי בשנת 2016<sup>9</sup> מוצג להלן:

התפלגות הכנסות לפי מוקדי פעילות. 2016. מיליוני ₪							
%	סה"כ	JOE נתב"ג	ISS JOE COL	שיווק ישיר + PL	דלק	זכיינים	
51%	19.9	3.5	0.8	0.3	6.9	8.4	מוצרי סחר
8%	3.3		0.2		1.0	2.1	תמלוגים
10%	3.9			1.4	2.0	0.5	קפסולות
22%	8.6	0.5	0.4	4.4	1.4	1.9	קפה
1%	0.4					0.4	זכיית חדשה
2%	0.9			0.3	0.5	0.1	מכונת וציוד
5%	2.1			0.1	1.5	0.5	שירותים ושומת
100%	39.1	4.0	1.4	6.5	13.3	13.9	סה"כ

<sup>9</sup> על פי הדו"חות הכספיים ליום 30/09/16 והערכת הנהלת החברה

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

אנו רואים כי מוצרי הסחר (בעיקר סנדוויצ'ים ודברי מאפה במיתוג של קפה ג'ו) מהווים כמחצית ההכנסות. מכירת קפה וקפסולות תורמת כשליש מההכנסות והתמלוגים מהווים כ-8% מההכנסות. כשליש מהמכירות מתבצעות בבתי הקפה של הזכיינים, כשליש ברשת מנטה ושליש בסניפי קפה ג'ו בנתב"ג, בעמדות החדשות במקומות עבודה ובקמפוסים ובשיווק ישיר. החברה עם דלק מאפשרת מכירה בכ-200 חנויות מנטה בתחנות דלק בכל רחבי הארץ ואילו הייצור העצמי של קפה וקפסולות במותג של קפה ג'ו מביאה הכנסות שאינן קשורות לפעילות הזכיינות הרגילה.

שני מאפיינים אלו הם ייחודיים לחברה ונותנים לה יתרון תחרותי על מתחריה.

ניתוח הרווחיות במוקדי מכירה אלו מוצג בטבלה הבאה:

רווח והפסד צפוי לשנת 2016 לפי מוקדי רווח. מיליוני ₪						
סה"כ	הפעלה ישירה	שיווק ישיר + PL	JOE נתב"ג	דלק	זכיינים + ISS JOE COL	
39.1		6.5	4.0	13.3	15.3	הכנסות
29.3	1.0	4.6	3.6	11.3	8.8	עלות המכר
9.8	-1.0	1.9	0.4	2.0	6.5	רווח גולמי
6.2		1.1	0.4	0.9	3.8	הוצאות הנהלה וכלליות
1.8	0.3	0.5	0.0	0.0	1.0	הוצאות שיווק
1.8	-1.3	0.3	0.0	1.1	1.7	רווח תפעולי

הטבלה מראה על המשך מגמת הגידול ברווח לעומת שנת 2015 כאשר עיקר הרווח מקורו

בפעילות הזכיינות<sup>10</sup> בסניפים ובפעילות מול דלק בסניפי מנטה.

מה שמכביד על החברה, בשנה זו ובשנים קודמות, הן שאריות ההפעלה הישירה של סניפי בתי קפה, בחשמונאים ובפולג. מאחר ונכון למועד הכנת מסמך זה החברה כבר לא מפעילה ישירות סניף כלשהו, צפוי גידול משמעותי ברווח.

#### שנת 2017

על פי הערכת החברה, כפי שהיא באה לידי ביטוי בתוכנית העבודה ובתקציב שאושר בידי מועצת המנהלים, בשנת 2017 תימשך מגמת השיפור של השנתיים הקודמות.

ראשית, הדימום התזרימי הנובע מהפעלה ישירה של סניפים נפסק לחלוטין, וזה כשלעצמו יוסיף 1 מיליון ₪ לשורת הרווח.

כוללת גם מכירות בקמפוסים ובמקומות עבודה<sup>10</sup>

דר' מאיר אמיר ושות'

ייזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

שנית, החברה צופה גידול של 10% במכירות לצד קיטון בהוצאות בשל הצעדים הבאים: הגדלת שיעור מוצרי החברה בסל המוצרים שמוכרים הזכיינים בסניפים; גידול במכירות של קפסולות קפה בסניפי הזכיינים בעקבות פתיחת נקודות מכירה ממותגות, חנות בתוך חנות; גידול במכירת מאפים בסניפים עקב פתיחת נקודות טאבון; פתיחת סניפים חדשים למול סגירת סניפים לא רווחיים; פתיחת חנויות מכר לצעירים, Grab & Go; שיפור בתמהיל המכירות של קפה וקפסולות ללקוחות מוסדיים יותר משתלמים; חיסכון בהוצאות הנהלה וכלליות עקב תום הסכמים עם המייסדים.

תכנית המכירות לשנת 2017 על בסיס העקרונות שנמנו לעיל מוצגת להלן:

התפלגות הכנסות לפי מוקדי פעילות. 2017. מיליוני ₪							
%	סה"כ	JOE נתב"ג	ISS JOE COL	שיווק ישיר + PL	דלק	זכיינים	
51%	21.8	3.5	1.9	0.3	6.7	9.4	מוצרי סחר
8%	3.6		0.3		1.0	2.3	תמלוגים
11%	4.8			1.5	2.2	1.1	קפסולות
22%	9.6	0.5	0.8	4.8	1.6	1.9	קפה
1%	0.5				0.0	0.5	זכיינות חדשה
2%	0.7			0.3	0.3	0.1	מכונות וציוד
5%	2.1			0.1	1.5	0.5	שירותים ושונות
100%	43.1	4.0	3.0	7.0	13.3	15.8	סה"כ

כאמור, מדובר בגידול בכל סעיפי ההכנסה תוך ניצול יתרונות יחסיים, כניסה למקומות חדשים, טיוב לקוחות וחסכון בהוצאות ישירות ועקיפות.

כל אלו מביאים לרווח תפעולי חזוי של למעלה מ- 3 מיליון ₪ כמפורט בטבלה הבאה.:

רווח והפסד צפוי לשנת 2017 לפי מוקדי רווח. מיליוני ₪						
סה"כ	הפעלה ישירה	שיווק ישיר + PL	JOE נתב"ג	דלק	זכיינים + ISS JOE COL	
43.1		7.0	4	13.3	18.8	הכנסות
31.8		4.8	3.6	11.3	12.1	עלות המכר
11.3		2.2	0.4	2.0	6.7	רווח גולמי
6.2		1.1	0.4	0.9	3.8	הוצאות הנהלה וכלליות
1.8	0.3	0.5	0	0	1	הוצאות שיווק
3.3	-0.3	0.6	0.0	1.1	1.9	רווח תפעולי

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

החברה תמשיך להתבסס על שני עוגני המכירות בסניפי הזכיינים וברשת מנטה, תוך המשך גידול במכירות של קפה וקפסולות לחנויות ולמשווקים, בשיעורי רווח גבוהים יותר. פתיחת נקודות המכירה החדשות במקומות עבודה וקמפוסים תהווה אף היא מנוע צמיחה חשוב. הנה לסיכום תחזית רווח והפסד, על פי ההנהלה, לשנת 2017 לעומת התוצאות הצפויות של שנת 2016.

רווח והפסד לשנת 2016 ותחזית ל- 2017. מיליוני ₪			
שינוי באחוזים	2017	2016	
10.2%	43.1	39.1	הכנסות
8.5%	31.8	29.3	הוצאה ישירה
15.3%	11.3	9.8	רווח גולמי
0.0%	6.2	6.2	הוצאות הנהלה וכלליות
0.0%	1.8	1.8	הוצאות שיווק
83.3%	3.3	1.8	רווח תפעולי

### סיכום ביניים

לכאורה, גידול של 10% במכירות ועוד יותר מכך, גידול של 83% ברווח התפעולי, כפי שמעריכה החברה שיקרה בשנת 2017, נראה אופטימי בצורה מופרזת. ואולם, מכיוון שמרבית הגידול ברווח מקורו בסגירת פעילות מפסידה, שכבר התבצעה, ומאידך הגידול במכירות הוא פרי של מספר צעדים שונים ורבים, המביאים בחשבון את היתרונות היחסיים של הרשת ושל המותג קפה ג'ו, נראה כי התחזית לשנת 2017 הינה תחזית ריאלי.

### פרק ד- הערכת שווי פעילות של החברה

נציג עתה את תחשיבי הערכת השווי בשלוש שיטות אלטרנטיביות.

#### 1. שיטת מכפיל הרווח המייצג

זו השיטה הפשוטה ביותר להערכת שווי והיא משמשת בעיקר להשוואת שוויין של חברות הנסחרות בבורסה. נתוני הרווח, אם זה רווח תפעולי תזרימי, <sup>11</sup>EBITDA, רווח תפעולי או רווח נקי מתפרסמים באופן קבוע וניתן לחשב את מכפיל הרווח הרלבנטי לכל חברה על ידי חלוקת

<sup>11</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

שווי השוק של החברה בסעיף הרווח הרלבנטי. כך גם ניתן באמצעות נתון על הרווח שכבר דווח להכפיל אותו במכפיל רלבנטי ולאמוד את שווי החברה. בדרך כלל הרווח מייצג תוצאות עבר שכבר נרשמו. כאשר שווי השוק חברה הנסחרת בבורסה עולה נהוג להגיד כי המשקיעים רואים לפנייהם רווח עתידי, ולא את הרווח השוטף, שכבר אינו מייצג מבחינת המשקיעים. לכן החולשה של שיטת המכפיל שהיא מתבססת על נתוני עבר ואין לה כלים מובנים לשקול פוטנציאל לרווח עתידי. במקרה שלפנינו, אנו יוצאים מתוצאות החברה לשנת 2016, דהיינו 1.8 מיליון ₪ רווח תפעולי, ומבצעים התאמה אחת בודדת: מחיקת ההפסד שמקורו בהפעלה הישירה של סניפי בתי קפה (להבדיל מהפעלה בידי זכיינים), שכבר בוטלה במהלך שנת 2016. לכן אומדן שווי הפעילות בשיטת מכפיל הרווח המייצג יהיה כדלקמן:

הערכת שווי פעילות. שיטת המכפיל. מיליוני ₪	
1.8	רווח תפעולי ב- 2016
1	רווח מביטול הפעלה ישירה
2.8	סך הכל רווח מתואם 2016
11	מכפיל רווח תפעולי
30.8	אומדן שווי פעילות

כלומר: שווי הפעילות של חברת ג'ו קפה, לפי מכפיל 11 הינו מעל ל- 30 מיליון ₪. הערה לגבי מכפיל הרווח התפעולי שבו השתמשנו: עסקת רכישת השליטה בחברה על ידי דלק בשנת 2011 נעשתה במכפיל רווח תפעולי מתואם של 9-10. בחמש השנים האחרונות, בעיקר עקב ירידת הריבית בכל העולם וגם בארץ<sup>12</sup>, עלו מכפילי הרווח בשיעור של 40% לערך. לכן שימוש במכפיל רווח 11, הגבוה רק ב- 10% ממכפיל שבו נעשתה כבר עסקה בחברה, נראה לנו סביר ושמרני. ברור ששיטת מכפיל רווח המתבסס על נתוני עבר אינו משקף את פוטנציאל הרווח העתידי של החברה ולהלן נציג הערכת שווי על בסיס תחזית תזרים המזומנים העתידי.

## 2. אומדן שווי פעילות בשיטת DCF<sup>13</sup>

<sup>12</sup> ריבית הפריימ למשל ירדה מ- 4.75% בשנת 2011 ל- 1.6% בשנת 2016.

<sup>13</sup> Discounted Cash Flow



דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

בשיטה זו אנו אומדים את התזרים נטו העתידי של החברה ומהוונים אותו להיום. לכן יש צורך לאמוד את הרווח והפסד לשנים הבאות, בדרך כלל מספר שנים בודדות, עד להתייצבות הרווח על שנה מייצגת, שאנו מניחים כי היא מייצגת יתרה שנתית נטו פרמננטית. שיעור ההיוון המקובל נעשה על פי הממוצע המשוקלל של מחיר ההון, WACC.<sup>14</sup> ההון של החברה מורכב מהון עצמי ומהון חיצוני, משמע הלוואה בנקאית. שיעור הריבית על ההון החיצוני הוא שיעור הריבית בפועל שאותו משלמת החברה. על פי מאזן החברה לשנת 2015 היה שיעור הריבית ששלמה החברה על הלוואותיה הבנקאיות 3.33%. ריבית זו מוכרת לצורך מס ולכן שיעור הריבית בפועל לאחר מס הוא 2.56% על בסיס מס חברות בעתיד של 23%. היקף החוב החיצוני של החברה הוא כ- 4.8 מיליון ₪. הריבית הנדרשת על ההון העצמי מחושבת בשיטת מודל מחיר נכס הון CAPM<sup>15</sup> המקובלת בתיאוריה המימונית. לפי שיטה זו, מחיר ההון שדורש המשקיע על ההון העצמי שלו צריך להיות שווה למחיר ריבית חסרת סיכון + ריבית המשקפת את פרמיית הסיכון השוררת בשוק המניות בישראל, המותאמת לענף הכלכלי המסוים לפי רמת התנודתיות של התשואה באותו ענף (מקדם ביטא). אם רמת התנודתיות גבוהה מ- 1 הרי מקדם התנודתיות בפועל, הביטא, שיוכפל בריבית פרמיית הסיכון, יביא לריבית סיכון כוללת גבוהה יותר. היות ומדובר בחברה קטנה יחסית, שאינה נסחרת בבורסה ובענף שאין בו כמעט חברות ציבוריות, הרי שקשה לחשב את מחיר ההון העצמי הנובע מהתאוריה המימונית. בכל מקרה, בגלל שיעורי הריבית ללא סיכון הקיימים במשק (למשל תשואת אג"ח צמודה ל – 10 שנים שהיא בסביבות 1%) אימוץ שיטת ה- CAPM ככל שהיה ניתן לחשב אותו, לא היה להערכתנו מביא לשיעור ריבית על ההון העצמי העולה על 10%. לשם זהירות נשתמש בשיעור ריבית ריאלי על ההון העצמי של 13%. חישוב ההון המשוקלל של החברה מוצג<sup>16</sup> להלן:

<sup>14</sup> Weighted Average Cost Of Capital

<sup>15</sup> Capital Asset Pricing Model

ההון העצמי המופיע בתחשיב עולה פי כמה על ההון העצמי של החברה, שיעמוד בסוף שנת 2016 על כ- 7 מיליון ₪.<sup>16</sup>

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

חישוב ריבית ההיוון WACC לצורך הערכת שווי פעילות				
הערות	ריבית	באחוזים	במיליוני ₪	
בנכוי מגן מס	2.56%	15%	4.80	חוב פיננסי
תשואה נדרשת על ההון העצמי	13.00%	85%	26.50	הון עצמי
שיעור היוון משוקלל	<b>11.40%</b>	100%	31.30	סה"כ שווי חברה

לאחר שקבענו את ריבית ההון המשוקלל<sup>17</sup> במודל על 11.4% נוכל להציג את מודל תזרים

המזומנים החזוי.

המודל התזרימי

מודל הערכת השווי מוצג להלן:

תזרים מזומנים עתידי של החברה לצורך הערכת שווי פעילות. מיליוני ₪.				
שנה	2017	2018	2019	שנה מייצגת
הכנסות	43.10	45.82	48.62	48.62
רווח גולמי	11.30	12.25	14.22	14.22
הוצאה עקיפה	8.00	8.16	8.32	8.32
רווח תפעולי	3.30	4.09	5.90	5.90
פחת שנתי	0.40	0.50	0.60	0.60
רווח לפני מס	2.90	3.59	5.30	5.30
מס חברות	0.70	0.83	1.22	1.22
רווח נקי	2.20	2.77	4.08	4.08
השקעות	1.35	1.00	0.60	0.60
השקעה בהון חוזר	0.4	0.5		
תזרים נקי	0.85	1.77	4.08	4.08
תזרים נטו מהוון	0.75	1.36	2.75	25.70
ערך מצטבר של תזרים נטו מהוון	<b>30.56</b>			

להלן מספר הסברים קצרים על הנחות מודל תזרים המזומנים:

**הכנסות** – נקודת המוצא היא תחזית הכנסות לשנת 2017 שהוצגה בפרק הקודם. הנחנו גידול

שנתי בהכנסות בשנת 2018 של 4% וכן כי הרווח הגולמי יגדל באותו שיעור כמו ההכנסות. כן

יהיה גידול נוסף של 1 מיליון ₪ במכירת קפסולות בסניפים. רווח גולמי על מכירת קפסולות

קפה חדשות הונח שיהיה 50% לעומת שיעור רווח גולמי נוכחי של 41%. (שינוי בתמהיל

הלקוחות.)

הוצאות עקיפות – יגדלו בשיעור של 2% לשנה ויתייצבו בשנה השלישית.

<sup>17</sup> שער ריבית היוון זה משקף מכפיל נמוך יותר ממה שלקחנו בשיטת המכפיל אבל הוא משקף רמת אי וודאות גבוהה יותר של רווח עתידי.

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

**פחת** – יגדל ב-100 אלף ₪ לשנה בשנתיים הראשונות לעומת מאזן 2016 וייתייצב על 600 אלף ₪ לשנה, באותו שיעור של השקעה הונית שנתית ממוצעת החל מהשנה השלישית.

**מס חברות** – 24% בשנת 2017 ומכאן ואילך יתייצב על 23%.

**השקעות הוניות**<sup>18</sup> -CAPEX- בשנת 2017 על פי מצגת החברה, בשנת 2018 - 1 מיליון ₪ ומכאן ואילך יתייצב על גובה הפחת השנתי, 600 אלף ₪..

על בסיס הנחות אלו הגענו לשווי פעילות של כ- 31 מיליון ₪.

**השקעה בהון חוזר**- הנחנו גידול בהון חוזר על בסיס הפער בין אשראי לקוחות ומלאי לאשראי ספקים, על פי המאזן לשנת 2015.

**ריבית היוון לשנה מייצגת** – ריבית ההיוון של המודל, 11.4% פחות 2% גידול שנתי פרמנטטי, משמע 9.4%.

### 3. הערכת שווי לפי גישת שווי שוק

הגישה השלישית והאחרונה שאנו מציעים להערכת שווי הפעילות של החברה היא גישת השוק, משמע ניתוח עסקות מכירת מניות שנעשו לרשתות בתי קפה כדי לבחון את הפרמטרים של העסקות הללו ולהשוות אותם לשווי של החברה.

להלן נציע שלוש השוואות שונות.

#### א. עסקת המייסדים מול דלק בשנת 2011

עסקה זו נסגרה כזכור על פי שווי חברה של 23 מיליון ₪ וכללה הזרמת הון עצמי נוסף לחברה של 4.6 מיליון ₪ שמשמעה כי לאחר העסקה עלה שווי החברה ל-27.6 מיליון ₪. לאחר העסקה עברה החברה תקופה של ירידה בתוצאות העסקיות בעיקר כתוצאה מפריסת סניפים רחבה מדי. כעת, עם מחצית הסניפים לעומת תקופת השיא, כ-30 סניפים, היא חוזרת לרמת רווח תפעולי שנתי של כ-2 מיליון ₪, עם פוטנציאל להכפיל ואף לשלש אותו בתוך תקופה של מספר שנים. החברה השקיעה למעלה מ-4 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות בחידוש מפעל הקפה ובבניית מפעל הקפסולות, שני מנועי צמיחה משמעותיים שאין לרשתות אחרות. לכך יש להוסיף את החיבור האסטרטגי עם רשת חנויות מנטה, שלא נכלל בשווי החברה בעת ביצוע עסקת דלק ושעדיין לא מוצו היתרונות

<sup>18</sup> Capital Expenditure

דר' מאיר אמיר ושות'

ייזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

שלו.

כל אלו מובילים אותנו למסקנה ששווי של 30 מיליון ₪, רק 2.4 מיליון מעל השווי בעסקת המייסדים מול דלק בשנת 2011, הוא שווי המחושב באופן שמרני בהחלט.

#### ב. מכירת רשת בתי קפה אילן'ס

בינואר 2016 דווח בעיתון כלכליסט<sup>19</sup> כי מר יעקב לוזון מכר 15 סניפים של רשת אילן'ס שבבעלותו במחיר של 15 מיליון ₪, משמע מחיר של 1 מיליון ₪ לסניף אשר יכול להוות אמת מידה מקובלת למחירה של רשת בתי קפה. נכון לסוף שנת 2016 יש ברשת 29 סניפים המופעלים ע"י זכיינים, 199 סניפי מנטה, 7 נקודות מכירה במקומות עבודה, 4 מקומות בקמפוסים.

וזאת לפני שמנינו את תכנית הפיתוח לפתיחת סניפי זכיינות קטנים של Grab & Go וכן את הפוטנציאל של מפעל הקפה ומפעל לקפסולות קפה.

על רקע דברים אלו המספר שנקבנו בו, 30 מיליון ₪, הוא מספר שמרני בהחלט.

#### ג. החברה הציבורית קופיקס

בראשית שנת 2016 מנתה רשת קופיקס 121 סניפים של בתי קפה ו- 11 סניפים של סופרמרקט. שווי השוק של החברה, אשר ירד מתחילת השנה ב- 15%, עומד למועד כתיבת חוות דעת זאת על 154 מיליון ₪, משמע, קצת יותר מ- 1 מיליון ₪ לסניף. אין לרשת קופיקס מפעל קפה ומפעל קפסולות לקפה כמו לחברה. במחירים שהיא גובה בסניפים, קשה לראות כיצד יוכלו הזכיינים להגיע לרווחיות ולהחזיר את השקעתם. על פי שווי המניות של קופיקס, שווי פעילות של 30 מיליון ₪ לחברת ג'ו קפה הוא מספר מאד שמרני.

#### פרק ה – סיכום ומסקנות

במסמך זה הצגנו תחשיבים להערכת השווי של חברת ג'ו קפה גורמה בע"מ בשלוש שיטות אלטרנטיביות: שיטת המכפיל, שיטת ה- DCF ושיטת שווי שוק והשוואה בין עסקאות.

**על פי שלושת התחשיבים אנו קובעים כי שווי הפעילות של החברה הינו 30 מיליון ₪.**

<sup>19</sup> <http://www.calcalist.co.il/marketing/articles/0,7340,L-3678072,00.html>

דר' מאיר אמיר ושות'

יזום, תכנון, ניהול

וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.

Economic planning, management

& consulting

ראוי לבחון שווי זה ביחס לנקודת המוצא, בסוף שנת 2011, בעת שחברת דלק רכשה את החברה לפי שווי פעילות של 23 מיליון ₪ ובמסגרת עסקת הרכש הזרימה לתוך החברה 4.6 מיליון ₪ ( ס"ה : 27.6 מיליון ₪ שעדיין לא כללו את תרומתה העתידית של השותפות האסטרטגית, ושערכה לא נכלל בשווי המקורי.

השאלה היא האם בחלוף למעלה מחמש שנים, השביחה החברה את ערכה והיא שווה יותר או שמא איבדה החברה מערכה. כל זאת על בסיס התוצאות העסקיות בשנים שעברו מאז, תכניות עסקיות עתידיות שכבר נמצאות בביצוע, השקעות שבוצעו, ניסיון שנרכש, כולל ניסיון ממהלכי התרחבות שלא צלחו וכבר בוטלו.

דעתנו היא כי ערכה של החברה כיום גבוה יותר מערכה בעת ביצוע העסקה וזאת בגין ארבע סיבות עיקריות: הפריסה הארצית בכ- 200 תחנות דלק ובכלל זה החשיפה והשיווק שהתלוו ומתלווים לכך; הקמת המפעל לייצור קפסולות ממותגות למגזר מכוונות הקפה ההולך וגדל; היציאה ממוקדי ההפעלה הישירה שהסבו לחברה הפסדים וכמו כן 'מתיחת הפנים', המיתוג והניהול שהכניסו את החברה לרשימת הסופרברנדס של ישראל בשנת 2016.

התרשמנו כי החברה, תחת הנהגתו של המנכ"ל החדש, שעבד שנים רבות בחברה בעבר ורכש ניסיון רב ערך בתחום ההסעדה והזכיינות בארץ ובארה"ב, נמצאת על נקודת זינוק טובה שיכולה להביא אותה בתוך מספר שנים לשיעורי רווח הולכים וגדלים.

הערכת השווי בה נקבנו הינה הערכת שווי פעילות החברה שאיננה מתייחסת לזהותם של קוני המניות. עם זאת, חשוב להדגיש כי השווי הגלום בחברה עבור הקונה, חברת דלק, גבוה יותר משווי הפעילות כשלעצמה. כבר כיום ממנפת חברת דלק את המותג קפה ג'ו כדי להגדיל את מספר הנהגים המתדלקים בתחנות הדלק שלה וכדי להגדיל את היקף ההכנסות של רשת חנויות הנוחות מנטה. רכישת בעלות מלאה על החברה תאפשר לחברת דלק לנצל את הסינרגיה בין רשת מנטה לחברה ולהפיק רווחים נוספים שאינם כלולים בתחשיבי הערכת שווי זו.