

## ניתוח חברה | זנלכל

תעלומה: המניה עם שיעורי הרווח הגבוהים  
בענף המזון נסחרת בתמחור הכי נמוך

לפני שלוש שנים יצאה זנלכל, יצרנית קופסאות השימורים "יכין", למהלך שהרים גבות בשוק: רכישת מחלבות רמת הגולן שהיו אז במשבר עמוק • בתוך זמן קצר שני הבכירים בחברה הפכו מחלבות ששורפות מזומנים, למכונת רווחים משומנת • אז למה השוק לא מתגמל את המניה?

כ-1.05% במוצרי החלב שבפיקוח, במסגרת הסכם בין סמוטריץ' למחלבות לערוך מחירים בהתאם לעליית התשומות. עבור זנלכל, מדובר ברווח גבית משמעותית, זהו כסף שזורם ישירות לשורה התחתונה ומקוזז את העלייה במחיר המטרה (המחיר שהמחלבה משלמת לרפתנים עבור החלב הגולמי).

הסיכונים המרכזיים של החברה נותרו בתחומי התשומות והגיאופוליטיקה. מחיר החלב הגולמי מהווה כ-50% מעלויות הייצור במחלבה, וכל תנודה חדה במחיר המטרה, אם לא תלווה בעדכון מקביל במחיר המכירה, עלולה לשחוק את המרווחים. בנוסף, המחזור העולמי בסיבי תירס ועליית מחירי האנרגיה משפיעים על עלויות הייצור במפעל השימורים. החברה מנסה לגרר את הסיכונים הללו באמצעות חוזים ארוכי טווח עם חקלאים ורפתנים, ובאמצעות גיוון מקורות האספקה של חומרי האריזה.

## השורה התחתונה

בשורה התחתונה, זנלכל של היום היא חברה שונה בתכלית מזו שהכרנו לפני חמש שנים. המהפך התפעולי שביצעה במחלבות רמת הגולן הוא עדות ליכולת ניהולית יוצאת דופן שידעה לקחת נכס מדמם ולהפוך אותו לרווחי בתוך זמן קצר. למרות הצמיחה המרשימה והשיפור בפרמטרים התפעוליים, נרמה כי השוק עדיין מתקשה לעכל את המעבר של החברה למעמד של שחקנית חלב משמעותית. הדבר בולט במיוחד בתמחור - זנלכל נסחרת כיום במכפיל הנמוך ביותר בענף המזון, וזאת למרות שהיא מציגה את שיעורי הרווחיות הגולמית והתפעולית הגבוהים בסקטור.

לאחרונה נראה שאולי משהו השתנה בסנטימנט כשמאז 13 באפריל המניה קפצה בכמעט 20%. אבל כאמור לטווחים ארוכים יותר נראה שהמניה מתקשה לטפס.

מדובר בחברה שמוכיחה שהיא יודעת לצמוח, להרוויח ולחלק דיבידנד נדיב שנה אחר שנה. אם היא תמשיך במסלול הצמיחה הנוכחי ותגדיל את הרווחיות כפי שהיא מתכננת, מדובר בהזדמנות השקעה מעניינת מאוד לשנה-שנתיים הקרובות, בזמן שהשוק יתחיל לתמחר את זנלכל כחברת מזון מגוונת וצומחת ולא רק כיצרנית שימורים ותיקה. •

3

דברים שכדאי  
לדעת על  
זנלכל

15%

תשואה שנתית  
חמוצת למשקיעים,  
כולל דיבידנדים שחולקו  
ב-20 השנים האחרונות

9.5%

הרווח הנקי הממוצע  
מסך המכירות  
בשנתיים האחרונות

13

מכפיל הרווח הנקי  
של החברה כיום

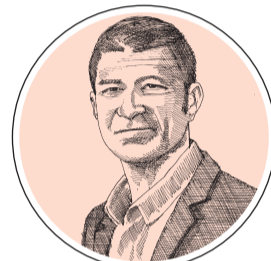
אותה משחקנית של רק מוצרי מדף יבשים גם לשחקנית שקטה של מוצרי חלב. בתחום זה היא נמצאת בתחילת הדרך, עם פוטנציאל משמעותי לצמיחה. המהלך שסימן את השינוי הזה יותר מכל היה רכישת מחלבות רמת הגולן, הימור שרבים בשוק הרימו גבה לגביו, אבל היום מסתמן כאחד המהלכים המבריקים שבוצעו בסקטור המזון המקומי.

כדי להבין את עוצמת השינוי, צריך לחזור לנקודת השפל של מחלבת רמת הגולן בשנת 2023. המחלבה, הממוקמת בקצרין, נקלעה להקפאת הליכים לאחר שנים של הפסדים כבדים ותלות מוחלטת בייצור מותג פרטי עבור רשתות השיווק הגדולות. זנלכל, כראשות היו"ר קובי שינפלד והמנכ"ל פיני גורביץ', רכשה את פעילות המחלבה תמורת כ-33 מיליון שקל בלבד, מחיר שנראה כמעט "מצחיק" עבור תשתית ייצור מתקדמת וגישה למכסות חלב משמעותיות.

המותג הפרטי:  
מלכודת מוות

בראיון שהעניקו לאחרונה השניים, הם הסבירו כי ההחלטה הראשונה והחשובה ביותר במהפך שעבר על החברה הייתה לעצור לחלוטין את ייצור המותג הפרטי. עבור מחלבה קטנה, ייצור מותג פרטי הוא מלכודת מוות, אתה עובר על שולי רווח אפסיים, ובכל רגע הרשת יכולה להחליף אותך במתחרה זול יותר. זנלכל בחרה בדרך הקשה אך הרווחית: בניית רמת עצמאי תחת השם "מחלבת רמת הגולן" ושימוש בכוח ההפצה האדיר של "יכין" כדי להחדיר את המוצרים למדפים. בתוך פחות משנתיים, המחלבה השיקה כ-40 מוצרים חדשים בארבע קטגוריות שונות, כולל חלב עמיד, שמנות ומשקאות חלב בטעמים, תוך שהיא מנצלת את הסינרגיה בין המערך ה"יבש" למערך ה"קר".

הרווחות הכספיים של שנת 2025 חושפים את פירות המהלך. זנלכל הציגה הכנסות של כ-530 מיליון שקל, כאשר מגזר החלב הופך למנוע צמיחה משמעותי התורם לשורת הרווח. החברה הצליחה לשפר את הרווחיות הגולמית הודות למעבר למוצרים ממותגים ויעול שרשרת האספקה. היכולת של זנלכל לייצר "חבילה" אחת עבור השוק המוסדי (מלונות,



ליאור וידר

בין דיווחי בורסה תדירים, דוחות כספיים מורכבים, ותנודות חדות במניות, לעתים קשה למשקיע הפרטי להתמצא בשוק ההון. גלובס מציג מדור חדש שינתח אחת לשבועיים מניה ישראלית, בעיקר מהשורה השנייה בבורסה, בשווי של 500 מיליון שקל ומעלה. נסביר את תחומי הפעילות של החברות, הנתונים הפיננסיים שמאחוריהן, ומה כל משקיע צריך לדעת.

כותב הטורים הוא ליאור וידר, מנהל השקעות ואנליסט ותיק, מייסד ומנהל שירות המידע "מכפיל רווח".  
Lior@vidarfinance.co.il

## זנלכל

תחום פעילות: ייצור מזון  
מיקום מטה החברה: אלון תבור  
שנת הקמה: 1940 מייסד: דב שינפלד  
יו"ר: קובי שינפלד מנכ"ל: פיני גורביץ'

במשך עשרות שנים, השם זנלכל היה מזוהה עם מוצר אחד באופן כמעט בלעדי - קופסת שימורי הירקות של "יכין", שנמצאה בכל מזווה ישראלית. החברה, שהוקמה עוד בשנת 1940 והפכה לאחד הסמלים של התעשייה המקומית, נתפסה תמיד כהשקעה דפנסיבית יציבה ואולי מעט "משעממת". מבט על התשואות של המניה בבורסה עלול להביא למסקנה שהיא עדיין כוון, עם תשואה של 5.5% בשנה בלבד והיא נסחרת לפי שווי של כ-630 מיליון שקל. אבל האם ייתכן שהשוק מפספס תהליך עמוק שעובר על החברה? בשלוש השנים האחרונות, תחת ניהול הרוק ויהוי הזדמנויות אסטרטגיות, זנלכל עוברת טרנספורמציה שהופכת