

תוכן

1.	מבוא	3
2.	חברת ישרוטל	4
3.	מבנה האחזקות של החברה ומצבת בעלי מניות	5
4.	מאפיינים בהתפתחותה של החברה	6
5.	מאפייני ענף המלונאות וסיכונים עסקיים להם חשופה החברה	10
6.	התחרות בענף המלונאות	13
7.	חברת ההשוואה – מלונות דן	14
8.	ניתוח S.W.O.T	14
9.	ניתוחים אופקיים ואנכיים	16
10.	מגמות במאזני החברה	19
11.	מגמות בדוחות רווח והפסד של החברה	21
12.	מגמות בדוח תזרים המזומנים של החברה	23
13.	יחסים פיננסיים	25
14.	חיזוי קשיים פיננסיים	26
15.	סיכום הניתוח הפיננסי	27
16.	הערכת שווי חברות לפי שיטת הוון תזרימי המזומנים (DCF)	27
16.1	הוון תזרימי מזומנים (DCF)	27
16.2	תחזית תזרים מזומנים ל – 5 שנים	28
16.3	חישוב שער הניכיון	30
16.4	חישוב מחיר ההון הממוצע המשוקלל (WACC)	30
16.5	פרוט ערך שייר	31
16.6	ע.נ.ג (ערך נוכחי נקי) של תחזית:	32
16.7	ע.נ.ג של ערך שייר:	32
16.8	ניכוי עודף התחייבויות פיננסיות ליום 31.12.2015	32
16.9	נכסים שאינם תפעוליים	33
16.10	סיכום הערכת השווי – ישרוטל בע"מ	33
17.	טבלת רגישות	33
18.	השוואה לשווי שוק ולשיטת המכפיל	33
19.	סיכום ומסקנות	33
20.	ביבליוגרפיה	34
21.	נספחים – דוחות כספיים לחברות ישרוטל ומלונות דן בע"מ	35

1. מבוא

ישרוטל התאגדה בשנת 1980 ונהפכה להיות חברה ציבורית בשנת 1995. החברה הינה בין החברות המובילות כיום בישראל לשירותי מלונאות ונופש. מלונות החברה נחשבות ברמה גבוהה מאוד והם פונות למגוון פלחים של קהלי יעד ישראלים ותיירים מחו"ל. החברה החלה לאחרונה גם בשיווק מלאי דירות יוקרה למכירה המהווה פעילות נדל"נית מעבר לפעילות המלונאית. עבודה זו מכילה מספר חלקים:

ראשית נותחו המאפיינים הייחודיים של החברה ומאפייני ענף המלונאות. לאחר מכן נותחו הדוחות הכספיים של החברה לשנות המאזן 2014 ו- 2015 והרבעון הראשון לשנת 2016. כמו כן נותחו דוחות רווח והפסד לשנים 2013-2015. להלן מסקנות עיקריות העולות מניתוח החברה וחברת השוואה, חברת מלונות דן:

- 1 ישרוטל הינה חברה בעלת 16 מלונות כאשר מחצית מהמלונות נמצאות באילת. החברה מדורגת במקום שני בענף המלונאות ומדורגת ראשונה בסקר שביעות רצון בשנת 2015.
- 2 החברה מצויה בסוף שלב הצמיחה ותחילת שלב הבשלות. עדיין החברה מרחיבה את פעילותה באמצעות פתיחת מלונות חדשים ברחבי הארץ (כגון המלון בראש פינה).
- 3 החברה יחסית נפגעה בצורה פחות קשה ממבצע צוק איתן על ידי הגדלת היקף המכירות שלה וזאת בניגוד למלונות דן שחוותה את מבצע צוק איתן בצורה יותר קשה וירידה במכירות.
- 4 ענף המלונאות חווה בשנת 2015 התאוששות ביחס למבצע צוק איתן אך עדיין לא חזר לרמה בטרם התחיל המבצע. לעומת זאת, ישרוטל חווה ירידה ברווחיות שלה הודות להיטל בגין עובדים זרים שהוטל על החברה בשנת 2015 בגין שנים קודמות.

בחלק האחרון של העבודה נעשתה הערכת שווי לחברת ישרוטל באמצעות בניית תחזית תזרים מזומנים לחמש שנים, מציאת שיעור ההון המשוקלל (WACC). נכון ליום 31.12.2015 הערכת שווי החברה עומדת על **3,534,413 אלפי ₪** לעומת שווי שוק של **877,711 אלפי ₪** ומכפיל רווח של 16.93. הסיבה לפער בין הערכת השווי ושווי השוק נובע ככל הנראה ממאפייני ענף המלונאות שקשה לחיזוי מפני שהענף מושפע מפרמטרים רבים המשפיעים על רווחיות החברה. בנוסף, יתכנו גורמים נוספים התלויים בבורסה וכיו"ב המשפיעים על שווי השוק של החברה.

2. חברת ישרוטל

חברת ישרוטל (להלן – "החברה") הוקמה כחברה פרטית בשנת 1980 בשם "מלונות אקרין" ובשנת 1994 שינתה את שמה לחברת מלונות ישרוטל. החל משנת 1995 החלה ליסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. לחברה פעילות עסקית יחידה בהפעלת רשת בתי מלון בישראל וכן היא עוסקת בתכנון והקמת בתי מלון חדשים בישראל. החברה מספקת פתרונות ומגוון רחב של אפשרויות אירוח הכוללות אירוח ונופש, תרבות, שירותים קולינאריים בידור וספורט.

החברה כיום מפעילה 16 מלונות בישראל¹ עם 3,723 חדרים כאשר שמונה מתוך שש עשרה המלונות ממוקמים בעיר אילת. שני מלונות נוספים ממוקמים במצפה רמון. שני מלונות נוספים ממוקמים בים המלח. ויתר המלונות ממוקמים ביערות הכרמל, תל אביב ואזור ירושלים. בדוח הדירקטוריון של החברה נכתב כי בשנת 2015 הפסיקה החברה לנהל את מלון הנסיכה באילת. החברה פרסמה בחודש אפריל 2016 כי נחתם הסכם לרכישת מלון מצפה ימים בראש פינה בעל 97 חדרים תמורת 103 מיליון ₪ שימומו מהון עצמי וממסגרות אשראי שוטפות. כמו כן, בכוננת החברה לקנות את בניין השקם ביפו לצורך בניית מלון תמורת 34.75 מיליון ₪.

נכון לדוחות הכספיים של שנת 2015, החברה מפעילה חמישה מגזרי פעילות:

- **קבוצת מלונות יוקרה** – בקבוצה נמנים מלונות בתל אביב, באילת וביערות הכרמל כאשר בשנת 2011 רכשה החברה קרקע בירושלים בשכונת המושבה הגרמנית להקמת מלון יוקרה נוסף הכולל גם אחד עשר דירות יוקרה למגורים כאשר נכון לשנת 2015 נמכרו שלוש דירות ברווח של 11 מיליון ₪. במסגרת קבוצה זו, ניתנים שירותי אירוח ברמה גבוהה מאוד המעניקים חוויה יוקרתית בשירותי המלונאות הכוללים את הלינה, מזון ופנאי. לדוגמא: במלונות אלו קיימים אולמות קולנוע, חדרי טיפולים, ברים, מגוון גדול של מסעדות, מועדוני בריאות וכושר וכו"
- **קבוצת מלונות לצורכי חופשה משפחתית** – בקבוצה זו נמנים מלונות בעיקר בעיר אילת המציעים פתרונות למשפחות עם ילדים. במסגרת שירותי המלונאות ניתנים פתרונות אירוח למשפחות עם ילדים הכוללים פעילויות המותאמות לילדים ומתקני נופש ופנאי המיוחדים לילדים.

¹ <https://www.isrotel.co.il/about-isrotel/about/guarantee>