

## תוכן

	מבוא.....	4	1
	כללי..	4	1.1
	ממצאים עיקריים	4	1.2
	סיכום הערכת שווי	4	1.3
5	סקירת ענף המלונאות והסביבה הכלכלית		3
	כללי	5	2.1
	מאפייני הענף	5	2.2
	השפעות חיצוניות על הענף	6	2.3
	מגמות בענף	6	2.4
	מבנה החברות בענף	8	2.5
	סקירת רשת דן	9	3
	כללי	9	3.1
	מבנה האחזקות של החברה	9	3.2
	מצבת האחזקות בעלי עניין	10	3.3
	הפעילות המלונאית	10	3.4
	פעילות ההסעדה	16	3.5
	ניתוח s.w.o.t	18	<u>4</u>
	סקירת חברה להשוואה - קבוצת ישרוטל בע"מ	19	5
	ניתוח המאזן והאיתנות הפיננסית	20	6
	ניתוח אופקי ואנכי לחברת מלונות דן	20	6.1
	ניתוח אופקי ואנכי לחברת מלונות ישרוטל	21	6.2
22	ניתוח מגמות והשוואה לחברה המתחרה והסקת מסקנות על מצב החברה		6.3
	ניתוח דו"חות רווח והפסד	24	7
	ניתוח אופקי ואנכי לחברת מלונות דן	24	7.1
	ניתוח אופקי ואנכי לחברת מלונות ישרוטל	24	7.2
25	ניתוח מגמות והשוואה לחברה המתחרה והסקת מסקנות על מצב החברה		7.3
	ניתוח דו"ח תזרים מזומנים	26	8
	מגמות בדוח תזרים המזומנים של החברה	26	<u>8.1</u>
	ניתוח דו"ח תזרים מזומנים מפעילות שוטפת	27	8.2
	ניתוח דו"ח תזרים מזומנים מפעילות השקעה	28	8.3
	ניתוח דו"ח תזרים מזומנים מפעילות מימון	28	8.4
	ניתוח הקשר שבין הקבוצות	28	8.5
	יחסים פיננסיים	29	9
	יחסי נזילות	29	9.1

	30	יחסי איתנות	9.2
	31	יחסי יעילות תפעולית	9.3
	31	סיכום הניתוח הפיננסי ומסקנות	10
	32	הערכת שווי של החברה	11
	32	שיטת הערכת השווי	11.1
	33	תחזית תזרים מזומנים חופשי ל – 5 שנים	11.2
	34	סיכום פרמטרים למחיר ההון המשוקלל	11.3
	34	חישוב שער הניכיון	11.4
	35	חישוב מחיר ההון הממוצע המשוקלל (WACC)	11.5
	36	חישוב ערך שייר (Terminal Value)	11.6
	37	הצגת חישובי ערך נוכחי נקי של תזרימי המזומנים החופשי	11.7
37		הצגת עודף התחייבויות פיננסיות (על פי דוחות כספיים ליום 31.12.2015)	11.8
	38	נכסים שאינם תפעוליים.....	11.9
	38	טבלת רגישות	11.10
	39	השוואה לנתוני מסחר בבורסה ולשיטת המכפיל.....	11.11
	39	סיכום ומסקנות	12
	40	ביבליוגרפיה	13
			<u>14</u>
		נספחים.....	
			41 .....

## 1 מבוא

### 1.1 כללי

מסמך זה מביא ניתוח פיננסי של חברת מלונות דן וסוקר את הסביבה בה היא פועלת - ענף המלונאות והתיירות בישראל. יש לשים לב כי חברת דן פעילה בשני תחומי פעילות - מלונאות והסעדה, אך בסקירה זו נתמקד בסביבת ענף המלונאות כבסיס לבחינת פעילותה של החברה היות וזהו הענף העיקרי בו פועלת החברה (מהווה כ 82% מהכנסות הקבוצה)<sup>1</sup>. במסגרת בחינה זו ועל מנת לקבל הקשר לפעילות הרשת וביצועיה, נבצע גם השוואה לחברה דומה הפועלת בענף - קבוצת ישרוטל בע"מ.

מטרת המסמך לספק לקורא הערכות לגבי יציבות ענף המלונאות בכלל ורשת מלונות דן בפרט וכן לספק והשוואתו DCF כללים להערכת כדאיות השקעה בחברה זו, בין היתר על ידי הערכת שווי החברה באמצעות לשווי הבורסאי של מניות החברה ומכפיל הרווח של החברה.

הממצאים במסמך זה מתבססים על ניתוח הדוחות השנתיים של רשת מלונות דן בע"מ ושל וישרוטל בע"מ עבור השנים 2014-2015, תוך התייחסות גם לדוח עבור רבעון 1 2016. הניתוח בוצע תוך שימוש בכלים וכללים חשבונאיים מקובלים.

### 1.2 ממצאים עיקריים

להלן ממצאים עיקריים העולים מהעבודה:

1. החברה הינה חברה ותיקה בענף המלונאות משנת 1960. החברה בעלת 14 מלונות ו - 3,847 חדרים. החברה מדורגת בשנת 2016 בעלת נתח שוק שלישי בענף המלונאות בדומה למעמדה בשנת 2015. בסקר שביעות רצון לקוח החברה זכתה במקום שני בשנת 2015.
2. מדו"ח תזרים המזומנים של החברה ניכר כי בשקלול כל חלקי תזרים המזומנים החברה נמצאת בשלב במחזור חייה בשלב הצמיחה ובשלות. החברה עדיין מקימה מלון חדש בהודו ורוכשת נכס בתל אביב לצורך הסבתו למלון עירוני.
3. כתוצאה ממבצע צוק איתן החברה חווה קשיים פיננסיים בשנת 2014. הכנסות החברה יורדות והרווחיות נשחקת. בשנת 2015 ושנת 2016 קיימת התאוששות בביצועים הפיננסיים של החברה.

### 1.3 סיכום הערכת שווי

שווי החברה הינו 2,086,564 אלף ₪ בעוד שהערכת השווי מצביעה על שווי חברה של 3,531,497 אלף ₪. ( ששימש להיוון בהערכת השווי הינו 3.78%. להערכת, WACC אחוז מחיר ההון הממוצע המשוקלל ) הפערים בהערכת השווי נובעים מצורך בהיוון באחוז גבוה יותר המשקף סיכונים נוספים בחברה שמחיר ההון הממוצע המשוקלל אינו מביא בחשבון.

<sup>1</sup> דוח דירקטוריון לשנת 2015

## 2 סקירת ענף המלונאות והסביבה הכלכלית

### 2.1 כללי<sup>2</sup>

ענף המלונאות נכלל בתוך ענף התיירות. התיירות מהווה חלק מאוד מרכזי בתוצר הלאומי, בשיעור התעסוקה ובמאזן התשלומים של מדינת ישראל. למדינת ישראל קיימים מספר יתרונות בולטים שגורמים לענף התיירות להיות חלק מאוד חשוב מכלכלת ישראל:

**מזג האוויר** – לארץ ישראל מזג אוויר הנחשב נוח במזרח התיכון, גורם שמושך תיירות.

**אתרים היסטוריים** – למדינה מספר רב של אתרים היסטוריים דתיים כחלק ממורשת ישראל המושכים צליינים ומבקרים רבים.

**אתרי טבע ומורשת** – מדינת ישראל מפעילה גופים רבים האמונים לשמירת מקורות הטבע של ישראל ביניהם: קרן קיימת לישראל, החברה להגנת הטבע, רשות הטבע והגנים. כתוצאה מגופים אלו קיימים אתרי טבע רבים המושכים תיירים ממדינות שונות.

ענף התיירות מספק מוקד תעסוקה למספר גדול של עובדים. בשנת 2014 הועסקו בענף התיירות מעל 200 אלף עובדים המהווים כ- 6% ממספר העובדים במשק בישראל. מתוך עובדים אלו, כשליש מועסקים בענף המלונאות<sup>3</sup>.

### 2.2 מאפייני הענף

- ענף המלונאות כולל בתוכו מלונות המיועדים לנופש ומלונות המיועדים לצורך צרכים עסקיים. ייעוד המלונות משתנה בהתאם למיקומו של המלון: מלונות הממוקמים בערי תיירות כגון: אילת, ים המלח וטבריה וכיו"ב הינם מלונות המיועדים לצורכי תיירות ונופש ואילו מלונות הממוקמים בערים גדולות בישראל כגון: תל אביב, הרצליה וחיפה הינם מלונות המיועדים בעיקר לצורכי עסקים.
- על פי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשנת 2014<sup>4</sup>, תמהיל ההכנסות בענף המלונאות הינם בעיקר מהשכרת חדרים (כ- 50%) מזון ומשקאות לאורחי המלון ולגורמים חיצוניים (כ- 40%) והכנסות מארגון אירועים וכנסים (כ- 10%).
- קיימים מספר זירות תחרות בענף: תיירות פנים ארצית בין המלונות בישראל, תיירות אזורית בין מדינות שכנות כגון: אגן הים התיכון. התיירות האזורית מתאפיינת בהצעות אטרקטיביות לתיירים בשיטת הכל כלול. לישראל יתרונות יחסיים כתוצאה מריכוז גבוה של אתרי דת ותיירות המרוכזים בשטח קטן יחסית וגם ממזג אוויר נוח לתיירים. התחרותיות בענף מובילה לרמת רווחיות נמוכה עקב ירידת מחירים ממושכת והצעת מבצעים גם בתקופת שיא.

<sup>2</sup> <http://www.dundb.co.il/surveyshow.asp?idnum=12>

<sup>3</sup> <http://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3648923,00.html>

<sup>4</sup> <http://www.cbs.gov.il/statistical/tour-145.pdf>