

תוכן עניינים

עמוד	חלק א': תיאור החברה וסביבתה העסקית
3-5	נתוני רקע לעבודה
6	תיאור החברה
7	עיקרי פעילות החברה
8	בעלות על החברה, כולל בעלי עניין עיקריים
9	חברות בנות אן כלולות של החברה
9	תכנית פיתוח והרחבה של החברה ומוצריה
10	חברות דומות בענף
11-12	ניתוח SWOT
	חלק ב': ניתוח דוחות כספיים לשנים 2009-2013
13	נזילות
14	איתנות פיננסית
15	רווחיות
16	יעילות תפעולית
	חלק ג': הערכת שווי החברה
17-20	הערכת שווי החברה
21	מבחני רגישות
21	המלצות האנליסטים
22	ביבליוגרפיה

חלק א': תיאור החברה וסביבתה העסקית

נתוני רקע לעבודה

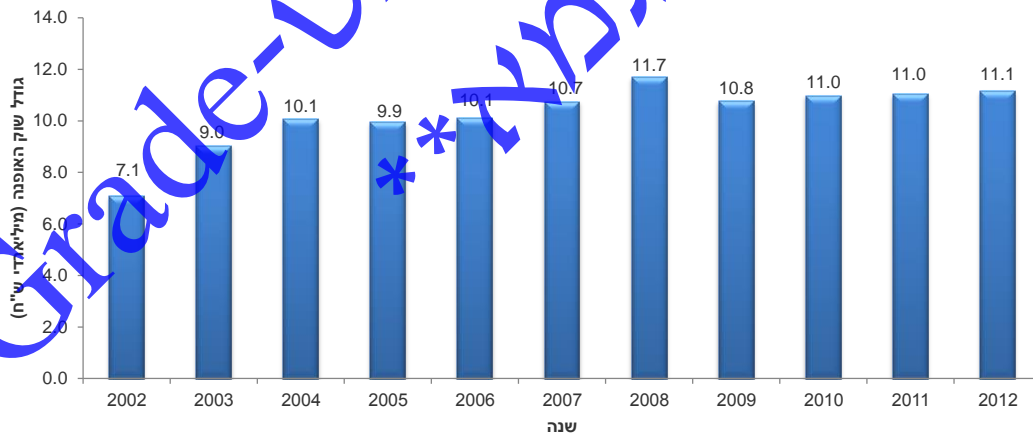
תחום האופנה בישראל עבר תהפוכות רבות, הכוללים הורדה מתמשכת של מכסים על ייבוא מוצרים, התייקרות הייצור המקומי, מיתון במשק והתחזקות התחרות המקומית וכניסתן של חשדות ענק בינלאומיות כדוגמת H&M ו-GAP. בשל תופעות אלו, החברה עברה לייצר את עיקר מוצריה במזרח הרחוק. מתחרותיה העיקריות בישראל הינן FOX, רנואר, TNT, הוניגמן H&O, וגולף.

גורמים נוספים בענף המשפיעים על הענף בכלל, ועל פעילות החברה בפרט, הינם: פתיחה מואצת של קניונים בישראל בשנים האחרונות; התפתחות תחום ה-OUTLET, לרבות פתיחת חנויות עודפים; הרחבת תחומי האופנה ופיתוח מוצרים משלימים. מכל אלו, ניתן להעריך כי ענף האופנה בישראל ממשיך לצמוח כל העת, ולהתרחב לאופקים חדשים, מה שמצריך התמודדות מצד הרשתות הקיימות בענף.

גודל שוק האופנה

התרשים הבא מתאר את גודל שוק האופנה (להלן: "השוק") בשנים 2002-2012 במונחים כספיים:

תרשים: גודל השוק בשנים 2002-2012 (מיליארדי ₪)



משנת 2003 עד שנת 2008 השוק היה במגמת עלייה. בשנת 2009, בשנת המשבר חלה ירידה של קרוב למיליארד ₪, מאז השוק שומר על יציבות.

שינויים בביקוש בעשור האחרון

תרשים: שיעור השינוי המצטבר בהוצאה החודשית למשק בית על אופנה בהשוואה לשיעור השינוי במדד המחירים לאופנה (%)



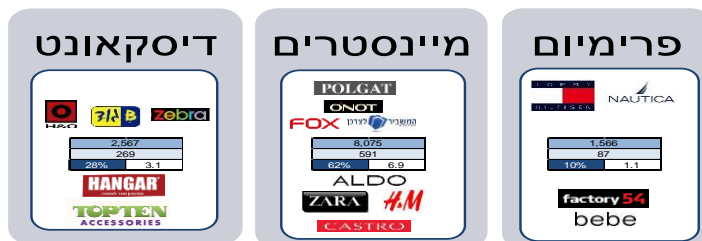
בעשור האחרון, מדד המחירים לצרכן הלבשה והנעלה ירד ב-24% בעוד שההוצאה החודשית על אופנה עלתה בכ-8%; הירידה במחירים לא הקטינה את ההוצאה החודשית למשק בית על אופנה - הסיבות האפשריות:

- רוכשים יותר פריטים.
- רוכשים פריטים יקרים יותר.
- גם וגם.

התפלגות השוק לפי סגמנטים

החברה מחלקת את השוק ל-3 סגמנטים של מחיר, כדלקמן:

תרשים: התפלגות שוק האופנה לפי סגמנטים



62% מפדיון השוק - מיינסטרים - מרבית שוק האופנה מצוי עדיין בניינים - 6.9 מיליארד ₪.

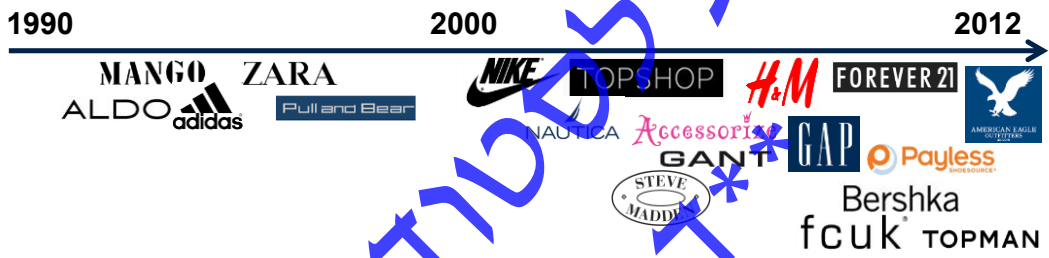
קצוות השוק - 28% דיסקאונט (כ-3 מיליארד ₪) ו-10% פרימיום (כ-1 מיליארד ₪).

משבר החובות אשר חל באירופה בשנים האחרונות (2010 והילך) וכעת, ובנוסף בעיות גרעון ונתוני צמיחה לא מעודדים שחלים כעת בארה"ב, מביאים את כלל מדינות העולם ובכללם גם את מדינת ישראל, להתכוננות למצב של מיתון, דבר זה מתבטא בהקטנת החיזוי לצמיחה בשנים הקרובות ושער ריבית נמוך מצד בנק ישראל, אשר מטרתו העיקרית היא להביא לרמות אינפלציה בטווח של 1%-3%, ובנוסף לגידול בהוצאה הפרטית בקרב אזרחי המדינה, ועוד.

בתוספת לכל המתרחש באירופה ובארה"ב, נוסף את "המחאה החברתית" שחלה בקיץ 2011, וידוח טרכטנברג" אשר בא בעקבותיה, גרמו לסקטור העסקי בכל תחום שהוא להקפאת העלאת מחירים ואף הורדה של מחירים.

ענף האופנה בעיקר בשנים האחרונות עובר טלטלה, וזאת משום כניסתן של חברות בינלאומיות כגון: אמריקן איג'ל H&M ועוד... (מצורף בתרשים שלהלן).

תרשים: כניסתן של רשתות בינלאומיות מובילות בשנים 1990-2014



בכל ענף פועל ה"טריגר" שטורף את הקלפים ומשנה את כלל המשחק:

- בענף מוצרי החשמל היה זה ההתפתחות הטכנולוגית שהפכה את תהליך חיפוש המידע והקנייה לזמין, יעיל וזול יותר - כתוצאה, המחרים ירדו ורווחיות הרשתות התרסקה;
- בענף הסופרמרקטים היה זה התחזקות הרשת השלישית ופורמט ה- Heavy Discount כתוצאה, השוק נחלק ל-2 קצוות של דיסקאונט מול נוחות;

אנו מנחים כי ענף האופנה יהא הבא בתור, וזה יהא בגלל כניסתן של הרשתות הבינלאומיות ושל רשתות דיסקאונט.

קסטרו-רקע

קסטרו מודל בע"מ ("החברה") וחברות בת שלה, בארץ ובחו"ל (להלן יחד: "הקבוצה"), עוסקות בעיצוב אופנה לנשים לגברים ובשנה האחרונה נכנסו גם לעיצוב אופנה לילדים תחת המותג CASTRO לנשים, המותג CASTRO MEN לגברים והמותג CASTRO KIDS לילדים.

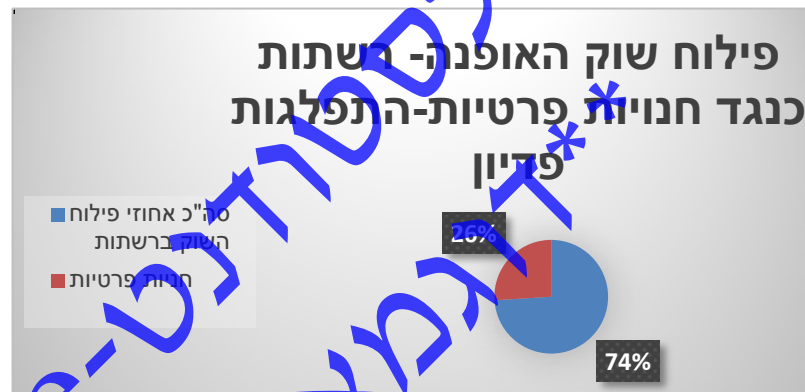
(יחד: "המותג"), ייצור פריטי האופנה בארץ ובחו"ל, באמצעות ספקי משנה, ושיווקם, לצד מוצרים נלווים, ברשת חנויות המותג בישראל¹.

החברה נוסדה בשנת 1973 כחברה פרטית, אשר המשיכה פעילות בת כעשרים שנה של מייסדיה מר אהרון קסטרו וגב' לינה קסטרו. בשנת 1992 הפכה החברה לחברה ציבורית.

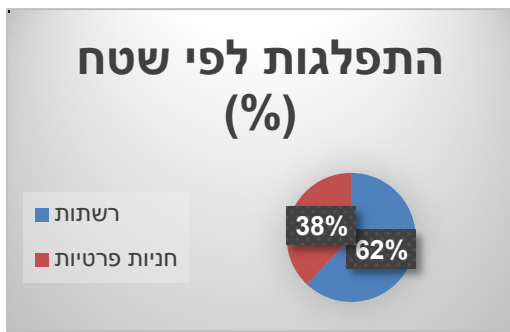
החנות הראשונה ברשת מותג הנשים נפתחה בישראל בשנת 1985, והחנות הראשונה ברשת מותג הגברים- בשנת 2000.

התפלגות נתח השוק בענף הביגוד:

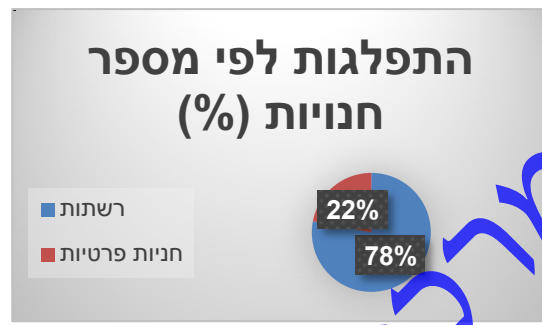
תרשים: התפלגות פדיון שוק האופנה לפי קבוצות בשנת 2013



תרשים: התפלגות לפי שטח (%)



תרשים: התפלגות לפי מספר חנויות (%)



עיקרי פעילות החברה:

רשת חנויות המותג מונה כ- 180 חנויות בישראל. יצוין כי בשנים האחרונות נטתה החברה לפתוח חנויות משולבות בעלות שטח גדול יותר, הכוללות את מותג הגברים ומותג הנשים תחת קורת גג אחת ("צמד חנויות" או "חנות משולבת"). חנות משולבת נחשבת לצורך ספירת החנויות כ- 2 חנויות.

פריטי האופנה הנמכרים במסגרת המותג מעוצבים על ידי מעצבי החברה ומיוצרים עבורה על ידי ספקי משנה בישראל וברחבי העולם.

תחום הפעילות העיקרי של הקבוצה הינו מכירה קמעונאית של פריטי האופנה המעוצבים ומיוצרים על ידי ("מוצרי אופנה") במסגרת חנויות המופעלות על ידי הקבוצה ו/או על ידי מפעילי חנות בישראל.

החל מתאריך 1.1.2009 כוללת החברה בהכנסותיה גם מכירות קמעונאיות המבוצעות בחנויות המופעלות על ידי חברות הבנות של החברה בירמניה ובשווייץ.

במהלך הרבעון הראשון בשנת 2012, השיקה החברה קו אופנה חדש, תחת השם Black, הפונה לקהל הקיים של קסטרו ולקהל חדש, המחפש אופנת Smart, אלגנטית, מחורטת ויוקרתית.

בתחום הפעילות הקמעונאית מתרכזת הקבוצה בעיצוב, פיתוח וייצור מוצריה והפעלת רשת חנויות המותג.

כמו כן במהלך הרבעון השלישי בשנת 2013 השיקה החברה קו אופנה חדש, תחת השם Castro Kids, הפונה לקהל יעד בגילאים 4-12, במהלך השנה פתחה כ-20 סניפים תחת שם זה.

מוצרי החברה נמכרים בחנויות ייעודיות לנשים (Castro), לגברים (Castro Men), חנויות משולבות (Castro Men & Women), חנויות ייעודיות לילדים (Castro Kids) תיקים ונעליים

(Castro Shoes & Bags), ובחנויות עודפים (Castro Outlet).

עונתיות

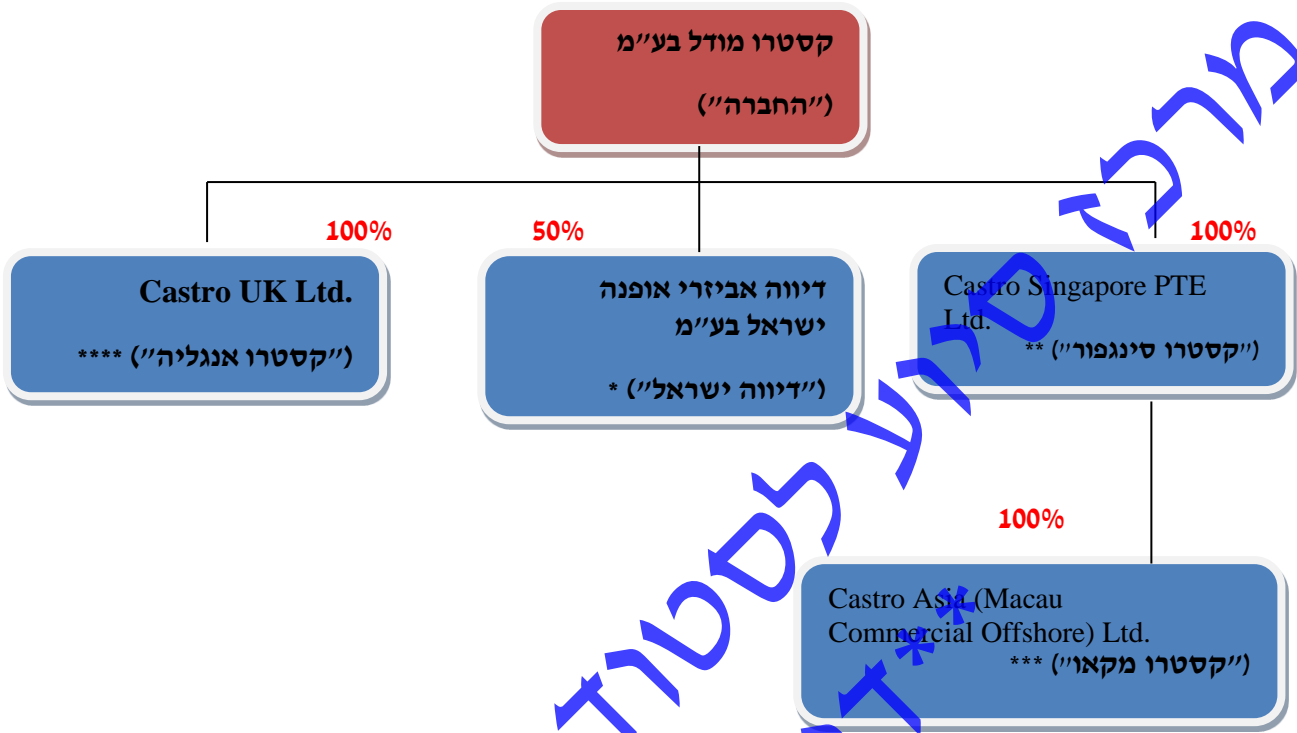
בשני תחומי פעילותה הקבוצה מושפעת מעונות השנה. ברבעון הרביעי, בעונת החורף, הכנסות ממכירות לרוב גבוהות יותר בשל היעדר מכירות סוף עונה ומבצעים. תקופות החגים מאופיינות אף הן במכירות מוגברות, אך לא ניתן להצביע על יתרון לרבעון מסוים בשל כך.

חרישים: התפלגות בעלי עניין עיקריים



חברות בנות / כלולות של החברה (מבנה החזקות):

תרשים מבנה אחזקות הקבוצה ליום 31 בדצמבר 2013:



תכניות פיתוח והרחבה של החברה ומוצריה

השקת אתר ה- ECOM

בראשית שנת 2013 השיקה החברה את אתר האינטרנט החדש שלה, הכולל גם אפשרות לרכוש את המוצרים באופן מקוון ולקבלם באמצעות שליח לבית הלקוח או לאחת מחנויות הרשת, לבחירתו.

חברות דומות בענף

קבוצת "פוקס" (המתחרה העיקרית של החברה):

החברה נוסדה בשנת 1995 תחת השם "ויזל שיווק טקסטיל" בע"מ, כחברה פרטית. בשנת 2002 שונה שמה של החברה לפוקס ויזל בע"מ. הקבוצה עוסקת בעיצוב, קניינות, שיווק והפצה של בגדים, אביזרי אופנה, הלבשה תחתונה, הנעלה ואופנת הבית, כמו כן, עוסקת הקבוצה בממכר מוצרי אווירה וטיפוח.

קבוצת "זארה" (ZARA) ו-GAP:

זארה היא רשת חנויות אופנה ספרדית. זארה היא מותג הדגל של חברת "אינדטקסט" בבעלותו של אמניקו אורטגה, הבעלים של המותגים פול אנד בר, ברשקה ומאסימו דוטי. בארץ קיימים 18 סניפים של זארה מהצפון ועד לדרום 241 סניפים של פול אנד בר. נכון לשנת 2007 החנויות של זארה מוכרות בגדי גברים ונשים בלבוש נמוך ולבוש גבוה, מוצרי קוסמטיקה, נעליים ואביזרים נלווים, וכן בגדי ילדים תחת השם "זארה קידס". בנוסף, משנת 2012 רשת האופנה זארה החלה בליין בשמים משלה לנשים, גברים וילדים. כמו כן החלו בליין חדש לבגדי תינוקות "זארה בייבי".

קבוצת Golf&Co בע"מ:

קבוצת **Golf&Co** בע"מ הינה חברה קמעונאית בתחום טקסטיל ועיצוב בית, אופנה והלבשה. החברה נוסדה בשנת 1987 והיא נסחרת בבורסה תל אביב. קבוצת **Golf&Co** מונה כיום 280 חנויות בשטח כולל של כ 56 אלף מטר מרובע.

H & M Hennes & Mauritz AB

רשת ביגוד שבדית המוכרת בגדים לגברים, לנשים וילדים. לחברה כ-2,000 חנויות ב-37 מדינות ברחבי אירופה, צפון אמריקה, המזרח התיכון, אפריקה ואסיה. החברה מעסיקה מעל ל-74,000 עובדים ברחבי העולם.

במרץ 2010 נפתחו שלוש החנויות הראשונות של הרשת בישראל, בתל אביב, בירושלים ובחיפה, במרץ 2011 נפתחו עוד חנויות בקניון השרון נתניה, כפר סבא ונפתח תקווה ובאוגוסט 2011 נפתחו עוד חנויות ברחובות ובהרצליה, שנה לאחר מכן באוגוסט 2012 נפתחו חנויות נוספות בקניון העיר בת ים, ובחודש מרץ השנה (2013) במתחם האופנה "ביג" בנצרת.

חברת "רנואר" בע"מ:

רשת האופנה המונה כיום למעלה מ 100 חנויות בפריסה ארצית, נוסדה בשנת 1993 על ידי יוסי ברוש ואלי ברקוביץ ומנוהלת על ידי המנכ"ל סרג' דרעי.

חברת "הוניגמן" בע"מ:

הוניגמן ובניו בע"מ (מוכרת בציבור בשם המותג Honigman) היא חברה פרטית ישראלית העוסקת בעיצוב, בייצור ובשיווק ביגוד ואביזרי אופנה. הקבוצה מונה כיום למעלה מ-170 סניפים בישראל, ובסך הכל מעסיקה קבוצת הוניגמן למעלה מ-1400 עובדים.

ניתוח SWOT

חוזקות:

- החברה הוקמה בשנת 1973 כחברה פרטית, ובשנת 1992 הפכה לחברה ציבורית, מכאן שלחברה יש מוניטין רב של 40 שנים בתחום האופנה.
- קסטרו נתפסת כמותג מעיז וחדשני, הפונה ומקשיבה לקהל צעיר ואופנתי ומייצרת סדרתית-איכותית. הדגמים לא נופלים מקווי אופנה בינלאומיים והמחירים סבירים לחלוטין.
- החברה הינה דומיננטית בשוק האופנה, ולכן יש בכוחה "לעצב" את "הטרנדים" החדשים בשוק. זאת נעשה ע"י תצוגות אופנה מהגדלות ביותר בארץ שמארגנת החברה לאורך השנים האחרונות.
- לחברה אין תלות בספק מסוים, והיא יכולה להחליף ספק ממנו נרכשה קבוצת מוצרים לספק חלופי סביר או קבוצת ספקים בטווח של כשלושה חודשים (החברה אינה מחויבת לבלעדיות למי מספקיה).
- איתנות פיננסית- בשנים האחרונות חל קיטון במנוף הפיננסי של החברה, דבר המעיד על התבססות גבוהה יותר על ההון העצמי של החברה, ומכאן כפועל יוצא רמת הסיכון קטנה.

חולשות:

- הגבלות על החברה מצד הרשות לני"ע בגין היותה חברה ציבורית (דרישות גילוי רבות).
- שינוי מטבע ומדד - החברה חשופה לשינויים בשער החליפין לאור העובדה שמרבית תוצרתה נרכשת בדולרים ונמכרת בשקלים. חשופה לשינויים במדד המחירים לצרכן בשל אשראי בנקאי צמוד. החברה מפעילה מדיניות גידור לסיכונים מטבע, בעיקר על ידי רכישת אופציות.
- שינוי ריבית- בקבוצה נוטלת מעת לעת אשראי מהבנקים, אשר חלקו ברביית משתנה. כתוצאה מכך חשופה הקבוצה, ככל שקיימות הלוואות כאמור, לשינויים בריבית הפריים כן משקיעה החברה מעת לעת באגרות חוב. שינוי ריבית עשויים להשפיע על רווחי הקבוצה שכן הם עשויים לגרום להפסד או לרווח הון.
- השבתת נמלי הים- מאחר ומרבית המוצרים הנמכרים ע"י הקבוצה וחומרי הגלם שלה מיוצרים בחו"ל ומובלים דרך הים, הרי ששיבושים בפעילות נמלי הים בישראל ו/או במזרח הרחוק עלולים לשבש את שיווק מוצרי הקבוצה ולפגוע ברווחיה.
- תלות בעובדים- להערכת החברה אין לה תלות מהותית בעובד מסוים למעט המנכ"לים המשותפים, שהם מבעלי השליטה בחברה, שפרישתם באופן לא צפוי עלולה להשפיע על ביצועי החברה לפרק זמן קצר.
- תחרות קשה בענף, אשר החריפה עקב כניסתן של חברות רבות לארץ בשנים האחרונות, ובנוסף התפתחות רשתות דיסקאונט אשר "נוגסות" בנתח השוק של החברה, ושוחקות את הרווחיות.

- מבצעי "סוף-עונה" מוקדם מן הצפוי שוחקים את רווחיות החברה.

הזדמנויות:

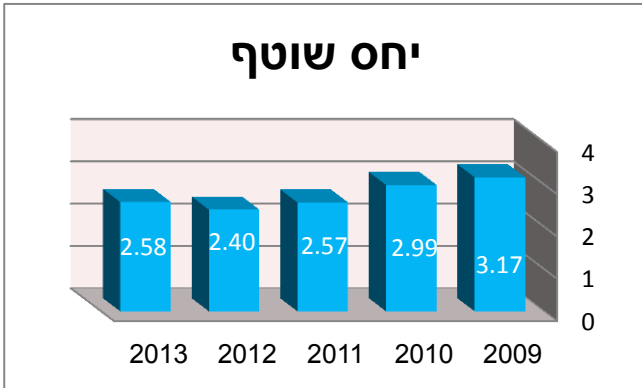
- המשך הרחבת הפעילות בענף ע"י פתיחת חנויות נוספות. והיה ופתיחת החנויות אכן תבוצעה, ייווצר לחברה הזדמנות להגדיל את נתח השוק שלה באופן משמעותי (משום שלחברות אלו יש מחזור גדול), ולהיות "שחקן" משמעותי יותר בתחום האופנה בארץ.
- סיום הפעילות בחו"ל, יכול להוביל את החברה להתמקדות רבה יותר בקהל הישראלי ובטעמיו, ומכאן להגדלת מכירות החברה.
- השקעות הקבוצה באימונים והדרכה- הקבוצה רואה את עובדיה כגורם מרכזי ומהותי בהצלחתה, ומיחסת חשיבות גדולה לפיתוחם. מתוך תפיסת עולם זו משקיעה הקבוצה בהכשרה ובטיפול מיומנויות הניהול וההתפתחות המקצועית של העובדים בהתאם לתפקידם ותחומי פעילותם. בנוסף משקיעה הקבוצה בבנייה והטמעה של תהליכי פיתוח, העצמה ומנהיגות לכל שדרת המנהלים בחברה, ובתוכניות ייעוץ אישיות וארגוניות בהתאם לאתגרים הניהוליים הנובעים מצמיחת הקבוצה.
- משאבים לא מוחשיים: משאבי אנוש- ברשות החברה ידע וכישרון ניהול אשר נצברו במשך 40 שנות פעילות. גיוס מעצבים- החברה מגייסת באופן תדיר מעצבים בוגרי "שנקר" לשכלול הקולקציות ומאתרת קויים אופנתיים למגוון קהלים. חדשנות-לחברה היסטוריה מוצלחת של שיפור תמיד וחדשנות.

סיכונים:

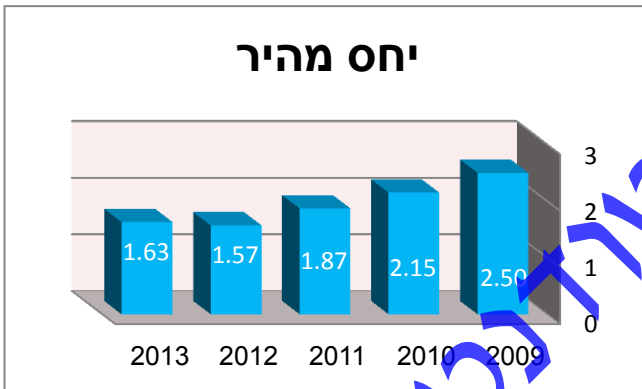
- השפעת מצב פוליטי-בטחוני - מרבית חנויות המותג ממוקמות בקניונים ומרכזים מסחריים. הקבוצה חשופה לשינויים לרעה במצב הביטחוני והפוליטי אשר עשויים לצמצם כניסת קהל למרכזים אלו.
- חשיפה להעלאת שכר המינימום ושינויים במבנה השכר במשק.
- חשיפה למצב הפיננסי בעולם בכלל ובמדינות בהן מתקיימת פעילות ייצור עבור החברה בפרט.
- ניהול סיכונים על ידי החברה- סיכוני מטבע וסיכוני ריבית.
- הגבלות על ייצור במדינות שונות ובפרט במזרח אסיה.
- הגבלות ומכסים על ייבוא - מרבית מוצרי החברה מיוצרים על ידי ספקים וספקי משנה, בעיקר במזרח אסיה. מגבלות בתחום עשויה להשפיע על יכולת החברה להתחרות עם יצרנים מקומיים בתחום האופנה.
- שינויים בעלויות חומרי הגלם ושכר עבודה במזרח הרחוק.
- שינויים בטעמי אופנה - החברה חשופה לשינויים בביקושים במשק, בהיצע המותגים בארץ ובטעמי האופנה.

חלק ב': ניתוח דוחות כספיים לשנים 2009-2013

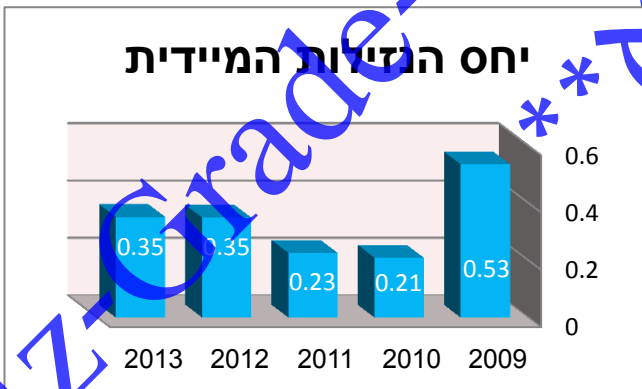
נזילות:



יחס שוטף- נשים לב כי ישנה מגמת ירידה במדד זה לאורך שנות ההשוואה. הדבר מלמד על כך שהחברה פחות נזילה בטווח הקצר ביחס לשנים קודמות. המדד יכול "להדליק נורה אדומה" בכל הקשור לפירעון חובות בטווח הקצר אם לספקים או לנותני אשראי אחרים (לדוגמא: אשראי בנקאי לטווח קצר). ראוי לציין כי אמנם ישנה מגמת ירידה אך יש שיפור במדד ביחס לשנה קודמת.



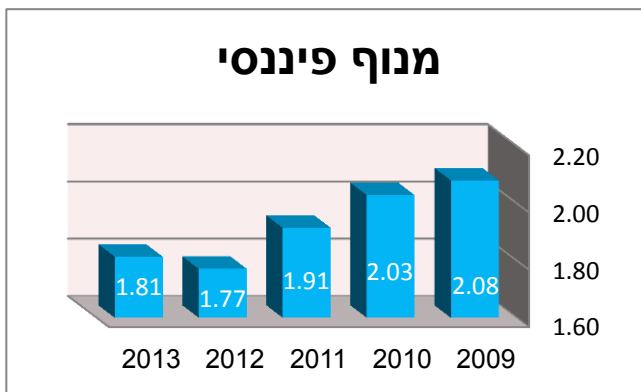
יחס מהיר- גם מדד זה נמצא במגמת ירידה אם כי גם הוא שופר ביחס לשנה קודמת.



מדד זה מבטא את נזילות החברה בטווח הקצר ללא הסתמכות על מכירת מלאי. תחילה נאמר כי יחס של מעל 1 במדד זה מבטא נזילות יציבה יחסית (תלוי בענף המדובר), אך בכל אופן, ניתן להסביר ירידה מתמדת במדד זה עקב התחבת פעילות החברה, דבר הגורר פתיחת הנזילות ורכישה מאסבית של מלאים.

יחס נזילות מיידית- מדד זה גם נמצא במגמת ירידה אך בשנתיים האחרונות שומר על יציבות. יחס של 35% מסך ההתחייבויות השוטפות לא מסמל רעות לחברה אם כי איתנות במידה מסוימת.

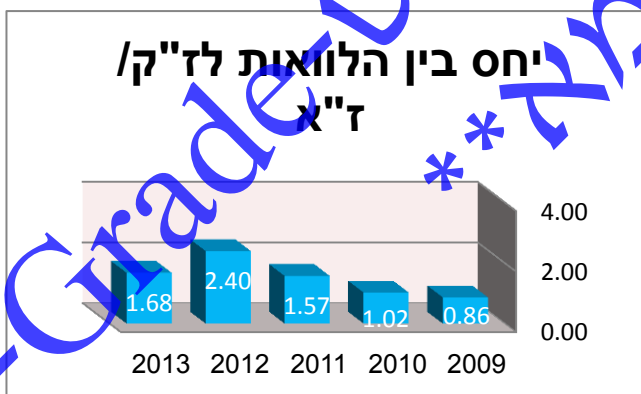
איתנות פיננסית :



מנוף פיננסי - לאורך השנים ישנה ירידה במנוף הפיננסי של החברה, דבר שמסמל על איתנות החברה והתבססות גדולה יותר על הונה העצמי. הדבר מקבל ביטוי גם ברווחיות גדולה יותר עקב קיטון בתשלומי ריביות.



יחס הון זר ביחס למאזן - בהתאמה לירידה במנוף הפיננסי, גם במדד זה ישנה ירידה לאורך השנים, כפי שהוסבר לעיל, הדבר מבטא את איתנות החברה והתבססותה על הונה העצמי באופן מוגדל.



יחס בין הלוואות לזמן קצר להלוואות לזמ"א - מדד זה נמצא במגמת עליה אם כי ביחס לשנה קודמת ישנה ירידה חדה. גידול במדד זה מהווה אינקדציה לכך שנוזילות החברה בזמן הקצר יכולה להיפגע וכך גם איתנותה הפיננסית.

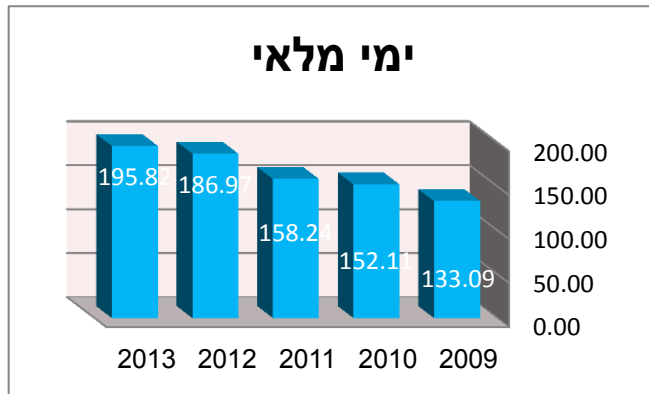
ריווחיות:

לאורך שנות ההשוואה ניתן לראות כי חלה שחיקה ברוב מדדי הריווחיות השונים, הדבר מאשש את הגידול בתחרות הענף ואת קושי החברה לייצר מנועי צמיחה חדשים. כפי שנאמר לעיל, חלה ירידה מתמדת במנוף הפיננסי וביחס ההון הזר ביחס לסך המאזן, הדבר מקבל ביטוי ביחס הוצאות מימון למכירות אשר קטן לאורך השנים.

קטרו						Ratio	
2013	2012	2011	2010	2009	תשואה על ההון	רווח נקי/ הון	
14.98%	18.49%	19.46%	19.60%	18.78%	תשואה על נכסים	רווח תפעולי בניכוי מס/ נכסים	
8.34%	10.01%	10.96%	9.79%	11.05%	תשואה על ההון הזר	הוצאות מימון בניכוי מס/ התחייבויות	
0.55%	0.60%	2.62%	2.92%	3.89%	מס	לפי הדוחות הפיננסיים	
25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	רווח נקי למכירות	רווח נקי/ מכירות	
6.59%	8.25%	8.39%	7.70%	8.43%	הוצאות מימון למכירות	הוצאות מימון/ מכירות	
0.26%	0.28%	1.38%	1.58%	2.52%	אחוז רווח גולמי ממכירות	רווח גולמי/ מכירות	
60.13%	60.48%	60.73%	58.82%	58.66%	רווח נקי לתזרים מפעילות שוטפת	רווח נקי/ תזרים מפעילות שוטפת	
91.51%	111.16%	68.23%	131.54%	75.34%			

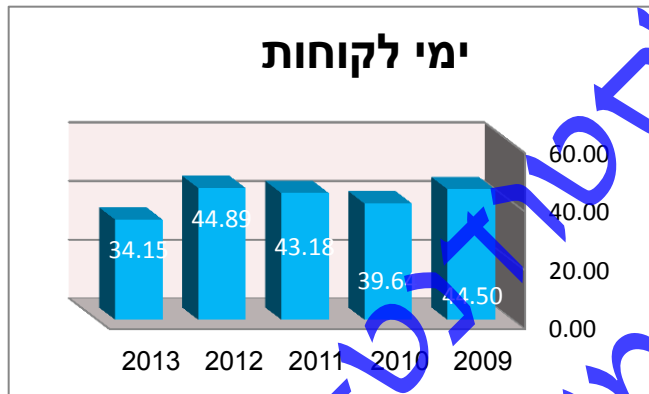
דוגמא
 Ez-Grade-לסטודנט

יעילות תפעולית:



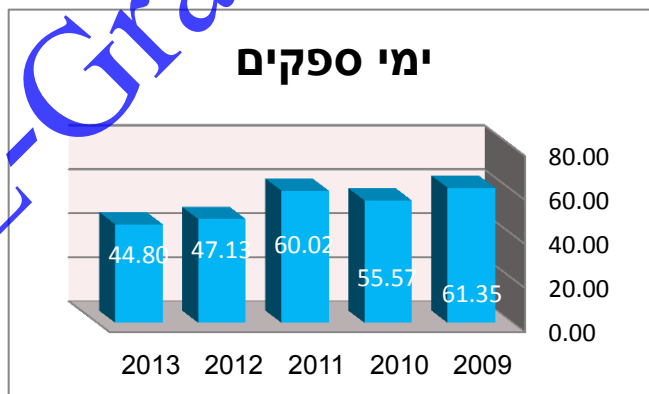
ימי מלאי – ניתן לראות כי במדד זה חלה עליה מתמדת לאורך השנים, תחילה הדבר מאשש את הקיטון במדד החסם המהיר כפי שהוסבר לעיל (ראה מדדי נזילות). לכאורה, חל גידול במצבת הנכסים השוטפים, אך יש לבחון את נאותות הצגת הסעיף, שכן יכול להיות שהמלאי שמוצג בחלקו מהווה מלאי מת או מלאי איטי. בכל מקרה נאמר, כי

הימצאותו של מלאי באופן מוגדל בחברה שלא לשם פתיחת חנויות או גידול בביקושים מהווה אינדיקציה לבחינת ירידת ערך מלאי, ולכך שהחברה נמצאת בקשיי מכירה.



ימי לקוחות – ניתן לראות כי מדד זה נמצא במגמת ירידה, לכאורה, האשראי שניתן ללקוחות קטן יותר והדבר גורם לכך זרימת המזומנים לחברה משתפרת, כמובן שניתן לסתור טענה זו ולומר כי הקיטון נובע מהתחרות בענף שהולכת וגדלה וכתוצאה מכך חלה האטה בביקושים לסחורות החברה. החברה מצידה יכולה לתקוף זאת ולהציע

ללקוחותיה תנאי אשראי טובים יותר אך כמובן שכל מקרה נבחן לגופו ויש להעריך את הסיכונים בכך.



ימי ספקים – ניתן לראות כי מדד זה נמצא במגמת ירידה, לכאורה, מצבת ההתחייבויות השוטפות של החברה קטנות עקב כך, אך הדבר מהווה בראש ובראשונה הקטנה של האשראי הניתן לחברה ע"י הספקים. דבר זה מאמת את הקיטון במנוף הפיננסי והגידול באינתנות הפיננסית של החברה. הדבר כמובן גורם לכך שהחברה משלמת מוקדם יותר לספקיה.

חלק ג': הערכת שווי החברה

בכדי לחשב את שווי החברה, תחילה חישבנו את תזרים המזומנים הפנוי שלה (FCF). להלן הניתוח (באלפי ₪):

2018	2017	2016	2015	2014	2013	
978,216	933,521	890,868	850,164	811,319	774,250	מכירות
4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	-	גידול (%)
390,037	372,216	355,209	338,980	323,491	308,711	עלות המכר
39.87%	39.87%	39.87%	39.87%	39.87%	39.87%	אחוז מסך המכירות (%)
<u>588,179</u>	<u>561,305</u>	<u>535,659</u>	<u>511,184</u>	<u>487,828</u>	<u>465,539</u>	רווח גולמי
60.13%	60.13%	60.13%	60.13%	60.13%	60.13%	רווח גולמי (%)
474,415	452,739	432,053	412,312	393,474	363,882	הוצאות מכירה ושיווק
48.50%	48.50%	48.50%	48.50%	48.50%	47.00%	הוצאות מכירה ושיווק (%)
44,020	42,008	40,089	38,257	36,509	34,368	הוצאות הנהלה וכלליות
4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.44%	הוצאות הנהלה וכלליות (%)
<u>69,744</u>	<u>66,558</u>	<u>63,517</u>	<u>60,614</u>	<u>57,845</u>	<u>67,209</u>	רווח תפעולי
18,482	17,638	16,832	16,063	15,329	15,329	הוצאות מיסים
26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	שיעור מס
51,262	48,920	46,685	44,552	42,516	67,289	רווח תפעולי מנוכה מס
-	-	-	-	-	1380	הוספת הכנסות אחרות, נטו
23268	23268	23268	23268	23268	26468	הוספת פחת (1)
<u>74,530</u>	<u>72,188</u>	<u>69,953</u>	<u>67,820</u>	<u>65,784</u>	<u>65,784</u>	רווח תפעולי תזרימי
5,128	5,009	4,894	4,780	4,670	-	בניכוי גידול בהון חוזר (2)
23,268	23,268	23,268	23,268	23,268	-	בניכוי השקעות (3)
<u>46,134</u>	<u>43,910</u>	<u>41,791</u>	<u>39,772</u>	<u>37,846</u>	<u>37,846</u>	רווח תפעולי תזרימי פנוי (FCF)

ההנחות שהתבססנו עליהן בניתוח זה הן כדלקמן:

- **הכנסות** - ממוצע ההכנסות בחמש השנים האחרונות נמוך מסך הכנסות החברה לשנה האחרונה. נראה כי לא סביר שהכנסות החברה יקטנו לגבוה הממוצע, זאת בהיעדר נתונים חריגים להכנסות השנה. אי לכך, לא נשתמש בממוצע ונניח כי סך מכירות החברה יצמחו בשיעור הצמיחה הממוצע בחמשת השנים האחרונות.
- **עלות המכר** - נראה כי לא חל שינוי מהותי בסך עלות המכר ממחזור מכירות החברה. לכן נניח כי שיעור עלות המכר מסך המכירות יישאר זהה.
- **הוצאות מכירה ושיווק** - מתוך הנחה כי התחרות בענף תגדל, הנני מניח כי סך הוצאות מכירה ושיווק יגדלו אף הן, היות ולדעתי החברה תצטרך להשקיע יותר במיתוג מוצריה, לכן כפועל יוצא תקציב הפרסום יגדל אף הוא. נראה כי החברה פתחה האחרונה רשת חניות המיועדות לילדים, מיתוג מוצרי החברה "בנישה" זו מצריך הוצאות נוספות. נניח כי ההוצאות יגדלו בשיעור של 1.5% בשנה הבאה ולאחר מכן יישאר זהה.
- **הוצאות הנהלה וכלליות** - בשנים האחרונות, שיעור הוצאות הנהלה וכלליות מסך המכירות היה לערך 4.5%. נניח כי שיעור זה יישאר זהה בשנים הבאות, זאת בהיעדר נתונים חריגים הקשורים לסעיף זה.

- מס** - בהתאם להחלטת הפרלמנט הישראלי אודות שיעור מס חברות. נראה כי שיעור מס החברות הנוכחי ומס רווח הון הינו 26.5%. לאור הרפורמה שהונהגה בשנים האחרונות אשר דגלה בהפחתת שיעור מס החברות, נראה כי לא סביר ששיעור מס החברות יגדל בשנים הבאות וזאת לאחר עליה שחלה לאחרונה. לכן הנני מניח כי שיעור מס החברות יישאר זהה.

- הכנסות אחרות נטו** - סך הסעיף לא מהותי כלל לדוחות. נשים לב כי הוא משתנה ובאופן חד בין שנה לשנה בשנים האחרונות והוא אינו מייצג. בנוסף, ניתן להניח באופן סביר והגיוני כי סעיף זה אינו חלק מייצור ההכנסה של החברה, קרי, מדובר בסעיף שאינו תפעולי ולכן לא אמור להיכלל כחלק מחישוב שווי הפעילות (EV).

- פחת** - אני מניח כי הפחת השנתי יישאר זהה לממוצע הפחת בחמש השנים האחרונות. בנוסף, נניח כי סכום הפחת השנתי יהיה שווה לסכום ההשקעה השנתי, זאת בהיעדר נתונים אודות השקעה עתידית בסכום חריג מצידה של החברה.

2018	2017	2016	2015	2014	2013	1
						פחת
					26468	פחת נתון (נספח א' לדוח תזמ"ז)
23268	23268	23268	23268	23268	23268	ממוצע פחת לחמש שנים (2009-2013)
23268	23268	23268	23268	23268	23268	סה"כ הוצאות פחת

- הון חוזר** – תחילה חישבנו את ההון החוזר לשנת הבסיס (2013), להלן החישוב:

נותנים נוספים ממאזן החברה לשנת 2013	
הון חוזר:	
לקוחות	72446
מלאי	165622
ספקים	40681
סה"כ הון חוזר	197,387

אני מניח כי סך הגידול בהון החוזר התפעולי יהיה שווה לשורש של 1 פלוס הצמיחה.

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2
221868	216740	211731	206837	202057	197387	הון חוזר
					2.37%	שיעור גידול (%)
5,128	5,009	4,894	4,780	4,670		שינוי בהון חוזר

לאחר שבנינו את הניתוח שהוצג לעיל, בהתבסס על ההנחות שהוסברו גם הן, מצאנו למעשה את תזרים המזומנים הפנוי של החברה (FCF), לאחר מכן היוונו את התזרימים במחיר ההון המשוקלל אותו חישבנו, לאחר מכן חישבנו את הערך הנמשך, כאשר אנו מניחים ששיעור הצמיחה הפרמננטי של החברה יעמוד על 2.0% (כשיעור צמיחת האוכלוסייה), התוצאה שקיבלנו היא שווי הפעילות של החברה.

לשווי הפעילות הוספנו נכסים עודפים והחסרנו התחייבויות עודפות, ולאחר מכן קיבלנו את שווי החברה.

להלן חישוב הערכת השווי:

הערכת שווי החברה					
5	4	3	2	1	תקופה
46134	43910	41791	39771	37846	הזרים מזומנים חופשי (FCF)
28630	29978	31388	32862	34402	סכום מהוון
				157260	סכום ערבים נוכחים
				357345	קביעת הערך הנמשך
				514605	סה"כ שווי פעילות
				-11,967	התחייבויות עודפות/ נכסים עודפים
				502,638	שווי החברה

ההנחות שעליהן התבססנו בנייתנו זה הן:

- תחילה על מנת להוון את תזרימי המזומנים הפנויים של החברה, היינו צריכים לחשב את מחיר ההון המשוקלל (WACC).
על מנת לחשב את מחיר ההון המשוקלל, נעזרנו בנתונים מהאתר של "דמודראן" ומאתר "ביזפורטל", בנוסף נעזרנו באתר בנק ישראל, וזאת על מנת למצוא את האינפלציה הצפויה במשק, ואת התשואה על אג"ח ממשלתי (שחר) ל-10 שנים.
להלן חישוב מחיר ההון המשוקלל של החברה (WACC):

חישוב WACC	
7.21%	תשואת עודפת על ריבית חסרת סיכון - שוק בישראל
1.36%	ביטא
1.80%	תשואת אג"ח שחר לעשר שנים
1.50%	אינפלציה צפויה
11.61%	מחיר ההון העצמי
4.00%	מחיר ההון הזר *
18.52%	סך הון זר
81.48%	סך הון עצמי
10.01%	WACC

תשואה עודפת על ריבית חסרת סיכון בישראל - נלקח מהאתר של דמודראן.
ביטא - נלקחה מאתר של "דמודראן", אשר שם מוצגת הביטא הממוצעת של ענף הביגוד (בחרנו לקחת את הביטא הזאת ולא ביטא של ענף התעשייה משום שאנו חושבים שביטא של ענף התעשייה אינה משקפת באופן נאות את ענף הביגוד וכיוצא בזה את מצבה של החברה).

אינפלציה צפויה - נלקח ההפרש בין אג"ח גליל לשחר (מעוגל).

מחיר ההון העצמי - נקבע באמצעות הנוסחה (בהתאם למודל CAPM):

$$R_i = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \varepsilon_i$$

מחיר ההון הזר - בהתאם לנתונים אודות פירוט הרכב ההלוואות שנלקחו ע"י החברה אשר נכתבו בדוח הדירקטוריון של החברה בדוח השנתי של 2013. נראה כי הריבית המשולמת על ההלוואות נעה בין 4.5%-3.5% עם הצמדה למדד. בנוסף, ישנה הלוואה אשר בעבורה תשלם החברה פריים + 0.37%. נניח כי סך מחיר הון הזר הממוצע של הלוואות הינו 4% (כולל את ההצמדה והפריים שרלבנטי להלוואה אחת בלבד).

2013		שיעורי ריבית משוקלים ליום 31.12.13
הלוואות לזמן קצר	30367	4.00%
הלוואות לזמן ארוך	90370	4.00%
סה"כ	120737	

- קביעת הערך הנמשך** - לאחר שחישבנו את מחיר ההון המשוקלל של החברה והיוונו את תזרימי המזומנים הרלוונטיים אותם חישבנו, היינו צריכים לחשב את הערך הנמשך. בכדי לעשות זאת בחרנו כשנה מייצגת את השנה האחרונה בחיזוי (2018) אותה היוונו במחיר ההון המשוקלל של החברה, כאשר ממנו החסרנו את שיעור הצמיחה בגידול האוכלוסייה שהנחנו (2.0%), לאחר מכן היוונו את הערך הנמשך לאותה נקודת זמן שאליה היוונו את כלל התזרימים (כלומר סוף שנת 2013). לאחר מכן חיברנו את סך התזרימים המהווים עם הערך הנמשך וקיבלנו את שווי הפעילות של החברה. להלן חישוב הערך הנמשך

4	
ערך שארית	
תזרים חזוי ל-2018	46,134
מחיר ההון המשוקלל של החברה WACC	10.01%
שיעור הצמיחה של החברה (g)	2.00%
מקדם ההיוון לאינסוף	8%
ערך שארית לתחילת שנת 2018	575819
מקדם ההיוון	1.61
ערך שארית מהוון לשנת 2013 (סוף)	357345

- התחייבויות ונכסים עודפים** - כפי שהוצגו בדוחות החברה (אין אינדיקציה לשווי הוגן אחר), להלן הפירוט:

5	
נכסים/התחייבויות עודפים/ות	
מזומנים ושווי מזומנים	60,938
נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד	111,639
סה"כ התחייבויות שוטפות	184,544
סה"כ נכסים/התחייבויות עודפים/ות	-11,967

מבחני רגישות

ביצענו מבחני רגישות לשני משתנים, והם: משתנה מחיר ההון המשוקלל (WACC), ומשתנה הצמיחה של החברה. להלן טבלת ניתוח הרגישות:

					צמיחה / WACC
12.01%	11.01%	10.01%	9.01%	8.01%	
386014	413580	446286	485893	535098	0.50%
397306	427182	462985	506884	562275	1.00%
409673	442214	481647	530669	593626	1.50%
423275	458913	502638	557846	630192	2.00%
438306	477575	526423	589197	673391	2.50%
455006	498566	553601	625763	725210	3.00%
473668	522351	584951	668962	788514	3.50%

בניתוח הרגישות שהצגנו, אנו אומנם לא רואים את שווי השוק שהחברה נסחרת כיום (531,218 אלפי ₪), אך ניתן לומר שהשווי אשר אנו קיבלנו קרוב לשווי שבו החברה נסחרת היום בבורסה. אנו סבורים כי החברה נסחרת כיום במחיר גבוה אשר לדעתנו לא משקף באופן נאמן את מצבה הפיננסי, וזאת בהתחשב בכל הנסיבות אשר קיימות בשוק. בהמשך ביצענו מבחני רגישות להכנסות החברה, הוצאות מכירה ושיווק והוצאות הנהלה וכלליות. וזאת בכדי לראות איך שינויים בסעיפים אלה ישפיעו על שווי החברה. להלן ניתוח הרגישות:

המלצת האנליסטים

לאחר חישוב שווי החברה שעשינו, ניתוח ה-SWOT, וניתוח הרגישות שהצגנו, נוכחנו לראות כי שווי החברה שקיבלנו קרוב מאוד לשווי החברה נסחרת בו היום. בהתבסס על החישוב שנעשה, אנו חושבים כי שווי החברה שקיבלנו מייצג נאמנה את שווי החברה בבורסה כיום, ואפילו אנו חושבים שיש מקום לירידה בשווי השוק של החברה, מה שאומר שאין אנו ממליצים להשקיע במניית החברה.

לאחר שחקרנו לעומק את ענף האופנה בכלל ואת החברה בפרט, ולאחר מכן חישבנו את שווי החברה, הגענו למסקנה שהתחרות בענף גוברת, והחברה מתקשה לייצר מנועי צמיחה חדשים בנוסף החברה נחלה "כישלון צורב" בפעילות המותג בחו"ל, וזאת בנוסף לכל הסיכונים שהוזכרו (בניתוח SWOT), מכאן אנו חושבים שמחיר המניה של החברה כיום, לא משקף "מבט צופה פני עתיד" באופן שבו אנו חושבים, ומכאן שהשוק מתמחר את החברה במחיר מעט גבוה מזה שאנו חושבים, ולכן **המלצתנו היא: המלצת מכירה**, משום שאנו צופים כי מחיר המניה של החברה יירד עוד. ניתן לראות כי ישנו פער שלילי בין שווי החברה שאנו קיבלנו לבין השווי בו החברה נסחרת היום, ולכן אנו צופים ירידה נוספת בשווי החברה.

ביבליוגרפיה

<http://maya.tase.co.il> – דוחות כספיים

<http://www.czamanski.com> - שוק האופנה

<http://www.snif.co.il/chain/387-%D7%A7%D7%A1%D7%98%D7%A8%D7%95%20-%20CASTRO>

http://www.castro.com/he/company_profile

<http://he.wikipedia.org/wiki/%D7%A7%D7%A1%D7%98%D7%A8%D7%95%D7%9E%D7%95%D7%93%D7%9C>

<http://www.cbs.gov.il> - הלמ"ס

חדשות, נתונים על המניה, בעלי עניין -

<http://www.globes.co.il>

<http://www.bizportal.co.il/>

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar> - דמודראן – חישוב ביטא