

הגיע הזמן שתשקיעו במוח שלכם! מינוי דיגיטלי להארץ רק ש4.90 בחודש הראשון השקיעו עכשיו



אח
מו
הח



משקפי המציאות הרבודה
אוקיולוס ריפט יוצאים
למכירה מוקדמת



32 שקל לחודש על טלוויזיה
- ובכל זאת: 4 סיבות מדוע...



TechNation

שוק ההון IFRS בשטח

▼ דולר	▼ דאו ג'ונס	▼ נאסד"ק	▼ נדל"ן 15	▼ ת"א 25	▼ ת"א 100
-0.013 3.941	16906.51 -1.47	4835.76 -1.14	-1.36 397.02	1494.66 -1.89	1286.27 -1.94

מגזר הסופרמרקטים של קבוצת אלון לא מדשדש - הוא במצב מנהיג

הרווח התפעולי של מגזר הסופרמרקטים שעליו מדווחת אלון מוטה כלפי מעלה - בשל שיטת הדיווח הניהולי של דודי ויסמן



1



4



שמור

שלומי שוב |

07:42 04.09.2014

בשבוע שעבר דיווחה **אלון הריבוע הכחול** שיעור הרווחיות התפעולית במגזר הקמעונות שלה ברבעון השני היה 0.7% בלבד, בהתחשב בכלל הסניפים. ניתוח כלכלי פשוט של הפעילות הקמעונית בפני עצמה, בהתחשב בכך שמנה שוכרת סניפים רבים מהחברה האחות ריבוע כחול נדל"ן, מלמד כי שיעור הרווח התפעולי הוא בכלל שלילי - ומגיע למינוס 1.5%. כפי שנכתב בטור בעבר, לשיעור הרווחיות התפעולית של חברה קמעונית יש משמעות אדירה לצורך ניתוח תוצאותיה ולהשוואה בין רשתות קמעוניות, מאחר שלמעשה כמעט כל הוצאות המכירה והשיווק משמשות ישירות בייצור הכנסה, שהרי הן כוללות את עלויות החזקת הסניפים ועובדיהם.



הפער העצום בין שני שיעורי הרווחיות נובע מאופן הצגת הביאור על מגזרי הפעילות של אלון ריבוע כחול (קבוצת אלון). הדו"חות הכספיים המאוחדים של קבוצת אלון, שהיא חברת החזקה שבבעלותה ארבע חברות בנות עיקריות - מגה המוחזקת בבעלות מלאה, ושלוש חברות ציבוריות: ריבוע כחול נדל"ן (75%), **דור אלון** (78%) ו**ונעמן** (77%) - מציגים מטבע הדברים את כל סוגי הפעילויות שבשליטתה יחדיו. כפועל יוצא, הדרך היחידה לקבל נתונים על התוצאות של מגה, שהיא כאמור חברה פרטית ולא מפרסמת דו"חות, היא באמצעות הביאור

על מגזרי הפעילות.

האח הגדול לא מסתכל

החשבונאות המודרנית, ובכלל זה גם ה-IFRS, עברה בשנים האחרונות לדיווח על מגזרי פעילות לפי גישת ההנהלה. מדובר בגישה מהפכנית, שמתנתקת מהניסיון ליצור כללים אובייקטיביים ומקריבה את ההשוואתיות בין חברות לטובת הרלוונטיות. הרציונל החדשני הוא שאופן הפילוח של המידע שמקבלים מנהלי החברה לצורכי קבלת החלטות הוא המידע הרלוונטי ביותר למשקיעים. כפועל יוצא, הגדרת מגזרי פעילות מתבססת על האופן שבו מדווח המידע למקבל ההחלטות התפעוליות הראשי בחברה (CODM) - לצורך בחינת הביצועים והקצאת משאבים למגזרים.



צילום: עופר וקנין

אלון מנטרלת את הוצאות השכירות שמגה משלמת

עוד כתבות בנושא

- בית הדין: מגה תנהל מו"מ עם העובדים בעניין כוונתה למכור 8 סניפים

04.09.2014

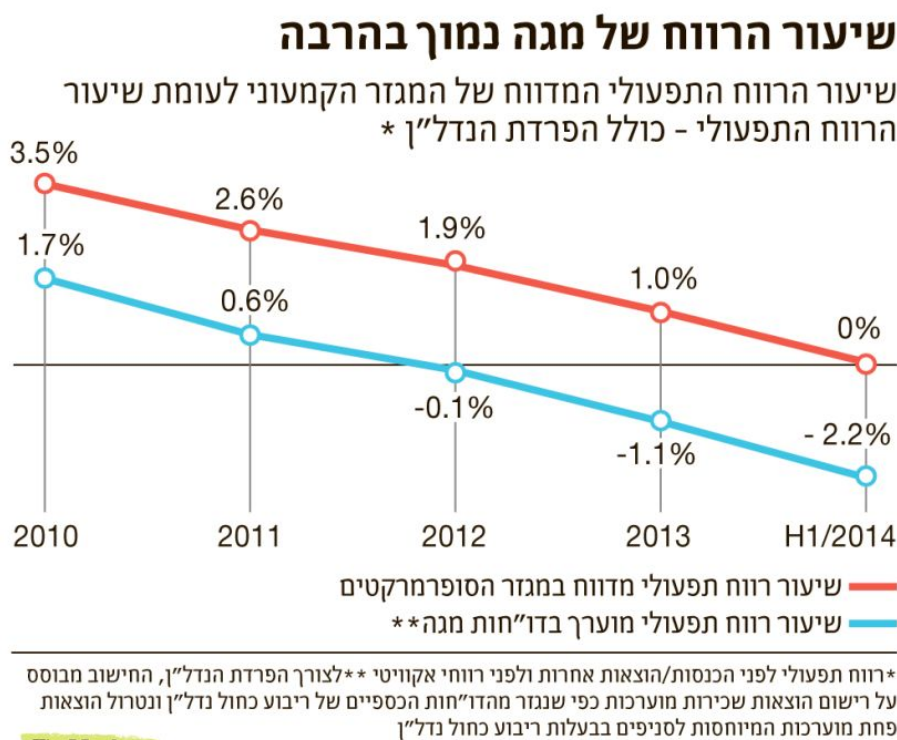
החיסרון העיקרי של גישה זו הוא בקשיי האכיפה שלה ובחשש שהמנהלים ישנו את התנהגותם בגלל אינטרסים דיווחיים. ניתן לדמות זאת למצלמת "האח הגדול" - בהחלט ייתכן שכאשר מתמודדים יודעים שמצלמים אותם הם ישנו את התנהגותם הטבעית, לרבות באמצעות שימוש במבנים מלאכותיים של זרימת מידע בארגון.

מעבר לכך, בחיים העסקיים לא באמת קיימת מצלמה, כך שמרחף לו תמיד

החשש שהמנהלים רואים בפועל מידע שהם לא מדווחים עליו - כלומר, המידע בדיווח המגזרים הוא לא באמת המידע שעליו מבססים המנהלים את החלטותיהם. רגישות זאת מתעצמת לאור העובדה שהאינטרס הידוע של המנהלים במקרים רבים, בין השאר משיקולי תחרות, הוא להימנע מחשיפה ולדווח על כמה שפחות מגזרים, וגם זאת בצורה לא בהירה ולעתים אף מוטה.

קבוצת אלון מדווחת על ארבעה מגזרי פעילות: מתחמי התדלוק (דור אלון), סופרמרקטים (מגה), נדל"ן מניב (ריבוע כחול נדל"ן) ופעילות כלי הבית והטקסטיל (נעמן). ריבוע כחול נדל"ן מחזיקה בעיקר (כ-70% מהנדל"ן המניב) בסופרמרקטים המושכרים לחברה האחות, מגה, בעקבות מהלך שבוצע בעבר להפרדת פעילות זאת. כפועל יוצא, מגה שוכרת מהריבוע כחול נדל"ן כ-40% מהשטחים של כלל סניפיה.

בדו"חות הכספיים המאוחדים של קבוצת אלון, שרואים את כל הקבוצה כישות כלכלית אחת, מבוטלות לפי כללי החשבונאות ההכנסות וההוצאות הבין-חברתיות הנובעות מהשכרת הנדל"ן למגה, וכן מבוטלים השערוכים שנרשמים בדו"חות ריבוע כחול נדל"ן בגין הנדל"ן האלה. במקום זאת, נרשמות הוצאות הפחת ההיסטוריות, על בסיס העלות המקורית של רכישת הסופרמרקטים בעבר הרחוק על ידי הקבוצה.



באופן מוזר ולמרות השינוי המבני שעברה הקבוצה, מגזר הפעילות של הנדל"ן המניב בקבוצת אלון אינו כולל את הנדל"ן שמושכרים למגה, וזה האחרון נכלל

במגזר הסופרמרקטים. המשמעות היא שלצורך ביאור מגזרי הפעילות, אלון מנטרלת את הוצאות השכירות שמגה משלמת לריבוע נדל"ן ומנגד רושמת את הוצאות הפחת ההיסטוריות בגין נדל"ן זה.

למרות זאת, ניתן לבצע בדיקה של הרווח התפעולי "האמיתי" - כפי שניתן להניח שמופיע בדו"חות מגה. לצורך כך, יש לכלול את הוצאות השכירות שמגה נדרשת לשלם לריבוע כחול נדל"ן, על בסיס הדו"חות של ריבוע כחול נדל"ן, שהיא כאמור חברה ציבורית, ומנגד לנטרל את הוצאות הפחת שנרשמו בגין סניפים אלה. ניתן לבצע זאת, לפי ביאור צדדים קשורים אודות הכנסות שכירות מקבוצת אלון שחושפת רבוע כחול נדל"ן, וכן לפי ההערכה של גובה הפחת על בסיס הדו"חות של קבוצת אלון. התוצאות מלמדות כי שיעור הרווח התפעולי של מגה במשך השנים נמוך משמעותית מזה של מגזר הסופרמרקטים שדווח - מדובר במוצע בפער של כ-2% במרווח, שהיו עיקר הרווח התפעולי בשנים האחרונות ואף הופכים אותו לשלילי.

התייחסות חשבונאית שונה בשופרסל

אופן הצגת ביאור מגזרי הפעילות של קבוצת אלון, שמדווחת כי ה-CODM של הקבוצה הוא דודי ויסמן, מנכ"ל החברה, אינו טריוויאלי ומנוגד לכאורה למבנה הקבוצה. המשמעות היא שלצורך קבלת החלטות, ויסמן מתעלם מהנתונים החדים יותר על תוצאות הפעילות הקמעונית כשלעצמה ומנגד, מנתונים ביחס לחלק הארי (כ-70%) של הנדל"ן המניב. רק נתונים אלה מאפשרים להשוות בין תוצאות סניפים בשכירות לבין סניפים בבעלות, לצורך קבלת החלטות על סגירת סניפים. המשמעות לכאורה של מצג זה היא שלמשל החלטה על רמת המינוף והרכב החוב במגזר הנדל"ן מתקבלת בהתעלם מ-70% מנכסי הנדל"ן המניב של החברה הבת הציבורית רבוע כחול נדל"ן. כמו כן, החלטה על מכירת מגה מתקבלת לכאורה בהתעלם מדמי השכירות של כ-40% מהסניפים.

רק לצורך המחשת הבעייתיות, ההתייחסות החשבונאית של אלון שונה לחלוטין מזו של שופרסל, שביצעה לפני כשנה מהלך דומה של פיצול הנדל"ן, אם כי לחברה בת ולא לחברה אחות. בעקבות שינוי המבנה הארגוני ביצעה שופרסל, שאף היא מזהה את המנכ"ל כ-CODM, הצגה מחדש של ביאור המגזרים כדי לכלול את הנדל"ן המשמש את הסניפים במגזר הנדל"ן המניב. יש לציין כי מהלך זה פגע בשיעור הרווח התפעולי של מגזר הקמעונות בשופרסל - אם כי לא באותה עוצמה, כמו במקרה מגה.

בכל מקרה, פער כה משמעותי באופן הניהול של שתי חברות ציבוריות הוא מוזר, במיוחד בהתחשב בכך שבשופרסל מדובר בחברה בת פרטית - בעוד באלון בחברה אחות ציבורית, שכפופה להוראות ממשל תאגידי מחמירות ונדרשת להשיא את רווחיה כלפי בעלי מניות חיצוניים. מעבר לכך, אלון היא חברת

החזקות, ומקובל בחברות החזקה להתייחס לכל חברה מוחזקת כמגזר פעילות נפרד.

בהקשר זה, ניתן אף לציין כי לצורך הביאור על מגזרי הפעילות, החשבונאות המודרנית מתייחסת למגזר פעילות שעיקר הכנסותיו הן פנימיות בתוך הקבוצה (מכונה לעתים "מגזר אנכי") באותו אופן בדיוק כמו למגזר שמוכר רק ללקוחות חיצוניים. בהתאם לכך, אפילו חברת החשמל מדווחת על הפעילות האנכית שלה בשלושה מגזרי פעילות נפרדים: ייצור, הולכה וחלוקת החשמל.

טיפול חשבונאי זה אף מאפשר לאלון לשפר מאוד את ה-EBITDA בתחום הסופרמרקטים שעליו היא מדווחת, המחושבת על בסיס הנתון בביאור המגזרים. ה-EBITDA מייצגת את הרווח התפעולי בנטרול הוצאות פחת, אבל אינה מנטרלת הוצאות שכירות אם היו כאלה. בהקשר זה ולמען ההגינות, יש לציין כי גם שופרסל מחשבת את ה-EBITDA לפי הדו"חות המאוחדים ולא על בסיס נתוני מגזר הקמעונות, שבו נרשמות כאמור הוצאות שכירות רעיוניות - במקום הוצאות הפחת.

עם זאת, השוואה של הנתונים הקמעוניים בלבד, לאחר הבאה בחשבון של הוצאות השכירות, עדיין מלמדת על כך שמגה נמצאת במצב חמור בהרבה מאשר שופרסל מבחינת שיעורי רווחיות. כך, למשל, אם שיעור ה-EBITDA בשופרסל היה במחצית הראשונה של 2014, בנטרול הוצאות ההתייעלות, 3% - הרי במגה מדובר ב-0%. עם זאת, יש לזכור שהפעילות של מגה אינה כוללת את חברת כרטיסי האשראי, כמו בשופרסל.

תמחור מוטעה

בלי להיכנס לאבסורד הטמון בכך שדווקא בחברה דואלית כמו קבוצת אלון רמת הפיקוח הרגולטורי על הדו"חות הכספיים נמוכה יחסית, למשקיעים באלון, כמו בכל חברת החזקות אחרת, חשוב לקבל נתונים שיסייעו להם להעריך את התרומה של מגה, אם בכלל, לשווי הקבוצה. נכון לעכשיו, החשש הוא שהרווחיות האמיתית של מגה היא עוד הרבה יותר גרועה מהאופן שבו תופשים אותה המשקיעים ובתקשורת.

בהקשר זה ניתן להסיק לכאורה שמחיר השוק הנוכחי של קבוצת אלון גוזר שווי שלילי של כ-300 מיליון שקל לפעילות הקמעונית. אלא שמדובר בתפישה מוטעית, שאינה מביאה בחשבון את העובדה שבמאזן סולו שמציגה קבוצת אלון היא לא כוללת הלואה של יותר מחצי מיליארד שקל בחברה בת בבעלות מלאה - מה שמביא לכך שהשווי שהמשקיעים מייחסים לפעילות הקמעונית של מגה הוא חיובי, כ-260 מיליון שקל.

הכותב הוא יועץ IFRS, ראש התוכנית בחשבונאות וסגן דקאן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, המרכז הבינתחומי הרצליה



גוגל פלוס



טוויטר



פייסבוק

Recommended by

כתבות נוספות שעשויות לעניין אותך



חדשות
איציק זהבי מונה
למנהל המחוז
החדש במשרד
החינוך



מגזין
דיני חברים



שוק ההון
נפרדו מהמטוסים
הפרטיים - אבל
שומרים על הווילות
המפוארות



שוק ההון
בתוך 6 חודשים
בלבד: ביקושים של
1.5 מיליארד דולר
לקרן פימי 6

תגובות

פתח את כל התגובות

4 הבעייה העיקרית של מגה ושופרסל: הלקוחות שלכם שונאים אותכם

0 1

יואב | 10:55 09.09.2014

3 דוחות אלון

1 0

קיבוצניק | 03:48 05.09.2014

2 תודה שלומי. אבל בארץ לא קוראים מאזנים אלא כתבות של יחצ"נים מיבנה או מעיר אחרת (ל"ת)

0 0

אנלי.ס.ט. | 02:41 05.09.2014

1

תודה שלומי מאמר חשוב

04.09.2014 15:03 | אנליסט

0 4 !

כתבות ראשיות באתר



**נטפליקס בישראל || המדריך
המלא למהפכה של נטפליקס:
למי זה טוב ולמה ברירת
נתי טוקר | 12:46**



**המשבר, הבועה והכסף שלכם:
כל מה שצריך לדעת על
המפולת בסין
דפנה מאור | 12:48**



**איראן מאשימה את סעודיה
בתקיפת שגרירותה בתימן
לייב בלוג המזרח התיכון | 13:49**



**בדרך למשבר עולמי? מה
אומרים המשקיעים הגדולים
והאנליסטים על המפולת בסין
רונית דומקה, סוכנויות הידיעות | 11:09**

טען כתבות נוספות

מצב השוק

**בעקבות המפולת בסין: ירידות חדות בת"א;
מנקיינד ממשיכה ליפול, אלקו מזנקת
רותי לוי | 3**

מדריך ההשקעות



הצפת ערך || מילון המונחים הדיגיטלי של שוק ההון עמי גינזבורג



אני רק שאלה || כל השאלות וכל התשובות על שוק ההון כתבי שוק ההון

כתבות שאולי פיספתם



מאבטח לשעב סילבן שלום: "ספק מה הוא ו"



הרשימה המלאה: כל המקומות שישבתו מיום רביעי בשש בבוקר



רביב דרוקר // הטלפון שקיבלה עורכת הדין של המתלוננת על סיו ...



הלקוחה התלוננה: "יש צפרדע בחסה שקניתי מכס"; את תגובת ...



מערכת | דרושים | צור קשר | פרסם אצלנו



עדכונים במייל 

קנה מינוי 

דיגיטלי

קנה מינוי 

לעיתון

פרסם אצלנו 

שירות למנויים 

כלים שימושיים

האימייל האדום

RSS

שערי מט"ח

כיתבו אלינו

תקנון האתר

מידע למנויים

מינוי הארץ

כנסים

מינוס אחת

נגישות

הארץ

הארץ

חדשות

בחירות 2015

סקרים בחירות

גלריה

חדשות חוץ

קפטן אינטרנט

ביקורת מסעדות

ביקורות סרטים

ספורט

ספרים

מזג אוויר

מפלס הכנרת

Israeli Elections

Jewish Holidays

מדורים

Finance

שוק ההון

גלובל

נדל"ן

צרכנות

TheMarker TV

TechNation

חדשות

עושים עסק

Markerweek

מגזין TheMarker

כנסים

כל כותרות היום

שיתופי פעולה

סמארט קפיטל - מסחר

בשוק ההון הבינלאומי

ערוץ המסחר בחסות

iFOREX

- SUPERMARKER

צרכנות פיננסית

הזירה המשפטית

חופש

זירת הקניות

עושים עסקים בת"א - יפו

השקעות נדל"ן בחו"ל

לוח העיר

המרכז להכשרת מנהלים

WebGroup קידום

אתרים

פורטל אולם אחר

עכבר העיר

עכבר העיר

לילה

סרטים

מוזיקה

אוכל

ילדים

טלויזיה

עכבר עולם

מסעדות כשרות

רכילות

עכבר כרטיסים

עכבר EXTRA

עכבר משלוחים

קיץ 2015